

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


Abril 2023

# One House View

**Volatilidad global por tensiones bancarias**

## 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](http://www.sura-im.com/perspectivas)

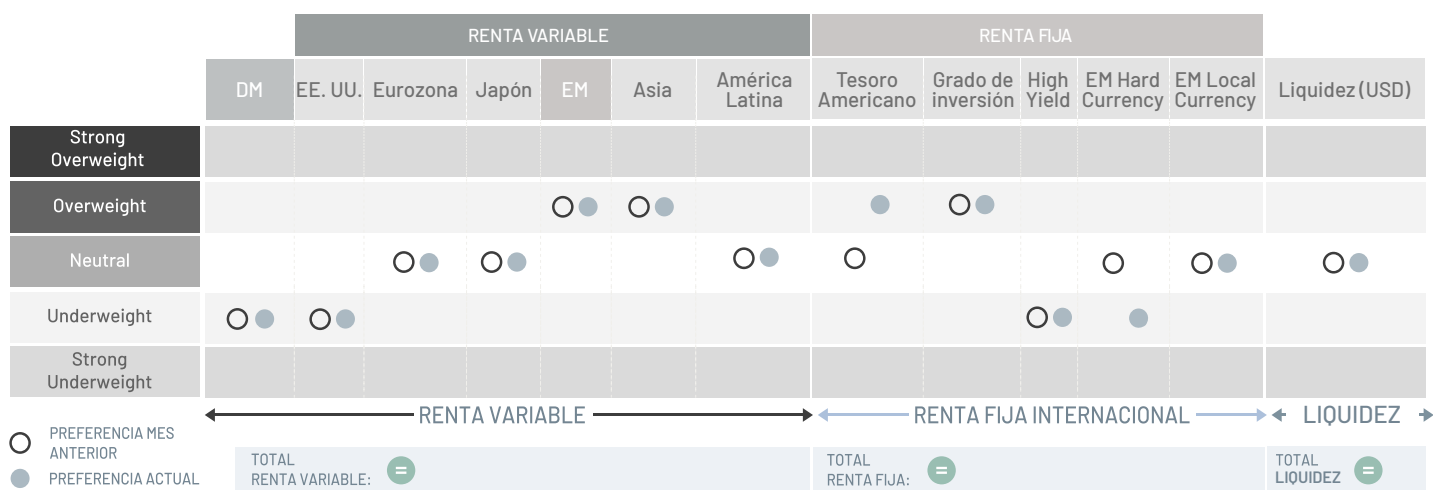
## 1. RESUMEN DE LA ESTRATEGIA

### Visión global y posicionamiento

Marzo estuvo caracterizado por una alta volatilidad en los mercados. Lo anterior por dos temas puntuales del sector financiero americano y europeo: i) la caída de Silicon Valley Bank (SVB), uno

de los bancos regionales más grandes de Estados Unidos y ii) los problemas de rentabilidad de Credit Suisse que derivaron en su adquisición por parte de UBS. La volatilidad y sentimiento negativo de los mercados fueron frenados con el pronto actuar de los grandes bancos globales e instancias de gobierno, particularmente la FED. Los acontecimientos y la postura más relajada de los principales bancos centrales han moderado las expectativas de alza de tasas a nivel global; incluso, en casos como EE. UU. los inversionistas esperan recortes a fin de año. Es posible que la volatilidad continúe en el corto plazo acorde con la confianza del mercado sobre las medidas implementadas.

Debido a esto, no hemos realizado cambios en nuestro posicionamiento, pero seguimos monitoreando de cerca la evolución de estos acontecimientos. Mantenemos una posición neutral entre renta variable y renta fija. Dentro de crédito, mantenemos una preferencia por activos de alta calificación de riesgo, dado las tasas de interés atractivas y mayor grado de protección de capital ante eventos de mercado. Con respecto al mercado bursátil, la preferencia se mantiene por Asia Emergente, ante valorizaciones atractivas, baja inflación y reactivación de la actividad de China, contrastando con nuestra menor exposición a las regiones desarrolladas.



## 2. ESTRATEGIA DE INVERSIONES

### Cambios en posturas monetarias dan alivio contra tensiones bancarias

La alta volatilidad en los mercados se debió a dos historias paralelas acontecidas en el sector bancario global.

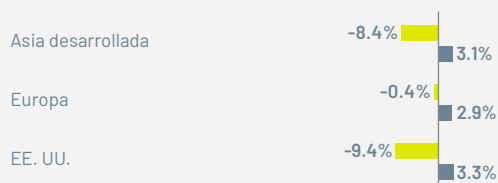
La primera historia comienza cuando Silicon Valley Bank (SVB), uno de los bancos regionales más grandes en EE. UU., anuncia un intento -fallido- de recapitalizar el banco tras contabilizar pérdidas no reconocidas por un total de 1,8 USD Bn. La realidad es que el SVB habría hecho un manejo deficiente de sus activos (invertidos a largo plazo) y sus pasivos (cuentas de depósitos con una naturaleza de corto plazo). Tras experimentar una ola de retiros por parte de los depositantes, impactados por la desafiante coyuntura macroeconómica, el banco se vió obligado a vender los valores en los que había invertido para conseguir liquidez, valores que enfrentaban pérdidas no materializadas tras los fuertes incrementos de las tasas de interés. Las presiones sobre el banco llevaron a su clausura, días después de anunciados los retiros de depósitos. Como respuesta, en EE. UU. se dieron anuncios de asistencia por parte del Tesoro y la FED para contener la volatilidad y proveer de liquidez inmediata a instituciones financieras afectadas por retiros masivos.

A la tensión en Estados Unidos se le suma, días después, la preocupación sobre Credit Suisse (CS). Aquí es importante notar que la situación de CS nada tiene que ver con los problemas enfrentados por los bancos regionales de EE. UU. La situación dentro del banco suizo viene desde la caída del fondo de cobertura Archegos Capital a comienzos de 2021. Durante las primeras semanas de marzo, Saudi National Bank (SNB) -uno de sus principales accionistas- informó que no podría anunciar nuevos aportes de capital dado que superaría su participación de 10%, evento que de haberse concretado tendría implicancias regulatorias para SNB. Esto se unía a las recientes declaraciones del propio CS que informaba "debilidades materiales" en sus reportes financieros de los años 2021 y 2022. Dados estos acontecimientos, las acciones del banco suizo llegaron a retroceder 30%. En respuesta, el Gobierno acordó con UBS un rescate de emergencia, con la compra del banco por un total de 3,250 millones de dólares.

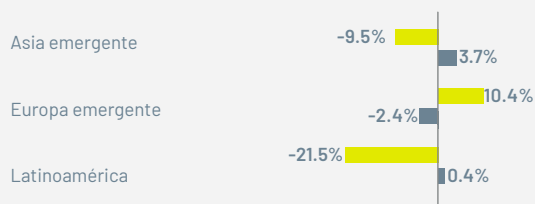
Como se ve, las tensiones bancarias en EE. UU. y Europa responderían a situaciones particulares de las instituciones mencionadas más que a problemas sistémicos. De todos modos, es importante destacar la proactividad de los bancos centrales para resguardar la liquidez de los mercados y contener así afectaciones innecesarias, lo que en ambos casos apoyó a moderar el ruido en el mercado.

En este contexto, los precios recogen una moderación de las expectativas de alzas de tasas a nivel global, no descartando recortes en EE. UU. Es posible que la volatilidad de mercado continúe en el corto plazo sí la confianza en las acciones realizadas se deteriora u otra institución financiera revela problemas. Por ello, no hemos realizado cambios en nuestro posicionamiento defensivo y seguimos monitoreando de cerca la evolución de estos y otros acontecimientos.

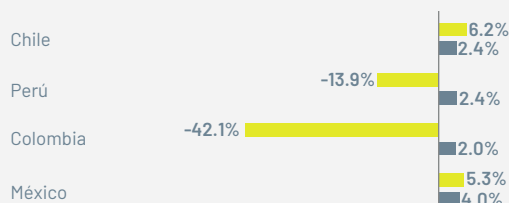
### MERCADOS DESARROLLADOS



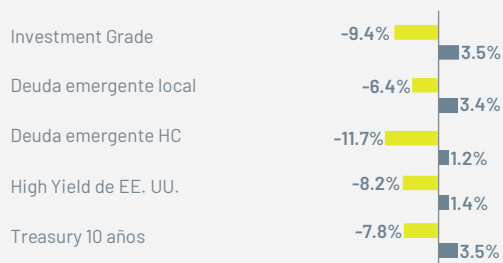
### MERCADOS EMERGENTES



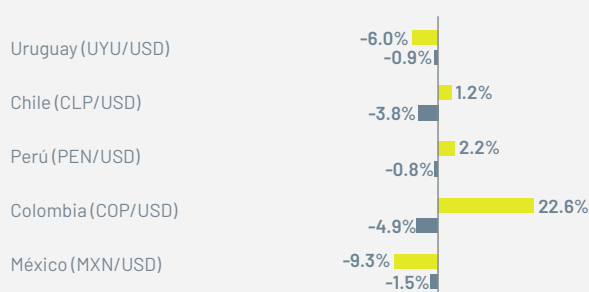
### MERCADOS LOCALES



### RETORNOS RENTA FIJA INTERNACIONAL



### RETORNOS DIVISAS



● MES ● 12 MESES

Retornos expresados en dólares



### 3. LATINOAMÉRICA

#### Mantenemos cautela en países donde existe alta incertidumbre política y volatilidad

Los mercados latinoamericanos presentaron un leve incremento de 0.42% (ILF) en marzo, explicado principalmente por Brasil y sus derroteros fiscales. Los inversionistas estuvieron a la espera de la revelación del nuevo marco fiscal, que indicaría el trayecto del gasto para los próximos años. Finalizando el mes, el Gobierno realizó la publicación, marcando un tono más moderado de gasto, lo que el mercado tomó de forma positiva. Hacia adelante, podríamos ver volatilidad adicional si el Gobierno insiste en su tono intervencionista e indicadores bajos de actividad en un entorno de reapertura china.

La economía mexicana reportó un crecimiento mensual de 0.6% durante enero de 2023, según el IGAE; el anual se colocó en 3.6%, gracias a un sector terciario creciendo 4.5%. Con esto, y en medio de una coyuntura global que favorece la cercanía de México con EE. UU., se espera que el crecimiento del PIB llegue a 1.4% este año, una mejora marginal respecto a pronósticos previos. Por otro lado, la expectativa de inflación es que se mantenga a la baja y alcance 5.15% a cierre de año. Pese a esto, en su reunión de marzo, Banxico volvió a incrementar su tasa, alcanzando un nuevo máximo de 11.25%; con ello, los especialistas ahora esperan una tasa terminal de 11.50%.

En Chile, el Congreso rechazó la Reforma Tributaria presentada por el Gobierno, propuesta necesaria para financiar la Reforma Pensional y de Salud, temas principales para la agenda de este año. Lo anterior condujo a que el Gobierno desista de esta Reforma, e intente introducir otra Reforma Tributaria en 12 meses (tiempo definido por la ley). Esto representa un revés para la actual administración de Gobierno y pone nuevamente en entredicho la aprobación de nuevas propuestas, lo que implicará un mayor acercamiento a la oposición en el Congreso y moderación de las propuestas.

En Perú, el Banco Central mantuvo su tasa por segunda vez después haberla subido por 18 reuniones consecutivas. Esto debido a que en febrero la inflación reportó menos de lo esperado y el crecimiento en enero fue negativo. Además, factores como el ciclón Yaku, mayor probabilidad del fenómeno El Niño, posibles nuevas protestas e incertidumbre política generan preocupaciones sobre el crecimiento. Dado esto, esperamos que el BCRP mantenga la tasa en los niveles actuales hasta el tercer trimestre, cuando empezaría a bajarla. El tipo de cambio se apreció en marzo; sin embargo, en abril existen numerosos vencimientos de swaps cambiarios que pueden generar presiones al alza. Aún así el BCRP ha mostrado intención de renovar sus vencimientos, por lo que no deberían haber presiones fuertes.



En Colombia, se presentó una propuesta del Gobierno para modificar el sistema laboral y pensional. Ambas reformas han generado preocupaciones entre inversionistas, dado que pueden incrementar el costo de contratación para las empresas y tener un impacto negativo en la generación de empleo, así como incrementar riesgos fiscales futuros por cambios demográficos e implicaciones de liquidez al interior de los mercados colombianos. Esperamos que ambas reformas generen discusiones en el Congreso que permitan su moderación y mejora, pero no descartamos volatilidad entremedio.



# 4. ANÁLISIS POR PAÍSES



## MÉXICO

**Atractivo en renta fija ante la cercanía de tasas terminales de la FED y Banxico**

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

Especialistas económicos del sector privado pronostican que la economía mexicana crecerá 1.4%, cifra menor a lo que la SHCP estima en sus proyecciones para 2023 de 3%. Entre los argumentos a favor del crecimiento encontramos la entrada de divisas por remesas y turismo, la inversión extranjera y una relativa estabilidad en cuentas fiscales. Adicionalmente, el consumo privado continúa con su recuperación, misma historia que la inversión fija bruta.

### INFLACIÓN

En su lectura más reciente (primera mitad de marzo) la inflación se ubicó en 7.1%, sorprendiendo a la baja. Sin embargo, este descenso se explica por el segmento no subyacente. Por su lado, el segmento subyacente sigue presionado, principalmente por precios de servicios. De cara al cierre de año, se pronostica que el índice general descienda a niveles cercanos a 5%, aún por encima del límite superior del rango objetivo de Banxico de 4%.

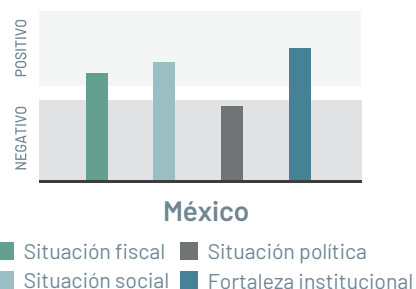
### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

La inflación general parece iniciar una senda clara a la baja; sin embargo, el factor subyacente, el más relevante para Banxico, se mantiene presionado por precios en los servicios. Por ello, el Banco Central cumplió con el pronóstico del consenso y en su reunión de marzo incrementó en 25pbs la Tasa de Política Monetaria. Se espera que en su próxima reunión (mayo) incremente nuevamente su tasa en la misma magnitud, llevándola a 11.50% y que, con ello, Banxico culmine su ciclo alcista.

### TIPO DE CAMBIO

El dólar (DXY) retrocedió frente a sus pares durante marzo. En términos generales, la moneda americana ha ido perdiendo terreno desde octubre de 2022 por la expectativa de que la FED modere su postura, ya sea por inflación a la baja, desaceleración laboral o inestabilidad financiera. Por otro lado, regiones emergentes mantienen cierto atractivo sobre desarrollados por factores de valuación, precios de materias primas aún altos y reapertura china, lo que ha apoyado la dinámica de monedas emergentes, arrastrando al peso mexicano. Sin embargo, los especialistas aún esperan que la moneda se deprecie a 19.44 hacia el cierre de año.

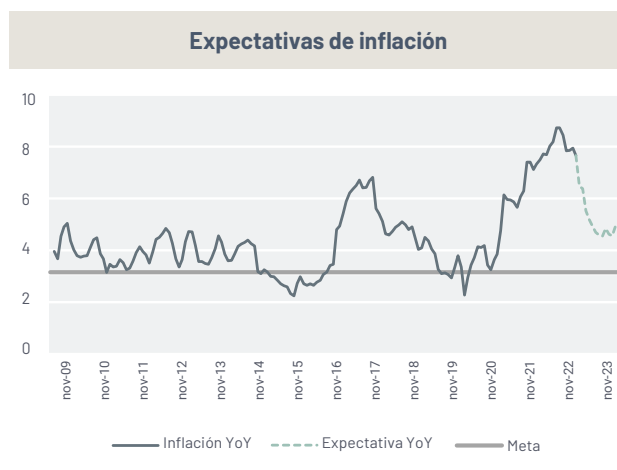
### MONITOR POLÍTICO



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	0.6%	1.3%	1.7%
INFLACIÓN	4.3%	5.0%	5.7%
TPM	8.50%	11.25%	11.750%
FX	17.50	19.05	20.91





## RENTA FIJA LOCAL

### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

A pesar de la volatilidad de marzo, los mercados financieros avanzaron en general gracias a la inyección de liquidez y la consecuente caída global en tasas. Muy útil fue que la inflación general siguiera disminuyendo. Con ello, las curvas locales, tanto nominal como real, reportaron caídas casi generalizadas. En el caso de los MBonos, los descensos promediaron más de 50pbs, siendo los papeles de entre 3 y 10 años los que bajaron con mayor fuerza. En el caso de los Udibonos, con excepción de los nodos más cortos, el resto promedió 20pbs de caída.

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

### DURACIÓN

La expectativa de inflación en México ha ido a la baja en 1T23 (situándose en 4.8%). Los pronósticos de crecimiento para el año también han mejorado (1.4% - 3%). Aún cuando se mantienen riesgos sistémicos globales y presiones externas en precios, el escenario para los mercados locales de tasas es positivo. La política monetaria está en terreno restrictivo y parece estar llegando al techo de tasa (11.50%). La curva local es atractiva por el diferencial de tasas respecto a otros mercados emergentes, con esto, se justifica un incremento en duración desde la neutralidad previa.

### CURVA

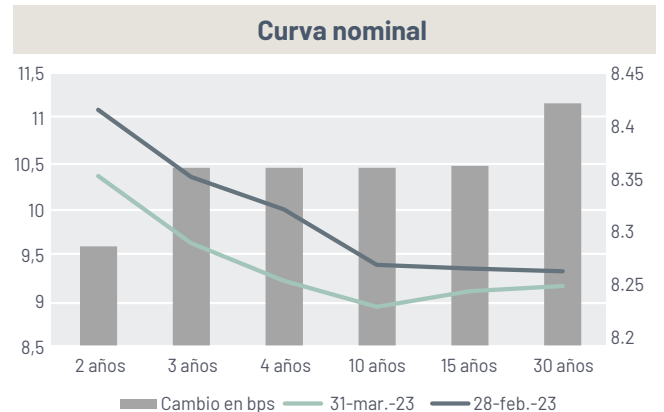
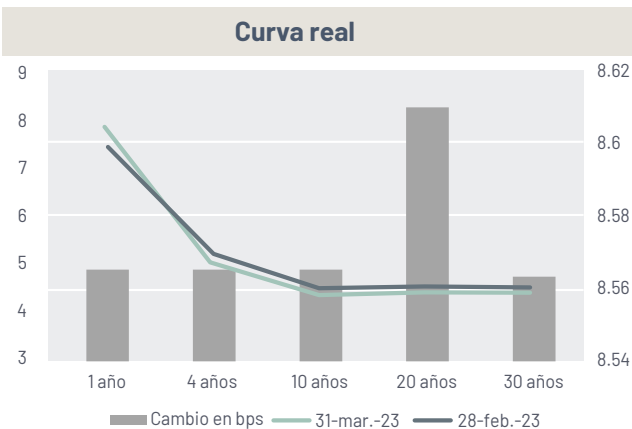
La política monetaria mantiene el sesgo restrictivo y la dependencia a los datos, que siguen mostrando una inflación subyacente alta y con pocos visos de mejora. En el corto plazo, seguimos esperando curvas invertidas o planas; sin embargo, el ajuste hacia un posicionamiento de empinamiento es algo inevitable en el mediano plazo cuando sea más claro el cambio de ciclo de política monetaria, descontando que el mercado estima al menos un incremento adicional por parte de Banxico.

### CORPORATIVOS

Durante marzo, las colocaciones primarias de largo plazo se ubicaron cerca de los 30 mil millones de pesos, monto mayor respecto al mismo mes del año anterior. En términos de *spreads*, la volatilidad causada por las tensiones bancarias en EE. UU. y Europa provocaron algunas ampliaciones, aunque con la caída en tasa base algunos lograron compensar con creces. Se mantiene una visión constructiva, pero con alta selectividad sectorial.

### REAL VS. NOMINAL

Ante la tendencia a la baja de la inflación general y sus expectativas, así como el esperado fin del ciclo alcista de tasas, los papeles nominales muestran mayor atractivo frente a sus pares reales. Sin desacreditar lo anterior, el ímpetu de la inflación sigue haciendo atractivos los Udibonos de muy corto plazo.





## RENTA VARIABLE LOCAL

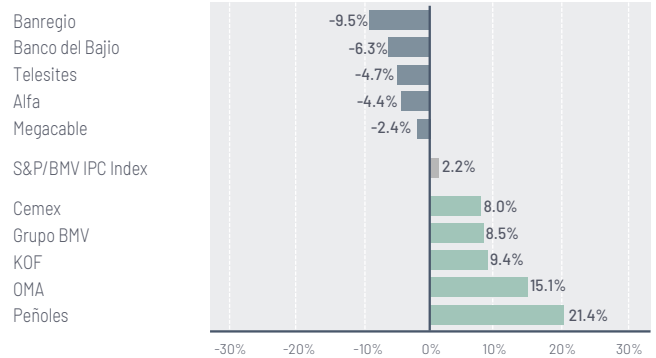
### ANÁLISIS DE MERCADO

En marzo, el IPyC subió 2.2%, en línea con el desempeño del mercado norteamericano. En lo local, empresas del sector consumo lideraron el avance, por ejemplo, Coca Cola Femsa (9.4%), Arca (6%) y Cuervo (5.3%), las cuales continúan demostrando un fuerte *pricing* en la mayoría de sus categorías. En contraste, el sector bancos fue el de peor desempeño en el mes por un contagio global luego del colapso de Silicon Valley Bank. Analizando este sector en México, encontramos que no hay mayor efecto en cuanto a pérdidas acumuladas en las inversiones clasificadas a vencimiento, por lo que es improbable que se observen pérdidas significativas por este concepto en el P&L de los grandes bancos locales.

### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

La bolsa mexicana ha sido una de las de mejor rendimiento en lo que va del año (YTD ~12%). En materia de valorización, MexBol se ve en niveles atractivos vs. su historia y otros mercados accionarios; transando a 13x P/E y 6.1x EV/EBITDA 12M *forward*, descuentos de 17% y 16% vs. su historia (15 años). Sin embargo, el *de-rating* que ha tenido el mercado a lo largo del año anterior tiene que ver con el incremento de tasas de interés. Finalmente, siempre es importante destacar el carácter defensivo del IPyC donde casi 1/3 de la muestra pertenece al sector consumo.

### Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

### EPS Trailing & Forward



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





## CHILE

**Leve largo duración con ciclo de baja de TPM que debiese estar próximo a comenzar**

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

El Imacec de febrero se contrajo 0.5%, levemente por debajo de las expectativas. Con este, y haciendo a un lado el dato positivo y sorpresivo de enero, ya son varios meses de crecimiento ligeramente negativos, justificando el pesimismo de los pronósticos. Con respecto al mes anterior, la principal caída se registró en el sector minero (-3.1%) mientras que el sector servicios mostró resiliencia. Las estimaciones para este 2023 se ubican entre -0.75% y -1.75% según el último IPoM del Banco Central.

### INFLACIÓN

La inflación 12 meses se situó en febrero en 11.9%, gracias a una variación mensual negativa (la primera desde 2020) de -0,1%, por debajo de lo esperado por el mercado. Con lo anterior, las expectativas *forward* bajaron, pasando de 5.5% a 5.1% este año y 3.8% para 2024, aún fuera del objetivo del Banco Central de 3.0%. Sin embargo, esperamos en el IPoM de abril una corrección al alza de las expectativas de inflación por parte del propio organismo.

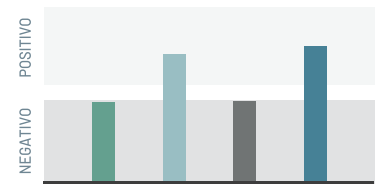
### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

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 implican el inicio del ciclo de baja en su reunión de abril; sin embargo, el alto dato de inflación del mes de enero sigue haciendo ruido; eso pospondría una o dos reuniones el primer recorte en tasa. De cualquier modo, se espera que la tasa cierre cerca de 8.0% este año.

### TIPO DE CAMBIO

En marzo, el peso chileno presentó una apreciación de 4%. Este comportamiento estuvo explicado principalmente por el precio del cobre, pues a pesar de que sufrió una alta volatilidad durante el mes, logró recuperarse gracias a datos positivos en China. El rechazo de la Reforma Tributaria también colaboró en la apreciación. Adicionalmente, expectativas de un ciclo menos agresivo por parte de la FED llevó a una depreciación del dólar (DXY) en el mes. El peso podría sufrir volatilidad adicional a medida que avance la Reforma Pensional y demás discusiones de la nueva Constitución, así como ruidos geopolíticos provenientes de China.

### MONITOR POLÍTICO



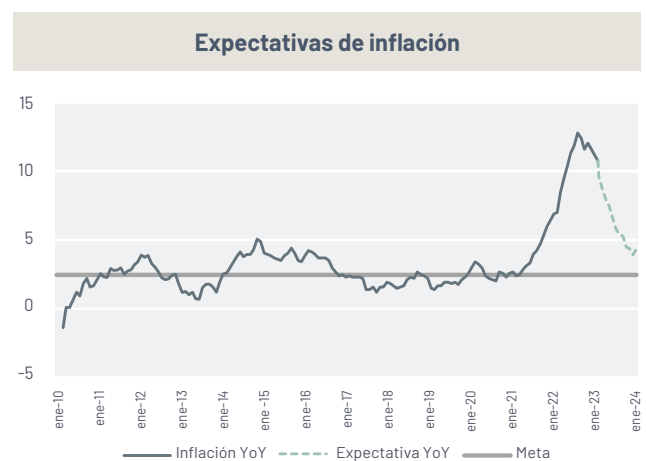
Chile

- 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 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%	0.6%
INFLACIÓN	3.7%	5.2%	6.5%
TPM	5.00%	8.50%	9.50%
FX	740	812	880







## RENDA FIJA LOCAL

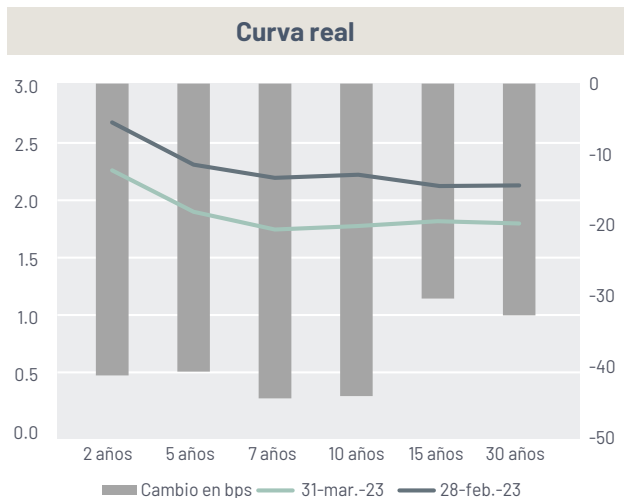
### DENTRO DE RENDA FIJA LOCAL

En el mes vimos caídas en tasas de manera generalizada, atribuible en gran medida a las caídas en las tasas internacionales tras la reacción de bancos centrales y demás actores a las tensiones bancarias ya comentadas, lo que provocó que las expectativas de tasa de la FED ajustaran fuertemente a la baja, desde cuatro incrementos para este año a sólo uno e incluso recortes. Con lo anterior, los fondos de mayor duración tuvieron rentabilidades bastante positivas durante el mes, aunque los de corto plazo no se quedaron atrás por el alto devengo de las tasas.

RENDA FIJA	MARZO	ABRIL
Duración	N	OW
Curva	N	OW
Corporativos	N	N
Real vs. Nominal	N	OW REAL

### 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. Aun así, asumiendo una perspectiva de mediano plazo, las tasas tienen bastante espacio a la baja, por lo que preferimos la parte media, al ser la que mayor espacio tendría en esta tendencia.



### CURVA

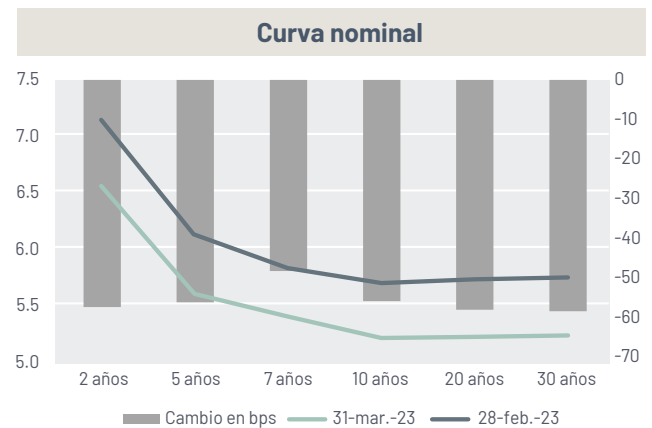
Las tasas cayeron bastante durante marzo, sin embargo, la curva sigue con una pendiente muy negativa. Vemos que las tasas de corto plazo se podrían mantener altas dado el anclaje a la Tasa de Política Monetaria pero deberíamos ver caídas en la parte media y lateralidad en la parte más larga de la curva. Con lo anterior, tendríamos aplanamiento en el segmento que va hasta el nodo de cinco años, lo que nos lleva a tomar posiciones en esta parte específica de la curva.

### 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 75pbs - 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 -0.1% en febrero, debajo de lo esperado por el mercado. Las expectativas de inflación bajaron a 5.1% para 2023. La TPM llegó a un techo de 11.25%, y aunque continuará ahí por mayor tiempo del esperado previamente, eventualmente veremos recortes. Es por ello que durante marzo favorecimos los papeles nominales por sobre los reales, producto del alto devengo de los primeros y el menor *carry* inflacionario de los segundos. Sin desacreditar lo anterior, la inflación del mes de abril se espera bastante alta, con lo que nos moveremos tácticamente a las tasas reales.





## RENDA VARIABLE LOCAL

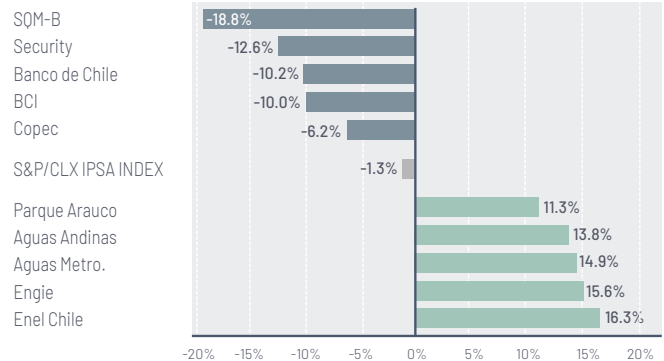
### ANÁLISIS DE MERCADO

Durante marzo, el índice accionario chileno (IPSA), retrocedió levemente en moneda local (-1.3%). Estos resultados se deben a que los buenos retornos en los sectores de *utilities* (7.8%) y *real estate* (6.3%) fueron descompensados por los sectores de materiales (-9.4%), financiero (-5.8%) y energía (-5.1%). Tras lo anterior, se mantienen los descontados niveles de valorización que sostienen un atractivo nivel de entrada al indicador local, 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?

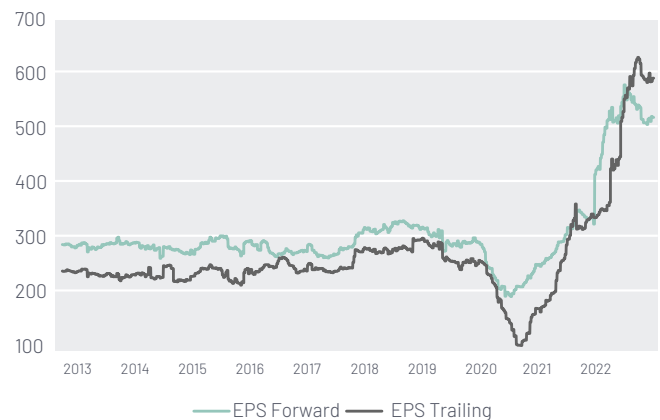
En materia de estrategia, el fondo Selección está posicionado de manera defensiva y buscando sacar provecho del ciclo bajista de tasas de interés del Banco Central chileno. Esto explica que el sector *real estate* sea el principal OW del fondo, esto a través de Parque Arauco, que muestra un diferencial atractivo de *dividend yield* respecto a la tasa soberana de 10 años (tomando como referencia el *spread* histórico). En contraste, el sector financiero es el principal UW del fondo expresado con un corto de casi 3pbs en Banco Santander, el cual es uno de los bancos más caros de la región (similar valuación a los bancos regionales mexicanos pero con menor *earnings momentum* que estos últimos).

### Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

### EPS Trailing & Forward



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





## PERÚ

**Sobreponderación en duración por probable fin del ciclo alcista de tasas**

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

Según el INEI, en el mes de enero del 2023, la producción nacional cayó 1.1%, debido a caídas en los sectores de minería e hidrocarburos (-3.61%), construcción (-11.7%), telecomunicaciones (-9.26%) y financiero (-5.95%). Aún así, existen sectores con crecimiento positivo que contrarrestaron la caída como pesca (32.96%), agropecuario (1.89%) y manufactura (1.08%). Dado esto, el BCRP ha reducido su estimado de crecimiento económico para el 2023 desde 2.9% hacia 2.6%, principalmente por efecto de las protestas sociales. Aún así, creemos que esta estimación podría caer cuando se conozca con mayor certeza las pérdidas económicas causadas por el ciclón Yaku.

### INFLACIÓN

La inflación cayó de 8.66% en enero a 8.65% en febrero, mientras que la inflación subyacente aumentó de 5.80% en enero a 5.87% en febrero. Los mayores incrementos de los componentes del IPC fueron la carne de pollo (9.0%), el huevo (6.0%) y otras frutas frescas (5.8%). Las principales disminuciones de precios fueron la papa (-14.1%), la palta (-9.3%) y el pescado (-9.0%). Las expectativas de inflación a 12 meses en febrero fueron 4.29%. Se espera el retorno al rango meta en el primer trimestre del 2024, en un escenario de moderación de los precios internacionales y locales.

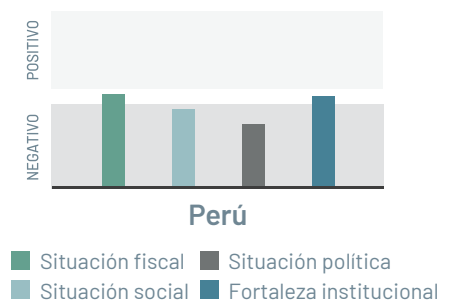
### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En febrero, el BCRP mantuvo su tasa de referencia en 7.75%, después de que la inflación en enero (8.65%) resultara menor a lo esperado (8.80%) y el crecimiento del PIB en enero sea -1.1%. 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. Esperamos que el BCRP mantenga su tasa de interés, dada la tendencia decreciente de la inflación y el riesgo de una menor actividad económica.

### TIPO DE CAMBIO

Al cierre de marzo, el sol se apreció 1.15%. Los principales motivos fueron la data de inflación menor a lo esperado, la disminución del ruido político 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 a pesar de que existen numerosos vencimientos de swaps cambiarios del BCRP, este ha mostrado intención de renovarlos y los bancos han demandado los vencimientos recientes. De no renovarse estos vencimientos, el tipo de cambio podría depreciarse significativamente.

### 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 2023

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	1.5%	2.1%	3.2%
INFLACIÓN	2.9%	4.2%	5.0%
TPM	4.25%	6.25%	8.25%
FX	3.60	3.72	4.00





## RENTA FIJA LOCAL

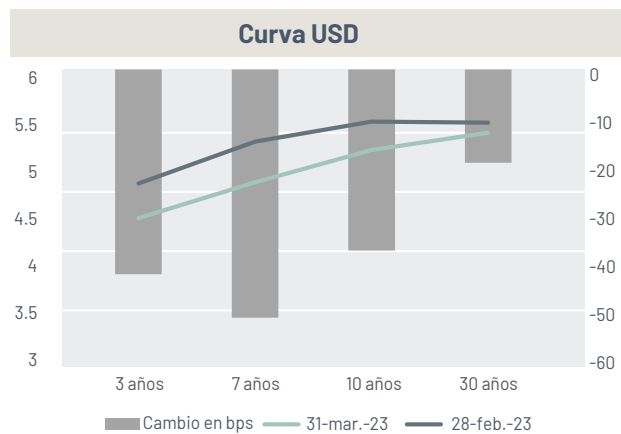
### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

En el ámbito local, la curva soberana se apreció 39pbs en promedio en marzo, iniciando con retornos mixtos por datos positivos en china, pero a su vez datos de empleo y actividad económica fuertes en Estados Unidos. En las últimas dos semanas del mes, la curva se depreció debido a la quiebra de Silicon Valley Bank y a los problemas de Credit Suisse por el temor de que las subidas de tasas pongan en riesgo al sistema financiero global. Este riesgo se fue mitigando y la curva se terminó apreciando, cerrando el mes con grandes ganancias.

RENTA FIJA	MARZO	ABRIL
Duración	N	OW
Curva	FLAT	FLAT
Corporativos	N	OW

### DURACIÓN

El mes pasado preferimos mantener una postura neutral en duración por los riesgos de un *sell-off* en la curva soberana producto de la nueva Ley de Pensión Mínima y otros proyectos de ley sobre nuevos retiros, debido a la venta que tendrían que hacer las AFPs para hacer frente a los retiros otorgados. Sin embargo, dichos riesgos se han mitigado de cierta manera, considerando pertinente alargar un poco la duración de los portafolios, toda vez que los fundamentos indican que las tasas deberían bajar hacia 2S2023.

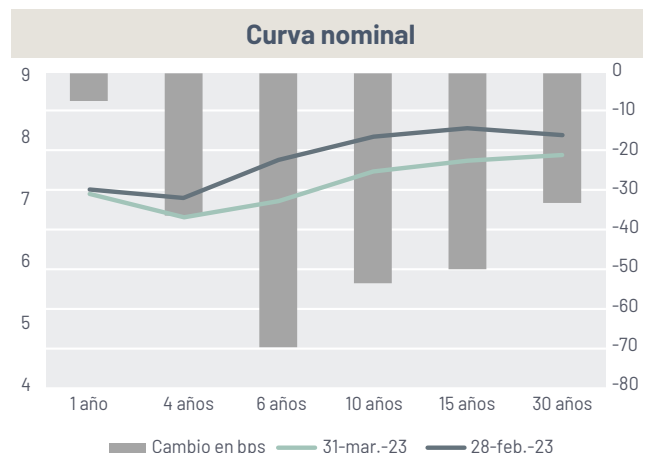


### CURVA

Consideramos que la curva se mantendrá plana por lo menos hasta mediados de este año, debido a que esperamos que la parte corta de la curva se encuentre anclada a la tasa de referencia la mitad del año, y la parte larga de la misma manera e incluso probablemente invertida por el bajo crecimiento económico que se espera para este año. Sin embargo, nos mantenemos neutral en la curva, por los riesgos de empujamiento que podría traer la Ley de Pensión Mínima por el *sell-off* que se espera de bonos soberanos por parte de las AFPs.

### CORPORATIVOS

Del mismo modo que en el caso de la curva de bonos soberanos, cambiamos nuestro posicionamiento a sobreponderar ligeramente los bonos corporativos locales, ante la visión de una pausa en el ciclo alcista de tasas, así como las perspectivas de tasas a la baja a partir de la segunda parte del año, indican que es momento de ir posicionando los portafolios con instrumentos de mayor duración. Asimismo, conforme veamos una reducción en la tasa base, probablemente veamos incrementos en el *spread* de los bonos corporativos locales, haciendo que estos operen en niveles interesantes con respecto a su media.





## RENTA VARIABLE LOCAL

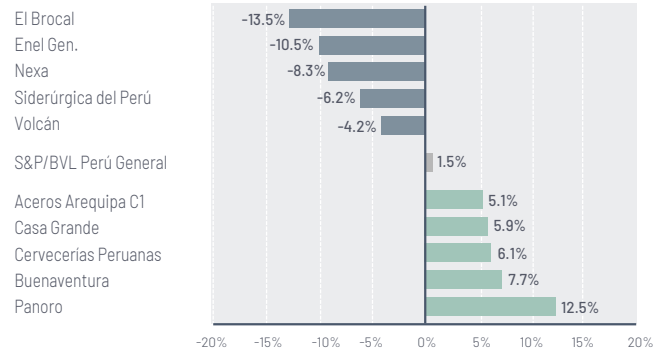
### ANÁLISIS DE MERCADO

En marzo, la BVL tuvo un rendimiento negativo de -0.5% en moneda local. Durante el mes el Banco Central (BCRP) revisó a la baja su estimación de crecimiento económico para el 2023 como resultado de las protestas sociales a inicios de año y fenómenos naturales que están afectado principalmente a ciudades de la costa norte del país. El sector con mejor rendimiento fue el financiero (+1.2%) que se mostró resiliente a pesar de los problemas de solvencia y contagio en Estados Unidos. Igualmente, el sector de consumo tuvo un rendimiento ligeramente positivo (+0.4%) debido a la fortaleza de los hogares. Por otro lado, los sectores de construcción e industrial mostraron un rendimiento plano de +0.1% y -0.7%, respectivamente. Finalmente, el sector de *utilities* tuvo el peor rendimiento de mercado (-2.3%).

### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

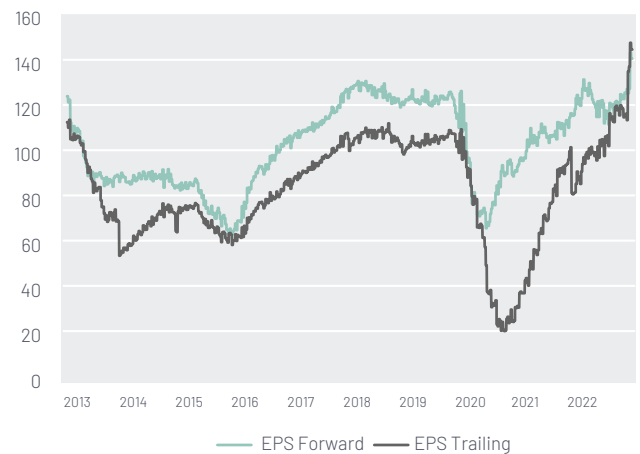
Nuestro posicionamiento no presenta cambios sustanciales a nivel sectorial. Nos mantenemos optimistas en los sectores de *utilities* y consumo básico debido a la resiliencia que presentan estos papeles en un escenario de desaceleración económica e incertidumbre política. Asimismo, estamos sobreponderando 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 en los bancos locales.

### Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

### EPS Trailing & Forward



RENTA VARIABLE	MARZO	ABRIL
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

### Nuevas Reformas Pensional y Laboral propuestas por el Gobierno incrementan la incertidumbre

#### CRECIMIENTO ECONÓMICO

El indicador de actividad económica para enero marcó un crecimiento de 5.9% anual, por encima de la expectativa del mercado (2.5%). Aunque en parte es explicado por el efecto base, dado que el año pasado la economía se vio afectada en los sectores financieros y asegurador, vimos un incremento significativo en comercio mayorista y minorista y un avance en manufactura y construcción. Sin embargo, la desaceleración económica se mantendrá presente este año, impulsada por la alta incertidumbre política, tasa de referencia del Banco de la República en niveles altos y una normalización en el consumo.

#### INFLACIÓN

En febrero, la inflación presentó una variación mensual de 1.66%, por debajo de las expectativas del mercado (1.70%). Aunque las presiones inflacionarias siguen siendo generalizadas, el principal contribuyente para este mes fue el rubro de alimentos y bebidas no alcohólicas (0.32%), seguido por el rubro de educación (0.31%), explicado por el proceso de indexación. La trayectoria de la inflación podría estar presionada por ajustes de indexación y por reintroducción de impuestos, pero podríamos ver un poco de alivio a medida que veamos una desaceleración económica.

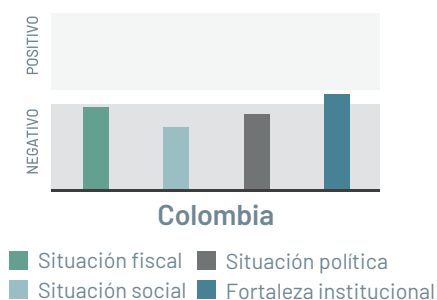
#### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

La junta directiva del Banco de la República, en marzo, incrementó la tasa de referencia en 25pbs a 13%, en línea con lo anticipado por el mercado. La reducción en las expectativas inflacionarias, fuertes datos de crecimiento en enero y una desaceleración del rubro de alimentos en la inflación de febrero fueron las principales razones detrás de dicha decisión. La junta enfatizó que se mantendrá atenta a la evolución de la inflación y de la economía para las próximas decisiones. Esperamos que se mantenga la tasa de referencia para los próximos meses, a medida que veamos la inflación ceder.

#### TIPO DE CAMBIO

En marzo, el peso colombiano logró finalizar el mes marcando una apreciación de 4.22%. Dicho comportamiento estuvo explicado principalmente por obstáculos presentados en el Congreso para lograr la aprobación de la Reforma de Salud propuesta por el Gobierno, junto con la expectativa de un ciclo menos agresivo por parte de la FED, que generó una caída del índice del dólar. Esperamos que la volatilidad de la moneda se mantenga por los comentarios controversiales del Gobierno, evolución en las discusiones de las reformas y la tendencia económica global y local.

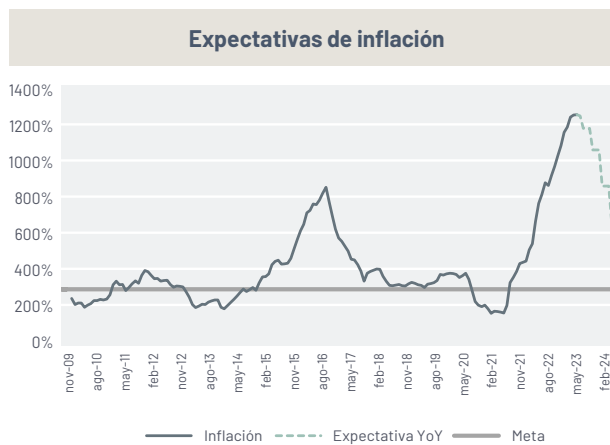
#### MONITOR POLÍTICO



El monitor político se construye con base a un análisis cualitativo, donde se le entregan notas 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 2023

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	-1.2%	1.2%	2.5%
INFLACIÓN	6.0%	8.4%	10.4%
TPM	8.50%	13.00%	13.50%
FX	4,400	4,750	5,500





## RENTA FIJA LOCAL

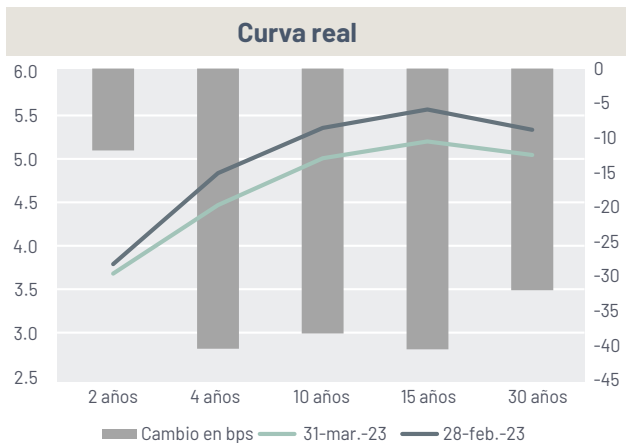
### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Los recientes problemas de estabilidad financiera han generado estrés y volatilidad en los mercados, incrementando la incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial, sin embargo, los efectos sobre la economía colombiana han sido limitados, debido a un sistema bancario bien regulado y supervisado que cumple holgadamente con los estándares del Comité de Basilea. La inflación de febrero se ubicó en 13.28%, mientras que durante la reunión de marzo, el Banco Central por unanimidad incrementó en 25pbs la Tasa de Política Monetaria llevándola al 13%, esperamos que este sea uno de los últimos movimientos por parte del Banco Central.

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

### DURACIÓN

Mantenemos nuestra visión de neutralidad debido a los riesgos idiosincráticos y la volatilidad del mercado local dada la incertidumbre generada por las reformas en curso propuestas por el Gobierno, sin embargo, mantenemos nuestro apetito por títulos que hagan parte del belly de la curva nominal dado que son los nodos donde observamos mayor valor relativo. Recomendamos mantener precaución con los tramos largos de la curva, dado que, aunque lucen atractivos, aún se observan algunos riesgos no menores que podrían generar presiones en la curva.



### CURVA

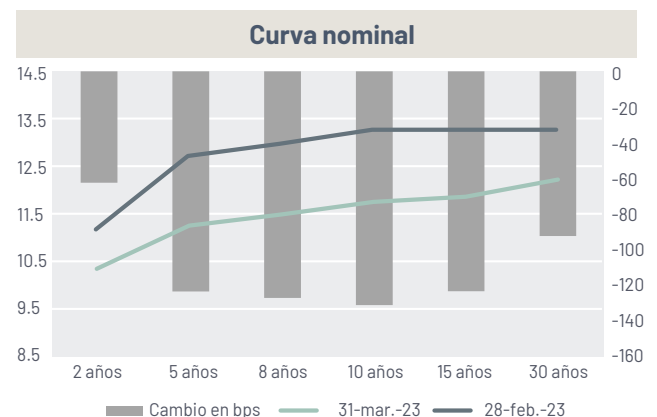
Después de presentarse un empujamiento en la curva soberana durante febrero, que ubicó la pendiente en 178pbs y 202pbs principalmente por desvalorizaciones en la parte larga, en marzo de nuevo se presentó un aplanamiento que ubicó para fin de mes la pendiente (10-2Y) en 133pbs y 126pbs, con valorizaciones de 42pbs y 140pbs en promedio a lo largo de la curva real y nominal respectivamente. La curva OIS presentó movimientos en la parte corta ajustándose a la decisión de TPM, sin embargo, la parte media y larga permaneció igual. Tasa terminal OIS 13% - mercado 13.25%.

### CORPORATIVOS

Después de ver los *spreads* de la deuda corporativa vs. soberana comprimirse fuertemente y llegar de nuevo a sus niveles promedios históricos, durante las últimas semanas hemos visto un ajuste en los mismos debido a la retoma de captaciones primarias que han presionado al alza las curvas corporativas. Aunque recomendamos tener precaución, continuamos favoreciendo la curva corporativa nominal dado los niveles de *spread* de hasta 300pbs para algunos nodos, sin embargo, en la curva real para tramos de corto y mediano plazo recomendamos la curva soberana, dado que los *spreads* se encuentran en terreno negativo o comprimidos fuertemente.

### REAL VS. NOMINAL

Continuamos con nuestra tesis de favorecer para periodos de tenencia no mayor a 1 año títulos indexados, por el contrario, para plazos mayores, recomendamos títulos nominales con el fin de mitigar el riesgo de reinversión en un escenario donde la inflación, aunque persistente, comenzará a ceder y la tasa del Banco Central próxima a llegar al fin del ciclo contractivo, daría espacio para recortes sobre el último trimestre del año.





## RENTA VARIABLE LOCAL

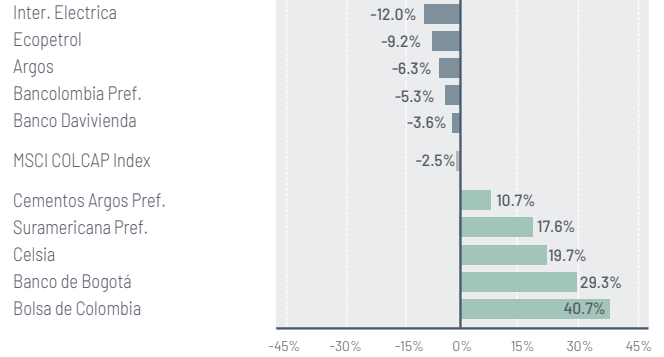
### ANÁLISIS DE MERCADO

En el mes de marzo el mercado local presentó una dinámica todavía desfavorable, con una caída de 2.5% m/m en moneda local; resultados en línea con lo reportado para países de Latam. Este comportamiento se explica en su mayoría por la caída del sector petrolero (-8.1% m/m) gracias al comportamiento negativo en el precio internacional del Brent, el cual alcanzó a estar 16% por debajo del cierre de febrero. El único sector que presentó un comportamiento ligeramente positivo fue el financiero (+0.8%), recordando que las valoraciones del sector para las compañías más grandes presentan un descuento relativo moderado y con dividendos de corto plazo superiores a los entregados en el promedio de los dos últimos años. Los otros sectores presentaron caídas entre 1% - 2%; estables frente al comportamiento de algunos meses anteriores donde las noticias reformistas en el país generaron un ambiente de mayor volatilidad.

### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

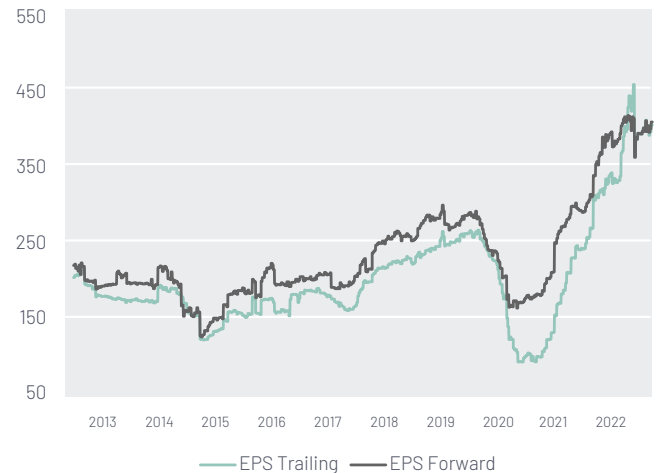
Continuamos con el sesgo positivo en el sector *oil & gas* gracias a un mercado de petróleo justo a nivel mundial, y con noticias que favorecen la dinámica de los precios en el corto plazo (OPEC recortando 1 millón de barriles). En el sector financiero permanecemos sin cambios, pero entendiendo que la dinámica del Banco Central está cada vez más cerca de terminar su ciclo alcista. Frente a los sectores donde se presenta una subponderación, como lo es el de servicios públicos, hay espacio para mantener esta visión mientras el país asimila más las reformas y los anuncios relacionados a un sector altamente regulado.

### Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

### EPS Trailing & Forward



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

