

FEBRERO 2024

One House View

Comienzo de año con
rendimientos dispares ante
incertidumbre sobre ritmo
de política monetaria

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

Datos económicos sugieren resiliencia y moderan expectativas de mercado en cuanto a bajas de tasas

Luego de la corrección en expectativas macro que tuvo lugar previo al cierre de año, enero se caracterizó, en materia económica, por una moderación en las proyecciones de política monetaria. En primer lugar, los datos de empleo publicados a comienzos del mes volvieron a reflejar la fortaleza del mercado laboral estadounidense, con el cambio en las nóminas no agrícolas sorprendiendo al alza y la tasa de desempleo manteniéndose estable en un 3.7%. Si bien esta información no fue suficiente para modificar expectativas, el dato inflacionario de diciembre también superó lo proyectado, registrándose un avance de tres décimas que ubicó la inflación del año en 3.4% y subrayó la dificultad de lograr la convergencia hacia el 2.0%. Esto, sumado a los discursos de distintas autoridades monetarias, terminó disminuyendo las expectativas de recorte para el primer trimestre del año. Por otra parte, se divulgó el crecimiento de la economía china en 2023, que con un avance de 5.2% logró superar la meta autoimpuesta por el Gobierno, pero aun así decepcionó las expectativas de mercado y continúa reflejando problemas en el sector inmobiliario y un consumo interno que no alcanza el dinamismo esperado.

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

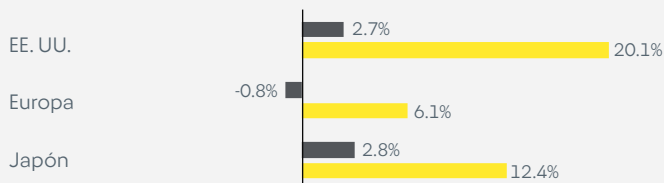
02 PERSPECTIVAS INTERNACIONALES

Incrementamos nuestra exposición a la Renta Variable, ante mejor dinámica económica y normalización monetaria

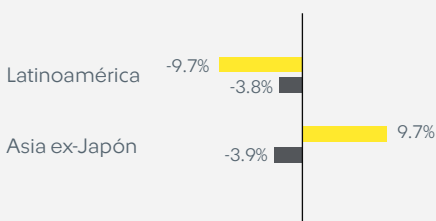
Durante el último mes cambiaron las proyecciones sobre el ajuste de tasas de interés en EE. UU., impulsados por recientes datos económicos. Estos revelaron un robusto desempeño en diversas áreas, destacando un crecimiento del PIB del 4Q 2023 del 3.3%, notablemente superior al 2% anticipado. Adicionalmente, las declaraciones de miembros de la FED, reflejan una postura cautelosa respecto al inicio y magnitud de las reducciones, influenciadas por cifras de inflación de diciembre más altas de lo previsto. Así, la probabilidad de recortes en la tasa de interés para marzo de 2024 se rea-

justó al 40%, a diferencia del 80% estimado a inicios de año. Consideramos que el primer recorte no se realizará antes de mayo, y los 150pbs proyectados parecen exagerados dada la actual dinámica de crecimiento e inflación. La reciente relajación de condiciones financieras podría no solo estabilizar, sino también impulsar la expansión económica global, lo que podría incrementar la inflación y las tasas de bonos. Por esta razón, estamos aumentando nuestra exposición en acciones, moviéndonos desde neutral, mientras reducimos la exposición en Renta Fija y ajustamos ligeramente a la baja la duración.

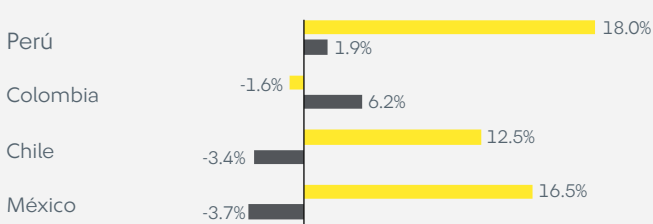
MERCADOS DESARROLLADOS



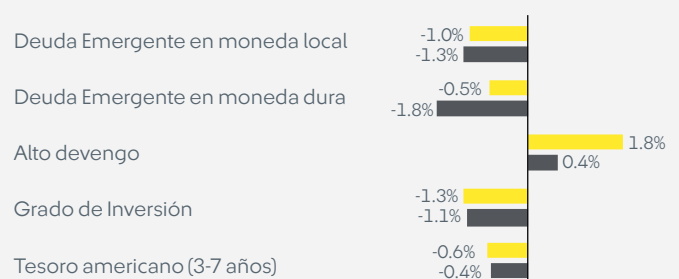
MERCADOS EMERGENTES



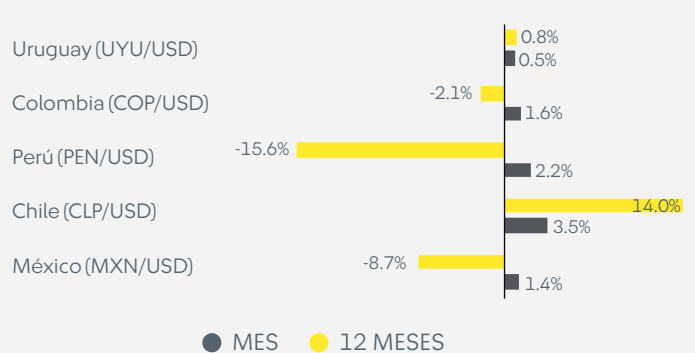
MERCADOS LOCALES



RETORNOS RENTA FIJA INTERNACIONAL



RETORNOS DIVISAS



Retornos expresados en dólares



03 ANÁLISIS POR PAÍSES

Toma de ganancias y riesgos electorales

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Los datos preliminares del PIB 4T23 fueron decepcionantes, al registrarse un crecimiento de 0.1%, por debajo del 0.3% esperado y del 1.1% previo. El crecimiento interanual fue de 2.4%, por debajo del 3.3% anterior. Con esto, el crecimiento para todo 2023 fue de 3.1%, inferior al 3.3% estimado. La expansión en el 4T23 se debió primordialmente a servicios (0.1%), dado que las actividades secundarias se estancaron y las primarias retrocedieron (-1.1%). Para 2024 se espera un crecimiento cercano al 2.2%.

INFLACIÓN

La inflación de la primera quincena de enero decepcionó al avanzar 0.49%, (0.38% esperado), pero la inflación subyacente estuvo en línea con expectativas (0.25%). El precio de los alimentos perecederos, que se elevó 2.4%, explica buena parte de la sorpresa negativa. La inflación en servicios se mantuvo elevada, y no muestra desaceleración en su métrica anual desde junio. Las presiones salariales acumuladas y acrecentadas con el incremento de 20% en salarios mínimos sugieren una trayectoria errática para la inflación en el corto plazo.

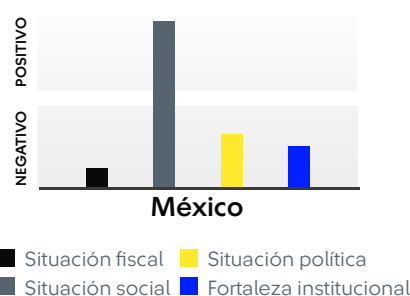
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

La trayectoria reciente de la inflación generará cautela en el Junta de Gobierno de Banxico, quien en su reunión de principios de mes posiblemente refiera a la necesidad de acumular más evidencia de los efectos de la política fiscal expansiva y los ajustes al salario mínimo sobre la dinámica de precios, postergando el inicio del ciclo de recortes y empatándolo al de la FED. Como sea, la debilidad económica al cierre de 2023 y la desaceleración inflacionaria transcurrida justifican el eventual inicio de los recortes.

TIPO DE CAMBIO

El peso devolvió parte de las ganancias de diciembre con la depreciación de enero, ocurrida en paralelo al fortalecimiento del dólar, que los incrementos en tasas americanas provocaron. A pesar de un diferencial de tasas atractivo que deberá mantenerse, los riesgos fiscales y de política salarial provocados por el año electoral restan atractivo a la moneda por las presiones de inflación que generará y que no serán contestadas por el Banco Central con incrementos en tasas, debido a lo ya ganado en inflación y porque el crecimiento empieza a ralentizarse.

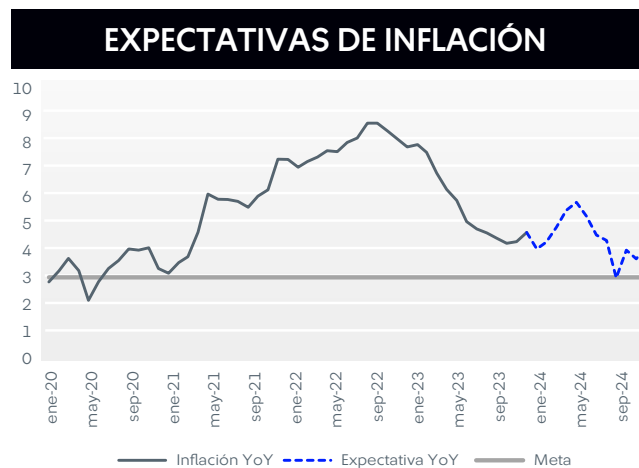
MONITOR POLÍTICO



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

EXPECTATIVAS 2023

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	1.8%	2.1%	2.7%
Inflación	3.50%	4.10%	4.59%
TPM	7.50%	9.00%	10.00%
FX	16.00	17.82	20.00





RENDA FIJA LOCAL

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

La curva de MBonos sufrió alzas y empinamiento en sus nodos medios y largos, en línea con lo observado en los Tesoros Americanos. Es posible que esta conducta se revierta con el enfriamiento de los datos de empleo e inflación del vecino país, pero las condiciones domésticas no son favorables. Las acciones de Banxico y el tono del lenguaje serán claves en la conducta de mercado de estos activos, sobre los cuales nos mantenemos neutrales.

DURACIÓN

Privilegiar la duración no rindió frutos durante enero a cuenta del alza en las tasas de interés. Sin embargo, mantenemos la preferencia por estos papeles ante la eventualidad del ciclo de recortes tanto en México como en EE. UU., aunque reconociendo que el riesgo de que esto no ocurra durante 1T24 ha crecido materialmente. En general, se espera que la Tasa de Política Monetaria pase de 11.25% a 9% este año.

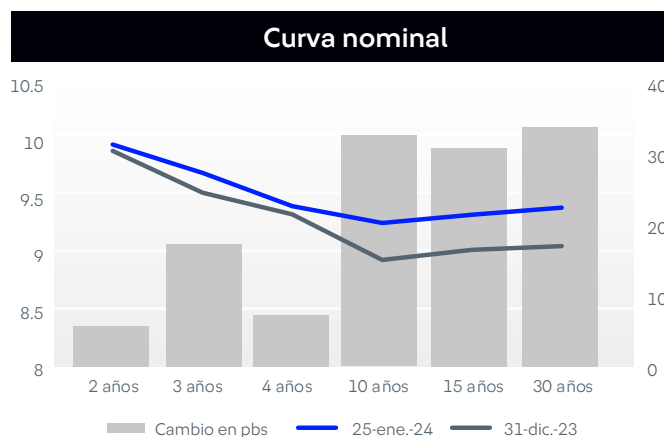
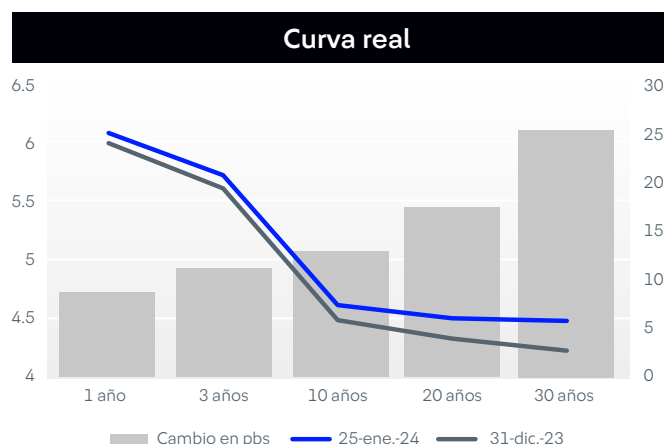
CORPORATIVOS

El *spread* corporativo se ha comprimido de forma importante por el efecto de alta liquidez y poca oferta. Se mantiene el interés por capturar *carry* en emisores que diversifiquen las carteras, privilegiando un enfoque de selectividad que amplíe la exposición sectorial.

REAL VS. NOMINAL

Los Udibonos tuvieron un comportamiento más defensivo que los MBonos durante enero, aunque igualmente sufrieron alzas y empinamiento. El ajuste provocó un incremento en las inflaciones implícitas que las colocan más fuera del rango de pronóstico de los economistas, haciendo poco atractivos los Udibonos. Así, mantenemos la preferencia por las tasas nominales, aunque la convicción disminuye a razón de que el balance de riesgos inflacionarios ha empeorado.

RENDA FIJA	ENERO	FEBRERO
Duración	OW	OW
Corporativos	OW	OW
Tasa real	UW	UW



RENDA VARIABLE LOCAL

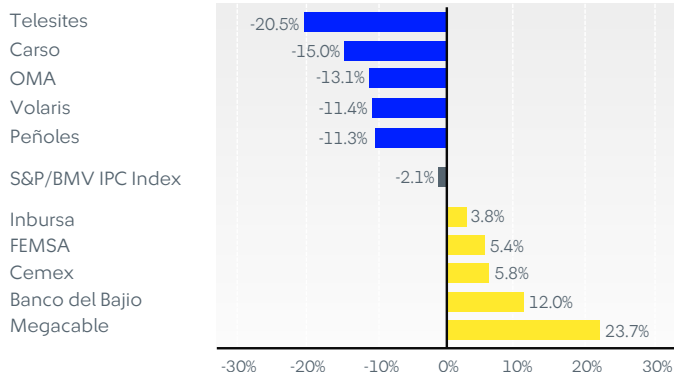
ANÁLISIS DE MERCADO

El IPC sufrió un revés importante tras los buenos desempeños de noviembre y diciembre, que lo colocaron en máximos históricos. Los catalizadores fueron los riesgos asociados a un entorno de mayores tasas por más tiempo causado por datos de empleo e inflación americana firmes y una natural toma de ganancias tras tocar esos máximos. A esto se debe sumar la proximidad de las elecciones en México y EE. UU., lo que pudiera estar ocasionando la pérdida de apetito por parte de algunos inversionistas. Sin embargo, el sentimiento se mantiene positivo gracias a la historia secular de *nearshoring*. La historia sectorial fue negativa en el mes: caídas en consumo básico, discrecional, materiales, telecomunicaciones e industriales; solamente financieros tuvieron ganancias.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

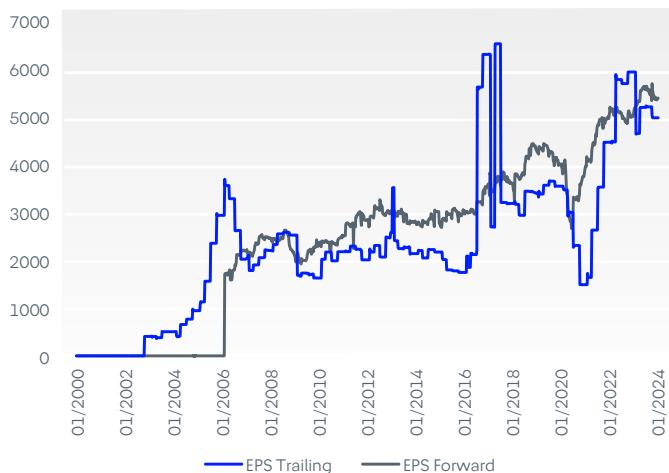
Mantenemos la visión positiva, aunque en espera de los resultados corporativos para ajustar la convicción. Al buen sentimiento de mercado se incorporan las expectativas de crecimiento económico para el año, así como de expectativas de crecimiento de utilidades. Las valorizaciones parecen estimadas, pero no deberían ser un impedimento para recuperar los máximos de diciembre. Consideramos que los riesgos electorales, en particular los provenientes de EE. UU., deberían tener solo un efecto secundario y transitorio sobre la bolsa.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



Toma de ganancias detrás del desempeño de los activos locales

CRECIMIENTO ECONÓMICO

El crecimiento durante noviembre se situó en 1.2%, por encima del consenso de 1% y del 0.3% previo. La expectativa de crecimiento para 2023 ha mejorado progresivamente, pero se mantiene aún en terreno negativo con -0.1%. Para 2024 se espera que el crecimiento ronde el 1.9%, debido a una mayor contribución del consumo privado y la inversión, gracias a un menor costo financiero. Asimismo, se espera un crecimiento más estable en China que dé soporte al cobre y sostenga las exportaciones netas.

INFLACIÓN

La inflación de diciembre fue negativa en 0.5%, por debajo del consenso (-0.1%) y del dato previo de 0.7%. Con ello, la inflación interanual se situó en 3.9%, de vuelta al rango objetivo de inflación del BCCh. La inflación subyacente también mostró contracción al marcar -0.4% respecto a noviembre, colocando la cifra interanual en 5.8%. La mayor parte del ajuste a la baja provino de descuentos en bienes y servicios, así como de alimentos. La expectativa de inflación para 2024 se ubica en 3.1%.

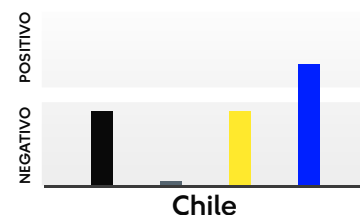
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

La minuta de la reunión de política monetaria más reciente, donde el Directorio decidió recortar la TPM en 75pbs y dejarla en 8.25%, reitera que el escenario macro ha evolucionado en línea con lo esperado, sin cambios relevantes en las previsiones del PIB e inflación convergiendo al 3% en la segunda mitad de año. Llama la atención que el Directorio consideró como opción un recorte de 50pbs. Se espera que la TPM cierre el año en torno a 5%.

TIPO DE CAMBIO

El tipo de cambio se depreció en lo transcurrido del mes, en línea con la revalorización global del dólar que trajo consigo el súbito incremento en tasas del Tesoro Americano. No ayudó que durante buena parte de enero el precio del cobre haya retrocedido. Sin embargo, anuncios de estímulo en China mejoraron el sentimiento durante su cierre, impactando favorablemente los activos locales. El consenso espera apreciación para fines de año, al ver una paridad cercana a 840 pesos por dólar.

MONITOR POLÍTICO



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

El monitor político se construye con base en un análisis cualitativo, en el que se le entregan notas 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	1.6%	1.8%	2.0%
Inflación	2.90%	3.12%	4.10%
TPM	4.00%	5.40%	6.00%
FX	750	835	909



RENDA FIJA LOCAL

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

La curva de tasas nominales tuvo un mes negativo, al mostrar alzas y aplanamiento. La tasa a diez años se elevó de forma material en el mes, al igual que los nodos medios y largos de la curva. La pauta fue marcada por las tasas del Tesoro Americano, que sufrieron un revés importante en el periodo. El BCCh seguirá su política de recortes y la FED recortará eventualmente, lo que nos permite seguir favoreciendo esta familia de activos.

DURACIÓN

La estrategia de duración perjudicó, derivado del incremento en tasas a nivel global, que contagió la dinámica local. Lo anterior ocurrió a pesar de una lectura deflacionaria en diciembre y firmes recortes de TPM, que se espera continúen. Mantenemos la preferencia por duración, pues los datos de inflación y empleo estadounidenses tenderán a enfriarse con claridad.

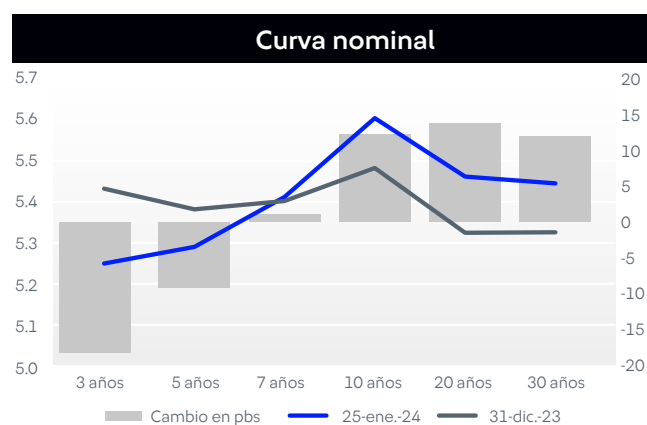
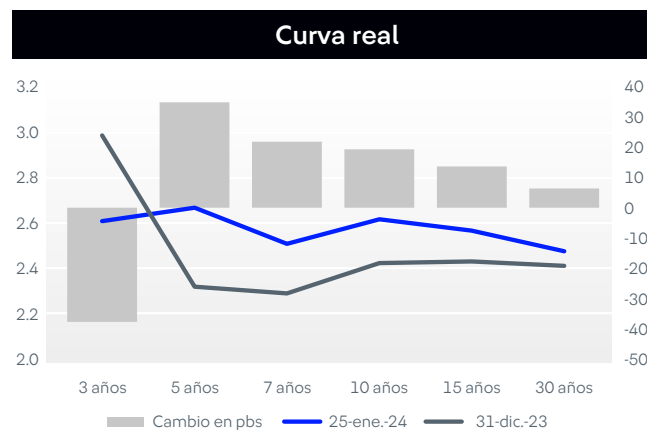
CORPORATIVOS

Se mantiene la preferencia por papeles bancarios, al seguir ofreciendo alta liquidez y *spreads* atractivos en un entorno de papeles soberanos, cuyo *carry* seguirá siendo gradualmente menor pese a la corrección de enero. Incluso los *spreads* se volvieron más atractivos tras el *sell-off* reciente de tasas; vale mencionar que esto ocurrió a pesar del mejor estado de salud corporativo que se espera con la reanudación del crecimiento y el menor costo financiero.

REAL VS. NOMINAL

La inflación se desaceleró con fuerza al cierre del año, compensando la sorpresa negativa de noviembre. Los principales componentes de inflación mantienen una tendencia favorable, que difícilmente empeorará gracias a la holgura que presenta la economía tras un año de contracción y expectativas inflacionarias ancladas. Asimismo, las inflaciones implícitas reflejan un espacio limitado de valorización para las tasas reales. En consecuencia, preferimos instrumentos nominales sobre reales.

RENDA FIJA	ENERO	FEBRERO
Duración	OW	OW
Corporativos	OW	OW
Tasa real	N	UW



RENDA VARIABLE LOCAL

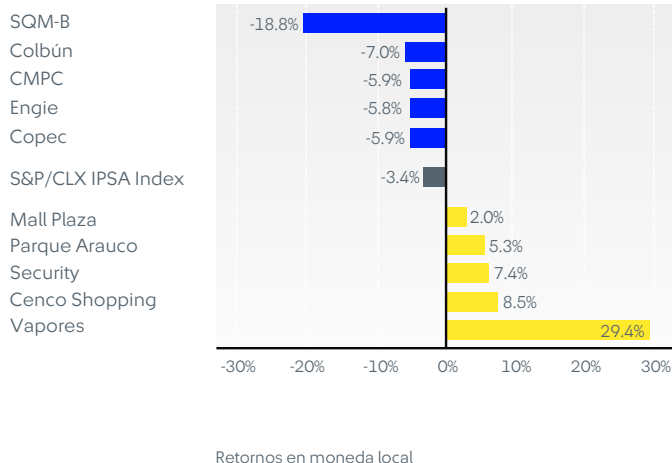
ANÁLISIS DE MERCADO

Durante enero, la volatilidad de los mercados globales contagió negativamente al IPSA, perjudicando la sobreponderación de la estrategia. Los retrocesos fueron generalizados y abarcaron todos los sectores: financiero, industrial, servicios públicos, consumo básico, discrecional, materiales, energía y telecomunicaciones. El desempeño fue de los más negativos entre pares latinoamericanos, producto de una fuerte toma de ganancias tras un bimestre muy favorable al cierre de 2023 y pérdida de apetito por el riesgo a nivel global.

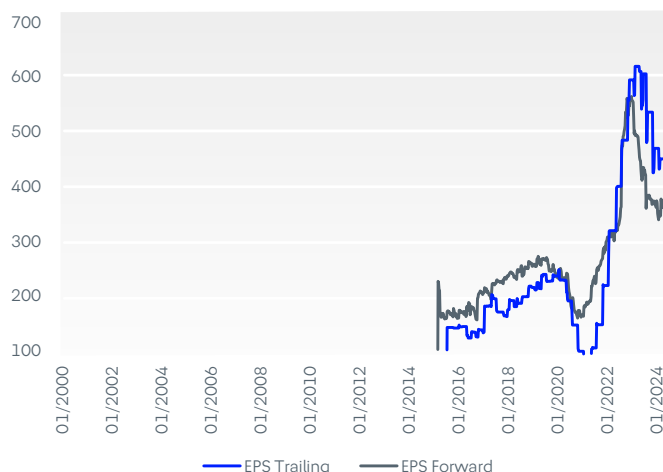
¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Desarrollos domésticos que impactarán negativamente el ambiente de negocios, como las protestas en el salar de Atacama, reformas estructurales disruptivas y los esfuerzos de la presidencia por intervenir mercados de relieve, deprimirán conjuntamente el ánimo de cierto sector inversionista. Sin embargo, las sorpresas económicas han sido positivas y materiales, el crecimiento económico se sigue revisando al alza, la economía china deberá mantener el ímpetu gracias a los estímulos anunciados, y los riesgos globales, aunque latentes, siguen contenidos. Súmese el soporte que el recorte en TPM seguirá representando para valuaciones que se volvieron más atractivas tras el *sell-off*, y tenemos condiciones suficientes para seguir favoreciendo el activo.

Mejores/Peores desempeños del mes



EPS Trailing & Forward



Activos locales repuntan a pesar de un panorama macro desafiante

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Se conoció el Indicador de Seguimiento a la Economía de noviembre, mostrando una subida interanual del 2.3%, que superó el 1.2% previsto y marcó un rebote tras tres meses de caídas. Sin embargo, se anticipa aún una contracción del PIB en el 4Q 2023, afectada por las condiciones monetarias restrictivas, incertidumbre con respecto a políticas públicas y bajo ánimo de consumidores y empresarios. El fenómeno de “El Niño” representa un riesgo adicional a corto plazo.

INFLACIÓN

La inflación de diciembre fue 0.45%, menor a la previsión del mercado (0.58%) y la inflación total de 2023 fue 9.28%, inferior al 9.45% esperado. Con esto, el dato anual volvió a ser de un dígito por primera vez desde junio de 2022. La caída frente al 13.2% de 2022 se explica principalmente a una menor inflación de alimentos, que fue del 5.0%, mientras que la inflación, excluyendo alimentos, fue del 10.33%. El resultado refuerza la tesis de recorte de tasas, que el consenso estima en 475pbs en el año.

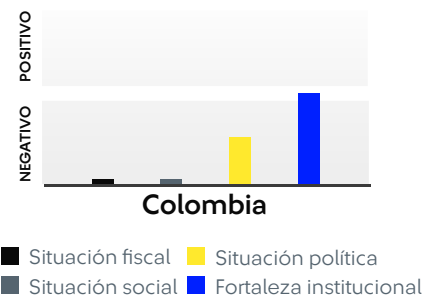
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El mercado anticipa disminuciones de tasas. Para la siguiente reunión, las expectativas están bastante divididas entre un recorte de 25pbs y uno de 50pbs. Si bien el aumento del 12% en el salario mínimo presenta un riesgo alcista en la inflación, consideramos que los débiles indicadores económicos, un cierre de la inflación en 2023 por debajo de lo previsto y las consecuencias del fenómeno de “El Niño” en la actividad económica, llevarían al Banco de la República a optar por un recorte de 50pbs.

TIPO DE CAMBIO

Durante enero, el dólar se operó principalmente en el rango de COP 3,900 a COP 3,950, después de haber cerrado el 2023 en torno a los COP 3,850. Finaliza con un incremento de ~90 pesos, situándose en COP 3,945, equivalente a una subida del 2.3%. Esto, en línea con la tendencia mundial del dólar, evidenciada por el aumento del 1.2% en el índice DXY durante enero. Consideramos que el actual entorno de crecimiento, junto con el riesgo político, sugieren que la paridad USD/COP podría superar los niveles actuales.

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	0.2%	1.6%	2.1%
Inflación	4.00%	5.20%	6.52%
TPM	7.00%	8.50%	10.00%
FX	3,700	4,200	4,450

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



RENDA FIJA LOCAL

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

En contraste con las desvalorizaciones observadas en los mercados de Renta Fija global, la Renta Fija colombiana experimentó ganancias significativas durante el mes. Con descensos entre 30pbs y 70pbs en la curva de TES Tasa Fija, las valorizaciones que comenzaron en noviembre se mantuvieron. En cambio, la curva de UVR registró aumentos de tasas de entre 5pbs y 30pbs. La inflación más baja de lo esperado y las expectativas de recortes en las tasas, impulsaron las ganancias.

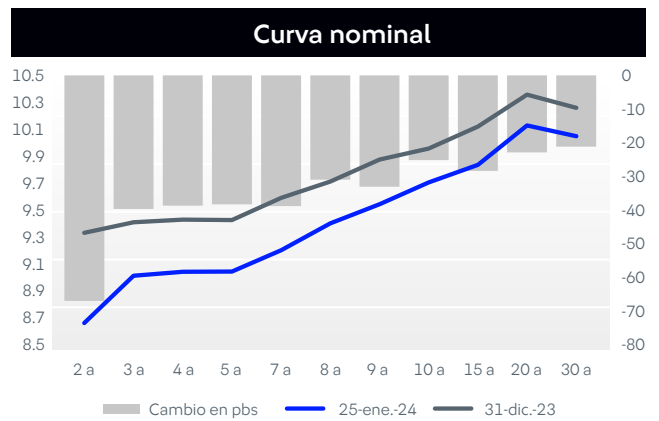
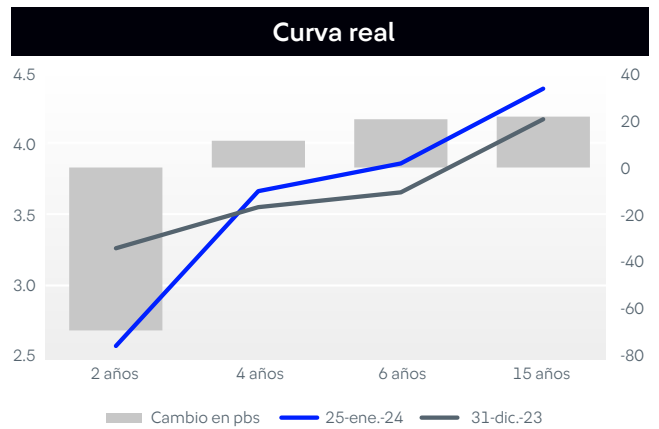
DURACIÓN

Aún con la caída de tasas que comenzó en noviembre, mantene-mos una postura positiva respecto a la duración en Renta Fija local. Vemos potencial para valorizaciones adicionales en las tasas de los tramos más largos, impulsadas por el débil desempeño de la actividad económica, lo que llevaría a recortes agresivos en las tasas de interés por parte del Banco de la República. Sin embargo, reconocemos que el margen de caídas se ha reducido, por lo que monitorearemos de cerca la estrategia de duración.

REAL VS. NOMINAL

Continuamos con preferencia de tasas nominales sobre las ta-sas reales. Nuestra expectativa es de una convergencia bastante gradual de la inflación hacia el rango meta, la cual solo se alcan-zará en la segunda parte de 2025. Adicionalmente, las inflacio-nes implícitas en los títulos con tasa real se encuentran por encima de nuestras expectativas, por lo que desde la perspectiva de valor relativo vemos mayor oportunidad en las tasas nominales.

RENDA FIJA	ENERO	FEBRERO
Duración	OW	OW
Tasa real	UW	UW



RENDA VARIABLE LOCAL

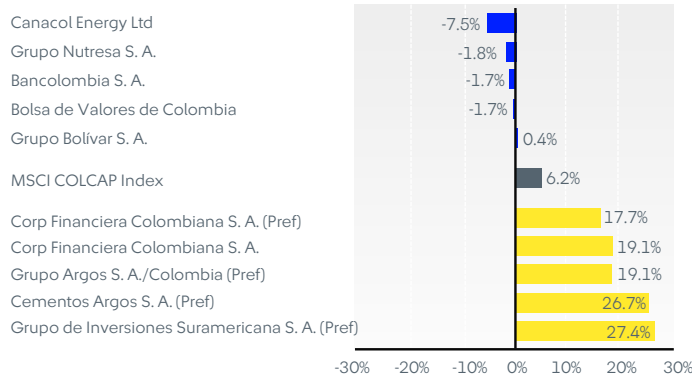
ANÁLISIS DE MERCADO

Continuando con la tendencia de diciembre, las acciones colombianas tuvieron un desempeño sobresaliente en enero, con el índice MSCI COLCAP ganando un 5.7%, para ubicarse en 1,261 puntos. Este retorno supera con creces el rendimiento de 0.37% del índice ACWI de acciones globales y el -5.83% del índice MSCI Latam. A partir de aquí, se cerró algo del rezago acumulado durante el 2023, pero las valoraciones siguen muy descontadas.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Mantenemos neutralidad en Renda Variable local, pero en el análisis relativo frente a los otros mercados de la región, sigue siendo nuestro mercado menos favorecido. También se ve rezagada frente a otros activos como la Renda Fija local. Aunque las valoraciones siguen luciendo descontadas, el entorno macro, la incertidumbre política y las pobres expectativas de crecimiento de utilidades, nos mantienen cautelosos en el activo. Adicionalmente, monitoreamos el riesgo de reclasificación a mercado frontera desde el MSCI EM, por la baja liquidez.

Mejores/Peores desempeños del mes



EPS Trailing & Forward



El rally en bolsa persiste pese a entorno retador y toma de ganancias

CRECIMIENTO ECONÓMICO

La producción nacional (proxy del PIB mensual) aumentó un 0.29% interanual en noviembre, por encima del consenso de Bloomberg (0.1%) y del -0.82% anterior, impulsada por resultados positivos en 8 de 14 sectores. La variación mensual desestacionalizada mostró un potente avance de 0.81% mensual; según este indicador, desde agosto, Perú habría retomado el crecimiento económico. El crecimiento del PIB para este año se estima en torno a 2.2%.

INFLACIÓN

La inflación de diciembre fue de 0.41%, por encima del 0.31% esperado y superior al -0.16% del mes anterior. La métrica interanual se situó en 3.2%, una desaceleración respecto al 3.6% pasado. A pesar de la sorpresa negativa, la tendencia anual sigue convergiendo al objetivo inflacionario del 2%, dando soporte al ciclo de recortes emprendido; sin embargo, el consenso no estima que este año se alcance esta cifra, esperando algo cercano a 2.8%.

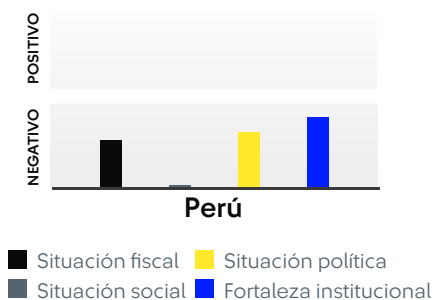
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El BCRP recortó nuevamente la tasa de referencia en 25pbs durante su reunión de enero, tal como esperaba el mercado, situándola en 6.50%. El reporte no aportó nueva información respecto a la trayectoria futura de la política monetaria, manteniendo que las futuras decisiones se basarán en la inflación y sus determinantes, así como la evolución de las expectativas de inflación y la actividad económica. El consenso espera una tasa cercana a 4.75% para el cierre de año.

TIPO DE CAMBIO

El sol tuvo un comportamiento errático y negativo, particularmente a partir de la segunda mitad de enero. El resultado contrastó con el avance del cobre en ese lapso, así como los anuncios de soporte y estímulo provenientes de China. La apreciación general del dólar por el incremento en tasa de los papeles del Tesoro Americano apunta a ser la causa. En ese sentido, es de esperar un comportamiento menos negativo del sol en la medida que los datos de actividad e inflación en EE. UU. se enfríen.

MONITOR POLÍTICO

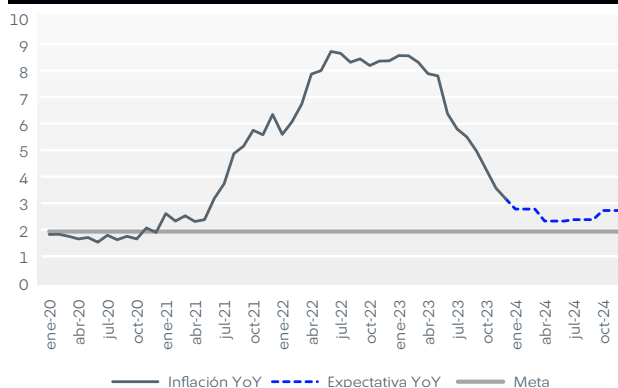


El monitor político se construye con base en un análisis cualitativo, donde se le entregan notas discretionales (negativo, neutral o positivo) a una serie de factores que se agrupan en: (I) situación fiscal, (II) situación social, (III) situación política y (IV) fortaleza institucional.

EXPECTATIVAS 2023

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	1.5%	2.2%	3.3%
Inflación	2.20%	2.80%	3.40%
TPM	4.00%	4.70%	5.75%
FX	3.50	3.72	3.90

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



RENDA FIJA LOCAL

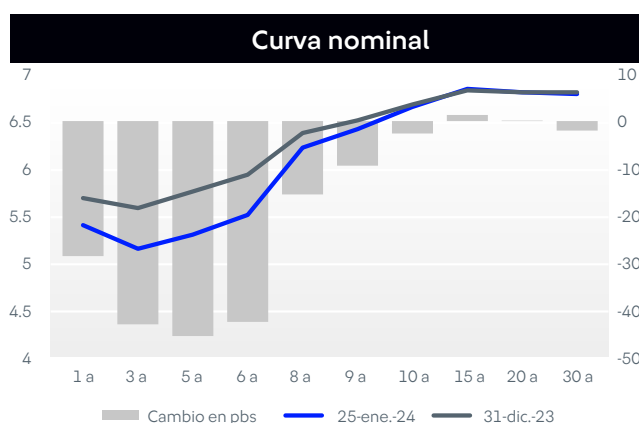
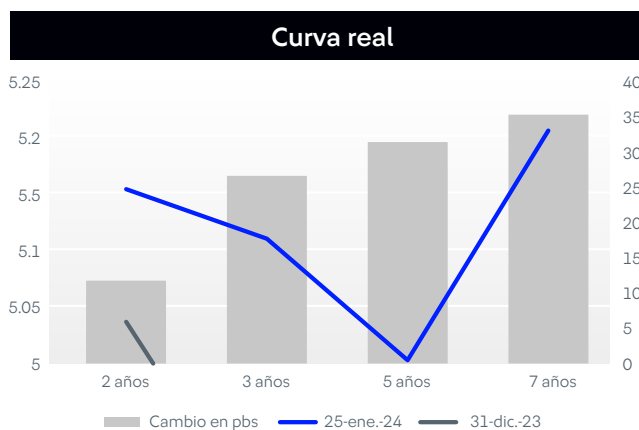
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Durante enero, las tasas continuaron bajando y mostraron empinamiento en la parte corta de la curva nominal en soles. Esta conducta contrastó fuertemente con lo observado a nivel global, por lo que es de esperarse cierta corrección en el muy corto plazo; sin embargo, la misma debería ser transitoria toda vez que, tanto el BCRP y la FED, seguirán con sus planes de relajamiento monetario. Por lo tanto, mantenemos la visión positiva sobre esta clase de activos.

DURACIÓN

En enero, los nodos largos de la curva tuvieron un comportamiento errático, ilustrado por la caída en tasa durante la primera mitad del mes y los incrementos durante la segunda, que fueron de menor magnitud. Esto permitió que la estrategia de sobreponderación de la duración fuera positiva. La disipación del nerviosismo del mercado con el eventual enfriamiento de la inflación y la actividad en EE. UU. deberá apuntalar lo que idiosincráticamente sugiere una mayor caída de las tasas locales.

RENDA FIJA	ENERO	FEBRERO
Duración	OW	OW





RENDA VARIABLE LOCAL

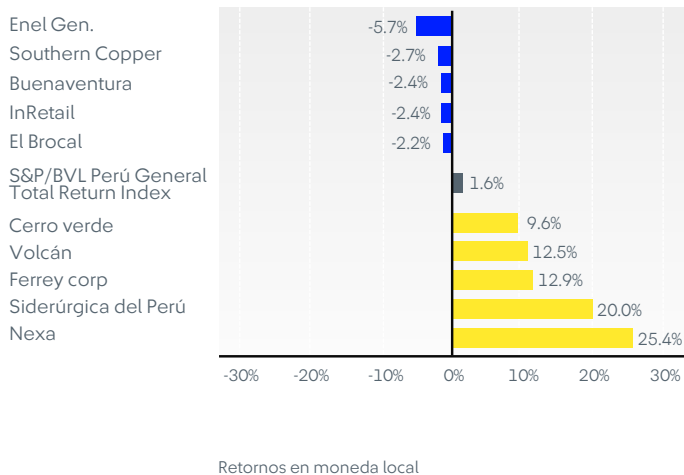
ANÁLISIS DE MERCADO

En enero, la bolsa peruana sorprendió al mostrar avance en un entorno de fuerte toma de ganancias en bolsas latinoamericanas de relieve. Las variaciones a nivel sectorial fueron mixtas, con avances modestos en financieros y consumo, importantes en industriales y construcción, y retroceso en servicios públicos. Su buen desempeño, particularmente en diciembre, ha provocado que las valorizaciones estén en terreno neutral respecto a su propia historia, pero algo estirados respecto a otras bolsas latinoamericanas.

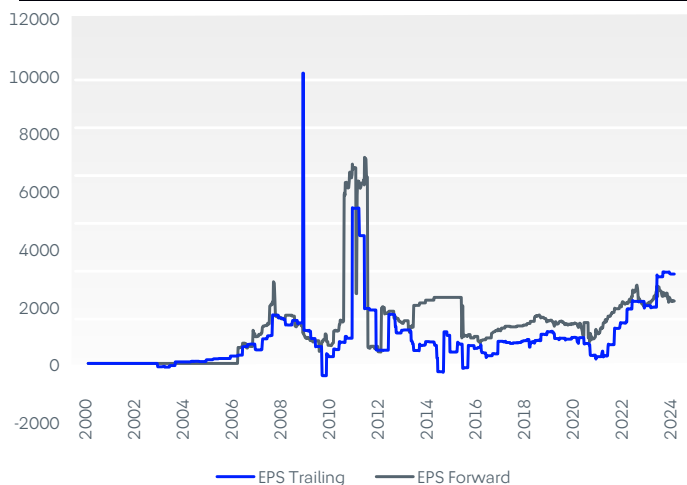
¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Mantenemos la recomendación positiva en el activo. Anuncios corporativos alentadores en el sector minero, crecimiento en utilidades esperadas que se han revisado favorablemente, reactivación económica, menores tasas de interés, riesgos políticos y climatológicos contenidos, alza en el precio del cobre y mejores perspectivas de crecimiento en China sostienen la tesis, aunque reconocemos que el índice accionario presenta un riesgo elevado de corrección al encontrarse en máximos históricos y haber resistido la toma de ganancias de sus pares.

Mejores/Peores desempeños del mes



EPS Trailing & Forward



Inflación cierra el 2023 dentro del rango meta en 5.11%, BCU finaliza su ciclo de recortes de tasas

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Durante el tercer trimestre del año la economía registró un mayor dinamismo en términos desestacionalizados, pero continuó cayendo en la perspectiva interanual. Si bien no se cuenta aún con los datos oficiales para el 4T, los indicadores mensuales señalan una recuperación, impulsada principalmente por el consumo privado. Esta dinámica tendería a persistir en 2024, apoyada en la recuperación salarial y la permanencia de la confianza del consumidor en la zona de moderado optimismo.

INFLACIÓN

La inflación culminó el 2023 en un nivel de 5.1%, siendo este el menor registro anual desde 2005, y ubicándose, de esta forma, dentro del rango meta establecido por el Comité de Coordinación Macroeconómica. En lo que refiere a la inflación subyacente, la medición se ubicó en un nivel aún menor, cerrando el año en 4.3%. En ambos casos se destacó la moderada variación en los precios de los transables, de la mano del comportamiento del dólar durante el transcurso del año.



TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En su última reunión del 2023 el COPOM decidió recortar la TPM en 25pbs, sorprendiendo al consenso de analistas y llevando la misma hacia un nivel de 9.0%. Considerando las estimaciones de la tasa real neutral del BCU y las expectativas actuales de mercado, lo anterior situaría la Tasa de Política Monetaria en un terreno levemente contractivo, consistente con la necesidad de continuar anclando las expectativas de inflación, y que no dejaría mayor espacio para profundizar los recortes.

TIPO DE CAMBIO

A pesar de los movimientos alcistas en las tasas del Tesoro Americano, que generaron presiones al alza sobre la cotización del dólar hasta mediados de enero, el peso uruguayo se apresta a cerrar el primer mes del año con ganancias, situándose por debajo de los \$39 por primera vez desde comienzos de diciembre, y registrando una apreciación que distingue a la moneda del comportamiento de sus pares regionales.



RENDA FIJA LOCAL

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

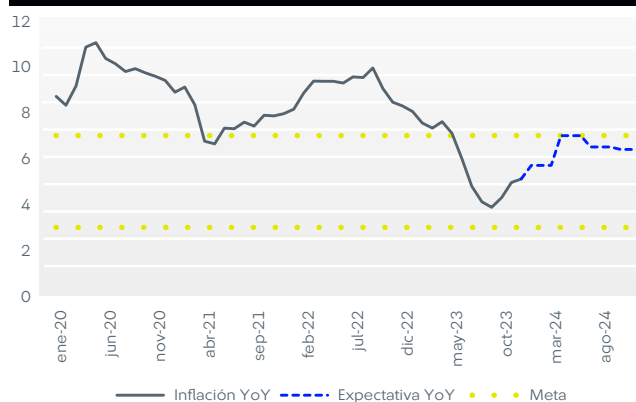
Durante el transcurso de enero destacó, en las tasas nominales, el ajuste al alza en los tramos cortos de la curva (menores a un año). Lo anterior respondió, entre otras cosas, a una corrección de las caídas observadas en diciembre, relacionadas a la colocación de liquidez de cara a fin de año. En contraste con esto, tanto los nodos medios y largos como las tasas reales presentaron caídas importantes en el primer mes del año.

RENDA FIJA	ENERO	FEBRERO
Duración	OW	OW
Tasa real	UW	UW

DURACIÓN

Habiéndose materializado nuestra expectativa de un último recorte en la tasa, comenzamos a disminuir nuestra preferencia por duraciones largas en la Renta Fija local. A pesar de lo anterior, continuamos posicionándonos levemente por sobre la duración de los *benchmarks*, anticipando que quedaría cierto espacio de ajuste en la curva nominal, que si bien se ha desinvertido, continúa presentando una figura muy plana.

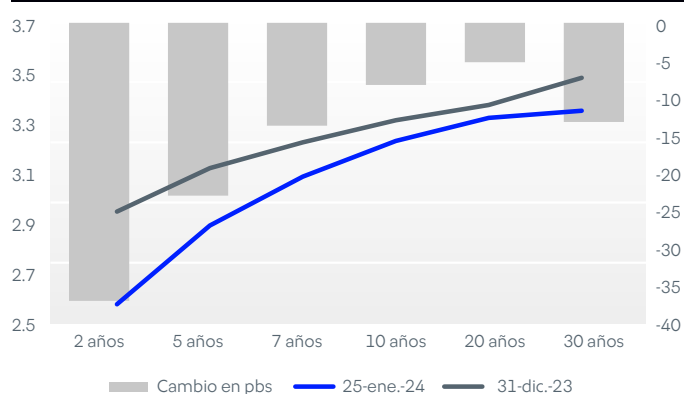
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



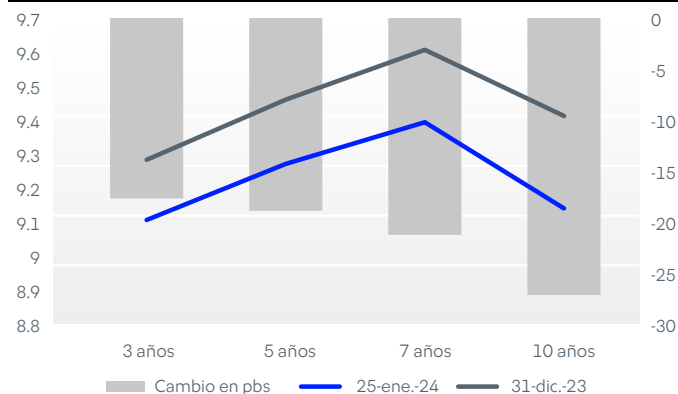
NOMINALES VS. REALES

Las expectativas de una moderada re-aceleración en la inflación para 2024 nos impulsan a continuar buscando incrementar nuestra exposición a activos reales. A pesar de esto, la inflación implícita en las tasas de mercado supera las expectativas de consenso, y continúa señalando, por tanto, un mayor atractivo en las tasas nominales.

Curva real



Curva nominal



Las opiniones y expresiones contenidas pueden ser modificadas sin previo aviso. El resultado de cualquier decisión de inversión u operación financiera realizada con el apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad del cliente.