

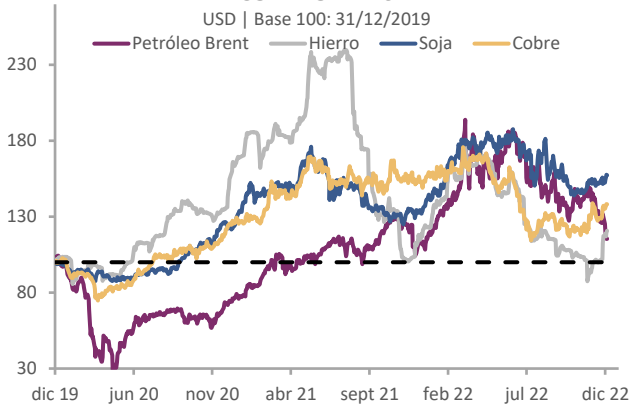
Feet-On LatAm

TABLA 1

FMI WEO Update Octubre 2022	Crecimiento PIB (%)			Diferencia Julio	
	2021	2022E	2023E	2022E	2023E
Mundo	6.1	3.2	2.7	0.0	-0.2
Latinoamérica y Caribe	6.8	3.5	1.7	0.5	-0.3
Brasil	4.6	2.8	1.0	1.1	-0.1
México	4.8	2.1	1.2	-0.3	0.0
Chile	11.7	2.0	-1.0	0.2	-1.0
Colombia	10.6	7.6	2.2	1.3	-1.3
Perú	13.3	2.7	2.6	-0.1	-0.4
Argentina	10.2	4.0	2.0	0.0	-1.0

Fuente: Fondo Monetario Internacional, datos a octubre de 2022.

Gráfico 1: AUMENTO EN PRECIO DE COMMODITIES



Fuente: Bloomberg, datos al 9 de diciembre de 2022.

TABLA 2

Ranking 2021 de producción mundial de metales claves para la transición energética

	Estimación crecimiento de la demanda 2021-2035	Ranking 2021 de producción mundial de metales claves para la transición energética					
		Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Cobre	30%			1		10	2
Plomo	13%					5	4
Níquel	78%		8				
Plata	2%	10		4		1	3
Zinc	14%					6	2
Litio	659%	4	5	2			

Fuente: Statista, UBS, Schroders Strategic Research Unit, datos a octubre de 2022.

A pasos de gigantes*

En el escenario global actual, las perspectivas para América Latina se ven beneficiadas por varios factores:

- Ventajosa ubicación geográfica
- Soporte de largo plazo para los precios de *commodities*
- Bancos centrales latinoamericanos cercanos a terminar ciclo de ajuste monetario
- Pocos procesos electorarios disminuyen ruido político
- Valorizaciones absolutas y relativas en niveles atractivos
- *Yields* (rendimientos) atractivos de bonos y bajo riesgo de *default*
- Riesgos
 - Internos: ruidos macro/socio/político/institucionales
 - Globales: recesión más aguda que lo esperado, geopolítica

Vientos a favor

Ante un contexto global desafiante por las presiones inflacionarias, temores de recesión y otras complicaciones, América Latina ha destacado entre las regiones del mundo por el desempeño defensivo en los precios de sus activos durante este año y el responsable manejo de política monetaria contra la inflación. Esto último mejora las perspectivas de la región hacia 2023.

Si bien se espera una desaceleración de la actividad económica en los países de la región, en línea con el resto del mundo, el FMI estima expansión económica para todos los países, con excepción de Chile (tabla 1). La región se ha beneficiado de los altos precios de las materias primas dada su naturaleza exportadora neta, lo que a su vez produjo mejoras significativas en los términos de intercambio de los países (gráfico 1).

Este factor que beneficia a Latinoamérica tiene un soporte estructural de largo plazo. Se espera que el cuidado del medio ambiente, que incorpora entre otros la transición energética (dependiente de metales industriales, tabla 2) implica una demanda mayor más permanente en los precios de ciertas materias primas. Además, en la región los costos de producción son menores, en general, relativo a otros países. Tal es el caso del cobre, hierro, soja, entre otros, lo que la hace altamente competitiva en este ámbito

*Canción de la banda latinoamericana Bacilos del álbum Sin Vergüenza del 2004.

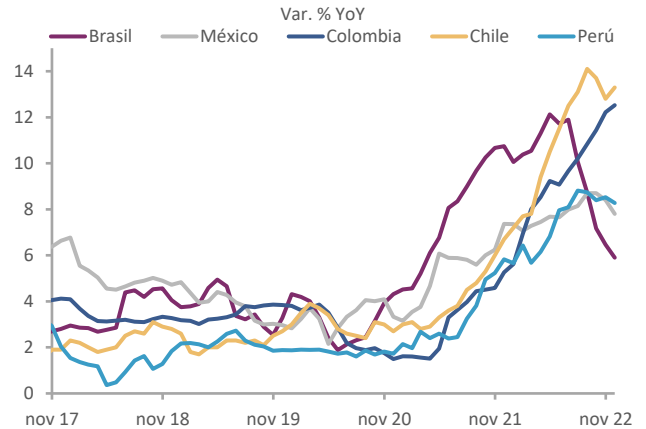
Por otro lado, los bancos centrales de América Latina tienen vasta experiencia en políticas antiinflacionarias. Ello derivó en un inicio temprano del ajuste monetario (segunda mitad de 2021) a través de alzas asertivas y decididas en las tasas de interés. Como consecuencia, las alzas de precios al consumidor (a excepción de Colombia) ya han alcanzado un *peak* y comienzan a ceder. No obstante, se espera que la convergencia a la meta sea muy gradual y se alcance a partir de 2024.

Los ciclos de alzas de tasas de interés estarían cerca de terminar en la región, o incluso en algunos países como Brasil y Chile ya la tasa de referencia llegó al máximo (ver gráfico 3). Con la inflación desacelerándose y las perspectivas de desaceleración económica/recesión, se estima que los ciclos de política monetaria expansiva con las consecuentes bajas en las tasas de interés comiencen en el primer semestre de 2023.

Finalmente, si bien la región se caracteriza por una alta volatilidad política, con autoridades que impulsan proyectos populistas que podrían mermar el crecimiento, las instituciones de los países han demostrado su fortaleza dentro de democracias funcionales. De esta forma, las reformas en general tienden a modificarse luego de negociaciones con el fin de favorecer la estabilidad institucional. Adicionalmente, durante 2022 hubo diversos procesos electorales que terminaron con gobiernos de izquierda, pero con un contrapeso legislativo relevante en los respectivos congresos.

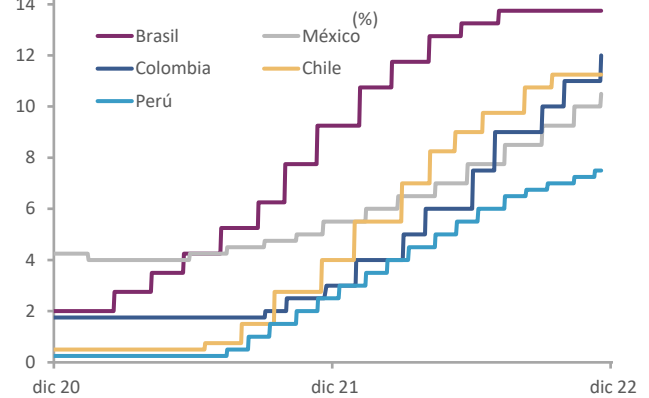
Durante 2023 la región contará con pocas elecciones. En Argentina se realizarán las elecciones presidenciales en octubre, en las que el oficialismo tendrá un escenario desafiante para mantenerse en el poder, dada la crisis social y económica acentuada durante su gobierno. Por el lado de Chile, se realizará un nuevo proceso constituyente que involucrará una elección en abril para los consejeros constitucionales que escribirán una nueva propuesta junto con un comité de expertos designado por el congreso, que posteriormente se ratificará en un plebiscito el 26 de noviembre.

Gráfico 2. INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA



Fuente: Bloomberg, datos a diciembre de 2022.

Gráfico 3. AMÉRICA LATINA: TASAS DE POLÍTICA MONETARIA



Fuente: Bloomberg, datos a diciembre de 2022.

Calendario Político de LatAm 2023



Fuente: Compass Group.

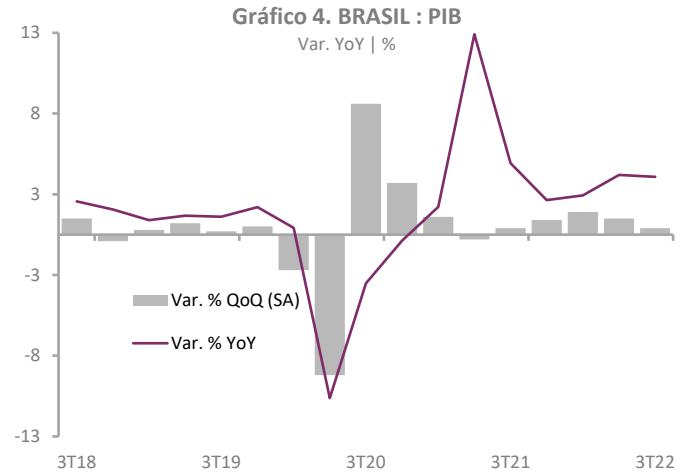
Cada país y sus particularidades

La proyección de crecimiento para este año de la economía de **Brasil** fue corregida al alza por el FMI a 2.8% (desde 1.7% en julio), gracias a un mayor crecimiento estimado del sector servicios (60% del PIB) luego del fin a las restricciones de movilidad por pandemia. Para 2023 se proyecta un aumento del PIB de 0.75%, en línea con la desaceleración económica global, sumado a las restrictivas condiciones financieras del país.

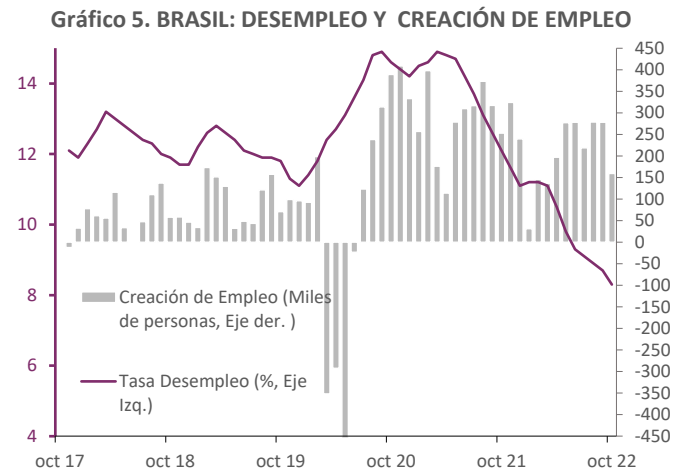
Cabe mencionar que el mercado laboral ha mostrado fortaleza, apoyando la expansión de la actividad (ver gráfico 5). En octubre la tasa de desempleo cayó a menos de 9%, el nivel más bajo desde mayo de 2015, luego que se crearon más de 159,000 puestos de trabajo durante el mes. Se espera que prevalezca la resiliencia del mercado laboral hasta inicios de 2023, para luego desacelerarse en línea con la economía.

Por otro lado, la inflación ya habría tocado sus máximos (12.1% anual en abril) está bajando rápidamente, hasta 5.9% en doce meses a noviembre. Ello, producto de un agresivo ajuste monetario, en el que el banco central elevó la tasa *Selic* 1175 pbs. hasta 13.75% y ya declaró como finalizado el ciclo de alzas de interés (ver gráfico 6). Se esperaba que la tasa de referencia se mantuviera en este nivel al menos por la primera mitad de 2023, pero dado el aumento en el riesgo fiscal es probable que el ciclo de recortes en la tasa de interés se atrase.

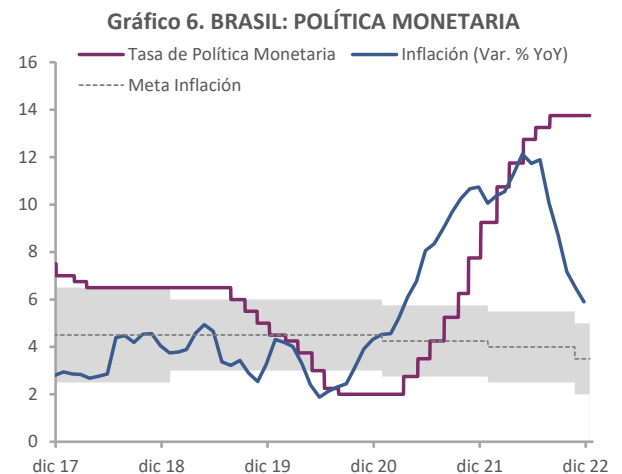
En el plano político, en octubre se llevaron a cabo elecciones presidenciales y legislativas, en las cuales triunfó el expresidente Luiz Inácio Lula Da Silva y con el resultado de un fragmentado Congreso en el que la derecha obtuvo más escaños que lo esperado, convirtiéndose en un contrapeso relevante para el mandatario. No obstante, Lula ha impulsado una reforma constitucional para que el financiamiento del programa de transferencia social “Auxilio Brasil” esté fuera de la regla del gasto fiscal (“Techo de gasto”), lo que ha aumentado el riesgo fiscal en el país. Ello debido al elevado nivel de deuda del gobierno y considerando que es probable que se deban subir impuestos para compensar la rebaja en el tributo a los combustibles que realizó el presidente saliente este año. A su vez, Lula nombró ministro de finanzas a Fernando Haddad, ex alcalde de Sao Paulo y miembro del Partido de los trabajadores, a pesar de que los rumores de su nombramiento generaron reacciones negativas



Fuente: IBGE, datos a diciembre de 2022

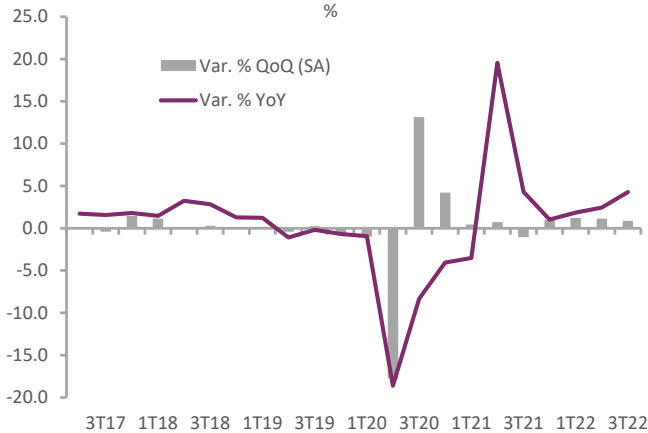


Fuente: IBGE, datos diciembre de 2022



Fuente: Banco Central do Brasil, datos diciembre de 2022.

Gráfico 7. MÉXICO: PIB
%



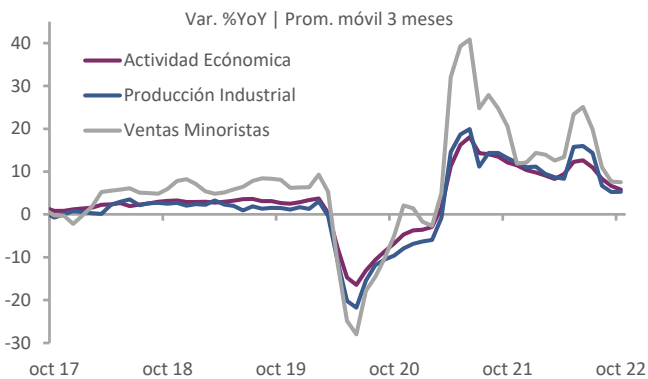
Fuente: INEGI, datos a diciembre de 2022

Gráfico 8. MÉXICO: PRODUCCIÓN MANUFACTURERA E INDUSTRIAL
Var. % YoY



Fuente: INEGI, datos a diciembre de 2022

Gráfico 9. COLOMBIA: INDICADORES DE ACTIVIDAD
Var. %YoY | Prom. móvil 3 meses



Fuente: DANE, datos a noviembre de 2022

en el mercado. Si bien ha tratado de dar mensajes de moderación en el gasto fiscal, el mercado espera medidas más concretas más que solo discursos.

A pesar de que el ruido político aumentó y con ello la prima de riesgo, hay valor en las acciones brasileñas. Se favorece empresas de alta calidad en sectores defensivos, tales como consumo básico y *utilities* (servicios básicos). A su vez, evitar empresas con propiedad estatal en la medida que no se aclare la política del nuevo gobierno respecto de éstas.

La economía de **México** vive un positivo *momentum* y se proyecta que se mantenga hasta fines de este año (gráfico 7). Para 2023 el FMI estima un crecimiento de 1.2% en línea con la desaceleración del mundo y Estados Unidos, su principal socio comercial.

La tendencia a la desglobalización beneficia a México. El *nearshoring* -trasladar parte de la producción a países de mayor cercanía geográfica- por parte de Estados Unidos impactará rápida y directamente a la economía mexicana. Se estima que el *nearshoring* agregaría entre 1.0 y 2.5 puntos porcentuales adicionales de crecimiento económico, dado que las exportaciones manufactureras corresponden al ~40% del PIB.

El ajuste monetario a través de alzas de tasas de interés comenzó a mediados de 2021. A septiembre la inflación habría llegado a un *peak* de 8.7% anual y hasta el momento ha mantenido una tendencia de desaceleración, cayendo a 7.8% a doce meses en noviembre. Banxico ha subido la tasa de política monetaria en 650 bps. desde el año pasado hasta el nivel actual de 10.5%. Sin embargo, no ha afectado negativamente los niveles de consumo. La resiliencia del sector se explica por el impulso de las remesas (crecieron 14.1% anual en septiembre, ingresando más de USD 42,000 millones en los primeros 9 meses de 2022), junto con bajos niveles de desempleo y salarios con incrementos importantes (el próximo año el crecimiento del salario mínimo será 20%).

La actividad en **Colombia** se ha mantenido robusta durante todo el año (ver gráfico 9), gracias al auge en el precio del petróleo (principal exportación del país) y a la resiliencia del sector consumo (en parte producto de lo anterior). Si bien en los últimos meses la economía ha comenzado a desacelerarse, es el país de la región con las mayores perspectivas de crecimiento para este año (7.6% según el FMI), para luego tender a la normalización con tasas de crecimiento económico más sostenible. Por otra parte, el agresivo ajuste monetario del

Banco Central para luchar contra la inflación (12.6% anual en noviembre), generó que la tasa de referencia subiera 1025 bps. desde mediados de 2021 hasta el 12% actual, generando condiciones financieras más restrictivas. Sumado a esto, la alta base de comparación llevó a que el FMI estime un crecimiento de 2.2% para 2023.

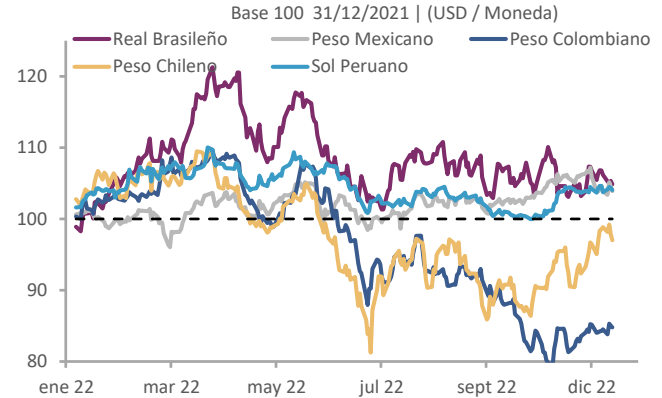
En agosto asumió Gustavo Petro, el primer presidente de izquierda en la historia de Colombia, quien tiene una agenda de agresivas reformas estructurales. Sin embargo, el gobierno ha tratado de moderarse, ya que no cuenta con mayoría parlamentaria, ejemplo de esto es la reforma tributaria recién aprobada, que recaudaría 1.2% del PIB (originalmente se proponía el 5% del PIB). De todas formas, el riesgo idiosincrático del país se ha elevado considerablemente. También es un tema el alto déficit en cuenta corriente (7.2% del PIB al 3er trimestre de 2022), lo que presiona a la moneda: el peso colombiano registra una devaluación de 17.5% en lo que va del año, siendo la moneda más depreciada de la región (ver gráfico 10).

En **Chile** la economía se ha desacelerado significativamente desde la alta expansión registrada en 2021 (gráfico 11). El Banco Central de Chile proyecta un crecimiento 2.4% en 2022, junto a una contracción entre -0.75% y -1.75% en 2023. Si bien la desaceleración ha sido más lenta que lo originalmente estimado, dada la resiliencia del sector servicios, cada vez es más notoria, registrándose la primera contracción interanual de la actividad económica en septiembre.

El Banco Central terminó el ciclo de ajuste monetario luego de subir en 1075 bps. la tasa de referencia desde mediados de 2021 hasta el 11.25% actual. Por su parte, la inflación llegó a *peak* en agosto (14.1% interanual) y el BCCH proyecta que tras una lenta convergencia vuelva a la meta de 3% anual. Ante esto, se estima que la tasa de referencia permanecería en este nivel hasta fines del primer trimestre de 2023, cuando se iniciaría un ciclo monetario expansivo (bajas de las tasas).

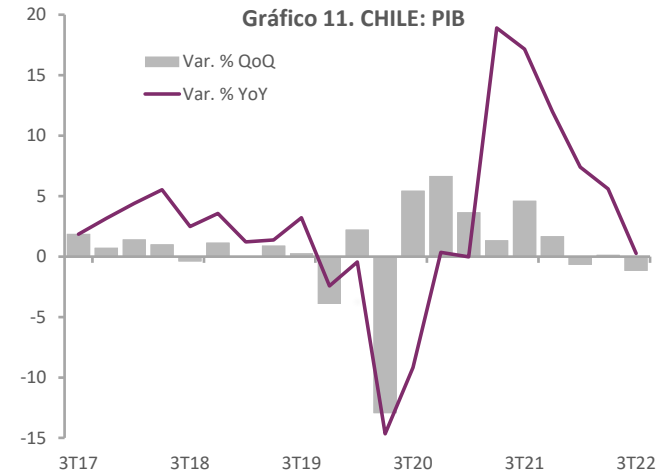
Los partidos políticos llegaron a un acuerdo moderado para el nuevo proceso constitucional, en el cual la redacción de la nueva propuesta se llevará a cabo por un organismo que incluye consejeros electos popularmente, que elaborarán la nueva constitución, pero en conjunto con expertos designados por el Congreso, con poder de veto. Esta propuesta se ratificará en un plebiscito el 26 de

Gráfico 10. DESEMPEÑO DE MONEDAS EN AMÉRICA LATINA



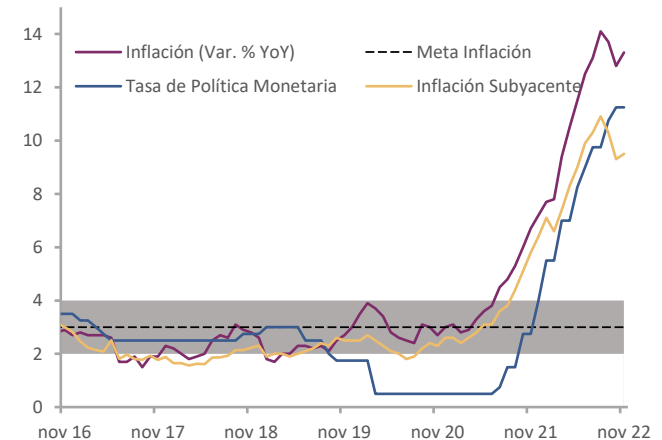
Fuente: Bloomberg, datos al 15 de diciembre de 2022.

Gráfico 11. CHILE: PIB



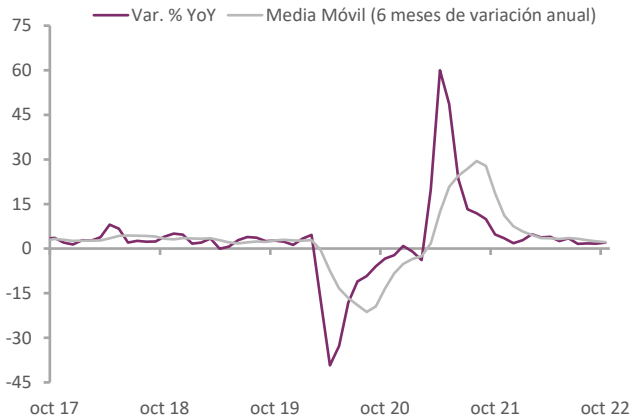
Fuente: Banco Central de Chile, datos a Diciembre de 2022

Gráfico 12. CHILE: POLÍTICA MONETARIA



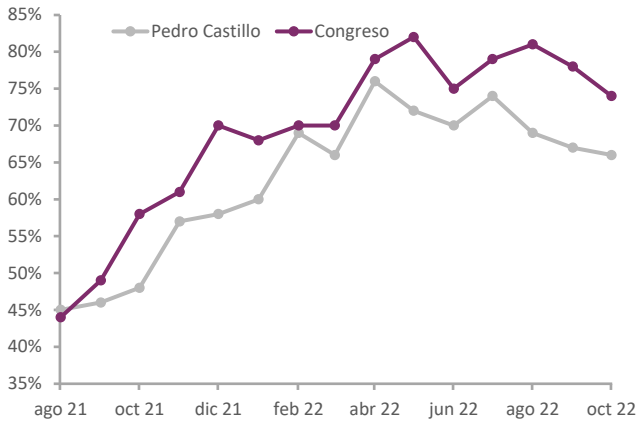
Fuente: Banco Central de Chile, datos a noviembre de 2022

Gráfico 13. PERÚ: ACTIVIDAD ECONÓMICA



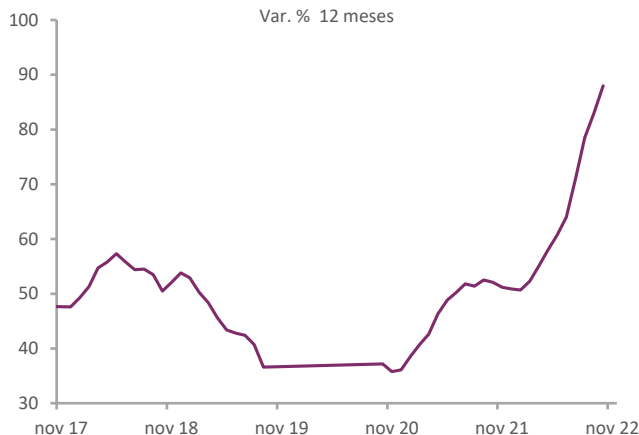
Fuente: INEI, datos a diciembre de 2022.

Gráfico 14. PERÚ: DESAPROBACIÓN DE GESTIÓN



Fuente: Ipsos, datos a octubre de 2022

Gráfico 15. ARGENTINA: INFLACIÓN



Fuente: INDEC, datos a diciembre de 2022.

noviembre de 2023. A su vez, el gobierno ingresó al Congreso proyectos de ley de reformas tributaria y de pensiones, que probablemente se moderen luego de la discusión parlamentaria previa a su aprobación. Dado su carácter refundacional (pensiones) y radical (tributaria), se espera un largo debate en un Congreso en el que las fuerzas políticas están equilibradas.

La economía del **Perú** se ha desacelerado significativamente producto de una menor producción manufacturera y minera. En este último, las frecuentes paralizaciones de las faenas debido a conflictos con las comunidades han sido la tónica. Ejemplo destacado es el caso de Las Bambas, que exporta el 2% del cobre mundial, y estuvo operando al 30% de su capacidad en noviembre. De esta forma, el FMI estima un crecimiento de 2.7% para este año y de 2.6% en 2023. Por su parte, la inflación se volvió a acelerar con el registro anual ascendiendo a 8.5% anual en noviembre. Hasta el momento, el Banco Central de Reserva ha elevado la tasa de referencia en 725 pbs. hasta 7.5% actual.

En el plano político prevalece la crisis institucional, en el año se han mantenido tensiones entre el ejecutivo y el legislativo generando descontento de la ciudadanía para ambos (gráfico 14). La crisis escaló y llegó al punto en que el 7 de diciembre Pedro Castillo disolvió el congreso, pero no contó con apoyo político ni de fuerzas armadas. Ante esto, el Congreso convocó a pleno y votó por la tercera moción de vacancia contra Pedro Castillo, cuyo resultado fue la salida del presidente y que la exvicepresidenta, Dina Boluarte asumiera el mandato. La nueva mandataria nombró un gabinete tecnócrata y anunció un proyecto para adelantar elecciones presidenciales y legislativas a abril de 2024. Sin embargo, el país ha comenzado a sumirse en una ola de protestas en las regiones de la sierra a favor de Castillo, y pidiendo la disolución del Congreso, lo que mantiene al país en vilo con hechos de violencia que van en aumento.

En **Argentina** prevalece el complejo escenario económico y político, con un espiral inflacionario que en noviembre alcanzó a 92% anual (gráfico 15) y se proyecta que termine el año en torno a 100%. Por otra parte, el Banco Central sigue aumentando la oferta monetaria (en octubre se expandió más de 30% interanual), en un contexto de una moneda sumamente depreciada, un riesgo país sobre 2,000 pbs. en los bonos y con bajas reservas internacionales. El Banco Central espera con la meta de reservas de su acuerdo con el FMI para el 4to trimestre de este año mediante las operaciones del dólar soja 2.0 (tipo de cambio superior al oficial para exportaciones de soja).

En octubre de 2023 se llevarán a cabo elecciones presidenciales, en las cuales el oficialismo (Frente de Todos) enfrenta una elección muy competitiva, dada la altísima inflación y las perspectivas económicas. Todavía no hay candidato elegido desde la coalición de gobierno, pero se estima que en las primeras encuestas se debería ver favorecida la oposición.

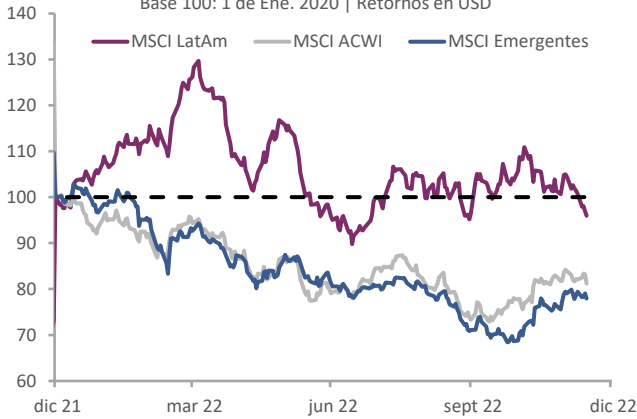
Por qué sí acciones latinoamericanas

A pesar de que las acciones latinoamericanas son las que mejor han rentado en lo corrido de este año (gráfico 16), aún quedaría potencial de apreciación en la renta variable de la región:

- Las alzas en las tasas de interés ya terminaron o se está al final del ciclo monetario contractivo,
- Una ubicación geográfica privilegiada en cuanto a los conflictos geopolíticos y la tendencia al *nearshoring* producto de la desglobalización,
- América Latina produce las materias primas necesarias para la transición energética (tanto de lo que hay que usar por el momento para salvar déficits, como de lo que regirá a futuro) y parte de la alimentación del mundo. Las nuevas tendencias y el escenario global actual mantendrían estables los precios de los *commodities*, lo cual beneficia a las acciones de la región (gráfico 17)
- Las utilidades corporativas de las compañías latinoamericanas se recuperaron tempranamente del shock pandemia, superando los niveles previos a ésta y en los cuales se mantendrían las utilidades, estimándose en niveles superiores a prepandemia para los próximos años (gráfico 18), mientras que tienen altos ROE, significativamente sobre su promedio de 5 años (gráfico 19).
- Atractivas valorizaciones (gráficos 20 y 21) y altos *dividend yield* (8% de la región vs. 3% de emergentes).

Gráfico 16. DESEMPEÑO ACCIONARIO

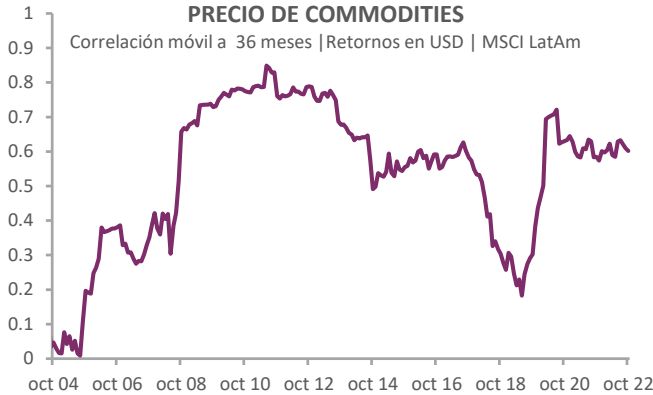
Base 100: 1 de Ene. 2020 | Retornos en USD



Fuente: Bloomberg, datos al 15 de diciembre de 2022

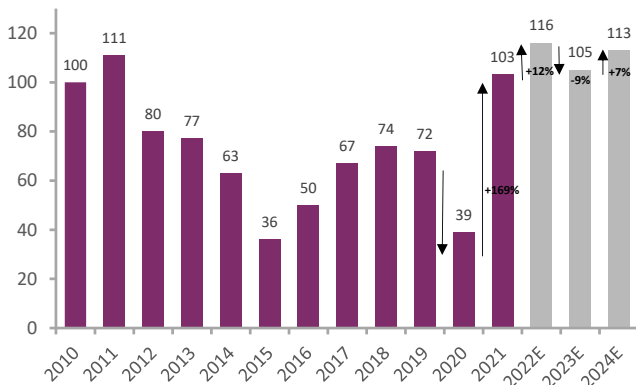
Gráfico 17. CORRELACIÓN DEL DESEMPEÑO ENTRE ACCIONES LATINOAMERICANAS Y EL PRECIO DE COMMODITIES

Correlación móvil a 36 meses | Retornos en USD | MSCI LatAm



Fuente: Bloomberg, datos al 31 de octubre de 2022

Gráfico 18. CRECIMIENTO DE UTILIDADES COMPAÑÍAS LATINOAMERICANAS

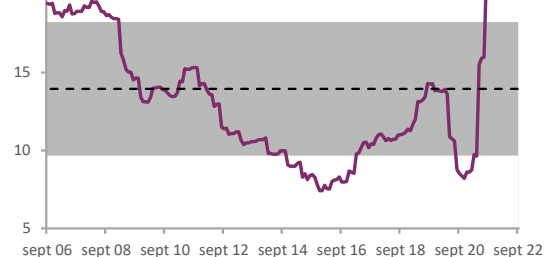


Fuente: Bloomberg y Morgan Stanley, datos a octubre de 2022.

Gráfico 19. ROE DE ACCIONES LATINOAMERICANAS

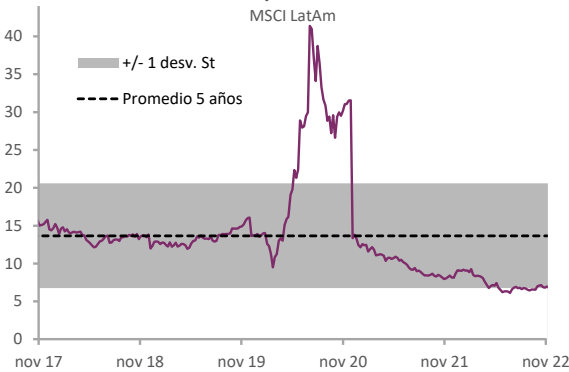
MSCI LatAm

■ +/- 1 Est. Desv. — Promedio 5 años



Fuente: Bloomberg, datos al 18 de noviembre de 2022

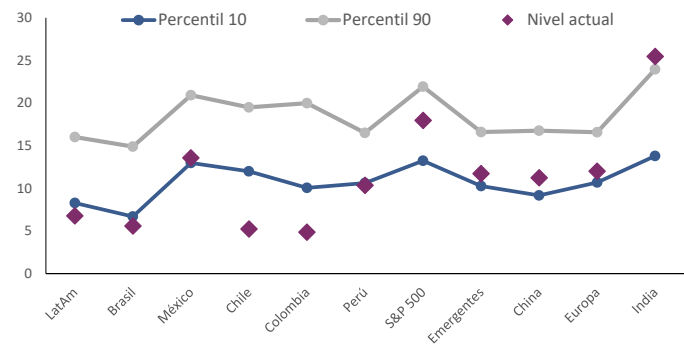
Gráfico 20. ACCIONES LATINOAMERICANAS: RAZÓN P/U A 12 MESES



Fuente: Bloomberg, datos al 18 de noviembre de 2022

Gráfico 21. RAZÓN PRECIO /UTILIDAD A 12 MESES

Índices MSCI | Percentiles en base a información histórica desde 2003



Fuente: Bloomberg, datos al 18 de noviembre de 2022

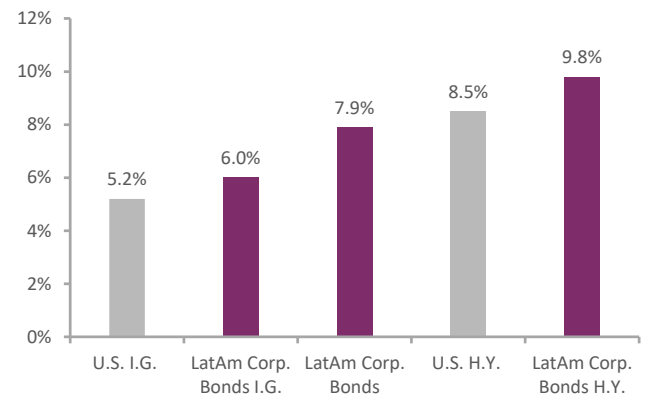
Y bonos también

No sólo las acciones latinoamericanas presentan un momento atractivo, sino que la renta fija también muestra aspectos interesantes.

Las tasas de interés habrían llegado o estarían por llegar a máximos, lo que genera altos ingresos corrientes por rendimiento (*yield*) junto con potenciales ganancias de capital, siendo un atractivo punto de entrada. Además, el *spread* (índice CEMBI Broad LatAm) se encuentra sobre su promedio de 5 años, situación que históricamente ha generado retornos positivos para los siguientes 2 años (gráfico 23).

Gráfico 22. ÍNDICE DE BONOS CORPORATIVOS

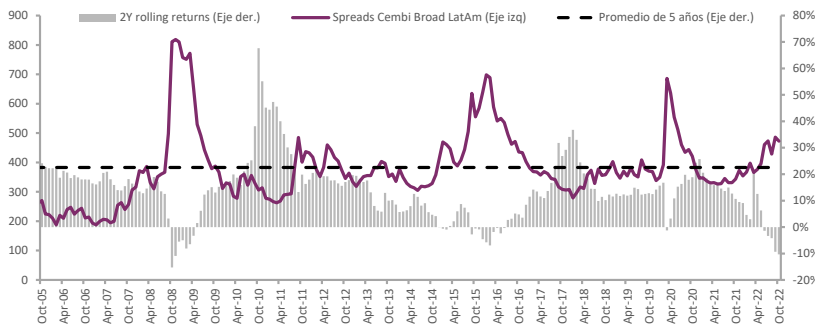
YTM



Fuente: Bloomberg, datos al 9 de diciembre de 2022

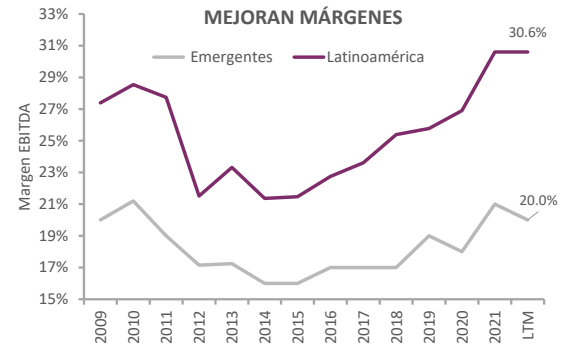
Gráfico 23. SPREAD DE BONOS LATINOAMERICANOS

Índice Cembí Latin American Broad



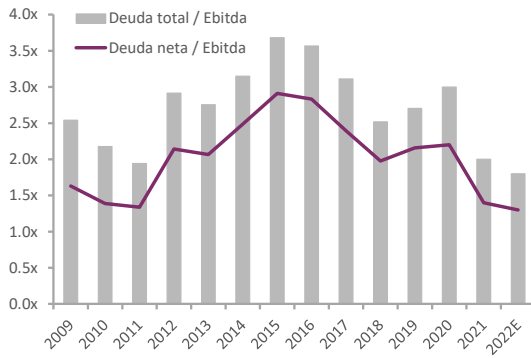
Fuente: Bloomberg, datos al 29 de octubre de 2022

Gráfico 24. COMPAÑÍAS LATINOAMERICANAS MEJORAN MÁRGENES



Fuente: JP Morgan, datos a septiembre de 2022.

Gráfico 25. APALANCAMIENTO A LA BAJA



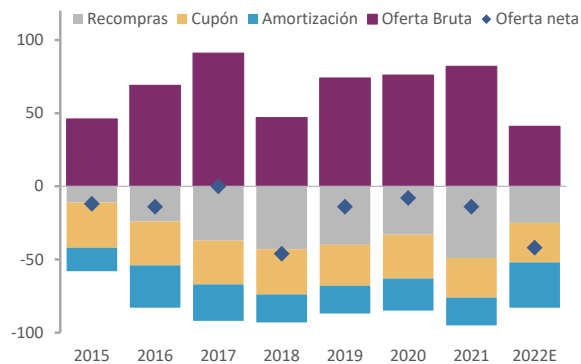
Fuente: JP Morgan, datos al 21 de noviembre de 2022.

TABLA 3

Región	Tasas de Default HY Corporativo (%)						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Asia	1.0	2.5	1.8	3.4	13.2	16.0	11.4
EM europa	3.6	0.0	0.0	3.3	0.0	21.7	27.4
Latinoamérica	2.0	2.1	2.3	4.4	2.5	2.2	5.7
M. E. y África	3.2	0.0	1.6	2.1	0.0	0.0	0.7
Global EM	2.2	1.6	1.7	3.5	7.1	11.4	10.7

Fuente: JP Morgan, datos al 8 de noviembre de 2022

Gráfico 26. BONOS LATINOAMERICANOS: OFERTA NETA NEGATIVA



Fuente: JP Morgan, Barclays, datos al 30 de septiembre de 2022

Las compañías latinoamericanas presentan sólidos balances, gracias al ahorro de costos y ganancias de eficiencia de los últimos años. Esto mejoró los márgenes EBITDA por sobre economías emergentes (gráfico 24). A su vez, las empresas han realizado un proceso de desapalancamiento, registrando niveles de deuda decrecientes desde 2016 y el menor *leverage* en casi diez años (gráfico 25). Si bien se espera un incremento en la deuda hacia adelante, éste continuaría siendo bajo y mejor a los promedios históricos.

Esta beneficiosa posición de endeudamiento y liquidez han permitido acotadas tasas de *default*, en comparación a otras regiones emergentes. Si bien la estimación aumentaría el próximo año, se explica por casos particulares. Inclusive a pesar de ello este riesgo se mantiene relativamente bajo (tabla 3). De esta forma, las compañías se encuentran bien posicionadas ante un riesgo de recesión o un contexto global de mayores tasas de interés a largo plazo (versus la última década).

Desde el punto de vista técnico, la emisión de bonos latinoamericanos se viene reduciendo desde 2015, provocando una oferta neta negativa, (gráfico 26). Lo anterior, constituye un soporte para las valorizaciones de esta clase de activo.

Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de Compass Group y/o personas relacionadas ("Compass Group"), no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de las opiniones contenidas en este informe. Cualquier opinión expresada en este material, está sujeta a cambios sin previo aviso de Compass Group, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass Group, sus personas relacionadas, ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquéllas expresadas en el presente informe.