

**MERCADOS**



Los mercados continuaron mostrando una alta volatilidad durante abril impulsada por el alza en la inflación a nivel global, los estrictos confinamientos en China producto de un nuevo brote del Covid-19 y las expectativas de una ralentización en la actividad económica ante bancos centrales más agresivos. Uno de los sectores más afectados fue el sector de la tecnología, que se mostró más vulnerable en este periodo de mayor volatilidad, retrocediendo de niveles históricos mostrados entre el 2020 y 2021. En Chile, la inflación continuó mostrando alzas, aumentando la presión para que el Banco Central de Chile actué más agresivamente para controlarla. Por otra parte, la Convención Constituyente continúa en su proceso de elaborar la nueva Constitución y el mercado está expectante al documento final y al plebiscito de salida de septiembre.

Luego de una serie de reportes corporativos, que en general mostraron resultados mejores a lo anticipado por el mercado, se observaron caídas en los principales índices bursátiles, sobre todo en las acciones ligadas al sector tecnológico, llevando a que abril fuese el peor mes desde el inicio de los confinamientos derivados de la crisis del coronavirus.

A lo anterior se sumó el confinamiento masivo en China, lo cual ha provocado una paralización parcial a nivel industrial y comercial en parte de las principales metrópolis del Gigante Asiático. Esto se traduce en que en los siguientes meses podría presentarse nuevos problemas en la cadena de suministros.

En lo que respecta al conflicto bélico entre Ucrania y Rusia, se han extendido los efectos en los patrones normales del comercio mundial de cereales, viéndose afectado el precio del trigo en mayor medida.

Lo anterior, intensifica uno de los factores más relevante que ha dominado el escenario económico internacional: la inflación. Los indicadores inflacionarios en Estados Unidos, Europa y los principales mercados latinoamericano se mantiene altos en relación con las metas propuestas por cada Banco Central. De hecho, gran parte del mes la atención se centró en cuales serían los pasos para seguir de la Fed, donde las estimaciones de mercado estimaban aumentos de la tasa rectora desde 0,5% a 1,0% (finalmente en la reunión de inicios de mayo se fijó un aumento de 0,5%).

A nivel local se observó una importante depreciación del tipo de cambio, explicada por la apreciación del dólar a nivel global, la caída en el precio de cobre y la incertidumbre interna asociada al proceso constituyente.

Para el escenario global, el principal riesgo económico viene por el lado de los impactos una política monetaria más restrictiva, ante una inflación que no da tregua, podría generar una recesión a nivel global.

Figura 1. Variación diaria contagios COVID-19 (promedio móvil 14 días , miles)

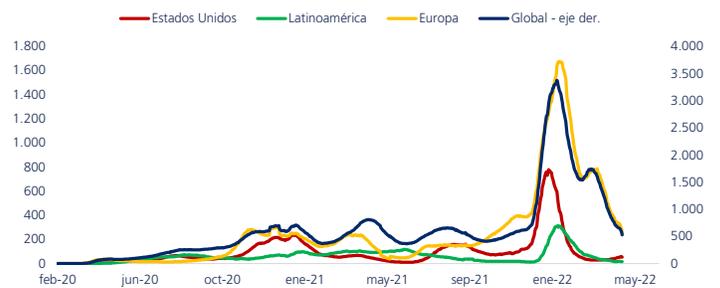


Figura 2. Inflación variación 12 meses: Brasil, Chile, China, Estados Unidos, Eurozona y México

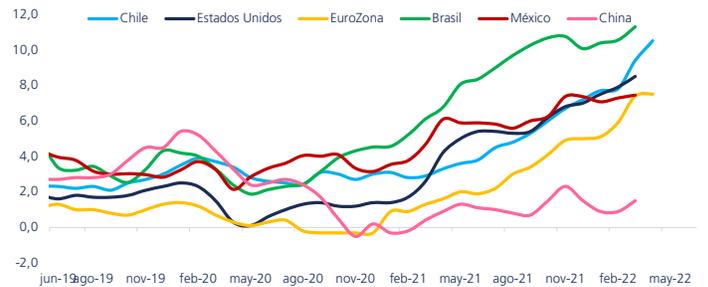


Figura 3. Tasas de interés 10 años: Brasil, Chile, México y Estados Unidos



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Luego del positivo desempeño del mercado accionario latinoamericano medido en los primeros tres meses del año, en abril la región corrigió un 13,9 en dólares, por debajo de mercados emergentes y desarrollados. Si bien todos los mercados mostraron retornos negativos, Colombia y México rentaron por sobre la región, mientras que Perú y Brasil fueron los índices más rezagados. El retorno del mercado accionario estuvo impactado también por una depreciación de las monedas de -4.0% en promedio, siendo el peso chileno y el peso colombiano los más impactados. A nivel sectorial Salud y Consumo Discrecional, estuvieron por debajo del promedio de la región, mientras que los sectores inmobiliarios y servicios regulados, si bien estuvieron en terreno negativo, fueron los sectores más resilientes.

Durante el mes la región se vio impactada de la salida de flujos extranjeros, explicado por un entorno de menor apetito por riesgo a nivel global, por la toma de ganancias después de ser la región con el mejor desempeño en lo que va del año y de las restricciones en China que levantaron cuestionamientos sobre el crecimiento global, y la demanda por materias primas de uno de los principales socios comerciales de la región. Es así como si bien el índice de commodities rentó 4,1% M/M, el cobre tuvo una caída de 5,8% y el hierro de 4.4%, lo que también impacta el sentimiento positivo por la región.

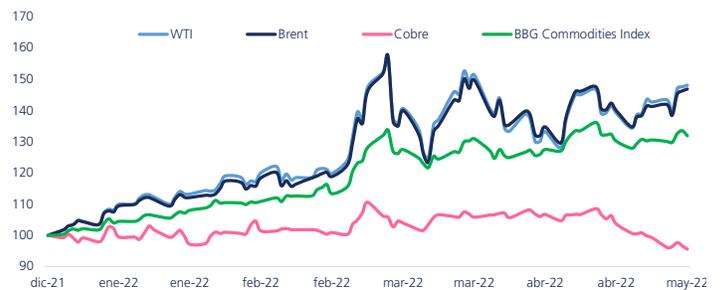
Latinoamérica está transando a 7,6x P/U, 3 desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años, siendo la región más descontada a nivel global. Este descuento se explica por las revisiones al alza en las estimaciones de utilidades tanto para 2022 como para 2023, que han corregido 27% y 23% respectivamente en lo que va del año. A nivel sectorial las correcciones para este año han estado lideradas por Materiales y Energía, lo que explica el alza del índice, ya que la exposición a estos sectores es casi de 40%. Es importante destacar que, a pesar de todo el ruido geopolítico, restricciones en China y una Reserva Federal de Estados Unidos más restrictiva, las revisiones de utilidades se han mantenido estables en el último mes, lo que debería ser un soporte para el nivel de valorizaciones atractivas. Uno de los catalizadores de corto plazo, podrían ser los resultados corporativos del primer trimestre, los que hasta ahora han estado sobre lo esperado.

Si bien la aversión al riesgo a nivel global, junto con correcciones a la baja para el crecimiento mundial y el cargado calendario electoral, con elecciones presidenciales en Brasil y Colombia y el plebiscito del proceso constituyente en Chile, podrían impactar negativamente a la región, más aún en un ambiente de alza de tasas en mercados desarrollados.

Figura 4. Mercados bursátiles Latinoamérica (31-dic-21 = 100, dólares de EE. UU)



Figura 5. Principales Commodities (31-dic-21 = 100, dólares de EE. UU)



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Por otra parte, el atractivo nivel de valorizaciones, sustentadas en correcciones al alza para las utilidades de este y el próximo año, precios de los commodities que han mejorado los términos de intercambio para algunos países en la región, y el avanzado ciclo de alza de tasas en Latinoamérica, donde en algunos países se esperan caídas para el próximos año, deberían seguir dando soporte al mercado accionario.

Luego de 3 meses de retornos positivos, el índice MSCI Brasil mostró una caída de -14,9% en dólares, acumulando un retorno de 17,3% en lo que va del año. En abril, el real se depreció 4,63%, pero sigue siendo la moneda con el mejor desempeño en lo que va del año. El positivo desempeño del real se explica por el alto precio de los commodities, lo que mejora los términos de intercambio para el país, el diferencial de tasas de interés, y el ingreso de flujos extranjeros en el primer trimestre del año. En abril se observaron salidas de flujos, debido a toma de ganancias y al menor apetito por riesgo a nivel global. El MSCI Brasil está transando a 6,4x P/U fwd, 2,5 desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años, este descuento se explica por las correcciones al alza para las estimaciones de utilidades tanto para el 2022 como para el 2023, que más que han compensado el positivo desempeño del índice.

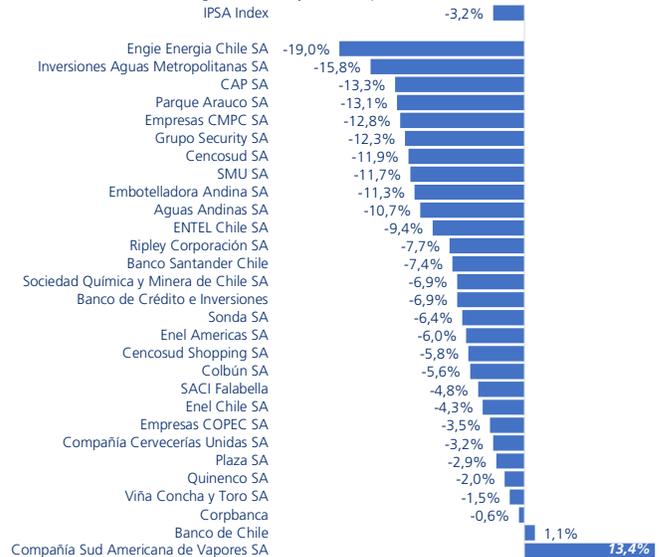
En lo que va del año las estimaciones se han corregido a 33% para 2022 y 22,5% para 2023, sin embargo, durante el último mes han corregido -2,9% para este año, explicado por los sectores de Telecomunicaciones e Industrial, mientras que Materiales y Financiero siguen con correcciones al alza.

Brasil al igual que el resto de las economías se ha visto presionado por elevadas tasas de inflación, lo que, unido a cierta volatilidad en la parte fiscal, llevaron a que el banco central fuera uno de los más agresivos en el retiro de estímulos. De hecho, la tasa de interés de referencia pasó de 2% en febrero de 2021 al actual 12,75%. Considerando las presiones globales como la guerra de Rusia-Ucrania y su impacto en commodities, junto con las cuarentenas en China, que impactan la normalización de la cadena de suministros, las expectativas del mercado, es que habrá un alza adicional de 50 puntos base dejando la tasa en 13.25% a fin de año. Lo relevante, es que considerando que, según estimaciones del Banco Central, el peak de la inflación se alcanzaría en los próximos meses, el próximo año ya deberíamos esperar recortes en la tasa de interés, lo que es positivo para el mercado accionario.

En los próximos meses, el foco doméstico estará en las elecciones presidenciales de octubre, si bien Luiz Ignacio Da Silva y Jair Bolsonaro siguen liderando las encuestas, en las últimas semanas, luego de que Sergio Moro retirara su candidatura y dada una caída en los niveles de rechazo del actual presidente, la ventaja que tenía Lula ha venido disminuyendo. Aunque sigue siendo el vencedor en una segunda vuelta. Los programas de gobierno sólo se presentarán en el tercer trimestre, por lo que aún es muy temprano para evaluar el impacto que éstos pudiesen tener en la tan esperada consolidación fiscal. Mientras que, en el Congreso, se buscaba un aumento en el monto del programa social Auxilio Brasil, lo que presionaba las cuentas públicas, finalmente la decisión fue la de mantener el monto, pero el programa será con duración indefinida. Lo positivo es que debido a que éste es un año electoral, a partir de mayo no se pueden tomar nuevas decisiones que impacten el gasto social, por lo que la parte fiscal para lo que queda del año no debería presentar mayores riesgos.

En el corto plazo, uno de los catalizadores del mercado serán los resultados corporativos del primer trimestre, donde se espera crecimiento de utilidades de 50%, hasta ahora las compañías que han reportado (10% del índice), en términos de utilidades han estado 24% sobre lo esperado, lo que debería seguir entregado soporte al nivel atractivo de valorizaciones.

Figura 6. IPSA y sus componentes: Retornos MTD



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Si bien no descartamos volatilidad en el mercado, dada la proximidad de las elecciones presidenciales y un menor apetito por riesgo a nivel global, creemos que existen oportunidades, con compañías que se benefician de un escenario de altas tasas de interés y niveles de inflación, que tengan valorizaciones atractivas, resiliencia de resultados, y que presenten sólida generación de caja, lo que se puede traducir en mejores retornos para los inversionistas a través de recompras o reparto de dividendos.

El índice MSCI México rentó -11,16% en dólares con una depreciación del peso de 2,73%. En lo que va del año el Índice MSCI México es el único con retorno negativo en la región, esto se explica por el positivo retorno que tuvo el año anterior, una valorización menos descontada, estabilidad en las estimaciones de utilidades, términos de intercambio menos atractivo dado la condición de importador de energía y la menor exposición del índice a los sectores que han liderado los retornos que son Energía, tecnología y servicios regulados.

Actualmente el índice está transando a 12,9x P/U fwd, 1,6x desviaciones bajo su promedio de 10 años, pero a un 70% de premio respecto a la región, siendo que el promedio del premio al que ha transado México es de un 26%, lo que lo hace ser el mercado menos descontado en Latinoamérica.

Esta valorización, a diferencia de lo que ha pasado en el resto de la región, no se ha beneficiado de revisiones al alza en las estimaciones de utilidades, de hecho, para 2022 y 2023 sólo han corregido un 3,5%, lo que se explica por la baja exposición del índice a los sectores que han liderado las correcciones de utilidades como son el sector de Energía y Materiales. Sin embargo, considerando los positivos resultados del 1T, donde han reportado 32 de 35 empresas, y las utilidades han estado 65% sobre lo esperado (explicado por los sectores de Consumo Discrecional, Comunicaciones e Inmobiliario), creemos que esto que podría dar paso a revisiones en las expectativas, lo que podría ayudar al nivel de valorizaciones.

En la parte doméstica, hemos visto correcciones a la baja en las estimaciones de crecimiento para este año a un 2%, explicado por revisiones a la baja en el PIB de Estados Unidos; y porque las interrupciones en la cadena de suministro durarían más de lo esperado, lo que retrasaría la recuperación en la manufactura.

Durante abril, en la parte política, tuvimos algunos eventos relevantes, primero la consulta ciudadana donde el presidente López Obrador preguntaba sobre su continuidad, si bien ganó el apurbo por 92% de las preferencias, la participación no alcanzó el 20%, por lo que se está cuestionando la erosión en la base de adeptos al presidente. Y segundo se realizó la votación de la reforma energética, la que no alcanzó la mayoría necesaria en la cámara baja, destacando la unidad de la oposición para impedir el avance del proyecto. Sin embargo, ante la derrota, el presidente decidió presentar un nuevo proyecto de ley enfocado en la minería, específicamente en la nacionalización del litio, lo que levanta cuestionamientos sobre la intervención del gobierno en otros ámbitos, donde sólo se necesita mayoría simple para la aprobación de estas modificaciones, quórum con el que cuenta la coalición de gobierno. Además, durante las últimas semanas presentó una reforma electoral, que implicaría la desaparición del INE, siendo reemplazado por un nuevo órgano regulador elegido por sufragio universal, reducción en el número de parlamentarios, entre otras medidas. Al igual que la reforma energética, el escenario base para el mercado es que esta reforma tampoco logre avanzar en el congreso. Creemos que si bien el mercado como un todo, está menos descontado que el resto de la región, existen oportunidades en el mercado mexicano, en sectores como el financiero, donde algunos nombres se benefician del alza en la tasa de interés, siguen con crecimientos sólidos y ofrecen atractivos dividendos y consumo básico, que ha sido sostenido por el importante flujo de remesas desde Estados Unidos y presenta un perfil más resiliente frente al alza de la inflación.

En abril el índice MSCI Argentina rentó -10,3% en dólares, con una depreciación de la moneda de 3,7%, El retorno estuvo explicado por la caída de Edenor, Banco BBVA Argentina y Grupo Financiero Galicia, lo que fue parcialmente compensado por el positivo retorno de Loma negra. El índice transa a 6,1x P/U fwd, un 20% de descuento respecto a Latinoamérica, pero sobre el 23% de descuento promedio al que ha transado los últimos 10 años. En el entorno macro, los datos de inflación de marzo siguen sorprendiendo al alza y acelerando respecto a los meses anteriores, alcanzado un 55,1% en 12 meses, lo que llevó a que el gobierno tomara acciones, entregando un bono a trabajadores informales, jubilados y trabajadores domésticos, para así mitigar la pérdida de poder de compra real. Este paquete de ayuda tendrá un costo de 0.3% del PIB, lo que impactaría en el objetivo de déficit fiscal para este año. En cuanto a los datos de actividad, mostraron una desaceleración en febrero, y se espera que la sequía, altos precios de energía, y el menor consumo dado los altos niveles inflacionarios puedan afectar la economía de mediano plazo.

Respecto al acuerdo con el FMI, si bien se pensaba que podría haber cambios en los objetivos establecidos, el director del Fondo lo descartó. Aunque reconoció, que, si se evaluaran ciertos supuestos, como el nivel de inflación, dado los shocks a nivel global.

Considerando un entorno económico desafiante con altos niveles de inflación, revisiones a la baja en las estimaciones de utilidades, y la ausencia de Argentina en los índices de referencia, nos mantenemos fuera del mercado transandino.

El mercado accionario de Chile, medido por el índice MSCI Chile cerró el mes de abril con una caída de 3,2% (-10,5% medido en dólares) en medio de temores asociados a las mayores restricciones asociado al Covid en China y una posición algo más agresiva respecto de mayores tasas y retiros de estímulos de la Reserva Federal en un entorno de mayor inflación. El mejor rendimiento del mes lo obtuvo Vapores, mientras que los peores rendimientos se focalizaron en Engie, IAM y CAP. La bolsa sigue fuertemente descontada transando a niveles de 9,2x P/U fwd, ubicándose por debajo de dos desviaciones estándar respecto de su media histórica de 10 años.

Nuestra tesis para la bolsa local mantiene una perspectiva de neutralidad y sesgo positivo. Hay 4 factores claves que nos llevan a ser más optimista con la plaza local: i) entorno local mejora proyección apoyado en el sesgo más moderado del gobierno con la elección de Mario Marcel como ministro de Hacienda junto con un congreso más balanceado; ii) un inicio de año mejor al proyectado en términos de valor de materias primas y ciclo bajista de tasas en China, lo que en general mejora proyección de mercados emergentes que van más adelantado en el ciclo de alza de tasas versus desarrollados; iii) las valorizaciones chilenas siguen aún muy descontadas tanto versus su propia historia y versus el pares emergentes, en un contexto donde Chile sigue presentado sólidos niveles de vacunación y un balance fiscal relativamente más sólido, mientras se mantiene una favorable generación de flujo de caja casi todos los sectores, manteniéndose como consecuencia atractivos pagos de dividendos los próximos doce meses. iv) las percepciones ciudadanas medidas a través de encuestas muestran una mayor a la opción rechazo lo que se suma al debilitamiento de la confianza ciudadanía en el trabajo de la convención, esto creemos de concretarse con una salida institucional racional hacia una nueva constitución podría transformarse en un factor de cambio para el mercado local.

Los mayores riesgos de esta tesis de inversión se focalizan en: i) convención constitucional. Las iniciativas y los avances de los cambios constitucionales le inyectaran incertidumbre a la bolsa local, lo que creemos imposibilitara volver a valorizaciones más cercanas al promedio histórico de Chile al menos en el corto plazo ii) inflación. El riesgo inflación ha emergido como uno de los más relevantes para este 2022 tanto a nivel local como internacional, donde una importante corrección al alza en las tasas largas de EE.UU. podría llevarnos a un mundo de valorizaciones descontadas por un mayor tiempo; iii) que se mantengan las retiradas de fondos previsionales que debiliten el mercado de capitales locales; iv) la polarización del nuevo congreso no permita avanzar en acuerdos y solo en políticas populistas; (v) que Chile pierda parte de su característica responsabilidad respecto del manejo/control del gasto fiscal y esto implique mayores primas por riesgo en el largo plazo.

El mercado latinoamericano de deuda en dólares retomó su tendencia a la baja, el motivo, la tasa del Bono del Tesoro de EE. UU. a 10 años aumento de 60 puntos base. La explicación del movimiento se debe al cambio de la expectativa del mercado sobre el alza de tasa, por parte de la FED, ahora se estima que se hará más rápido de lo esperado.

En términos de flujos de renta fija denominada en dólares, los Mercados Emergentes sufrieron salidas de inversores por \$900 millones de dólares en el mes, en lo que va del año, las salidas suman \$12,3 mil millones.

Hacia adelante, debemos seguir poniendo la atención en la inflación de EE. UU., dada su influencia en las tasas de interés, y a los efectos de las sanciones contra Rusia en el mercado financiero y en el comercio mundial.

Durante abril continuamos viendo altos niveles de inflación, el IPC de abril fue 1,4%, por sobre lo esperado, dando cuenta que aún persisten presiones inflacionarias y que se mantendrían por un tiempo. Debido a esto esperamos nuevas alzas en la TPM en las próximas reuniones por parte del Banco Central El rechazo del quinto retiro de las AFP fue una buena noticia, pero el ruido del proceso constituyente seguirá generando volatilidad. Dado todo lo mencionado finalizamos el mes con bajas en las tasas en UF y alzas en la curva nominal.

© Copyright 2022 Zurich. Todos los derechos reservados. Prohibida su reproducción.

*Este material fue preparado por personal de Zurich, solamente para propósitos informativos y no constituye una oferta o solicitud para vender o comprar algún valor, acción u otro instrumento financiero. Aunque está basado en información pública percibida como confiable, no se garantiza que ella sea exacta o completa. Las opiniones, proyecciones, estimaciones y valorizaciones contenidas en este material, son para la o las fecha(s) indicada(s), y pueden ser sujetos a cambio en cualquier momento sin previa notificación.*

*Los comentarios, proyecciones y estimaciones presentados en este informe han sido elaborados con el apoyo de las mejores herramientas financieras disponibles; sin embargo, por su naturaleza, no es posible garantizar que ellas se cumplan.*

*Las opiniones presentadas en este material no constituyen consejos específicos de inversión, situación financiera o necesidades individuales de cada interesado, quien para sus decisiones debe basarse en su propia evaluación, tomando en cuenta su perfil de riesgo, objetivos de inversión e ingresos disponibles, entre otras consideraciones.*

La utilización de esta información es de exclusiva responsabilidad del usuario. Su contenido es de propiedad de Zurich, y no puede ser reproducido, redistribuido o copiado total o parcialmente sin mencionar su fuente