

MERCADOS



Con alta volatilidad, la mayoría de los mercados bursátiles cerraron con leves caídas, recuperando gran parte de las pérdidas registradas a inicios de mes. La elevada volatilidad mostrada durante el mes se explica por: i. las alzas en la inflación observada y esperada en gran parte del mundo, lo que ha aumentado la presión para que los bancos centrales aceleren su ritmo de alza de tasas de interés; ii. las cuarentenas en China continuaron afectando a las cadenas de suministros; iii. las tensiones geopolíticas entre Rusia - Ucrania, que, aunque no escalaron, continuaron presionando al alza a los precios de los commodities. Finalmente, la canasta dólar – DXY, también mostró fluctuaciones durante mayo, alcanzando durante el mes su mayor nivel desde 2000 y terminando levemente por debajo del cierre del mes anterior. Por su parte, las tasas de interés del Tesoro Norteamericano retrocedieron al cierre del mes, luego de haber mostrado alzas al inicio de mayo.

Mientras que el coronavirus fue el principal foco de riesgo en los últimos años actualmente los factores que presionan a los mercados son más variados y complejos, donde destacan: 1) Las continuas luchas nacionales y mundiales contra la pandemia. 2) La peor inflación desde la década de 1980 y la promesa de la Reserva Federal de frenar la subida de precios. 3) La guerra en curso entre Ucrania y Rusia. 4) Las tensiones políticas en economías líderes. Esta mezcla de factores ha llevado a que mayo fuese un mes bastante volátil, donde en la primera parte del mes se observaron caídas de un 20% respecto de los niveles máximos alcanzados en enero, aunque en la segunda mitad de mayo se observaron importantes recuperaciones, llevando a que los principales índices bursátiles mostrasen rendimientos planos durante el mes de mayo.

En relación al confinamiento masivo en China, paulatinamente se ha normalizado la actividad y en respuestas al freno esperado de la economía, el gobierno chino ha adoptado estímulos fiscales y monetarios. Esto apoyó el avance del precio de los commodities en la segunda mitad de mayo.

Como consecuencia del 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. A esto se agrega nuevos niveles máximos en el precio del petróleo.

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 mantienen altos en relación con las metas propuestas por cada Banco Central. Del escenario macroeconómico la principal duda en el horizonte radica en el tema inflacionario en el mundo desarrollado y el desarrollo del conflicto en Ucrania.

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

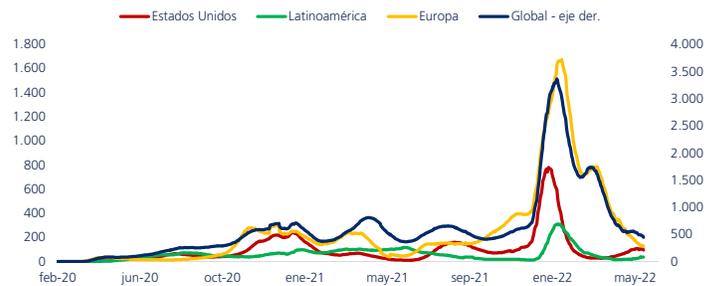


Figura 2. Inflación variación 12 meses: Brasil, Chile, China, Estados Unidos, Eurozona y México

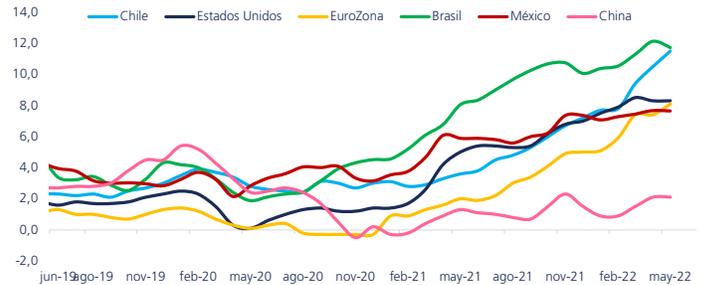


Figura 3. Tasas de interés 10 años: Brasil, Chile, México y Estados Unidos



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Finalmente, a nivel local se observó una apreciación del tipo de cambio. En la reunión del 7 de junio, el Banco Central de Chile decidió subir la TPM en 75 puntos base, llevándola a 9,0%, dejando abierta la puerta para nuevas alzas de menor magnitud. Posterior al anuncio, se publicó el dato de inflación de mayo, que mostró un alza de 1,2% M/M, acumulando 11,5% en 12 meses, presionada por las alzas en los precios de la energía y los alimentos. En el corto plazo estaremos atentos al cierre de la convención constituyente.

Durante mayo, el MSCI de Latinoamérica rentó 6,46% en dólares de Estados Unidos, por sobre mercados emergentes y desarrollados. Siendo así, la región con el mejor desempeño en lo que va del año. En el mes, Chile, Colombia y Brasil lideraron los retornos, mientras que México y Argentina, estuvieron más rezagados, aunque todos los mercados con retornos positivos. En cuanto a las monedas, si bien fue un mes positivo para la región, con una apreciación promedio de 4,12%, el real y el peso colombiano fueron los más apreciados, este último luego de los resultados de la primera vuelta electoral, donde los candidatos Gustavo Petro y Rodolfo Hernández se enfrentarán en el balotaje el 19 de junio.

Entre los sectores, Materiales, Financiero y Telecomunicaciones lideraron los retornos, mientras que los sectores de la Salud, Tecnología, e Inmobiliario, estuvieron en terreno negativo durante el mes. En cuanto a las materias primas, el índice de commodities de Bloomberg rentó 1,44% en el mes, impulsado por el petróleo y gas natural, pero con retornos negativos por el lado del aluminio, maíz y cobre.

Latinoamérica, al igual que el resto de los mercados, siguen impactados por: i. presiones inflacionarias y su efecto no sólo en la política monetaria, sino también en los resultados corporativos, ii. las cuarentenas en China por la política cero Covid-19, con su respectivo impacto en la recuperación de las cadenas de suministros, y iii. las tensiones geopolíticas entre Rusia- Ucrania, y como estos factores pueden impactar crecimiento económico a nivel global Sin embargo, durante mayo la región, se benefició de los positivos resultados corporativos del primer trimestre, con 71% de las compañías presentando resultados en línea o sobre lo esperado por el consenso, con ventas creciendo 25% en 12 meses, y utilidades de 70% en 12 meses; impulsado por valorizaciones atractivas y un mayor apetito por riesgo en las últimas semanas luego de que las minutas de la Reserva Federal descartaran de corto plazo alzas más agresivas de la tasa de interés.

La región está transando a 6,3x P/U fwd, 2,9 desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años, y un descuento de 39,7% respecto a su historia, lo que se compara positivamente con el descuento de 6,2% de mercados emergentes y el premio de 2,3% al que transa Estados Unidos.

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

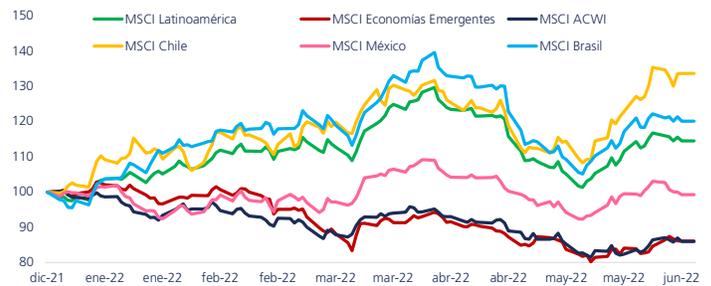


Figura 5. Principales Commodities (31-dic-21 = 100, dólares de EE. UU)



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Este descuento se explica por las correcciones al alza en las estimaciones de utilidades, las que continuaron después de los positivos resultados corporativos del primer trimestre. En la segunda mitad del mes, las estimaciones de utilidades han corregido cerca de 7% tanto para 2022 como para 2023, así el crecimiento de utilidades esperado para la región pasó de un 10% a mediados de mes al 18% actual. Los sectores, Telecomunicación, Financiero y Materiales lideran las correcciones. Así, en lo que va del año, las utilidades han corregido 37% para 2022 y 27% para 2023, lo que debería seguir soportando las valorizaciones atractivas. Latinoamérica también se ha beneficiado, del mayor precio de las materias primas, que, si bien se han visto impactadas por temores de una menor demanda en China, el índice ha rentado 31,8% en lo que va del año, lo que debería seguir beneficiando a países exportadores en la región.

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.

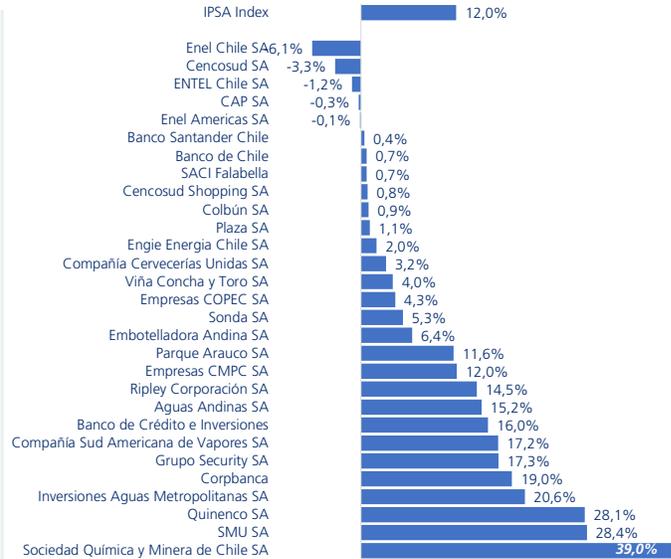
Sin embargo, en un ambiente de alza de tasas en mercados desarrollados, el atractivo nivel de valorizaciones, sustentadas en correcciones al alza para las utilidades de este y el próximo año, precios de los commodities que han mejorado los términos de intercambio para algunos países en la región, y el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

En mayo, el MSCI Brasil rentó 6,24% en dólares, explicado en parte por la apreciación del real de 5,04%. Así el índice acumula una rentabilidad de 27,2 en lo que va del año, con una apreciación de la moneda de 16,33% (el mejor retorno en Latinoamérica). El positivo desempeño del real se explica principalmente por el alza en el precio de los commodities, lo que mejora los términos de intercambio del país, y por el importante diferencial de tasas de interés, luego de que el Banco Central fuese uno de los más agresivo en las alzas de tasas, llevando la tasa SELIC desde un 2% en febrero 2021, al actual 12,75%, dejando a Brasil con una de las tasas de interés reales más altas a nivel global.

El índice está transando a un 6,3x P/U fwd, 2,5x desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años, y siendo junto con Chile, los mercados más descontados de la región. Lo anterior se explica este descuento son las correcciones al alza en las estimaciones de utilidades tanto para 2022 como para 2023, que se encuentran en 44,59% y 37,47% respectivamente acumulados en el año, lo que debería seguir dando soporte a las valorizaciones. Es importante destacar que, en el último mes, estas correcciones siguen al alza, lo cual se explica por los positivos resultados corporativos del primer trimestre, con 63% de las compañías reportando resultados en línea o por sobre lo esperado, con crecimientos de EBITDA de 24% en 12 meses, y de utilidad de 86% en 12 meses, lo que sigue demostrando la resiliencia de las compañías, aunque no estuvieron exentas de presiones inflacionarias.

En cuanto al entorno doméstico, si bien los datos de actividad han estado sobre lo esperado, lo que ha llevado a correcciones al alza en las estimaciones del PIB 2022 a un 0,8% (contrario de lo que hemos visto en el resto de los países), explicado principalmente por los mejores datos de exportaciones y los programas sociales que ha entregado el gobierno. Para el 2023 hemos visto correcciones a la baja para el crecimiento esperado, explicado por la incertidumbre respecto a la trayectoria de la inflación, el alza en la tasa y las próximas elecciones presidenciales.

Figura 6. IPSA y sus componentes: Retornos MTD



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Por otro lado, los datos inflacionarios siguen sobre lo esperado, lo que ha llevado al gobierno a buscar medidas para tratar de mitigar estos impactos por lo que ahora se está evaluando reducir los impuestos estatales tanto a las gasolinas como a los combustibles, lo que de mediano plazo podría tener impactos en la consolidación fiscal. En este ámbito, serán claves los programas de gobierno de los dos principales candidatos, para conocer su compromiso con la disciplina fiscal, información que será revelada en el tercer trimestre del 2022, dado que las elecciones presidenciales serán en octubre 2022. En cuanto a la carrera presidencial, las últimas encuestas muestran un aumento en la ventaja de Luiz Ignacio da Silva sobre Jair Bolsonaro, pero lo que, si es claro, es que la opción de una tercera vía está descartada.

La rapidez y magnitud del alza en la tasa de interés impactó a los mercados accionarios, sin embargo, dada la anticipación del Banco Central se esperaba que el fin del ciclo restrictivo estuviera cerca. En la anterior reunión, las minutas del BCB, guiaban por un alza final en junio, sin embargo, el tono de las últimas minutas fue más restrictivas, y dejaron la puerta abierta para nuevas alzas si los datos de inflación seguían sobre las expectativas. Así, el mercado ahora espera una tasa para fin de año de 13,25% (fuente: Focus – Banco Central de Brasi) pero mantienen la reducción a un 9,25% para 2023, lo que debería ser positivo para el mercado accionario.

Dada la proximidad de las elecciones presidenciales y un menor apetito por riesgo a nivel global estimamos pueda haber un incremento en la volatilidad en este mercado por lo que hemos venido neutralizando nuestra posición en Brasil. No obstante a lo anterior seguimos viendo oportunidades en el mercado, 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 4,66% en dólares, con una apreciación del peso de 3,92%. En lo que va del año México es el índice más rezagado de la región con un retorno de 2,31%, esto se explica por el positivo desempeño del índice el año anterior, una valorización menos atractiva, y por su baja exposición a sectores como Materiales y Energía.

El índice está transando a 12,9x P/U fwd, 1,5x desviaciones estándar bajo su promedio histórico, siendo el mercado menos descontado de la región. Esto se explica porque las utilidades en México han corregido muy por debajo del resto de Latinoamérica. Para el 2022, se han corregido en 6,4% en lo que va del año, comprado con el 37% de la región, debido a la menor exposición del índice a los sectores que lideran las correcciones.

Al igual que el resto de las economías, México enfrenta presiones inflacionarias, lo que llevó al gobierno a crear una canasta de 24 productos básicos, que mantendrán sus precios al menos por 6 meses, lo que debería tener un impacto marginal en la inflación. De hecho, dado que las presiones en la inflación subyacente son mayores en México, se han corregido las expectativas para este año desde un 4,5% en enero al 7,05% actual (fuente: Bloomberg L.P.). Frente a estas presiones, y las expectativas de alza de tasas por parte de la Reserva Federal; el Banco Central decidió aumentar en su última reunión la tasa en 50 puntos base, dejándola en 7%, y se espera que para fines de 2023 la tasa termine en 8,65% (fuente: Bloomberg L.P.), lo que podría seguir impactando al mercado accionario. En cuanto a los datos de actividad, tanto la producción industrial como ventas retail han estado sobre lo esperado, sin embargo, considerando el alza de tasas de interés, la falta de inversión y la interrupción en la cadena de suministros, el crecimiento esperado para este año se ha corregido a la baja a 1,8%, es importante destacar que México sólo recuperaría los niveles de PIB prepandemia en 2023 siendo una de las economías más rezagadas de la región.

De corto y mediano plazo, el país podría seguir beneficiándose del crecimiento de las remesas, pero también del nearshoring (el mecanismo por el cual una empresa transfiere sus procesos de negocio o de tecnología a terceros ubicados en destinos lejanos, con el fin de reducir costos), que podría atraer inversión extranjera al país.

En cuanto al ambiente político, México no enfrenta elecciones presidenciales hasta 2024, y uno de los principales riesgos que era la reforma energética, no fue aprobado en el congreso, gracias a la unidad de la oposición. Si bien el presidente lanzó la reforma electoral y prontamente debería enfocarse en la reforma a la seguridad nacional, el escenario base es que ninguna de éstas sea aprobada, aunque podría generar algo de volatilidad en los mercados.

Si bien a nivel consolidado el índice está en niveles menos atractivos que el resto de la región, al ser un índice más value, podría seguir beneficiándose de un entorno de aversión al riesgo. Creemos que existen oportunidades en el mercado a través de compañías que tenga una exposición positiva a mayores tasas de interés como el sector financiero, del positivo momentum de las remesas como el sector consumo, y compañías con valorizaciones atractivas y sólidos balances.

El MSCI Argentina, rentó 2,91% en dólares, con una depreciación de 2,5% de la moneda. El retorno estuvo impulsado por Edenor, Pampa Energía y Banco Macro, mientras que Despegar fue el nombre más rezagado con un retorno de -14,16%. El índice está transando a 5,4x P/U fwd, un 44% de descuento respecto a su promedio histórico, sin embargo, comparado con la región está transando por sobre el descuento histórico. Es importante destacar que las utilidades para 2022 y 2023 han corregido -18% y -32% en el último mes, lo que debería seguir pesando en las valorizaciones.

Argentina sigue impactada por los altos niveles de inflación, en abril fue de 6% M/M y en los últimos 12 meses acumula 58%, el mayor nivel en 30 años. Es por esto por lo que el gobierno está analizando entregar nuevas medidas para aumentar el ingreso de las personas, a través de alzas en el salario mínimo, bonos para retirados y trabajadores informales, además de reducir el mínimo de ingresos imponibles. Sin embargo, estos nuevos gastos podrían llevar el déficit fiscal sobre el objetivo del acuerdo del FMI, cuyos representantes han dicho que no se modificaran las condiciones. Por otro lado, la actividad económica cayó 0,7% M/M en marzo, se anticipa que el crecimiento para este año se mantenga estable en 2,8% (fuente: Bloomberg L.P.); para 2023 se ha corregido a la baja a un 1,7%.

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

El índice bursátil MSCI Chile cerró el mes de mayo con un rendimiento de 14,4% en moneda local (18,02% medido en dólares), siendo una de las bolsas de mejor desempeño durante el mes a nivel mundial. El positivo desempeño del mes estuvo explicado por el favorable reporte de resultados corporativos de SQM y perspectivas del precio del litio, dividendos extraordinarios y guidance favorable para los casos de Entel y SMU, sumado al flujo de compra de MSCI para Chile y algunas empresas en particular, Vapores.

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. Por otra parte, las medidas más extremas han sido rechazadas por el pleno de la convención con lo cual el foco del mercado se encuentra en ver la propuesta final tras los acuerdos que se alcancen en las comisiones de armonización y transitoria.

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.

Primero, La inflación, donde las presiones inflacionarias han 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; segundo, que se mantengan los retiros de fondos previsionales que debiliten el mercado de capitales locales; tercero, la polarización del nuevo congreso no permita avanzar en acuerdos y solo en políticas populistas; cuarto, 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 de renta fija corporativa en dólares de Latinoamérica tuvo un retorno ligeramente negativo en mayo. Pese a que la tasa del tesoro de los EE. UU. a 10 años cayó 9 puntos base, y el precio de las materias primas subió.

Hechos que fueron más que compensados por la continua salida de inversionistas de los mercados emergentes, alcanzado \$4,2 mil millones de dólares en el mes.

Entre los mercados emergentes el que tuvo mejor rendimiento fue Latinoamérica, principalmente en la categoría de Investment Grade.

La inflación ha continuado acelerando, con sorpresas al alza en los últimos meses. Sin lugar a duda el mayor foco de preocupación para la renta fija local durante los últimos meses que ha llevado al Banco Central a aumentar la TPM en forma consecutiva en sus últimas ocho reuniones, alcanzando en junio un 9%. A pesar de esto vemos una leve reducción en las compensaciones inflacionarias de mediano y largo plazo que podrían dar algún indicio que la inflación puede comenzar a ceder durante los próximos meses, ante un escenario económico local menos auspicioso, pero con un consumo que se mantiene resiliente ante el alto nivel de liquidez que mantienen los hogares. En mayo, las tasas de mercado muestran caídas en la curva nominal y una mantención de la curva en UF a excepción del BTU a 1 año que sube de manera importante. Los niveles de spread continúan muy bajos rondando los 50 puntos para bonos bancarios AAA mientras que los bonos corporativos AA muestran caídas llegando en algunos casos bajo 100 puntos de spread.

© 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