

**MERCADOS**



Al cierre del primer trimestre del año, los mercados se caracterizaron por una mayor volatilidad producto de las expectativas de mayores tasas de interés por parte de los bancos centrales ante una inflación que ha seguido acelerando, así como por el conflicto entre Rusia y Ucrania. En este contexto, los mercados desarrollados tuvieron un inicio de año con caídas, mientras que Latinoamérica se ha visto beneficiado por valorizaciones atractivas, flujos de inversionistas extranjeros, un ciclo de política monetaria contractiva que está llegando a su fin y de precios de los commodities al alza lo que le ha permitido tener un desempeño positivo, liderando los mercados accionarios a nivel global. No obstante, a lo anterior en marzo los mercados lograron recuperar parte de las pérdidas. En el mercado de deuda, la aceleración del retiro del estímulo monetario, así como el aumento en los precios del petróleo y las presiones inflacionarias, han impulsado las tasas de interés al alza. Con todo, las expectativas de crecimiento se han deteriorado principalmente en Europa, mientras que la incertidumbre en los mercados podría mantenerse durante los próximos meses.

En un contexto en el que persistió la volatilidad, la mayor parte de los mercados accionarios registraron alzas durante el mes de marzo. La incertidumbre estuvo impulsada por el conflicto bélico entre Ucrania y Rusia. Las mayores presiones inflacionarias, impulsadas por las alzas en los precios de los commodities Y por ajustes a la baja en las expectativas de crecimiento global, donde se observó además una aceleración en el retiro de los estímulos monetarias tanto en economías desarrolladas como en economías emergentes.

En Chile, el mercado accionario cerró con alzas por tercer mes consecutivo impulsado por aumentos en el precio del cobre (niveles récord con relación a la última década), lo que ha llevado a cierta estabilidad en el tipo de cambio. Por otra parte, la inflación de febrero sorprendió a la baja, explicado principalmente por caídas en el precio de los paquetes turísticos y los pasajes aéreos, mientras que el Banco Central ajustó la TPM en 150 puntos base, dejándola en 7%, por debajo de lo esperado por el mercado, dando cuenta de su preocupación por la actividad económica, la que está mostrando una desaceleración más rápida de lo esperado.

Del escenario macroeconómico la inflación en el mundo desarrollado sigue siendo uno de los principales drivers de los activos financieros. Las expectativas de crecimiento fueron revisadas a la baja, afectadas por las alzas en las tasas de interés por parte de los bancos centrales y por los efectos negativos en la cadena de producción y en los costos que genera el conflicto bélico.

Finalmente, en el ámbito local, la preocupación por un nuevo retiro de los fondos de pensiones ha vuelto a presionar los precios de los activos, mientras que la incertidumbre de los resultados del proceso constituyente presiona a los mercados locales.

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

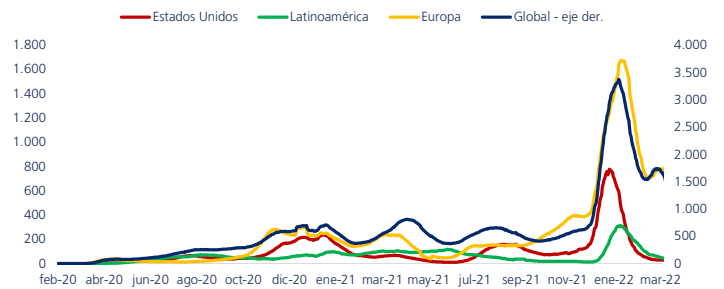


Figura 2. Inflación variación 12 meses: Brasil, Chile, China, Estados Unidos, Eurozona y México

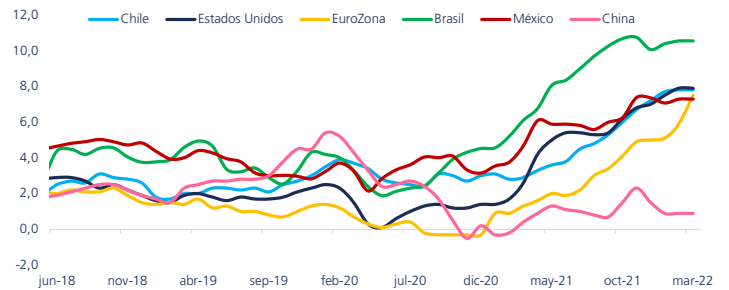
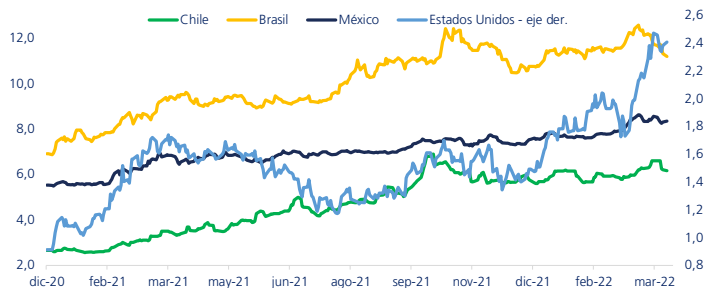


Figura 3. Tasas de interés 10 años: Brasil, Chile, México y Estados Unidos



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

En lo que va del año, Latinoamérica ha sido la región con el mejor desempeño y marzo no fue la excepción. El índice MSCI Latinoamericano rentó 12,3% en dólares, muy por sobre mercados emergentes y desarrollados. Si bien todos los países estuvieron en terreno positivo, Brasil y Colombia fueron los que lideraron, impulsados también por la apreciación de la moneda. A nivel sectorial IT, Industriales y Financiero presentaron los mejores retornos, mientras que Real Estate y Consumo estuvieron más rezagados.

El positivo desempeño comenzó con el ingreso de flujos de inversionistas que se alejaron de mercados desarrollados ante el inminente aumento en las tasas de interés, y buscaron alternativas en países emergentes, y particularmente en Latinoamericano, dado los atractivos niveles de valorización. Luego, con el inicio del conflicto entre Rusia y Ucrania y el alza en el precio de los commodities, la región se ha visto beneficiada de su condición de exportador de materias primas, además de su lejanía geográfica y bajo intercambio comercial con la zona afectada.

Entre los factores que explican el positivo retorno de la región se encuentran: i) valorizaciones atractivas, LatAm está transando a 8.5x P/U fwd, un 33% de descuento respecto a su promedio de 10 años, lo que se compara positivamente con los premios a los que transan los mercados emergentes y mercados desarrollados; ii) bancos centrales que comenzaron anticipadamente durante 2021 el proceso de normalización de tasas de interés, mientras que en mercados desarrollados recién están iniciando un ciclo más restrictivo. Lo anterior ha incrementado el diferencial de tasas entre la región y el resto del mundo, lo que ha sido positivo para sus monedas; iii) Aumento significativo en los flujos de inversionistas extranjeros a la región, lo que podría continuar si vemos una mayor asignación de fondos latinoamericanos, iv) correcciones al alza en las estimaciones de utilidades. Considerando la exposición de la región a commodities, las utilidades esperadas para 2022 y 2023 han sido revisadas al alza en 19% y 15% durante el último mes, lo que entrega soporte al nivel de valorizaciones atractivas y v) el alza en el precio de los commodities. Durante marzo el índice de Bloomberg rentó 8,6% M/M, impulsando los balances de países exportadores de materias primas. Si bien la región debería seguir beneficiándose de estos factores, entre los riesgos a monitorear se encuentra el cargado calendario electoral con elecciones presidenciales en Colombia y Brasil, el proceso constituyente en Chile y el plebiscito en México. Si bien en el corto plazo, el conflicto Rusia-Ucrania no ha tenido un impacto negativo para la región, dependiendo de su duración y del impacto que pueda tener el alza de materias primas en la inflación, podría llevar a que los Bancos Centrales se vieran obligados a seguir aumentando las tasas de interés o que el ciclo más restrictivo se extienda más allá de lo esperado.

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

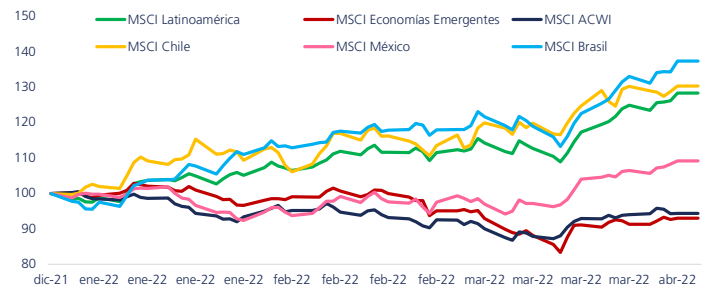
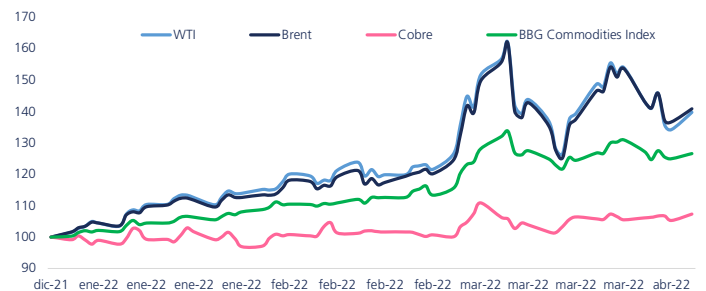


Figura 5. Principales Commodities (31-dic-21 = 100, dólares de EE. UU)



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Sin embargo, considerando las positivas dinámicas y los niveles a los que está transando la región, estos riesgos deberían estar en los precios.

El MSCI Brasil rentó 13,8% en dólares, explicado parcialmente por una apreciación de la moneda de 8,7%. En lo que va del año el índice acumula un retorno de 36% en dólares con una apreciación de 17,6% del real, luego de que en 2021 se depreciaría casi 7%. El positivo desempeño de la moneda se explica por: i) el importante diferencial de tasas de interés, el Banco Central de Brasil ha sido uno de los más agresivos en el retiro de estímulos, donde la tasa de referencia pasó de 2% en febrero de 2021 al actual 12,75%; ii) el alza en el precio de los commodities y iii) del significativo ingreso de flujos extranjeros, que han alcanzado niveles históricos durante los 3 primeros meses del año, atraídos por valorizaciones atractivas, la liquidez del índice y su exposición a materias primas.

A pesar del positivo desempeño, el índice está transando a 7,1x P/U fwd, un 38% de descuento respecto a su promedio de 10 años, esto se explica por las importantes correcciones al alza en las estimaciones de utilidades para 2022 y 2023. En lo que va del año las utilidades han corregido 37% para 2022 y 27% para 2023, por lo que ahora se espera un crecimiento de 9,8% a/a comparado positivamente con la caída de 20% que se esperaba a inicios de este año.

Los sectores que lideran las correcciones son Energía y Materiales; sectores a los cuales el índice en Brasil tiene una exposición de casi 40%.

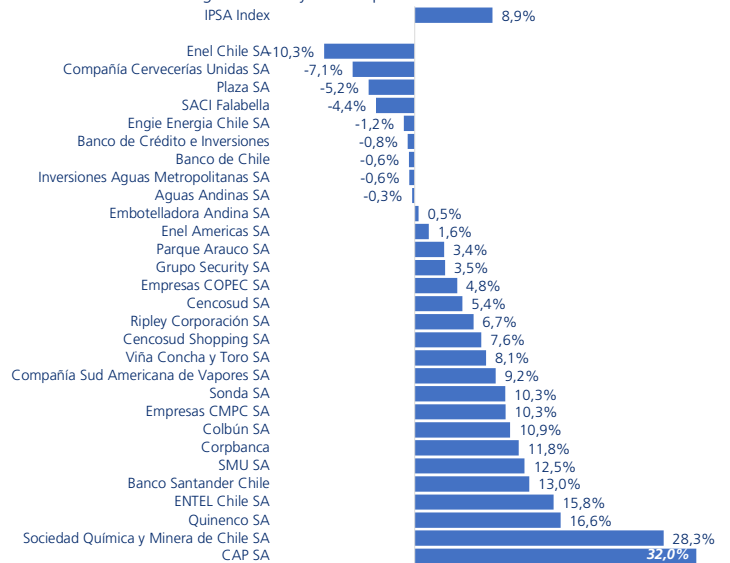
Brasil al igual que el resto de la región se ha visto impactado de presiones inflacionarias, que, entre otros factores, explican el alza significativa en la tasa de interés. El Banco Central, en su última reunión, decidió aumentar la tasa de referencia en 100 puntos base a 11,75%, pero lo más importante es que indicaron que estarían cerca del fin del ciclo restrictivo, por lo que se podría esperar una última alza de 100 puntos base en mayo. Además, el gobernador del Banco Central indicó que a pesar de la incertidumbre del conflicto en Ruisa- Ucrania y del impacto en el precio de los commodities, están esperando que la inflación alcance su peak en abril de este año, lo que podría permitir que se comenzara a hablar de una reducción en las tasas de interés. Si bien el mercado espera un alza adicional en la tasa para este año, es consenso que a fines de 2023 debería desacelerar a niveles de 9%, lo que es positivo para el mercado accionario.

En la parte macro, los datos de actividad han estado bajo lo esperado, pero considerando el alza esperada en las exportaciones, el paquete de estímulos que anuncio el gobierno por casi un 0,3% del PIB, y los mejores datos de empleo que podrían impulsar el consumo, se ha visto una estabilización en el crecimiento esperado para este año.

Creemos que Brasil debería seguir beneficiándose del alza en el precio de los commodities, de valorizaciones atractivas, sustentadas en correcciones al alza de las utilidades esperadas, del positivo diferencial de tasas de interés que deberían entregar soporte a la moneda, y del ingreso de flujos de inversionistas extranjeros, que ven a LatAm como una región atractiva dada su lejanía geográfica del conflicto, su relación positiva con el alza en el precio de los commodities, y en especial Brasil dada la liquidez del índice y su exposición al sector de materiales y energía.

El Índice MSCI de México rentó 9% en dólares, con una apreciación de 3% de la moneda. En lo que va del año el índice acumula un 8,7% de retornos, siendo el más rezagado en la región, esto se explica por: i) en 2021 México tuvo uno de los mejores desempeños a nivel global; ii) a inicios de años se vio impactado por su exposición a Estados Unidos, y al ciclo de alza de tasas, iii) el bajo nivel de exposición del índice a commodities y la condición de importador neto de energía de la económica mexicana, y iv) valorizaciones menos atractivas que el resto de la región.

Figura 6. IPSA y sus componentes: Retornos MTD



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

El índice está transando a 14,3x P/U fwd, un 10% de descuento respecto a su promedio histórico, pero a un premio sobre la región. Eso se explica por el buen desempeño del índice, pero también porque en lo que va del año, a diferencia de lo que hemos visto en Brasil y Chile, donde las estimaciones de utilidad han corregido al alza, en México se han mantenido estables tanto para 2022 como 2023, lo que no entrega un soporte adicional a la valorización.

En la parte macro, considerando los datos de inflación sobre lo esperado y el proceso de normalización en Estados Unidos, llevaron a que en su última reunión Banxico decidiera aumentar la tasa de referencia en 50 puntos base a 6,5%, decisión que fue adelantada por el presidente AMLO, levantando cuestionamientos sobre la independencia del banco central, pero que hasta ahora no ha tenido mayores consecuencias. Las expectativas de mercado son que la tasa termine en 8,25% a fines de 2023, por lo que el ciclo restrictivo debería continuar. Respecto al crecimiento, se han visto correcciones a la baja para este año, explicado por la caída en las estimaciones del crecimiento esperado para Estados Unidos, por el alza en la tasa de interés y por las nuevas interrupciones en la cadena de suministro que podrían retrasar la recepción de la manufactura en México.

De corto plazo, los temas a monitorear son el plebiscito popular del 10 de abril, donde el presidente hará una consulta pública para preguntar por su continuidad en el cargo. Si bien este resultado no debería ser vinculante, dado que se necesita una participación de al menos 40%; es importante monitorear el nivel de apoyo, ya que Andrés Manuel López Obrador podría utilizarlo para negociar la reforma energética. El escenario base sigue siendo que ésta no debería ser aprobada en los términos actuales, aunque la coalición gobernante busca que el proyecto sea votado a mediados de abril, aunque no tienen mayoría en el congreso para asegurar su aprobación. En los términos actuales, la reforma privilegia al sector público por sobre el privado, e incluso Estados Unidos pidió que se evaluara si la propuesta va en contra del tratado de libre comercial actual, por lo que es muy importante para el futuro de la inversión, que se ha mantenido rezagada desde hace años.

Si bien en términos consolidados, el índice mexicano transa a un premio versus el resto de la región, creemos que existen oportunidades interesantes en el mercado, por lo que la selectividad es clave. Nos enfocamos en empresas que se beneficien de dinámicas como alza en la tasa de interés e inflación, que presenten valorizaciones atractivas y sólidos flujos de cajas, que les permite recompensar a los inversionistas a través de sólidos dividendos..

El Índice MSCI Argentina rentó 15,5% en dólares, con una depreciación de 2% de la moneda, y está transando a 7,3x P/U fwd, un 14% de descuento respecto a Latinoamérica versus el 23% de descuento al que ha transado en los últimos 10 años. El retorno estuvo impulsado por Adecoagro, Cresud y Transportado de Gas del Sur, empresas que se relacionan positivamente con el alza de commodities agro y energía. Durante el mes, luego de intensas negociaciones se logró aprobar el acuerdo con el FMI en el congreso nacional el que luego fue ratificado por el directorio del fondo, quienes recomendaron al gobierno depreciar de forma más acelerada la moneda, tener mayor eficiencia en gastos con foco en pensiones y un avance en las reformas estructurales.

En la parte macro, la inflación de febrero estuvo sobre lo esperado alcanzando un 52,3% anual, y debido a las presiones en los precios de los commodities las expectativas son que alcance un 62% para fin de año, esto motivó al Banco central a aumentar nuevamente la tasa de referencia en 200 puntos base a 44,5%. De corto plazo, el impacto de la guerra debería ser neutral en la balanza de pagos, según el ministro de economía, ya que las presiones por mayores precios de energía deberían ser compensadas con el alza en el precio de commodities agro. Sin embargo, los importantes desafíos que enfrenta el país con altos niveles de inflación y bajo crecimiento, sumado a un deterioro en la parte política, y una valorización menos atractiva, nos mantienen fuera del mercado argentino.

El índice MSCI Chile cerró el mes de marzo con un rendimiento de 10,51% en dólares (8,6% en moneda local) en línea con la recuperación del mercado respecto del temor al conflicto bélico de Rusia y Ucrania sumado al positivo rendimiento del sector de materias primas. Pese al favorable rendimiento del mes el nivel de valorizaciones se mantiene un alto descuento pese al mejor rendimiento, donde la bolsa se mantiene transando a niveles 9,3x P/U fwd, ubicándose dos desviaciones estándar bajo su media histórica apoyado principalmente por una mejora en las estimaciones de utilidades de 9,3% en el mes.

Nuestra tesis para la bolsa local mantiene una perspectiva de neutralidad, pero con un sesgo positivo. Hay 4 factores claves que nos llevan a ser más optimista con el mercado accionario chileno: i) entorno local mejora proyección apoyado en el sesgo más moderado del gobierno con la elección de 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) la aprobación de la Pensión Básica Universal abre espacio para que la discusión de la futura reforma de pensiones sea más racional; iv) 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 en prácticamente todos los sectores que tendrían como consecuencia atractivos pagos de dividendos durante los próximos doce meses.

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; sin embargo, los mayores niveles de desaprobación podría ser un catalizador de mayor racionalidad en las iniciativas que están pendientes de aprobarse; ii) Mayores 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 bajas por un largo tiempo; iii) que no se alcancen acuerdos para detener los retiros de fondos previsionales; 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; vi) Coronavirus.

Los sucesos vistos en el hemisferio norte nos muestran que Ómicron podría ser la puerta de salida de la pandemia, por lo cual no lo vemos como un gran riesgo por ahora.

El mercado latinoamericano de deuda en dólares rompió su tendencia a la baja, a pesar del aumento de 51 puntos base en las tasas del Bono del Tesoro de EE. UU. a 10 años. Parte de la explicación es el aumento de los precios de las materias primas tras la invasión de Ucrania, pues América Latina es un importante proveedor de estas, en especial alimentos y metales.

En términos de flujos de renta fija, los Mercados Emergentes sufrieron salidas de inversores por \$2,600 millones en el mes, en lo que va del año, las salidas suman \$11,900 millones. Sin embargo, en la última semana del mes los flujos fueron positivos. Al comparar los retornos entre Mercados Emergentes, Latinoamérica, pese al retorno negativo, tuvo el mejor rendimiento, tanto en High Yield como en Investment Grade.

Hacia adelante, debemos poner atención en la inflación de Estados Unidos, dada su influencia en las tasas de interés, y la evolución de la guerra entre Rusia y Ucrania, ya que la escalada de sanciones contra Rusia tiene un impacto directo sobre los precios de las materias primas y el comercio mundial.

Durante marzo las expectativas de inflación continuaron mostrando alzas a pesar del IPC de febrero 0,3% (bajo las expectativas que rondaban el 0,6%). Esto debido al inicio de la guerra entre Ucrania y Rusia que hizo subir fuertemente el precio del petróleo y del trigo, llevando la inflación esperada para 2022 (medida a través de los forwards de inflación) en torno a 8,0% a fines de marzo. Además, las compensaciones inflacionarias en promedio aumentan 50 puntos base a lo largo de toda la curva. Todo hacía pensar que el Banco Central seguiría aumentando agresivamente la TPM y mantendría un discurso hawkish. Sin embargo, en su reunión de política monetaria sube solo 150 puntos (se esperaban 200) y en su IPOM de marzo da cuenta de expectativas de crecimiento muy bajas que fundamentan un escenario menos restrictivo para la TPM en el futuro.

Da a entender que ya estamos llegando a una TPM lo suficientemente restrictiva para contener las presiones inflacionarias y lograr llevar la inflación a 3 % en el horizonte de política.

Los riesgos hacia adelante siguen liderados por el desarrollo de la convención constitucional seguido por el conflicto Rusia – Ucrania. A esto se agrega un posible quinto retiro de los fondos previsionales que comienza a tomar algo de fuerza y debemos monitorear..

© 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 valoraciones 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