

MERCADOS



El incremento en el riesgo de recesión junto con bancos centrales que continúan dando la batalla para contener la alta y persistente inflación llevaron a que los mercados tuvieran uno de los peores primer semestre del año en términos históricos. La mayor inflación ha acelerado el ciclo de alzas en las tasas de interés en gran parte de los bancos centrales del mundo, aumentando así las expectativas de una recesión global. Los precios de las materias primas tuvieron movimientos mixtos, donde, por una parte, el hierro y el cobre retrocedieron afectados por expectativas de una ralentización de la actividad económica. Por otra parte, los precios del petróleo cerraron con un alza en el caso del Brent y un leve retroceso en el caso del WTI, en un contexto en el que no se registraron avances en el conflicto entre Ucrania y Rusia. Finalmente, las tasas de interés luego de haber mostrado alzas durante la primera parte de junio, retrocedieron afectadas por las expectativas de una potencial recesión en el mediano plazo.

Desde inicios de este año, la inflación ha sido el principal factor que ha impulsado la incertidumbre. Sin embargo, a medida que ha transcurrido el tiempo, se incorporó un segundo factor: una potencial recesión global. Esto último ganó relevancia, impulsada por bancos centrales más agresivos en un esfuerzo por controlar la inflación. En términos inflacionarios se han mostrado datos que indican que estamos inmersos en la peor inflación desde la década de 1980. Esto trae consigo expectativas alcistas en las tasas rectoras y principales tasas del mercado. Lo anterior, se contrapone con un aumento en el número de analistas económicos que apuntan a que el crecimiento 2022-2023 será menor que lo previsto a inicios de este año, lo cual complejiza el panorama económico global.

Este menor crecimiento esperado se ha visto reflejado en mayor medida en los commodities, donde los precios han comenzado a bajar de forma generalizada por primera vez desde el inicio de la guerra ruso/ucraniana. Estos menores precios de las materias primas afectaron a las bolsas latinoamericanas, las que tuvieron el peor desempeño mensual del año.

La combinación de estos factores ha llevado a que junio fuese nuevamente un mes negativo, ya que cada vez se internaliza más un escenario de menor dinamismo económico con bancos centrales que mantendrían su postura más agresiva hasta que la inflación de señales claras de comenzar a disminuir. Desacoplándose de esta dinámica, el mercado accionario chino cerró con alzas, impulsado por las medidas de estímulo fiscal, además de la disminución de los contagios del covid-19.

El avance de los indicadores inflacionarios en Estados Unidos, Europa y los principales mercados latinoamericanos se mantienen altas en relación con las metas propuestas por cada Banco Central.

Ahora bien, lo relacionado con el conflicto bélico entre Ucrania y Rusia, no se han observado avances relevantes que permitan presumir un pronto termino. Lo que si se ha observado es que este factor cada día tiene una menor preponderancia en el rendimiento de las bolsas.

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

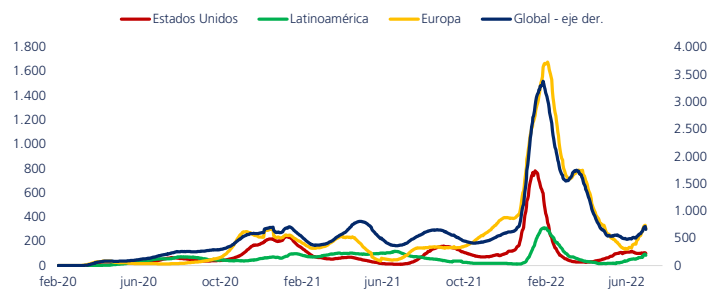


Figura 2. Inflación variación 12 meses: Brasil, Chile, China, Estados Unidos, Eurozona y México

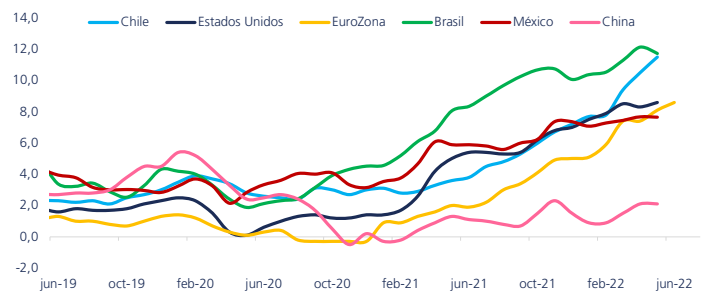
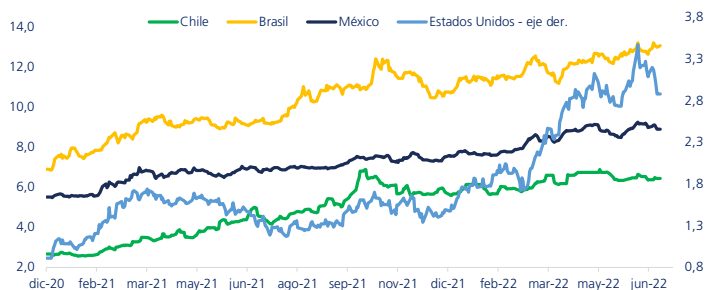


Figura 3. Tasas de interés 10 años: Brasil, Chile, México y Estados Unidos



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Por su parte, a nivel local se observó una depreciación importante del tipo de cambio, afectado por las caídas en los precios del cobre, la apreciación del dólar a nivel global y la incertidumbre en un escenario de menor actividad económica.

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. Finalmente, a nivel local en el corto plazo estaremos atentos al cierre de la convención constituyente.

Junio fue un mes negativo para mercados accionarios a nivel global, impactados por datos inflacionarios sobre lo esperado que aumentaron las expectativas de alza de tasas más agresivas, lo que impulsó los temores de una posible recesión a nivel global. En este contexto, el indicador MSCI Latinoamérica rentó -17,14% en dólares de Estados Unidos, por debajo de mercados emergentes y desarrollados, impactado no sólo por el desempeño accionario, sino también por la depreciación promedio de las monedas de 6,9%. A nivel regional, la corrección estuvo impulsada por Colombia, Brasil, y Chile, mientras que México fue el mercado más resiliente. En el caso de Colombia, el retorno estuvo explicado por la victoria en segunda vuelta del candidato de izquierda Gustavo Petro, quien proponía medidas más controvertidas como unificar el sistema de pensiones, una nueva reforma tributaria y el cambio de modelo desde una economía extractivista a una basada en productividad agraria, además, de la transición a energías más limpias. En cuanto a los sectores si bien todos estuvieron en terreno negativo, los más impactados fueron Consumo Discrecional, Tecnología de la información y Salud.

Durante el mes, la región se vio impactada por la corrección del índice de commodities Bloomberg que rentó -10,88% (en dólares de EE. UU.), siendo la primera figura negativa en el año, explicado por una mayor aversión al riesgo, un aumento en las posibilidades de una recesión global, y una recuperación en China menor a lo que se esperaba dada su política de cero covid-19, lo que podría impactar en una menor demanda de materias primas. Entre las mayores correcciones estuvieron el Hierro, cobre y Petróleo, que son más relevantes en cuanto a exportaciones y términos de intercambio en Latinoamérica. Aunque es importante recalcar, que, a pesar de estas correcciones, las materias primas siguen en niveles históricamente altos, lo que debería seguir siendo un soporte para la región.

Luego de esta corrección el MSCI Latinoamérica está transando a 6,8x P/U fwd, 3,2x desviaciones estándar bajo su promedio histórico a 10 años, y sigue siendo la región más descontada a nivel global. Este descuento se explica por las positivas correcciones de utilidades para la región tanto para 2022 como para 2023 a 30,7% y 19% respectivamente.

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

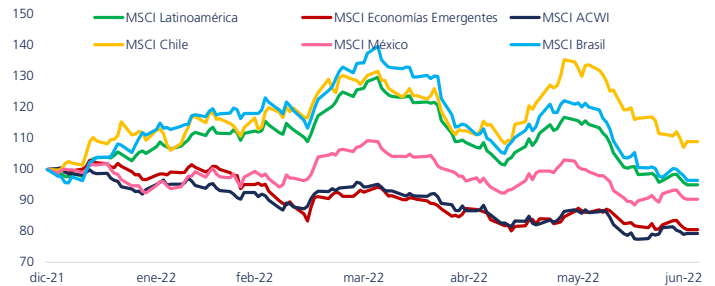
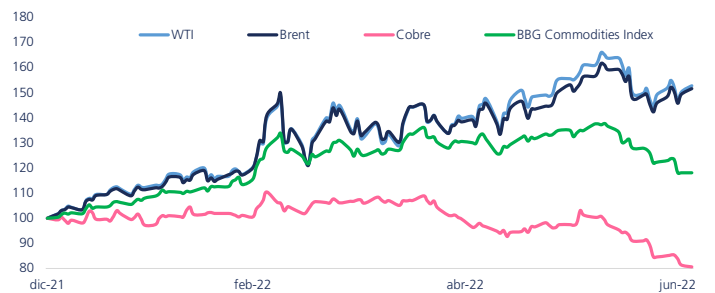


Figura 5. Principales Commodities (31-dic-21 = 100, dólares de EE. UU)



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

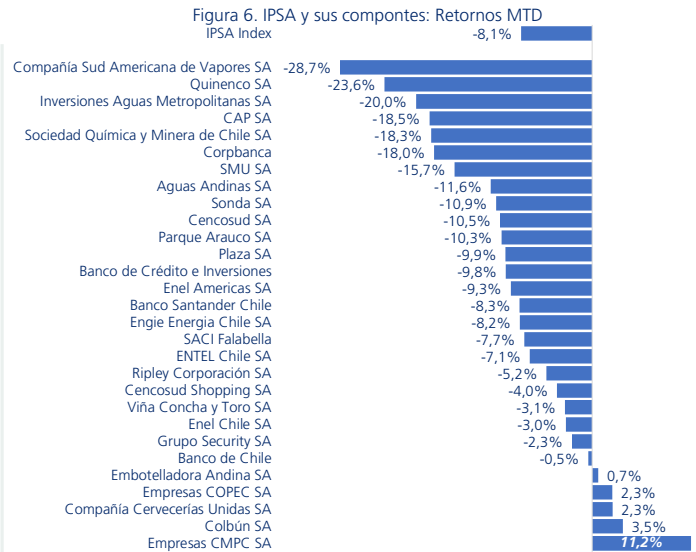
Lo que se encuentra muy por sobre el -9,6% para mercados emergentes y el 3% para mercados desarrollados. Aunque en el último mes hemos visto correcciones a la baja para la región en torno a 7% para 2022 y 2023, sigue siendo la región con el crecimiento más alto entre 2019-2023 con un 17,3%. Los sectores que han liderado las correcciones a la baja durante el último mes son Consumo discrecional y Salud, aunque este último mostraría un sólido crecimiento de utilidades de 79% en 2023.

Los siguientes factores podrían afectar negativamente el desempeño del mercado bursátil latinoamericano: i. la aversión al riesgo a nivel global; ii. correcciones a la baja para el crecimiento mundial; iii. El calendario electoral en Latinoamérica, que incluye las próximas elecciones presidenciales en Brasil y el plebiscito del proceso constituyente en Chile; iv. El ambiente de alza de tasas en mercados desarrollados. En contrapartida a lo anterior, algunos factores que podrían continuar impulsando el desempeño de la región son: i. el atractivo nivel de valorizaciones, sustentadas en correcciones al alza para las utilidades de este y el próximo año; ii. precios de los commodities que han mejorado los términos de intercambio para algunos países en la región; iii. la estabilización en cuanto al ingreso de flujos extranjeros y el avanzado ciclo de alza de tasas en la región, donde en algunos países se esperan caídas para el futuro.

El índice MSCI de Brasil rentó -19,31% en dólares de Estados Unidos, parcialmente explicado por una depreciación de la moneda de 9,94%. Si bien el real sigue siendo la moneda con mejor desempeño en la región en lo que va del año, beneficiándose del alza en el precio de los commodities, el ingreso de flujos y las alzas en las tasas de interés en el último mes. Estas alzas fueron impulsadas por el fortalecimiento del dólar a nivel global, en adición a factores internos relacionados con presiones en la parte fiscal. Respecto al riesgo fiscal, el gobierno está buscando entregar mayores ayudas para mejorar los niveles de aprobación y aumentar las posibilidades en las próximas elecciones presidenciales, a través de aumentos en el monto del programa social Auxilio Brasil, y de mecanismos para reducir las presiones por el alza en el precio de combustibles, lo que aumentaría las presiones para un ajuste fiscal importante en el próximo gobierno. Los sectores más impactados fueron Consumo Discrecional, considerando el menor ingreso disponible de los hogares dada la alta inflación, y el alto nivel de endeudamiento que pudiese impactar en la demanda por esta clase de productos, y Tecnología de la información, que es considerado como un sector de crecimiento, que en un contexto de incertidumbre tiende a mostrar una mayor volatilidad.

Durante los próximos meses, la narrativa local debería pesar en el mercado accionario, no sólo en cuanto a la discusión fiscal, que debería resolverse durante las próximas semanas dado el receso del Congreso, si no también respecto a las elecciones presidenciales de octubre. Si bien las encuestas, siguen mostrando una amplia ventaja de Lula frente a Bolsonaro, hay que ver los impactos que las nuevas ayudas sociales puedan tener en las encuestas, y conocer mayores detalles de los programas de gobierno que presenten, por lo que los próximos meses no deberían estar exentos de volatilidad.

Luego de la corrección de este mes, el índice en Brasil está transando a 5,7x P/U fwd, 2,7x desviaciones estándar bajo su promedio histórico, nivel que se encuentra bajo el alcanzando durante la crisis financiera del 2008, la destitución de Dilma y el inicio de la pandemia donde la incertidumbre era mayor, lo que debería ser un soporte para el mercado accionario. Este descuento se explica por el alza en las estimaciones de utilidades esperadas para 2022 y 2023 de 34% y 21% en lo que va del año. En las últimas 4 semanas hemos visto correcciones a la baja lideradas por el sector Salud y Telecomunicaciones, pero acá es importante destacar que para 2023, se espera que, a excepción de Energía y Materiales, todos los otros sectores presenten un crecimiento en promedio de 29% en 12 meses.



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

En cuanto a la parte macro, los datos de inflación siguen presionando en el corto plazo, lo que ha llevado al Banco central en su última reunión subiera la tasa de referencia en 50 puntos base, dejándola en 13,25%, impactado por dinámicas globales y también por el deterioro de la situación fiscal, lo que explica que, si bien el BCB esperaba terminar con el ciclo de tasas en la reunión anterior, ahora no se descarten nuevos ajustes. En línea con esto el mercado espera una tasa de 13,65% (Bloomberg L.P.) para fin de año, aunque se mantiene una reducción a partir del 1er trimestre del 2023, terminando el próximo año en 9,7%, lo que sería positivo para el mercado accionario, más aún cuando el gobernador del BCB sigue indicando que el peak de la inflación ya debería haber sido alcanzado. En cuanto a los datos de actividad, tanto la producción industrial como las ventas retail han estado sobre lo esperado, y el desempleo ha mostrado mejores dinámicas, lo que ha llevado a correcciones al alza para el PIB esperado de este año, también impulsado por los mejores dinámicas de exportaciones; sin embargo, se espera una desaceleración para el segundo semestre, lo que ha impactado en las expectativas para 2023, que han corregido desde 2,1% a principios de año al actual 1,1%, impactados por el alza en las tasas de interés.

Si bien no descartamos mayor volatilidad en el mercado accionario, dada la incertidumbre respecto a la consolidación fiscal, y la proximidad de las elecciones presidenciales, consideramos que existen oportunidades atractivas en empresas con descontadas valorizaciones, que presenten fundamentales más resilientes, fuerte generación de caja que pueda traducirse en mayores dividendos o recompra de acciones; y compañías con sólidos balances que puedan beneficiarse de oportunidades que le permitan consolidar sus negocios, tanto de forma orgánica como inorgánica.

El indicador bursátil MSCI de México rentó -9.8% en dólares de EE. UU., con una depreciación de la moneda de -2,22%, siendo el mercado más resiliente de la región. Si bien en lo que va del año, el índice es el más rezagado con una caída de -7,71%, durante los momentos de mayor aversión al riesgo se beneficia de su condición de mercado de valor, con una menor correlación con el mercado comparado al resto de la región, y de su menor exposición a materiales y energía compensado con una mayor participación de sectores defensivos. El peor desempeño de México en lo que va del año se explica, por el positivo desempeño de 2021, por una valorización menos atractiva y por menores correcciones al alza en las utilidades esperadas.

El índice está transando a 11,9x P/U fwd, 2x desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años, sin embargo, esto se traduce en un premio de 95% versus Latinoamérica, por sobre el promedio de años de 26,5%. Este premio, se explica porque en lo que va del año las utilidades para la región se han corregido 30% para 2022, mientras que sólo un 4,3% para México, debido a su menor exposición a los sectores que han liderado las revisiones como Materiales y Energía. A pesar de estas menores correcciones, se espera que las utilidades en México crezcan 17,3% en 2022 y 8,7% en 2023, éste último por sobre lo esperado para la región.

En términos macro, la actividad económica ha estado por sobre lo esperado, tanto en ventas retail, como producción industrial, lo que ha llevado a correcciones al alza al PIB esperado para este año, pero compensado con menores expectativas para 2023, explicado principalmente por las correcciones a la baja en el crecimiento en Estados Unidos. Es importante destacar que, a pesar de las mejores cifras del primer semestre, la economía en México sólo recuperará los niveles pre- pandemia en 2023, debido a que la inversión se mantiene rezagada. Mientras que, los datos de inflación siguen sorprendiendo al alza y han demostrado ser más persistente de lo esperado, lo que, sumado a la política monetaria más restrictiva en Estados Unidos, explicarían el compromiso de Banxico de no quedarse atrás de estas alzas, de hecho, en la última reunión decidieron aumentar la tasa 75 puntos base a 7,75%. Las expectativas del mercado son que la tasa alcance 9,2% (Bloomberg L.P.) a fin de año, y que continúe al alza hasta el tercer trimestre de 23, lo que podría impactar al mercado accionario.

Mientras que, en términos relativos, la disciplina fiscal y la ausencia de elecciones relevantes hasta 2024, podrían ser características para hacer de México un lugar con menor incertidumbre en el corto plazo comparado con el resto de la región. Además, la unidad de la oposición para el rechazo de la reforma energética, ayudan a sostener el escenario base de que la reforma electoral tampoco debería ser aprobada.

Si bien medidas poco pragmáticas del gobierno, junto con el compromiso por el desarrollo de los proyectos insignes de su programa, podrían seguir afectando la confianza de los empresarios, de mediano plazo, las dinámicas del nearshoring (transferir una operación comercial a un país cercano) podrían beneficiar al país.

Mantenemos nuestra a exposición a México, que, si bien a nivel consolidado presenta una valorización menos atractiva, el mercado todavía ofrece oportunidades en compañías descontadas, que tengan sólidos fundamentales, una generación sólida de caja, y que se beneficien de las dinámicas actuales, como el sector financiero y las altas tasas de interés, y el sector consumo defensivo, que sigue impulsado por remeses que están alcanzando niveles históricos. Además, las compañías en México son activas en recompras de acciones, lo que también da un soporte a los retornos.

En junio el MSCI Argentina rentó -20,38% en dólares de EE. UU., con una depreciación de la moneda oficial de 3,61%, mientras que el dólar blue durante el mes se depreció 16%, lo que llevó a que alcanzara más del doble de la cotización oficial. Si bien todos los miembros del índice estuvieron en terreno negativo, la corrección estuvo liderada por Edenor, Cresud y Superville. El índice está transando a 5,7x P/U fwd, un descuento de 10% comparado con la región, por sobre el promedio de 23% de los últimos 10 años, dado que las utilidades en Argentina sólo han corregido un 4,29% para 2022 versus 29% de la región.

En términos macro, la inflación sigue sorprendiendo al alza con un incremento de 5,1% en mayo, alcanzando un 60,6% en 12 meses, mientras que la actividad económica en abril creció 0,6%, acumulando un crecimiento de 5,1% en 12 meses, sin embargo, el foco de las últimas semanas ha sido la incertidumbre respecto a cambios que el presidente pudiera hacer tanto en economía como en el Banco Central, ante las presiones de la vicepresidenta Cristina Fernandez, si bien el presidente había respaldado al ministro de hacienda, éste hizo oficial su renuncia, lo que aumenta la crisis política que enfrente al país, más aún cuando no se sabe cómo será la conducción de la nueva ministra frente al acuerdo que alcanzaron con el FMI. En un intento de frenar la demanda por dólares, dado el impacto, en las reservas, el Banco Central impuso nuevas restricciones a las compras de divisas para todas las importaciones que sean mayores en 5% versus 2021 o 70% versus 2020, quienes no tendrán acceso al mercado cambiario, y las compañías tendrán que solicitar financiamiento para poder importarlos.

Durante el mes el FMI, entregó un nuevo reembolso por casi \$4,0 mil millones de dólares para que Argentina pueda cubrir sus próximos vencimientos, luego de que se cumplieran los criterios impuestos por el fondo durante el primer trimestre, sin embargo, los targets del próximo trimestre están bajo presión dada la falta de acumulación de reservas. Considerando los acontecimientos globales, el FMI acordó modificar los objetivos durante el año para el déficit primario y la acumulación de reservas, pero se mantienen los objetivos anuales.

Dado que Argentina no forma parte de los índices de referencia y considerando una situación macro y fiscal más deteriorada, con todo el ruido político tras la renuncia del ministro Guzmán, y las nuevas restricciones en el mercado cambiario, no tenemos exposición al mercado argentino.

El índice MSCI Chile cerró el mes de junio con una caída de -17,95% en dólares de Estados Unidos (-9,31% medido en moneda local), siendo una de las bolsas de peor desempeño a nivel mundial junto con otros pares latinoamericanos como Brasil y Colombia. El mes estuvo marcado por correcciones relevantes en los mercados financieros, asociado al mayor riesgo de recesión producto de la mayor inflación y la necesidad de los bancos centrales de elevar las tasas de interés, lo que se suma a una China menos dinámica de lo esperado, lo cual a su vez ha debilitado el precio de las materias primas, donde en el caso de Chile el cobre cayó 13,7% en el mes. A nivel individual el desempeño del mes solo tuvo tres compañías con rendimientos positivos, Cmpc Copec y Colbún, mientras que los peores rendimientos fueron Cap, IAM e Itaucorpanca.

Nuestra tesis para la bolsa local mantiene una perspectiva de neutralidad, pero hemos quitado nuestro sesgo positivo. Lo anterior explicado en mayor medida por un escenario externo más desafiante, especialmente en China donde esperábamos un arranque de su economía más dinámico sumado a un escenario inflacionario y de tasas más desafiante. Nuestra visión neutral respecto de la renta variable local se focaliza en 4 factores: i) los balances de las materias primas relevantes como cobre, litio, hierro y celulosa siguen siendo sanas pese a las correcciones observadas en el último mes; ii) las valorizaciones chilenas siguen aún muy descontadas tanto versus su propia historia como versus pares emergentes, en un contexto donde Chile sigue presentado un buen balance fiscal comparado; iii) las compañías locales ingresarán a un escenario económico más desafiante pero muy bien preparadas en términos de posición financiera, márgenes y niveles de inversión conservadora; iv) las percepciones ciudadanas medidas a través

de encuestas muestran una mayor a la opción rechazo, esto creemos podría generar un cambio en la tendencia para la bolsa chilena. Por otra parte, las medidas más extremas han sido rechazadas por el pleno de la convención.

Los mayores riesgos de esta tesis de inversión se focalizan en: i) Nueva Constitución. De aprobarse, su implementación desincentiva la inversión local; ii) El riesgo inflacionario 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) nuevos retiros 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) 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 negativo en junio. Explicado, en parte, por el alza de la tasa del tesoro de los EE. UU. a 10 años de 17 puntos base, y la caída en el precio de las materias primas y los temores de recesión de los EE. UU.

Hechos que se condicen con la continua salida de inversionistas de los mercados emergentes por \$6,4 mil millones de dólares en el mes.

Entre los mercados emergentes Latinoamérica tuvo un mal rendimiento en la categoría de Investment Grade, cuyo spread se subió cerca de 40 puntos base, mientras que en High Yield su retorno fue comparable con el resto de los mercados, pero su spread creció en 130 puntos base.

Durante junio conocimos el dato de inflación de mayo que estuvo en línea con las expectativas con un registro mensual de 1,2%. El Banco Central en su RPM de junio nuevamente sube la TPM en 75 puntos base, tal como se esperaba llegando a 9%, sin embargo, lo sorpresivo del comunicado es que deja la puerta abierta a nuevas alzas, cuando se pensaba que el ciclo de alzas estaba llegando a su fin. Además, el Banco Central dio a conocer el IPOM, donde destacamos un aumento importante en las expectativas de inflación para 2022 alineándose al mercado y un nuevo traslado del corredor de política monetaria, que ahora muestra un techo en niveles de 10,5%. El mayor foco de preocupación para el Banco Central por ahora sigue siendo la inflación y no descartamos nuevas alzas en la TPM.

Las compensaciones inflacionarias de mediano y largo plazo aun no ceden y se mantienen en niveles sobre 4%. Esperamos que ante un escenario económico local y mundial menos auspicioso, la inflación ceda y estos indicadores vuelvan a niveles en torno a 3%. Las tasas de mercado no muestran grandes variaciones de punta a punta excepto el BTP a 1 año que sube en línea con la nueva TPM. 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 en torno a 80 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 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