

MERCADOS



En julio, la mayoría de los mercados accionarios mostraron un desempeño positivo, impulsados por tres factores: i. Indicadores de actividad económica que continúan siendo positivos en la mayoría de las economías del mundo; ii. El mejor desempeño del sector servicios impulsado por el desconfiamento y los avances en el proceso de vacunación, y iii. Resultados corporativos que sorprendieron positivamente. El positivo desempeño de los mercados accionarios vino acompañado por caídas en las tasas de los bonos del tesoro norteamericano, lo que se explica por la fuerte demanda de estos instrumentos por parte de la Reserva Federal, así como también por la incertidumbre en torno al efecto de las variantes del Covid-19 sobre la recuperación de las economías. Por su parte, los anuncios por parte del gobierno chino que apuntan a una mayor regulación en los sectores de la educación y la tecnología también impactaron a los mercados, generando una contracción en la bolsa china. En Chile, la incertidumbre política y la posibilidad de un cuarto retiro de los fondos de pensiones afectaron negativamente al mercado de renta fija y no han permitido que el mercado accionario local se beneficie del mejor escenario económico.

Durante julio dos hechos dominaron el escenario bursátil internacional. En primer lugar, tenemos que la bolsa americana alcanzó al igual que el mes pasado nuevos máximos, los cuales responden a positivos reportes corporativos en medio de un escenario donde los avances paulatinos en la reapertura han generado un mayor dinamismo en las principales economías del globo. Así, los mercados accionarios de las economías desarrolladas rentaron un 1,72% en dólares de Estados Unidos, seguido de Latinoamérica con un -4,2%, y finalmente Emergentes que cerraron el mes con una caída de -7,04%, lo cual se explica por la caída del mercado chino ante las restricciones que la autoridad busca implementar en los sectores de la tecnología y la educación privada. En segundo lugar, en el mercado chileno, se destaca el impacto que ha sufrido el mercado de renta fija local de la mano de la incertidumbre política y el avance del proyecto de un cuarto retiro de las AFPs. Por otra parte, el mercado accionario chileno, a pesar de que tuvo un mes menos volátil que el registrado los meses anteriores, se mantuvo en terreno negativo, ya que no hubo eventos políticos que cambiaran de forma importante el escenario, aunque el avance de un nuevo retiro de las AFPs ha golpeado a todos los activos locales de manera transversal. No obstante a lo anterior, a pesar de que los mercados accionarios en economías desarrolladas cerraron con alzas, se observó una mayor volatilidad, afectados por el aumento en el número de contagios de la variante delta, que levantó cuestionamientos del impacto que podría tener en la velocidad de la recuperación económicas. Asimismo, los mercados siguen enfocados en cuándo los bancos centrales comenzarán a reducir los estímulos monetarios, lo que estimamos que podría ocurrir a partir desde el 2022 cuando la Reserva Federal empezaría a reducir las compras de activos, sin embargo, reconoce que tanto el crecimiento económico como el mercado laboral han mostrado avances en las pre condiciones para comenzar con la reducción de estímulos.

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

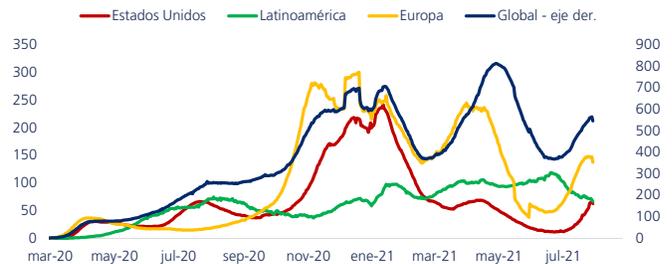


Figura 2. Inflación variación 12 meses: Brasil, Chile, Estados Unidos, Eurozona y México

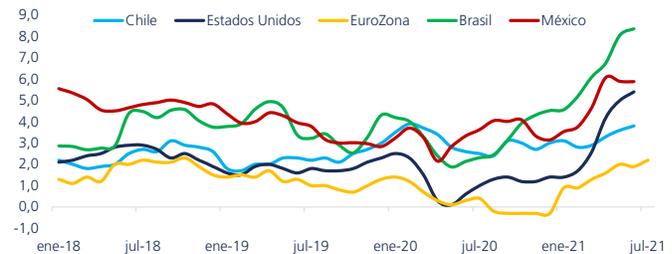
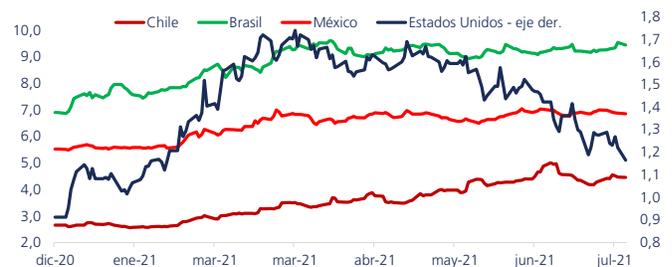


Figura 3. Tasas de interés nominales 10 años: Brasil, Chile, México y Estados Unidos



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

En lo que respecta a la dinámica de la economía real, el último IMACEC publicado muestra mejoras totalmente divorciadas del desempeño de los activos locales. En lo que se refiere a las plazas internacionales, las perspectivas de crecimiento para las economías emergentes han mejorado respecto a los meses precedentes, donde incluso se abre la posibilidad de que el año 2021 permita compensar la menor dinámica vivida durante 2020. Del escenario macroeconómico la principal nube (que ha comenzado a despejarse) en el horizonte es el tema inflacionario en el mundo desarrollado.

Finalmente, a nivel local, los próximos meses estarán marcados por el desarrollo de la convención constitucional, y las elecciones presidenciales.

En Latinoamérica, Argentina y México mostraron rentabilidades positivas durante el mes, mientras que Perú, Colombia y Brasil fueron los países más rezagados. Respecto a las monedas, vimos una depreciación de casi 3% en promedio, a excepción del peso mexicano que tuvo una apreciación durante el mes. En cuanto a sectores, Servicios de telecomunicación, IT e Industriales tuvieron un retorno positivo en julio, con Consumo Discrecional y Energía siendo los más impactados.

El índice de commodities, completa su cuarto mes al alza con un retorno de 1,83% en lo que va del año, durante el mes, el retorno estuvo liderado por gas natural y cobre, mientras que el hierro y el petróleo mostraron una contracción mes a mes.

Latinoamérica está transando a 10,4x P/U fwd, un 16% de descuento respecto a su promedio histórico, que se compara positivamente con el 17% de premio al que transan mercados emergentes. La valorización de Latinoamérica se sustenta en revisiones al alza para las utilidades de 2021 y 2022, en lo que va del año en 51% y 47% respectivamente, por sobre el 10% y 19% de mercados emergentes. Nos mantenemos positivos en la región, no sólo por valorizaciones atractivas sino también por los altos precios de materias primas que se traducen en un mayor crecimiento y mejoras en la parte fiscal de los distintos países de la región. Además, el avance en el proceso de vacunación que ha sido más rápido de lo esperado permitirá una mayor reactivación económica a nivel regional, que podría seguir impulsado revisiones al alza en las estimaciones, dando soporte a las valorizaciones. Finalmente, las bajas tasas a nivel global deberían seguir favoreciendo el mercado accionario, además, de que Latinoamérica podría ser una alternativa atractiva para recibir los flujos que están saliendo de China, productos de las nuevas intervenciones.

Figura 4. Mercados bursátiles Latinoamérica (31-dic-20 = 100, dólares de EE. UU)



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

El mercado accionario brasileño rentó un -6,8% en dólares de Estados Unidos, con una depreciación del real de 4,9%. En los 3 meses anteriores el real se había apreciado 12%, explicado por menores preocupaciones respecto a la situación fiscal, alza en los precios de los commodities y mayores tasas de interés. Sin embargo, en julio el aumento del ruido político respecto a la investigación del gobierno en el Senado por el manejo de la pandemia, los cuestionamientos de Bolsonaro al sistema de votación electrónico, y con mayores riesgos fiscales relacionados al presupuesto 2022, la extensión de la ayuda de emergencia y el nuevo programa social Bolsa de Familia que aumentaría la cobertura pero que aún no tiene clara su fuente de funcionamiento, explicarían este desempeño. En cuanto a la situación política, el presidente anunció un cambio de gabinete que favorece a los partidos conocidos como Centrao, en lo que se podría interpretar como una búsqueda de apoyo en el congreso. Respecto a las elecciones presidenciales, si bien son noticia debido a las últimas encuestas que muestran a Lula como posible ganador en una eventual segunda vuelta, es importante destacar que aún queda más de un año para las elecciones que no se conoce el tema que la regirá y que los candidatos aún no están definidos. Si bien la popularidad de Bolsonaro se ha visto afectada en los últimos meses debido a la reducción en las ayudas de emergencias y el manejo de la pandemia, la aceleración en el proceso de vacunación y mejores datos económicos podrían ayudarlo en el mediano plazo.

El mercado accionario en Brasil está transando a 8,2x P/U fwd, un 30% de descuento respecto a su promedio histórico, esto se explica porque el retorno del índice en lo que va del año ha estado más que compensado con revisiones al alza en las estimaciones de utilidades tanto para 2021 como para 2022, en 67% y 43% respectivamente, e incluso en el último mes las correcciones están en torno a un 10%.

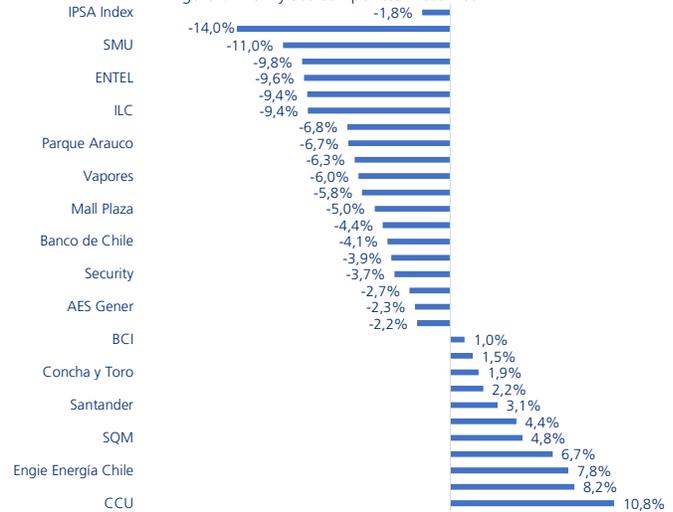
A nivel sectorial, estas revisiones han estado liderados por el Consumo, Industrial y Materiales. Además, los resultados corporativos del segundo trimestre (si bien han reportado 10 de 50 compañías), han estado por sobre lo esperado tanto en niveles de ventas como de utilidad, lo que podría seguir dando soporte a las revisiones.

En cuanto al manejo de la pandemia, hemos visto una estabilización en el número de casos en torno a 45 mil, luego de alcanzar niveles peak de casi 80 mil, lo que, sumado al avance en el proceso de vacunación, con el 19% de la población completamente inoculada, ha permitido la reactivación económica, lo que ha llevado a alzas en las estimaciones de PIB por 17 semanas consecutivas a 5,29% para 2021. Mientras que, en política monetaria, en la reunión de agosto el Banco central aceleró su proceso de normalización monetaria, aumentando la tasa Selic en 100 puntos base a 5,25% ante el deterioro de las expectativas de inflación, en un momento en que la reapertura del sector servicios podría generar un deterioro adicional de las expectativas de inflación. Las expectativas de inflación, de acuerdo con la encuesta semanal del Banco Central, se encuentran en 6,56% para este año (17 semanas al alza), y de 3,8% para 2022. Destaca también el tomo más hawkish del comunicado, en donde señalan que el proceso de ajuste llevaría a la tasa Selic por sobre su nivel neutral.

Nos mantenemos positivos en Brasil, considerando las valorizaciones atractivas, el avance en el proceso de vacunación que permitirá la reapertura económica y que podría impulsar mejoras en el crecimiento, y el alto precio de las materias primas que entrega soporte a la economía. Por otro lado, si bien el presupuesto 2022 y el nuevo programa social Bolsa de Familia, podrían generar ruido en la parte fiscal, el avance en la agenda de reformas, con la votación de la reforma tributaria esperada en el corto plazo, y el proceso de privatización, sumado a que el crecimiento por sobre lo esperado, ha reducido las expectativas de Deuda/PIB, podrían compensar estos impactos. Finalmente, el mayor apetito por riesgo a nivel global, la rotación de activos de renta fija a renta variable que sigue en curso y resultados corporativos sobre lo esperado, que podrían continuar con revisiones al alza en las utilidades son un soporte para el mercado.

El mercado accionario de México rentó 1,7% en dólares de EE. UU., con una apreciación de 0,35% del peso mexicano. Después de la corrección que tuvo el mercado en junio, volvió a ser uno de los que tuvo mejor desempeño en la región. El Índice está transando a 15,2x P/U fwd, un 15 de premio al promedio desde que asumió AMLO.

Figura 5. IPSA y sus componentes: Retornos MTD



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Esto explicado por el 18% de retorno que ha tenido en el año, siendo el mejor mercado de la región, mientras que el crecimiento de utilidades para 2021, sólo ha corregido 9,5% en lo que va del año. Sin embargo, los resultados corporativos del segundo trimestre han estado encima de lo esperado (con 22 de 23 empresas del MSCI México ya reportadas), con un 25,7% de sorpresa en utilidades, lo que podría impulsar correcciones al alza en las estimaciones tanto para 2021 como para 2022, aún más considerando que las proyecciones que han entregado las compañías para el resto del año son positivas.

Desde inicios de año, México se ha beneficiado de su exposición a Estados Unidos, y de la recuperación más rápida de lo esperada que ha tenido su socio comercial, que lo impacta positivamente tanto en remesas como en el crecimiento de las exportaciones. Es así como hemos visto revisiones al alza en las estimaciones de crecimiento para 2021 que se encuentran en 5,75%, es importante destacar que, a pesar de esta recuperación, la economía mexicana será una de las más rezagadas en la región en alcanzar los niveles pre-pandemia, esto explicado por la austeridad del gobierno, que casi no entregó ayudas para compensar los efectos económicos, impactando la economía de más largo plazo. Sin embargo, esta austeridad, le ha permitido a México, presentar comparativamente una de las posiciones fiscales más sólidas de la región. Para 2022, también se han visto correcciones al alza en el PIB esperado a niveles de 2,92%; si bien el crecimiento del 2021 estuvo impulsado por dinámicas globales, la reapertura económica y el avance en el proceso de vacunación con el 20% de la población totalmente inoculada podrían impulsar el crecimiento del próximo año.

Uno de los riesgos que enfrenta México de corto plazo es el aumento en el número de contagios, que están alcanzando niveles de la primera ola, sin embargo, el gobierno ha sido vocal en que esto no implicaría nuevas restricciones, por lo que el escenario base es que no deberíamos ver reducciones importantes de movilidad, más aún cuando las ocupaciones hospitalarias siguen bajo el 50%.

Las dinámicas internas podrían impulsar el crecimiento 2022, pero la Inversión sigue rezagada, lo que impacta el crecimiento de mediano plazo, más aún, que a pesar de que el peor escenario político (donde la coalición gobernante obtuviera mayoría calificada en el congreso) ya no se concretó, el gobierno sigue interfiriendo en temas tan relevantes como la política energética, lo que impacta la inversión extranjera. El presidente AMLO, sigue impulsando reformas constitucionales como foco para sus próximos 3 años, y si bien de corto plazo la situación fiscal es mejor que en otros países de la región, la constante ayuda a Pemex (con una nueva rebaja de calificación de la deuda por parte de Moody's), y el compromiso del presidente de no aumentar o crear nuevos impuestos, podría impactar el rating soberano de mediano plazo. En cuanto a la política monetaria, en la última reunión Banxico decidió aumentar sorpresivamente la tasa en 25 puntos base, a 4,25%, si bien en el comunicado informaron que ven el inicio de un ciclo de alzas de tasas de interés, el mercado estaría esperando un nuevo aumento por la misma magnitud en la reunión de agosto. Banxico envió una señal de que están dispuestos a actuar de ser necesario, lo que les permitirá mantener ancladas las expectativas de inflación y seguir dando soporte al peso mexicano.

Como hemos venido destacando, mantenemos nuestra exposición a México a través de selectividad, más aún cuando creemos que existen compañías que deberían beneficiarse de revisiones al alza en las estimaciones, que presentan valorizaciones atractivas, balances sanos y sólidos fundamentales.

Durante Julio, el MSCI Argentina rentó 6,4% en dólares de Estados Unidos con una depreciación del 1% del peso argentino. El retorno estuvo impulsado por Loma Negra, Globant (60% del Índice) y Arcos Dorados. Respecto a la negociación con el FMI, en la última reunión a inicios de julio, el gobierno se comprometió a cumplir con sus compromisos de septiembre y diciembre, mientras que el fondo declaró que su objetivo es ayudar a que el país pueda abordar de forma duradera sus desafíos económicos, lo que se leyó como un avance positivo de cara a lograr un acuerdo definitivo en marzo 2022.

Uno de los focos de mercado en el corto plazo, son las próximas elecciones, el 12 de septiembre se celebrarán las PASO (Primarias Abiertas creadas hace 10 años para aumentar la participación) y donde se elegirán a los representantes de cada alianza electoral que irá a las elecciones generales de noviembre, donde se espera renovar a 127 de los 257 diputados y 24 de los 72 senadores, además de representantes a nivel de Distrito, quien más bancas defiende es Junto por el Cambio (alianza de oposición) con 60 diputados seguidos de la coalición gobernante (Frente de Todos) con 51 bancas. Según las encuestas no se espera un cambio significativo en la composición del congreso, donde el gobierno debería mantener la mayoría.

En cuanto a los datos macro, el FMI mejoró las proyecciones de crecimiento para el país de 5,8% en abril a un 6,4%, explicado por el crecimiento en exportaciones, favoreciéndose de las mayores exportaciones agrícolas. Si bien el último dato de actividad económica en mayo mostró una caída de 2% MoM, sumando 4 meses a la baja y acelerando del -12% en abril. Mientras que la inflación de junio fue un 3,2% MoM, en línea con lo expectativas y un 50,2% en 12 meses, el gobierno reconoce que han tenido problemas para enfrentar la inflación y se espera que alcance 47% este año. En cuanto al manejo de la pandemia, después de las restricciones y casos peak alcanzados en junio, el promedio diario se ha estabilizado en torno a 14 mil, mientras que ya el 14,5% de la población se encuentra totalmente inoculada, y se espera que el proceso siga avanzando luego de que el gobierno llegó un acuerdo con Pfizer por 20mn de dosis que debería llegar en diciembre, y que se aprobara la producción de Sputnik a nivel local. Nosotros nos mantenemos fuera del mercado argentino, considerando el desafiante escenario macro, y la pérdida de clasificación del MSCI desde Mercado Emergente a stand alone, lo que debería seguir impactado los flujos a este país.

Chile rentó un -5,6% medido en dólares de Estados Unidos alcanzando su cuarto mes consecutivo de pérdidas mientras que el peso chileno tuvo una depreciación de 3,4%. Pese a que el mes estuvo marcado por positivas noticias desde la perspectiva política, la falta de liquidez asociado a los impactos de segunda vuelta de los retiros de fondos de pensiones y el periodo de vacaciones en el hemisferio norte sumado al entorno menos favorable para los mercados emergentes, explicaron este débil rendimiento.

A nivel de valorizaciones, la bolsa local transa en niveles 11x P/U fwd lo que significa un descuento de 28% respecto de su media histórica. Las valorizaciones se mantienen fuertemente descontadas superando ya más de dos desviaciones por debajo de su historia, en un contexto donde las utilidades continúan su corrección al alza (4%-5%). Los flujos extranjeros cerraron en negativo el mes mientras los fondos de pensiones mantiene su racha de ventas netas en acciones locales.

Nuestra tesis para la bolsa local mantiene una perspectiva de neutralidad Chile sigue presentando sólidos fundamentales apoyados en su exitoso plan de vacunación sumado a señales más alentadoras de control de pandemia y reapertura económica, altos precios del cobre, atractivas valorizaciones tanto versus su propia historia y ajustadas por tasas y versus comparables, y una posición fiscal relativa aún sólida versus pares regionales y emergentes. Pese a todo lo anterior, aún queda por delante un abultado calendario electoral con foco en las elecciones presidenciales y legislativas, lo que sumado a una discusión constitucional de al menos 9 meses creemos implicara un escenario de incertidumbre que explica nuestra visión Neutral.

Los mayores riesgos de esta tesis de inversión se focalizan en: (i) que los avances en la reapertura sean frenados un mayor contagio o lenta implementación en la vacunación o nuevas cepas resistentes a las vacunas actuales, especial foco con la variante Delta; (ii) las discusiones presidenciales y constitucionales conlleven a la pérdida de la confianza por parte de los inversionistas respecto de la institucional local; (iii) 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; (iv) que un fuerte rebrote inflacionario genere un rápida alza de tasas en los mercados.

La dinámica del mercado de deuda global continuó al alza, en parte ayudado por la caída de la tasa del bono del tesoro americano, que siguió volátil durante el mes, la tasa de los bonos a diez años cayó 23 puntos base. El mercado latinoamericano de renta fija en dólares siguió su tendencia al alza, explicada en parte por el dinamismo de las economías en la Latinoamericanas, el alza de los precios de las materias primas y los buenos resultados corporativos.

En términos de flujos, los mercados emergentes recibieron flujos positivos en moneda dura durante julio en lo que va del año han acumulado \$27 mil millones de dólares. Al comparar los retornos entre las regiones emergentes, Latinoamérica estuvo dentro de las que más rentables, dejando bastante rezagada a Asia. Y la categoría Investment Grade la que más rentó en Latinoamérica entre los mercados emergentes.

En Chile, nuevamente tuvimos un mes con una alta volatilidad mostrando alzas importantes en las tasas de gobierno durante la primera mitad del mes y caídas durante la segunda mitad, cerrando el mes con alzas en la parte corta de la curva (hasta 5 años) y prácticamente plano en los plazos superiores. Los movimientos en la parte cortan se explican principalmente por el aumento de 25 puntos base en la TPM que da inicio al proceso de retiro de estímulos monetarios por parte del Banco Central. Las alzas y posteriores bajas en la tasa larga se explica más por el escenario político local que sigue generando incertidumbre. En particular, previo a las elecciones primarias presidenciales vimos alzas importantes que posterior a la elección se revierten, ya que los resultados fueron mejores a lo esperado por el mercado. Creemos que la incertidumbre local se mantendrá los próximos meses y la volatilidad continuará.

Apreciamos leves alzas en los niveles de spread con poco movimiento en flujos.

En cuanto a inflación, junio sorprende por abajo (0,1% vs 0,3% esperado), sin embargo, la inflación forward para el 2021 se mantiene en torno a 3,9% y las compensaciones inflacionarias bajo 5 años bajo 3% prefiriendo instrumentos en UF en esos plazos.

© Copyright 2021 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