

**MERCADOS**



Durante la primera parte del año, la mayor parte de los mercados bursátiles continuaron mostrando retornos positivos. Asimismo, los avances en el proceso de vacunación, reducción en los contagios de Covid-19, la expansividad de la política monetaria y fiscal junto con resultados corporativos mejores a los anticipados por el mercado fueron los principales drivers de las bolsas. Por otra parte, la reserva Federal revisó nuevamente al alza sus expectativas de crecimiento económico e inflación para este año, así como también ha señalado un eventual adelantamiento del ciclo de alzas, en un contexto en el que la inflación ha continuado mostrando alzas, y el mercado laboral siguió recuperándose. Pese a lo anterior, la curva de rendimiento se aplanó en EE. UU., con una caída en la parte larga. En Chile, aunque con menor volatilidad que en los meses previos, el mercado bursátil cerró a la baja en junio, terminando el primer semestre con retornos positivos. Las tasas de interés locales continuaron mostrando alzas, con una curva que se aplanó ante las expectativas de aumentos en la tasa de política monetaria.

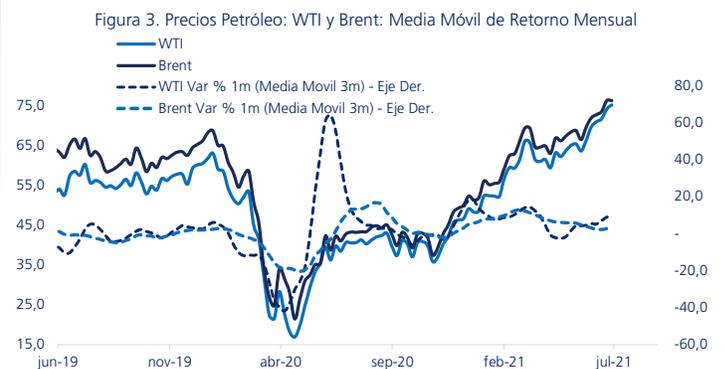
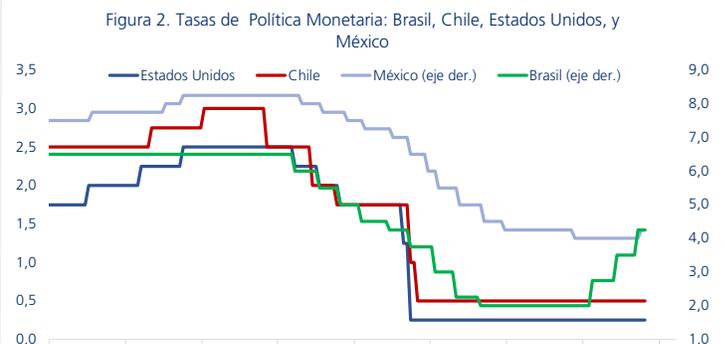
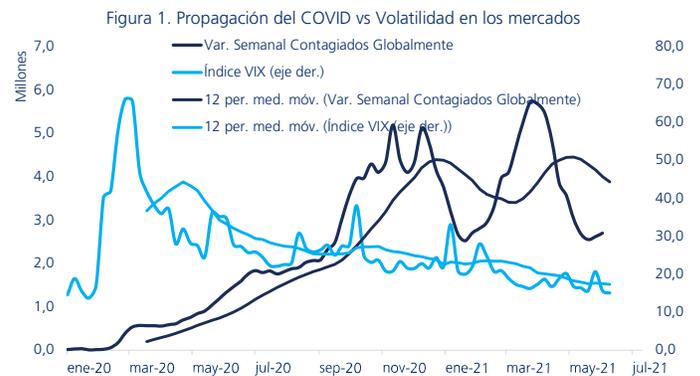
En junio dos eventos dominaron el escenario bursátil internacional. En primer lugar, tuvimos que la bolsa americana alcanzó nuevos máximos, los cuales responden a positivos reportes corporativos en medio de un escenario donde en forma paulatina pero sostenidamente se han abierto y se han retomado las actividades habituales en las principales economías del mundo.

En segundo lugar, destaca el hecho de que se han fortalecido las expectativas inflacionarias tanto en Estados Unidos como en los países emergentes, traduciéndose esto en un alza de las tasas y un efecto negativo en el mundo de renta fija. Por otra parte, el anuncio de la Reserva Federal dejó entrever que subirán la tasa de interés hacia fines de 2023, siendo que, en el comunicado de marzo, estaban contempladas para 2024. Días después, el presidente de la FED, Jerome Powell, anunció que los estímulos continuarían y que no habría aumento de tasas de forma preventiva, tratando de dar calma a los mercados. Si bien la aparición de nuevas cepas, y mayores presiones inflacionarias podrían impactar la recuperación económica, el mayor apetito por riesgo y los estímulos monetarios deberían seguir impulsando al mercado accionario.

En el plano local, la bolsa tuvo un mes menos volátil, ya que no hubo eventos políticos que cambiaran de forma importante el escenario, esperando la instalación de la convención constituyente y la elección de primarias presidenciales.

Bajo este contexto, junio fue un mes de menor volatilidad para los activos locales, aunque la renta fija no estuvo ajena a los efectos inflacionarios en la región, mientras que el escenario se ve más auspicioso en las principales plazas internacionales.

En lo que respecta a la dinámica de la economía real, las perspectivas de crecimiento para las economías emergentes, en particular para Latinoamérica, han mostrado mejoras respecto a los meses precedentes, donde incluso se abre la posibilidad de que el año 2021 permita compensar la menor dinámica vivida durante 2020.



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Del escenario macroeconómico la principal nube en el horizonte es el tema inflacionario, el que, si bien en nuestro escenario base sería transitorio, su persistencia y duración podrían afectar la evolución de los mercados financieros. Mientras que, en el plano local, los indicadores de crecimiento dan claras señales de una recuperación, con una economía que recuperaría su nivel previo a la crisis durante este año, pero con perspectivas aun inciertas para el mediano plazo.

Finalmente, la dinámica del mercado local en los próximos meses estará marcada por el desarrollo de la convención constitucional.

En junio continuamos viendo un desempeño positivo en los mercados accionarios globales, aunque con alta volatilidad y vimos una corrección después del anuncio de la Reserva Federal. Con relación al desempeño Latinoamérica rentó 2,37% en dólares, por sobre mercados emergentes y desarrollos, impulsado por Brasil y Colombia, mientras que Perú y Chile, fueron los mercados más rezagados, explicado por dinámicas internas y la corrección en el precio del cobre. En cuanto a monedas, el real brasilero y el peso mexicano fueron las únicas que mostraron una apreciación durante el mes. La región está transando a 11,1x P/U fwd, un 11% de descuento versus su promedio histórico, que se compara positivamente con el 25% de premio al que transan mercados emergentes. Esta valorización está sustentada en un crecimiento esperado de 200% en utilidades 2021, versus el 59% para mercados emergentes. Aún más importante, son las correcciones al alza que hemos visto en utilidades esperadas en lo que va del año de 37% en Latinoamérica, y de sólo 9% para Emergentes. Durante junio las utilidades para Latinoamérica corrigieron 6,4%, luego de que los resultados corporativos del primer trimestre estuvieron 17% sobre lo esperado en términos de utilidad. Si bien estas correcciones han estado impulsadas por los sectores Materiales y Energía, con la reapertura de las economías hemos visto correcciones también en la parte doméstica.

En cuanto al índice de commodities en junio rentó 1,85% MoM, con gran heterogeneidad en los retornos de las materias primas, con un desempeño positivo para el Petróleo y el Hierro (11% y 7% MoM respectivamente), mientras que el cobre corrigió cerca de 9%, impactado por el control de precios anunciado por China, y la promesa de liberar sus reservas. Durante las últimas semanas, vimos una corrección en el precio del cobre, dado que los fundamentales de largo plazo como la transición a energías más limpias y los planes de infraestructura a nivel global se mantienen.

Figura 4. Mercados Bursátiles: MSCI Latam, Chile, Brasil y México



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Nos mantenemos positivos en la región explicado por: i) el mayor apetito por riesgo a nivel global; ii) valorizaciones atractivas sustentadas en correcciones al alza en utilidades tanto para 2021 como 2022, iii) el alza en los precios de los commodities, que siguen beneficiando las cuentas fiscales de los distintos países de la región y iv) un proceso de vacunación que, si bien está rezagado respecto a mercados desarrollado, avanza sobre lo esperado en las economías más grandes de la región.

Brasil rentó 5,21% en dólares, con una apreciación de la moneda de 5,06%. Desde marzo hemos visto una apreciación de los activos brasileros, con el real en apreciándose un 4,3%, luego de una depreciación de 22,6% en 2020. Esta mejora se explica por menores presiones en la parte fiscal, luego de que el gobierno logrará un acuerdo con el congreso para la aprobación del presupuesto 2021, lo que demostró el compromiso de ambas partes para continuar con la consolidación fiscal y respetar el límite del gasto, además de un crecimiento económico sobre lo esperado, lo que ha ayudado a que la razón Deuda/PIB esté en torno al 80% y no sobre el 90% que se esperaba anteriormente. Además, el alza en el precio de los commodities y el incremento en tasa de interés de referencia ha permitido que el tipo de cambio haya alcanzado niveles no vistos en más de 1 año, y esté transando bajo la barrera de los 5 reales por dólar.

Luego del positivo desempeño el índice está transando a 9,4x P/U fwd, un 15% de descuento respecto a su promedio histórico, este descuento se explica porque el retorno ha sido más que compensado por revisiones al alza en las utilidades esperadas para 2021 de 50% en lo que va del año, respaldada en resultados corporativos del primer trimestre por sobre las expectativas. No sólo hemos visto correcciones al alza en las utilidades si no también en el crecimiento esperado para este año que ha alcanzado un 5,05% versus el 3,5% esperado en marzo.

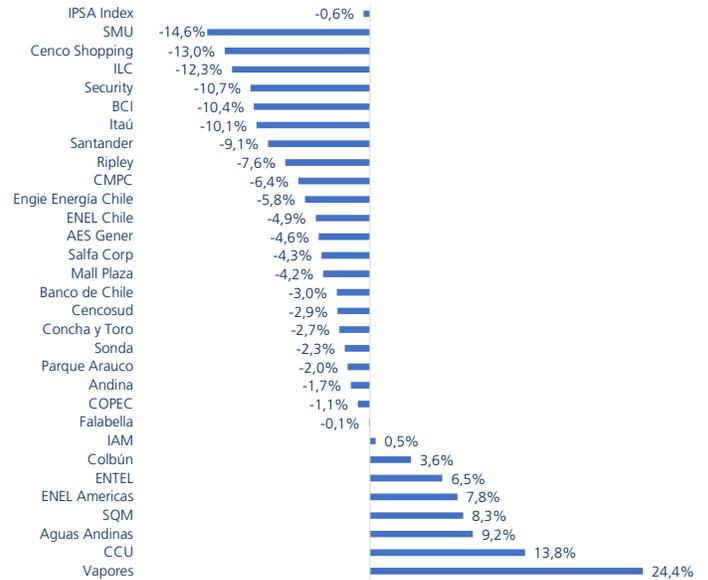
El crecimiento del 1T y los datos preliminares de abril han sorprendido al alza, mostrando que el impacto de las mayores restricciones no disminuyó la movilidad como se esperaba siendo positivo para la actividad.

En cuanto al manejo de la pandemia, la estabilización en el número de casos permitió la reapertura, aunque el nivel de contagios sigue elevado, sin embargo, esto ha sido más que compensado con la aceleración en la vacunación, alcanzando a un 12,4% de la población totalmente inoculada, y dado que el país cuenta con inventario, el proceso debería seguir en línea con lo esperado. Respecto a la política monetaria, el Banco central decidió elevar la tasa Selic en 75bps, a un 4,25%, y en el comunicado eliminó la normalización parcial, para hablar de una neutralidad en la tasa, por lo que no se descartan nuevos aumentos, incluso de 100pbs en la próxima reunión. Este incremento estuvo sustentado en datos de inflación por sobre lo esperado y considerando la sequía que enfrenta el país, el aumento en los costos de electricidad pudrían seguir presionando los precios, es así como la inflación esperada para este año está en niveles de 5,97% y la tasa SELIC en 6,5% para fin de año.

Nos mantenemos positivos en Brasil, considerando una valorización descontada, sustentada en revisiones al alza en las estimaciones de utilidad y mejores perspectivas para el crecimiento que podrían dar un impulso a los sectores domésticos. Por otro lado, si bien las tensiones fiscales se han reducido, todavía se mantienen las presiones para aumentar la ayuda de emergencia dado los niveles de contagios. Lo anterior podría ser compensado con noticias relacionadas con los avances en la agenda de reformas y privatizaciones, en donde el congreso aprobó la privatización de Electrobras, y el gobierno presentó recientemente la segunda parte de la reforma tributaria, que se espera sea aprobada este año. Finalmente, el alza en el precio de los commodities, menores tensiones políticas dado que aún queda más de un año para las elecciones presidenciales y que el presidente, Jair Bolsonaro cuenta con una amplia base en el congreso, sumado al avance en el proceso de vacunación que permitirá la reapertura y el ingreso de flujos de inversionistas extranjeros deberían seguir dando soporte al mercado brasilero.

México rentó -1,36% dólares, con una moneda prácticamente sin cambios durante el mes. Luego de 4 meses con retornos positivos, el mercado accionario cerró con una caída, donde los inversionistas hicieron una toma de utilidades luego de que los resultados de las elecciones de medio término estuvieran en línea con lo esperado por el mercado.

Figura 5. IPSA y sus componentes: Retornos MTD



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Posterior a las elecciones, MORENA, el partido gobernante, obtuvo un 40 de los puestos de la cámara baja, y junto con sus aliados quedaría con el 57%, lo que si bien le permite aprobar cambios regulatorios como la reforma tributaria o el presupuesto, vuelve más complejo la aprobación de cambios constitucionales sin nuevas alianzas o concesiones, de hecho, tanto el PT como el Partido Verde, ya informaron que no apoyarán incondicionalmente las propuestas del presidente lo que entrega mayor certidumbre al mercado. Es importante destacar que, a nivel estatal, MORENA, obtuvo 11 de las 15 gobernaciones, lo que demuestra que sigue teniendo fuerte presencia. Además, durante estas elecciones no se observó una capitalización de parte de la oposición, aun cuando figuras claves de MORENA se han visto debilitadas después del accidente del metro en Ciudad de México. Por otro lado, días después de las elecciones, el presidente informó que seguirá impulsando 3 cambios constitucionales, el primero relacionado con la reforma eléctrica este año, la reforma electoral para 2022 y reforma a la guardia nacional para el 2023, aunque el mercado ve pocas posibilidades de que sean aprobado, más aún cuando la Ley de Energía fue suspendida por jueces locales, y está a la espera de la decisión de la Corte Suprema de si la declarará inconstitucional.

En cuanto a valorizaciones, el Índice MSCI México, está transando a 14,6x P/E fwd, un 11,6% sobre el promedio desde que asumió AMLO.

En lo que va del año, las expectativas de utilidades para 2021 se han mantenido estables, con correcciones cercanas al 2%; explicado por resultados del 1T levemente sobre lo esperado en utilidad y en línea considerando las ventas, lo que no fue un catalizador para futuras revisiones.

Respecto a la política monetaria, en su última reunión el Banco Central, sorprendió al mercado subiendo la tasa 25 puntos base a 4,25%, y si bien anunciaron que no lo ven como el inicio de un ciclo alcista, seguirán monitoreando la trayectoria de la inflación, donde las expectativas para este año son de 5%, pero volverían al rango meta de Banxico en 2022 a 3,5%. En datos de crecimiento, hemos visto una estabilización en las expectativas de PIB 2021 en 5%, luego de las fuertes correcciones que vimos a inicios de año, impulsados por la recuperación más rápida de lo esperado en Estados Unidos. Por otro lado, la austeridad del gobierno frente a la pandemia ha permitido que México, relativo a la región, presente una mejor situación fiscal, disminuyendo las posibilidades de una rebaja de la clasificación de crédito de la deuda, sin embargo, de cara a 2022, expertos señalan que una reforma tributaria es necesaria para fortalecer los ingresos fiscales, y de no aprobarse pondría en riesgo nuevamente la clasificación crediticia.

Respecto al manejo de la pandemia, luego de las restricciones a inicios de año, hemos observado una caída en el número de contagios, lo que ha permitido la reapertura y que ningún estado este en el máximo nivel de restricciones, con un proceso de vacunación que alcanza al 15% de la población totalmente inoculada, y considerando el nivel de contagios que alcanzó el país, algunos especialistas estiman que están cerca de la inmunidad de rebaño, aunque una tercera ola no puede ser del todo descartada, más aun con la llegada de las nuevas variantes.

México se beneficia de una recuperación de Estados Unidos, a través de mayores exportaciones y remesas, lo que pudiera seguir dando un impulso al consumo, además, podríamos ver una recuperación en las inversiones, aunque aún bajo niveles previos a la pandemia, sustentado en la mayor certidumbre post elecciones y la entrada en vigor del USMCA el año pasado. Mantenemos nuestra exposición a México a través de selectividad en empresas con sólidos fundamentales y valorizaciones atractivas.

El índice MSCI Argentina rentó -0,1% en dólares; con una depreciación de la moneda de 1,08%. Sin embargo, desde el 24 de junio el índice ha caído cerca de 6%, explicado por la decisión de MSCI de rebajar la clasificación del país desde Mercado Emergente a "stand alone", categoría que comparte con países como Bosnia, Bulgaria, Jamaica y Panamá, implicando que Argentina ya no será miembro de ningún índice global, por lo que se anticipan fuertes salidas de flujos, aunque el cambio se reflejaría oficialmente en el rebalanceo de noviembre. Esta decisión se basa en los controles de capitales que el país enfrenta desde 2019, y de los que aún no hay resolución, lo que no está en línea con los criterios de accesibilidad del MSCI.

Respecto a las negociaciones de la deuda, Argentina llegó a un acuerdo con el club de París, para aumentar el plazo hasta el 31 de marzo del 2022, y sólo harán un pago parcial de \$430 millones de dólares del total adeudado de \$2,4 mil millones de dólares. Este acuerdo está condicionado a que se logre una resolución con el FMI en marzo, lo que está en línea con las expectativas de mercado de que el gobierno no tenía incentivos para lograr un acuerdo antes de las elecciones primarias de septiembre y las generales en noviembre, dado que probablemente implicarían un programa económico que le permita recuperar la credibilidad de los mercados, y cualquier ajuste es perjudicial en un año electoral.

En términos macroeconómicos, la actividad de abril estuvo bajo lo esperado, cayendo 1,2% M/M, desacelerando desde el -0,2% observado en marzo, mientras que la inflación interanual se encuentra en 48,8% en mayo, aun cuando el gobierno mantiene fuertes controles sobre los precios. Estimaciones de mercado esperan una inflación en 47% para fines de año y el crecimiento del PIB de 6%, con riesgos a la baja dada las nuevas restricciones impuestas por la pandemia que ha alcanzado niveles récord, acompaña de un lento proceso de vacunación que sólo alcanza al 9% de la población totalmente inoculada, y sin los contratos suficientes para dar cobertura a todos los grupos. Nos mantenemos fuera del mercado argentino, considerando el desafiante entorno macro, el lento proceso de vacunación, la nula capitalización de la baja popularidad del gobierno por parte de la oposición de cara a las elecciones y una valorización demandante a 12.3x P/U fwd, un 30% sobre el promedio histórico.

Finalmente, el mercado accionario chileno rentó un -0,58% (-1,93% en dólares) alcanzando su tercer mes consecutivo con pérdidas, lo que se contrasta con el desempeño del mercado accionario Latinoamericano, que cerró con ganancias el mes. La incertidumbre política y el aún abultado calendario político sumado a una mejora más lenta a lo inicialmente esperado para el coronavirus, pese a su alta tasa de vacunación, explicaría el menor desempeño de la plaza local. A nivel de valorizaciones, la bolsa local transa en niveles  $11,2 \times P/U \text{ fwd}$  lo que significa un descuento de 27% respecto de su promedio histórico. Las valorizaciones se mantienen fuertemente descontadas superando ya más de dos desviaciones por debajo de su media histórica, en un contexto donde las utilidades continúan su corrección al alza (5%-6%), apoyado principalmente en los sectores bancarios, retail y materias primas. Las noticias han sido más alentadoras desde la perspectiva de los flujos extranjeros que cerraron con compras netas durante el mes.

Nuestra tesis para la bolsa local mantiene en una perspectiva de neutralidad. Chile sigue presentando sólidos fundamentales apoyados en su exitoso plan de vacunación, alto precio del cobre, atractivas valorizaciones tanto versus su propia historia y ajustadas por tasas y versus comparables, y una posición fiscal relativa aún sólida. Pese a todo lo anterior, aún queda por delante un abultado calendario electoral con foco en las elecciones presidencial y legislativas, lo que sumado a una discusión constitucional de al menos 9 meses creemos implicará un escenario de incertidumbre lo que sustenta nuestra visión más neutral.

Los mayores riesgos de esta tesis de inversión se focalizan en: (i) que los avances en la reapertura sean frenados por un mayor contagio, una lenta implementación en la vacunación o nuevas cepas resistentes a las vacunas actuales; (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.

Durante junio continuamos viendo importantes alzas en todas las tasas de mercado tanto en pesos como en UF. En el caso de la tasa nominal, la curva se ha aplanado por mayores alzas en la parte corta de la curva de rendimientos, en línea con un mensaje de normalización de la política monetaria por parte del Banco Central, dando cuenta de posibles alzas en la TPM en los próximos meses. La tasa a corto y mediano plazo en UF sube algo menos que la tasa nominal ajustando las expectativas de inflación implícita que se encontraban bastante castigadas y en línea con un escenario que se espera sea algo más inflacionario. Los niveles de spread suben levemente respecto al mes previo en todas las clasificaciones.

En general vimos un mes con muy poco apetito por renta fija y salidas de flujos en fondos mutuos. La incertidumbre política local sigue pesando mucho y el alza que se avecina en la TPM aumenta la presión a las tasas locales.

En el mercado de renta fija internacional, la dinámica del mercado continuo 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 13 puntos base. El mercado latinoamericano de renta fija en dólares siguió su tendencia al alza, dejando en segundo nivel aspectos idiosincráticos como los resultados eleccionarios en la Región o temas sanitarios como la aparición de la Variante Delta del COVID. La tendencia se explica 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 junio en lo que va del año han acumulado \$25,1 mil millones. Al comparar los retornos entre las regiones emergentes, Latinoamérica fue el mercado más rentable, dejando bastante rezagada a Asia y Europa. Y la categoría con Grado de Inversión, es la que más rentó en Latinoamérica.

En términos de emisiones, el mercado Latinoamérica absorbió sin problemas los \$7,87 mil millones de nueva deuda en los mercados internacionales, mucha de esta deuda sigue la tónica de canjear deuda cara y mejorar el plazo del crédito. De hecho, pese al alza de la tasa, en lo que va del año, siguen siendo condiciones crediticias atractivas para los emisores.

© 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