

**MERCADOS**



En agosto, la mayoría de los mercados accionarios cerraron con alzas. En particular, el mercado estadounidense acumuló 7 meses con rentabilidades positivas, la racha más larga desde el 2017, alcanzando máximos históricos en varios días durante el mes. La volatilidad se mantuvo alta, impulsada por la incertidumbre en torno al rebrote del coronavirus que generó algunas restricciones a la movilidad en varias partes del mundo. El alza en la inflación continúa presionando a un inicio anticipado del ciclo de normalización de la política monetaria en varios países del mundo, en particular en Latinoamérica. En línea con lo anterior, el Banco Central de Brasil incrementó en 100pb la tasa Selic, mientras que en Chile la autoridad monetaria aceleró el proceso de normalización llevando la TPM a 1,5% y anunciando que a mediados del próximo año la tasa estará en torno a su nivel neutral. Por su parte, en Jackson Hole, el Gobernador de la Reserva Federal Jerome Powell indicó que es posible que la reducción gradual del programa de compras de activos se inicie este año, enfatizando además que esta reducción no está relacionada con un eventual aumento de tasas, lo que se consideró como un mensaje más dovish, que debería seguir favoreciendo a activos de riesgos. En Chile, luego de 4 meses con retornos negativos, el IPSA cerró al alza, aunque todavía persiste la incertidumbre en torno al cuarto retiro de los fondos de pensiones y la cercanía de las elecciones presidenciales.

Durante agosto dos hechos dominaron el escenario bursátil internacional. En primer lugar, tenemos que la bolsa americana alcanzó al igual que los tres meses anteriores nuevos máximos, los cuales responden a unos positivos reportes corporativos en medio de un escenario donde paulatina pero sostenidamente se han abierto y se han retomado las actividades habituales en las principales economías del globo, aunque se han retomado ciertas restricciones en los viajes internacionales y hay mayor preocupación por el avance de nuevas variantes del Covid. En segundo lugar, 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. Esto se ha visto complementado por el aviso de la última reunión de política monetaria del Banco Central de Chile, quienes decidieron hacer un alza de tasas inédito en relación con el comportamiento de los últimos años.

En el plano local, la bolsa tuvo un mes positivo, 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.

En lo que respecta a la dinámica de la economía real, el último IMACEC publicado muestra mejoras totalmente divorciadas del desempeño de los activos nominativos en CLP. En lo que se refiere a las plazas internacionales, las perspectivas de crecimiento para las economías emergentes han mostrado mejores 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.

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

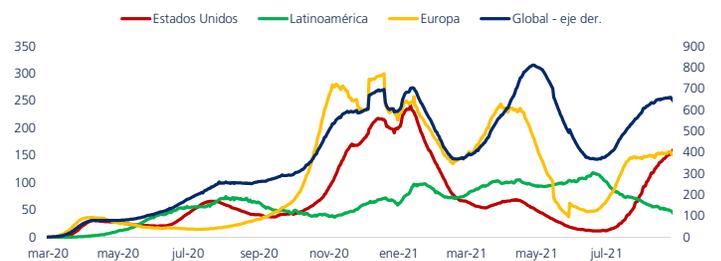


Figura 2. Inflación variación 12 meses: Brasil, Chile, China, Estados Unidos, Eurozona y México

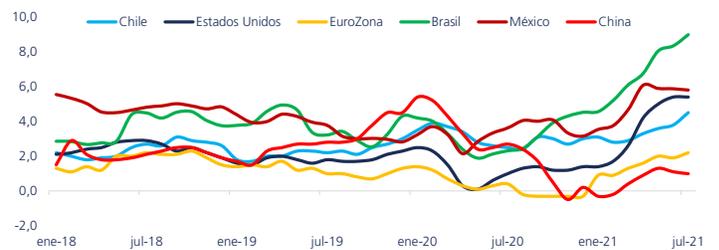
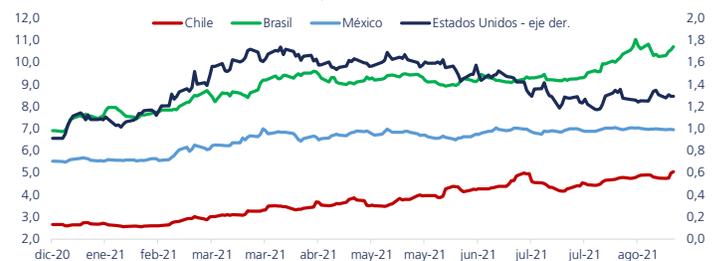


Figura 3. Tasas de intereses nominales 10 años: Brasil, Chile, México y Estados Unidos



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Durante las últimas semanas de agosto vimos una recuperación de los mercados accionarios a nivel global, con mercados desarrollados alcanzando máximos históricos, impulsados por los comentarios de la Reserva Federal, que informó que se comenzará a reducir la compra de bonos durante este año de manera gradual. El mercado accionario latinoamericano rentó 0,21% en dólares, situándose por debajo del desempeño de los mercados desarrollados y emergentes. El desempeño estuvo impulsado por Argentina, Colombia y México, mientras que Brasil y Perú fueron los mercados más rezagados. Sectorialmente lideraron las alzas en los sectores de Tecnología, Telecomunicaciones y Energía; por otra parte, los sectores de Consumo Discrecional, Materiales e Industrial tuvieron retornos negativos. Respecto a las monedas, el real y el peso colombiano se apreciaron durante el mes, mientras que el peso mexicano y chileno mostraron caídas.

Respecto al índice Bloomberg de commodities, este mes vimos una desaceleración de -0.3%; aunque acumula un alza de 1,5% en lo que va del trimestre. Por una parte, la desaceleración de China impactó al Hierro y el Cobre con caídas de 11% y 2% durante el mes, mientras que las preocupaciones por el avance de la variante delta y posibles restricciones de movilidad explican la caída de 7% del WTI, en el lado positivo está el azúcar, gas natural y aluminio. La región está transando a 9,8x P/U fwd, un descuento de 21% respecto a su promedio a 10 años, un nivel atractivo comparado con el 14% de premio al que transan mercados emergentes, además, considerando el earning yield, Latinoamérica es uno de los mercados que presenta un mayor potencial al alza respecto a su promedio histórico. Nos mantenemos positivos en la región considerando el ambiente de mayor apetito por riesgo a nivel global y valorizaciones atractivas, que son respaldadas por correcciones al alza en las utilidades de 52% y 44% en lo que va del año para 2021 y 2022. Además, la región se debería beneficiar de la reapertura, el avance en el proceso de vacunación y altos precios de los commodities que siguen impulsados por planes de infraestructura y transición hacia energías más limpias a nivel global.

Brasil rentó -2,43% en dólares, con una apreciación del real de 1,1%. El índice está transando a 8,2x P/U fwd, un 26% de descuento respecto a su promedio histórico, uno de los más baratos entre países emergentes. Este descuento se explica porque a pesar de que durante el año Brasil ha rentado 1,64% en dólares, las utilidades esperadas para 2021 han corregido 67% y en 52% para 2022 en el mismo periodo.

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



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Las revisiones al alza han estado lideradas por Materiales y Energía, mientras que para 2022 se espera un crecimiento más homogéneo entre los sectores. Durante los últimos 2 meses, el índice ha rentado -9,4% en dólares, corrección que está relacionada con el aumento del ruido fiscal y político que ha llevado a un alza en la tasa de interés de 140 puntos base en la deuda de 1 año, desde fines de junio.

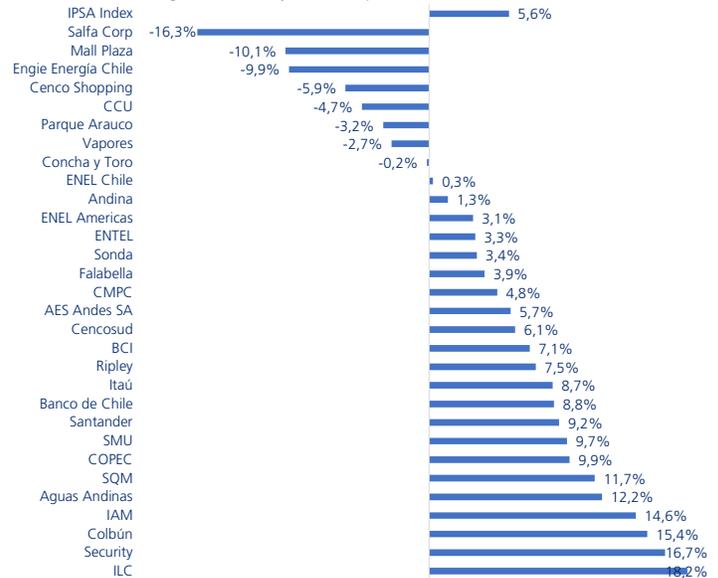
La situación fiscal de Brasil ha sido un tema relevante desde hace algunos años, por lo que cualquier ruido respecto al límite del gasto genera presiones. Actualmente, hay dos temas que están aumentando las preocupaciones, uno es la fuente de financiamiento del nuevo programa de ayuda social “Auxilio Brasil”, que busca reemplazar a “Bolsa de Familia”, aumentando tanto el número de beneficiados como el monto a entregar, pero que no tiene el espacio suficiente en el presupuesto, y el segundo es el aumento en las deudas relacionadas con órdenes judiciales, donde el gobierno envió un proyecto para poder pagarlas en 10 años, y así no impactar el espacio fiscal, sin embargo, esta solución sólo retrasaría el pago, y podría dar la impresión de que otros gastos pudiesen quedar fuera del techo del gasto, lo que impactaría la única ancla fiscal que tiene el país. Una de las soluciones es reducir otros gastos, pero el gobierno hoy no cuenta con el respaldo y es difícil que busque esta solución dado que 2022 es un año electoral. En cuanto a la agenda de reformas no han existido mayores avances, de hecho, la votación de la reforma tributaria fue aplazada, y por ahora no cuenta con el apoyo para ser aprobada, además, la próxima semana se presenta el presupuesto 2022, lo que sigue capturando la atención del mercado.

En cuanto a la política monetaria, el Banco central en la última reunión decidió aumentar la tasa de referencia en 100 puntos base, dejándola en 5,25%; considerando el mayor ruido fiscal y datos de inflación por sobre lo esperado, de hecho, las expectativas del mercado han corregido por 21 semanas al alza y se espera una inflación de 7.27% para fines de año, además, considerando la sequía que enfrenta el país con mayores precios de electricidad, las presiones inflacionarias podrían seguir de mediano plazo. Es por esto por lo que las expectativas de mercado para la tasa SELIC son de 7,5% a fin de años, versus el 5% que se esperaba en marzo. Mayores presiones en los precios, junto con el alza en la tasa de interés, han llevado a correcciones a la baja del PIB para 2021 a 5,22%, pero aún muy por sobre el 3,18% de principios de años, que se vio favorecido de mayores precios de commodities y un proceso de vacunación más rápido de lo esperado con 28 de la población totalmente inoculada.

Mantenemos nuestra exposición a Brasil, reconociendo el mayor ruido fiscal, pero sustentado en valorizaciones atractivas, con correcciones al alza en las estimaciones de utilidades, respaldadas en resultados corporativos del segundo trimestre sobre lo esperado, en un 24% en utilidades y 5% en ventas. Además, durante las últimas semanas hemos visto una reducción de la tasa de 54 puntos base y una apreciación de 4,59% del real, debido a que el gobierno y el congreso siguen en negociaciones, y representantes han dicho que buscan respetar el límite del gasto, lo que debería impulsar las valorizaciones.

Por su parte México rentó 3,63% en dólares, con una depreciación del 1,03 de la moneda. Así el índice está transando a 15,2x P/U fwd, un descuento de 5% a su promedio 10 años. Este se explica por la buena rentabilidad que ha tenido el mercado accionario mexicano, con un 22,98% en dólares, mientras que las utilidades esperadas en el mismo periodo han corregido 11% y 16% para 2021 y 2022. Estas correcciones se han acelerado después del reporte de resultados del segundo trimestre, donde las utilidades estuvieron un 25% sobre lo esperado. Entre los sectores que han lideran el alza en las estimaciones para 2022 se encuentran Materiales, Industriales y Consumo. Durante el año México se ha beneficiado de su exposición a Estados Unidos, a través de exportaciones y remesas, además, de la rotación de activos de crecimiento a valor. Mientras que relativamente, luego de las elecciones de medio término, que estuvieron en línea con lo esperado por el mercado, el país presenta menor ruido político versus sus pares, dado que el gobierno aún tiene 3 años en el poder.

Figura 5. IPSA y sus componentes: Retornos MTD



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Por otro lado, el hecho de no haber alcanzado la mayoría absoluta en el congreso limita las posibilidades de cambios constitucionales sin llegar a acuerdos con la oposición.

El gobierno de México, en 2020 no entregó ayudas para enfrentar los impactos económicos de la pandemia, por lo que el PIB cayó 8,8% y el país sólo volvería a niveles de actividad pre- pandemia en 2023; sin embargo, esto le permitió tener una de las cuentas fiscales más robustas comparativamente en la región, disminuyendo incluso las probabilidades de una rebaja en la clasificación de la deuda soberana. Para este año se espera un crecimiento de 5,95% y 3% para 2022, los últimos datos de actividad se han encontrado bajo lo esperado, impactados por la segunda ola de contagios, y también por la falta de suministros que están impactando la cadena productiva, y con ello los datos de manufactura, pero que se espera sea algo transitorio. En cuanto al manejo de la pandemia, durante la segunda ola no se vieron mayores restricciones, dado que el gobierno reconocía el avance en el proceso de vacunación que alcanza al 26% de la población completamente inoculada. México se debería seguir beneficiando de su exposición a Estados Unidos, que ha presentado importantes programas de Infraestructura, y mostrado una recuperación más rápida de lo esperado, además, la reapertura podría impulsar las dinámicas internas y con ello impulsar el consumo.

En cuanto a la política monetaria, Banxico, en su última reunión decidió aumentar la tasa en 25 puntos base a 4,5%; en una decisión dividida, es por esto que algunas estimaciones del mercado apuntan una mantención de este nivel hasta fin de año. En cuanto a los flujos, México, ha sido receptor de flujos en lo que va del año, y se ha visto mayor participación de las AFORES en el mercado accionario, lo que podría seguir dando soporte al índice.

Entre los riesgos a monitorear en México, son los avances que el gobierno pueda impulsar en las 3 reformas constitucionales que busca relacionadas con la política energética, seguridad y servicio electoral, porque si bien no tienen mayoría para aprobar dichas reformas, el presidente ha sido vocal en que son parte de su programa de gobierno. Además, en marzo de 2022, el presidente busca llevar a cabo un referéndum sobre la continuidad de su mandato, que necesita de un 40% de participación para ser vinculante, y finalmente, la interrupción en la cadena de suministro a nivel mundial podría impactar la manufactura y con ello el crecimiento. Sin embargo, de corto plazo, mantenemos nuestra exposición a México, con selectividad en compañías, que se beneficien de dinámicas globales, presenten valorizaciones atractivas, y que pueden ser foco de revisiones de utilidades de mediano plazo.

Por su parte, el Índice MSCI Argentina rentó 30,47% en dólares, con una depreciación de 1,08% de la moneda. El retorno estuvo impulsado por BBVA Argentina, Banco Macro, Grupo Financiero Galicia y Globant. Con este desempeño el Índice transa a 15,9x P/U fwd, muy por sobre el promedio de 9,6x de los últimos 10 años y a un premio de 62% versus la región, mientras que, en los últimos 10 años, Argentina ha transado a 33% de descuento. El retorno de agosto se explica por el buen desempeño de Globant que representa un 64% del Índice, y que reportó resultados por sobre lo esperado en el segundo trimestre, y también por la proximidad de las elecciones primarias (PASO) el 12 de septiembre y las elecciones legislativas de noviembre. Considerando las últimas controversias del gobierno y el manejo de la pandemia que han impactado la popularidad del presidente, algunas encuestas están mostrando cierta ventaja de la oposición (Juntos por el cambio) versus la coalición gobernante (Frente de Todos), lo que ha sido bien recibido por el mercado.

En las próximas elecciones legislativas se renueva a la mitad de la cámara de diputados y un tercio del senado, el oficialismo tiene 41 de los 72 escaños en el senado (y defiende 15 de los 24 que se renuevan), y en la cámara baja es la primera minoría (la coalición gobernante renueva 57 puestos y 60 la oposición).

Es importante monitorear los resultados que se presenten en Córdoba, Santa Fe, Buenos Aires y Mendoza que representan 2/3 del electorado a nivel nacional. Considerando las valorizaciones actuales gran parte de resultados favorables para la oposición estarían incorporados en los precios, mientras que sólo una amplia ventaja podría seguir impulsando los precios (lo que no es el escenario base).

En cuanto a los resultados macro, la inflación en julio alcanzó un 51,8% acelerando desde el 50,2% el mes anterior, mientras que el índice de actividad económica de junio mostró un crecimiento de 2,5% M/M, explicado por la reducción de las restricciones de movilidad y el avance en el proceso de vacunación que alcanza a un 30% de la población. En paralelo, el gobierno sigue en negociaciones para lograr un acuerdo con el FMI, que, si bien durante el mes existieron rumores de que se habría alcanzado, lo que también impulsó al mercado, oficialmente no ha habido ningún tipo de información. El país enfrenta un desafiante escenario macro con un crecimiento esperado de 2,5% en 2022, una inflación de 41,8% y un desempleo de 10%, por lo que fundamentalmente no vemos mayor upside en nombres que han sido impulsados por este rally político, pero si tenemos exposición a compañías que muestren sólidos resultados con valorizaciones atractivas en nuestras estrategias latinoamericanas.

Finalmente, la bolsa chilena rentó un 5,6% (+4,0% medido en dólares) dejando atrás cuatro meses consecutivo de pérdidas. La reducción en la probabilidad de un cuarto retiro de fondos de pensiones y mejores expectativas promercado para elecciones presidenciales explicaron las mejoras del desempeño del mes.

A nivel de valorizaciones, la bolsa local transa en niveles 11,4x P/U fwd lo que significa un descuento de 25% respecto de su promedio histórico. Las valorizaciones se mantienen en tramos altamente descontadas superando ya más de dos desviaciones por debajo de su media histórica en medio de una nueva temporada de resultados corporativos que alienta la corrección en utilidades, aunque en menor medida que los meses previos (+2% de corrección al alza). Los flujos extranjeros cerraron en negativo nuevamente el mes -aunque salidas de flujos focalizadas a principios de mes- mientras fondos de pensiones mantiene su racha de ventas netas de 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, alto precio del cobre, atractivas valorizaciones tanto versus su propia historia y ajustadas por tasas y versus comparables, una generación de flujo de caja favorable en prácticamente todos los sectores 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 discusiones de posibles nuevos retiros previsionales y a una discusión constitucional que creemos implicará un escenario de incertidumbre que fundamenta nuestra visión 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 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 una rápida alza de tasas en los mercados.

En el mercado de deuda chilena, una de las noticias más relevante en el mes fue el alto y sorpresivo IPC de Julio que duplica las expectativas previas (0,80 vs 0,40% esperado). Esto acompañado a la extensión del IFE hasta noviembre y el posible cuarto retiro de los fondos previsionales que se encuentra en discusión, genera un aumento importante en las expectativas inflacionarias tanto para lo que resta de 2021 como para 2022, impulsando al Banco Central a acelerar la velocidad en las alzas de la TPM. Esto explica las alzas vistas en toda la curva nominal principalmente en la parte corta y media y las caídas de las tasas en UF hasta 5 años principalmente elevando de manera importante las compensaciones inflacionarias de corto y mediano plazo. En términos políticos tuvimos un mes bastante tranquilo sin mayores novedades, pero creemos que la incertidumbre se mantendrá los próximos meses y la volatilidad regresará a medida que nos acerquemos a las elecciones presidenciales y parlamentarias.

Niveles de spread bastante estables donde vemos mayores flujos transados bajo los 5 años de duración.

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. Lo anterior, pese al alza de 9 pb en la tasa de los bonos del tesoro de los EE. UU. a diez años.

En términos de flujos, hasta el 26 de agosto, durante el mes hubo salidas de los mercados emergentes en moneda dura, pero en lo que va del año han acumulado USD 25.600 millones. Al comparar los retornos entre las regiones emergentes, Latinoamérica tuvo un buen rendimiento, dejando bastante rezagada a Europa Emergente. Y la categoría High Yield lideró la rentabilidad en Latinoamérica entre los mercados emergentes.

© 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