

## MERCADOS



En septiembre, por tercer trimestre consecutivo las bolsas internacionales cerraron con retornos negativos y siendo este el peor mes en desempeño desde marzo de 2020. El mes estuvo marcado por señales de mayor persistencia en la inflación, la cual se ha mostrado más difícil de frenar. A pesar de las menores expectativas de crecimiento económico, los Bancos Centrales han continuado dando señales que realizarán lo necesario para lograr contener las presiones inflacionarias, y han continuado con un discurso agresivo y con aumentos de tasas, los que estimamos tendrán impactos en el nivel de actividad global. En Latinoamérica el retorno de la región estuvo impulsado por México y Perú, mientras que Chile y Colombia fueron los más rezagados en retornos accionarios. En Chile, luego del resultado del plebiscito el gobierno no ha logrado alinear a los distintos sectores políticos por el nuevo proceso constituyente, por lo que mantiene la incertidumbre constitucional por un tiempo. Los resultados internacionales han traspasado volatilidad al tipo de cambio local moviéndose casi 100 pesos durante el mes. Con el invierno cada vez más cerca Europa se prepara para sumar un nuevo efecto económico gracias al gas natural, el cual se ve impactado aun por el conflicto de Rusia con Ucrania. Finalmente, la última parte del mes se vio a un Reino Unido muy afectado económicamente en todas las clases de activos como consecuencia de los anuncios fiscales por parte del Gobierno. Las tasas de interés se vieron afectadas significativamente producto de las expectativas de incremento significativo en la emisión de deuda para poder financiar el plan fiscal lo que puso en tela de juicio la estabilidad financiera, obligando al Banco de Inglaterra a tomar medidas y al mismo gobierno a generar ajustes a su anuncio para reducir el impacto en el mercado financiero.

Al cierre de septiembre las bolsas internacionales cerraron su tercer trimestre consecutivo con retornos negativos.

Este tercer trimestre estuvo marcado por el endurecimiento de la política monetaria por parte de los principales bancos centrales del globo, siendo esto liderado por parte de la FED, organismo que ha sido enfático en señalar que mantendrán esta política hasta que se alcance un mayor control de la inflación. Esto, generaría nuevos frenos en la alicaída dinámica económica internacional. Lo anterior llevó a que septiembre cerrase con números rojos en gran parte de los mercados internacionales siendo el peor mes desde marzo de 2020, llegando a observarse retrocesos de dos dígitos.

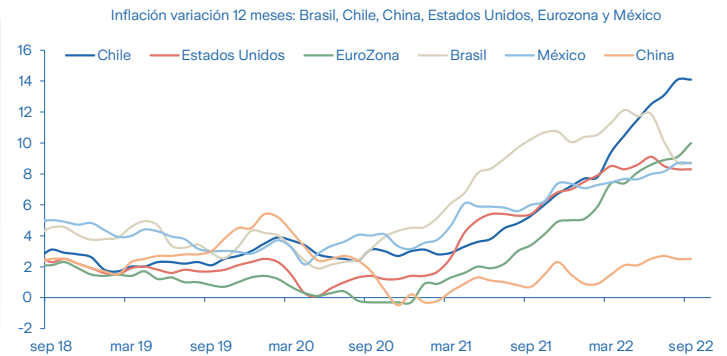
Este menor crecimiento esperado se ha visto reflejado en mayor medida en los commodities, donde los precios han comenzado a bajar de forma generalizada. Este mix de factores ha llevado a que septiembre fuese nuevamente un mes negativo, agudizando las caídas observadas en agosto.

Ahora bien, los indicadores inflacionarios en Estados Unidos, Europa y los principales mercados latinoamericano se mantienen altas en relación con las metas propuestas por cada Banco Central, estos al mismo tiempo en sus últimas reuniones han mostrado señales de querer frenar la inflación a toda costa.

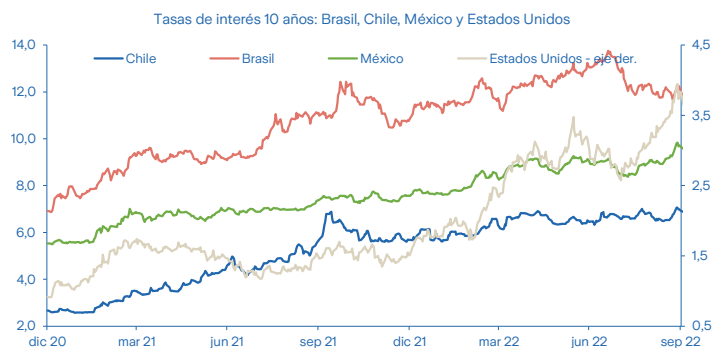
Con relación al conflicto bélico entre Ucrania y Rusia, no se han observado avances relevantes que permitan presumir un pronto termino, he incluso se ha puesto más tenso la última semana. Lo que si se ha observado es que este factor cada día tiene una menor preponderancia en el rendimiento de las bolsas, focalizándose la atención en potenciales cortes de suministros de hidrocarburos hacia la Eurozona.

Del escenario macroeconómico la principal duda en el horizonte radica en el tema inflacionario en el mundo desarrollado, el desarrollo del conflicto en Ucrania y el acceso a GNL por parte de Europa, sobre todo con el invierno tocando la puerta.

Al tener septiembre rendimientos negativos para los mercados accionarios a nivel global, impactados por una política monetaria más restrictiva en Estados Unidos y en los principales bancos centrales a nivel mundial, lo que aumenta las preocupaciones sobre el impacto que las mayores tasas pudiesen tener en el crecimiento económico y por ende en los mercados accionarios. Durante el mes el Treasury de Estados Unidos a 10 años alcanzó un máximo de 3,95%; un nivel no visto desde 2010, lo que impacta de forma directa a la renta variable. Bajo este contexto Latinoamérica rentó -3,4% en dólares, por sobre mercados emergentes y desarrollados que rentaron -11,9% y -9,5% respectivamente. En lo que va del año, Latinoamérica ha sido la región con el mejor retorno, con un 3,4% en dólares, mientras que los índices de mercados desarrollados y mercados emergentes se encuentran en terreno negativo.



Fuente: Bloomberg L.P. Elaboración Propia



Fuente: Bloomberg L.P. Elaboración Propia

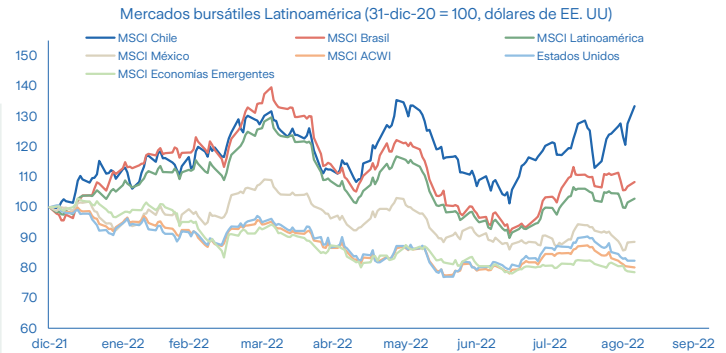
En el mes, el retorno de la región estuvo impulsado por México y Perú, mientras que Chile y Colombia fueron los más rezagados. A nivel sectorial salud y consumo básico fueron los más resilientes, mientras que real estate e IT fueron los sectores más impactados. En cuanto a las monedas, en promedio se depreciaron 3,8%, siendo el peso chileno y el real las más devaluadas, mientras que el peso mexicano tuvo el mejor desempeño.

La resiliencia de Latinoamérica durante el mes se explica por valorizaciones atractivas, una estabilización en los flujos extranjeros, y principalmente porque a diferencia de lo que estamos viendo en mercados desarrollados, en algunos países de la región, especialmente en Brasil, el ciclo de alza de tasas estaría llegando a su fin, lo que es un catalizador del mercado accionario. Latinoamérica está transando a 7,1x P/E fwd, 2,6x desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años. Este descuento se explica porque en lo que va del año las utilidades han sido corregidas al alza para 2022 y 2023 en 30% y 12% respectivamente. Sin embargo, ante un entorno global más desafiante, y el aumento en las tasas de interés a nivel local, en el último mes las utilidades han sido corregidas a la baja en 6% y 10% para este y el próximo año. Los sectores que explican las correcciones son salud, energía y materiales, mientras que las utilidades para real estate e industriales han corregidas al alza.

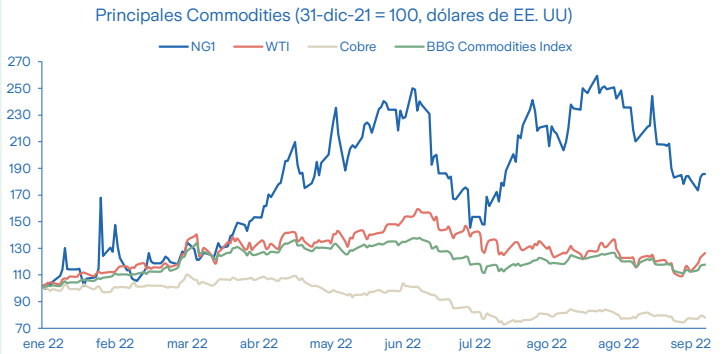
Si bien a nivel global los riesgos relacionados con: i) mayor inflación que implique nuevas alzas en las tasas de interés, ii) crecimiento global más débil, iii) nuevas restricciones en China, que han impactado los datos de actividad y la normalización de la cadena de suministros, iv) tensiones geopolíticas en Taiwán y el conflicto Rusa-Ucrania y v) la crisis energética en Europa, podrían impactar el aptito por riesgo, Latinoamérica podría seguir beneficiándose de: i) valorizaciones atractivas, la región está transando a un 32% de descuento, versus mercados emergentes, cuando el promedio de los últimos 10 años ha sido un precio de 6%; ii) el ingreso de flujos extranjeros, dado que en el universo Emergente, la región comienza a destacar como una sólida alternativa y iii) el avanzado ciclo de política monetaria, que podría permitir que algunos países de la región comiencen a recortar tasas en 2023, siendo un impulso para el mercado accionario. Aunque de corto plazo, las elecciones presidenciales en Brasil podrían traer cierta volatilidad, creemos que dado lo descontados de las valorizaciones gran parte de estos riesgos ya estarían internalizados.

Brasil rentó -3,46% en dólares, con una depreciación de la moneda de 4,3%, impactado, al igual que el resto de las monedas de la región, por una FED más agresiva, que llevó a que el dólar alcanzará niveles históricos. Mientras que, en la parte accionaria, las principales correcciones fueron de acciones ligadas a commodities y proteína, las que están internalizando una desaceleración en el crecimiento global. En lo que va del año el real junto con el peso mexicano han sido las monedas más resilientes de la región, sustentadas en sus altas tasas de interés reales comparados con el resto de emergentes.

El índice está transando a 6,4x P/E fwd, 2,2x desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años, este descuento está explicado por revisiones positivas en las utilidades en lo que va de año de 30% y 14% para 2022 y 2023 respectivamente, sin embargo, durante el último mes se han visto correcciones a la baja de 5% y 8% para este y el próximo año, explicada por los sectores de Energía y Materiales, que están siendo impactados por los temores de una desaceleración en la demanda.



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

A nivel doméstico, el foco se encuentra en la segunda vuelta de elecciones presidencial del 30 de octubre. En la primera vuelta el mejor desempeño económico, con un mayor crecimiento y una menor inflación apoyaron a que Bolsonaro pudiera reducir la brecha que mostraban las encuestas respecto de su contendor el expresidente Lula. Así, resultado fue más ajustado que lo esperado por las encuestas, lo que creemos se trasladará a la segunda vuelta electoral, en donde el escenario base de dotas formas es que Lula sea el próximo presidente de Brasil. El mercado no tiene una clara preferencia por ninguno de los dos candidatos, y el riesgo de cambios radicales en la conducción económica, en particular en los temas fiscales, se redujo significativamente con la elección del Congreso, en donde se mantienen los equilibrios y las fuerzas de centro siguen dominando ambas Cámaras, lo que obligará a que la próxima administración construya acuerdos para implementar su programa de gobierno. Asimismo, ambos candidatos se han mostrado cercanos a mejorar la situación fiscal, los caminos son diversos, pero lo que sí es consenso es que la actual ancla fiscal ha perdido credibilidad, por lo que se debería cambiar, lo que genera cierta incertidumbre en el mercado. No obstante, lo anterior, dada la composición del Congreso se espera que el ancla fiscal se mantenga, la que probablemente será distinta a la que conocemos hoy.

Uno de los catalizadores del mercado en Brasil, durante las últimas semanas, ha sido la política monetaria, el BCB fue uno de los primeros Bancos en subir la tasa de interés y también uno de los más agresivos llevando la SELIC desde un 2% a un 13,75%, esta rápida reacción llevó a que fuese uno de los primero en pausar los incrementos de tasas. En este contexto, no esperamos nuevos aumentos de la tasa Selic y que el BCB comience a bajar la tasa en la segunda parte del próximo año, lo que impactaría positivamente al mercado accionario. Lo anterior es soportado por inflaciones que se han ubicado en terreno negativo en los últimos meses, lo que ha permitido una rápida caída de la inflación y de las expectativas inflacionarias. Estas inflaciones negativas han sido explicadas principalmente por los recortes de impuestos en combustibles, los que probablemente no se revertirán el próximo año.

De corto plazo, si bien pudiese haber mayor volatilidad, considerando lo estrecho del resultado electoral de la segunda vuelta el 30 de octubre, mantenemos nuestra visión positiva en Brasil, sustentada en valorizaciones atractivas, que se han visto respaldadas por resultados corporativos sobre lo esperado, de hecho en el segundo trimestre, Brasil fue el mercado con las mayores sorpresas positivas, datos de inflación bajo lo esperado, una estabilización en los flujos, y un ciclo de tasas que estaría llegando a su fin y que de corto plazo debería ser un soporte para la moneda. Como siempre la selectividad es clave, dado que hay sectores que se benefician de la victoria de cada uno de los candidatos, y una vez que se reduzca la incertidumbre respecto a las elecciones podríamos ver nuevos ingresos de flujos lo que sería positivo para el mercado accionario. De igual forma sea cual sea el resultado de la elección, con la composición del congreso, esto puede llevar a ambos bandos a tener que llegar a acuerdos y evitar políticas restrictivas en torno al mercado.

México rentó -0,46% en dólares, siendo el mercado con el mejor retorno en la región, con una moneda que se mantuvo estable, sustentada en una de las tasas de interés reales más altas del mundo. En un contexto global de mayor incertidumbre y aversión al riesgo, México se beneficia de su condición de mercado defensivo, con mayor exposición a los sectores de consumo básico y telecomunicaciones.

El índice está transando a 11,2x P/E fwd, 2,2x desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años, si bien descontado en términos absolutos, sigue siendo el mercado más caro de la región. Esto se explica porque en lo que va del año las utilidades esperadas 2022 han corregido 29% para Latinoamérica, pero sólo un 3% para México, y para 2023, la diferencia se mantiene con un 12% para Latinoamérica y un -1,4% para México. Si bien es importante destacar que, en 2023, las utilidades crecerían 6,68%, por sobre el -10% esperado para la región, impactada por la corrección en compañías ligadas a commodities. En México, el crecimiento estará liderado por Telecom, Consumo Básico y Financiero. En el último mes, las utilidades se han mostrado más resilientes que el resto de la región con una corrección de -0.56% versus el -5,9% para Latinoamérica, explicado por lo defensivo del índice.

En la parte macro, las estimaciones de crecimiento para este año han sido corregidas al alza a un 2%, mientras que para 2023 han corregido desde un 2,2% en enero al 1,4% actual, impactado por condiciones globales más desafiantes, y sobre todo por la desaceleración en Estados Unidos. Sin embargo, es importante destacar que el consumo sigue fuerte en México, explicado por el alza del salario mínimo, remesas en niveles históricos y un sólido mercado laboral, que deberían seguir siendo un soporte. Además, la normalización en la producción de automóviles podría ser un impulso para la producción manufacturera, por lo que el país podría amortiguar una desaceleración. En cuanto a la política monetaria, los datos de inflación sobre lo esperado, precios core más persistentes no le permitieron a Banxico desacoplarse de las alzas de la Reserva Federal, debiendo aumentar la tasa de interés en 75bps quedando en 9,25%. Se esperan nuevos incrementos a diferencia de lo que estamos viendo en Brasil, de hecho, los recortes sólo comenzarían en el 3Q23, lo que impactaría al mercado accionario.

Mantenemos nuestra exposición al mercado mexicano, dado que, si bien en términos relativos es un mercado más costoso, está descontado respecto a su historia, y este premio respecto a la región se explica por su condición de mercado más defensivo, menor beta, y por la resiliencia de sus compañías, que ante momentos de mayor volatilidad le permite ser un ganador en términos relativos. Además, entrega mayor visibilidad tanto en la parte política como fiscal, y es el mercado que entregará mayor crecimiento en utilidades mirando el próximo año. Además, seguimos favoreciendo los sectores de Consumo Básico y Financiero, que en el caso del primero se beneficia del aumento de las remesas y de la caída en el precio de los commodities, y en segundo que se encuentra positivamente impactado por este ambiente de tasas más altas.

La bolsa local cerró el mes de septiembre con un rendimiento -6,0% (-12,8% medido en dólares) en un mes marcado fuertemente influenciado por los temores asociados a una recesión económica debido a la mayor presión de los Bancos Centrales por elevar las tasas de interés. Por otra parte, el resultado del rechazo en el plebiscito de salida superó las expectativas de las encuestas y dio espacio al proyecto de nueva constitución con una mayor moderación. Los títulos accionarios de mejor desempeño del mes fueron Oro Blanco (+4,8%), CCU (+0,3%) y Enel Américas (-2,5%), mientras que Plaza (-27,8%), Vapores (-26,6%) y Cencosud Shopping (-26,2%) fueron los de peor desempeño.

Seguimos manteniendo nuestra visión neutral y sesgo positivo en nuestra visión local tras los resultados votación del rechazo de la propuesta de nueva constitución. Los factores que favorecen nuestra visión neutral se focalizan en 4 factores: i) los sanos balances de oferta/demanda de las materias primas relevantes como cobre, litio, hierro y celulosa, junto con un favorable escenario para las materias primas de Chile asociado a la electromovilidad; 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 y niveles de tasas de interés menores; (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) la percepción de Chile mejora desde la perspectiva institucional con la búsqueda de nuevos consensos para un posible nuevo ciclo político más razonable.

Los mayores riesgos de esta tesis de inversión se focalizan en: i) inflación. El riesgo inflación ha emergido como uno de los más relevantes para este 2022 tanto a nivel local como internacional, donde una importante corrección al alza en la parte larga de la curva de tasas de EE.UU. podría llevarnos a un mundo de valorizaciones descontadas por un mayor tiempo; ii) crisis energética de Europa. La crisis de Ucrania y Rusia podría exacerbase y expresarse en mayores precios de los combustibles con la llegada del invierno; iii) que se mantengan los 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) 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.

Las alzas en la tasa del tesoro americano llevaron al mercado local a seguir la misma tendencia en el comportamiento de las tasas. Vuelven a aumentar las expectativas de alza en la TPM, la cual llegaría según los precios de mercado en torno a 11,50%, a pesar de tener ajustes importantes en las compensaciones inflacionarias de mediano plazo que se explican por aumentos significativos de la tasa en UF. Suena de cierta forma contradictorio ver nuevas alzas en la TPM con disminución en las expectativas de inflación. El próximo 12 de octubre el Banco Central nos dará a conocer la nueva TPM y veremos si finalmente es la tasa terminal de este ciclo.

A nuestro juicio la desaceleración económica y posible recesión que podríamos tener el próximo año finalmente terminará impactando los niveles de precios de la economía y reduciendo los niveles de inflación.

Finalmente, el mercado de renta fija corporativa en dólares de Latinoamérica tuvo un retorno negativo en septiembre. Explicado, también en parte, por los movimientos de la tasa estadounidense.

Como consecuencia de lo anterior, durante el mes hubo salidas de capital por cerca de USD 7.000 millones a los mercados emergentes.

Entre los mercados emergentes Latinoamérica tuvo un mal comportamiento respecto al resto de los mercados emergentes, tanto en las categorías de High Yield como Investment Grade, con un retorno negativo.

Los factores más importantes a monitorear siguen siendo el alza de tasas en los EE.UU. y la consecuente posibilidad de recesión, seguido de las tensiones geopolíticas entre Europa y Rusia.

**Posicionamiento**

	Subponderar	Neutral	Sobreponderar
<b>Renta Fija</b>	↓		
Local	↓		
Internacional	↓		
<b>Renta Variable</b>		–	
Local		–	
Internacional		–	
<b>Alternativos</b>			↑

**Posicionamiento Neutral en clases de activos.**

- **Renta Fija Internacional:** Sobreponderar emergentes sobre desarrollados. Por el lado desarrollado sobreponderar Europa sobre Japón. En mercados emergentes neutralidad en Asia y sobreponderar LatAm sobre Europa.
- **Renta Fija Local:** Sobreponderar la sección de largo plazo sobre la de mediano plazo.
- **Renta Variable Internacional:** Sobreponderar desarrollados sobre emergentes. Por el lado desarrollado subponderar Europa sobre EEUU y Japón. En mercados emergentes se subponderan Europa y Asia sobre LatAm.
- **Renta Variable Local:** Neutralidad.

© 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 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