



MERCADOS

A nivel global, las condiciones económicas se mantienen sólidas y el sector servicios a comenzado a contribuir positivamente al crecimiento. El aumento en la inflación en algunas economías ha generado incertidumbre respecto de la capacidad de mantener las políticas monetarias expansivas por un tiempo prolongado. Si bien estas presiones inflacionarias se mantendrán por algunos meses, su efecto sería transitorio y son explicadas principalmente por las fuertes distorsiones en precios, en particular del petróleo, creadas por el Covid-19 así como por algunos cuellos de botella en la producción de algunos bienes los que han impactado el precio de los consumidores ante el aumento en la demanda por la recuperación económica. De esta manera, estimamos que estos efectos irán desapareciendo con el tiempo, permitiendo un ajuste a la baja a la inflación hacia finales de este año. En mayo, los mercados accionarios globales tuvieron un período de consolidación con alta volatilidad y retornos positivos menores a los de los meses previos. Los inversionistas ajustaron sus portafolios hacia sectores más relacionados con el ciclo económico afectando negativamente a las acciones del sector tecnológico. Luego de este período de consolidación, esperamos que los mercados de acciones continúen con una tendencia al alza beneficiándose de sólidos fundamentos económicos, alta liquidez y tasas de interés que se mantienen bajas. En este contexto, los precios de commodities continuaron recuperándose y las tasas de interés se mantuvieron en los niveles al cierre de abril, pese al aumento en la inflación, lo que nos podría estar diciendo que el mercado compartiría nuestra tesis acerca de las presiones inflacionarias. En Chile, los mercados financieros mostraron alta volatilidad, afectada por la incertidumbre política generada en torno a las elecciones de constituyentes y gobiernos locales.

Tras el retraso de los comicios que permitirán formar la convención constituyente debido al empeoramiento de la situación sanitaria producida por la pandemia, en mayo se realizaron las votaciones aplazadas. De ellas, la que tuvo el mayor impacto en los mercados fue la elección de los miembros de la convención constituyente que escribirán la nueva constitución, la que deberá ser ratificada en un plebiscito a realizarse en la segunda parte del próximo año.

El resultado de esta elección de constituyentes mostró un fuerte rechazo a los partidos políticos tradicionales, siendo las listas de independientes las que obtuvieron el mayor número de constituyentes y ninguna coalición política, en particular la coalición de gobierno, fue capaz de obtener el tercio necesario para poder bloquear las distintas propuestas que se puedan discutir en la asamblea, lo que aumento la incertidumbre respecto de cambios más radicales que podrían ser aprobados dentro de la propuesta de nueva constitución. Frente a este escenario de mayor incertidumbre, los activos chilenos, tanto de renta fija como variable y el peso chileno enfrentaron niveles de volatilidad que no se veían desde el lejano terremoto de 2010, mostrando además fuertes caídas en sus valores a partir de la segunda mitad del mes.

Como resultado, mayo fue un mes de alta volatilidad para los activos locales, mientras que el escenario se ve más auspicioso en las principales plazas internacionales.

Figura 1. Propagación del COVID vs Volatilidad en los mercados

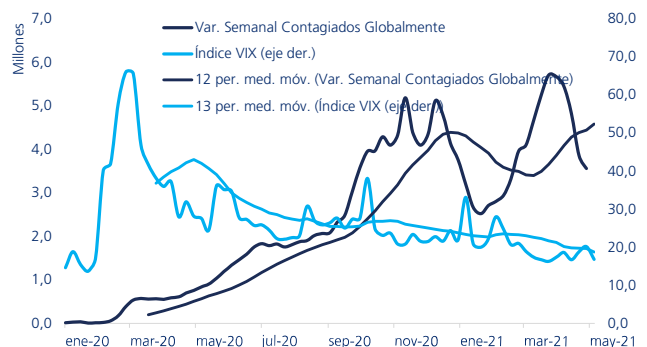
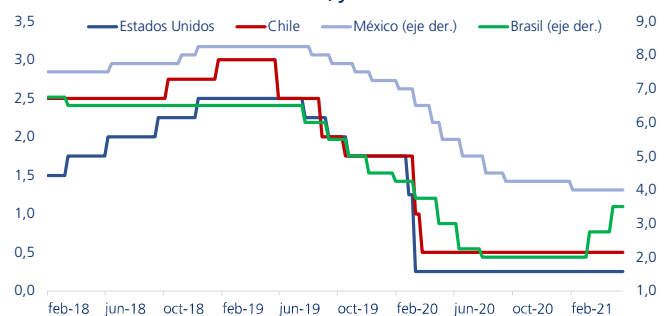


Figura 2. Tasas de Política Monetaria: Brasil, Chile, Estados Unidos, y México



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

El entorno positivo para los mercados accionarios ha estado sustentando en el avance en el proceso de vacunación, que, si bien ha sido desigual entre los distintos países, ha permitido la reapertura de las economías desarrolladas, lo que, unido a una política monetaria y fiscal expansiva, han seguido impulsando los retornos. Por otro lado, los resultados corporativos del primer trimestre estuvieron sobre lo esperado, alcanzando niveles máximos de los últimos años y siendo un soporte para las valorizaciones de las distintas bolsas. Sin embargo, el retorno durante el mes no estuvo exento de volatilidad, con reportes de inflación sobre lo esperado, lo que llevó a correcciones en los precios, debido a las preocupaciones de que si los bancos centrales comenzarán con el retiro de estímulos ante de lo esperado. Es importante destacar que tanto la FED como el Banco central europeo, han afirmado que los estímulos deberían mantenerse en el corto plazo, dado que la recuperación ha sido desigual entre los distintos sectores de la economía, y en particular la FED recalcó que los datos de empleo aún están lejos del objetivo, lo que permitiría que el entorno de tasas bajas a nivel global se mantuviera, más aún cuando algunos expertos señalan que las presiones inflacionarias serían transitorias.

En lo que respecta a la dinámica de la economía real, 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 en el horizonte es el tema inflacionario en el mundo desarrollado, el que esperamos se mantenga al alza pero con efectos transitorios para converger a niveles más bajos de inflación hacia fines de año.

Finalmente, a nivel local, los próximos meses estarán marcados por el desarrollo de la convención constitucional, junto a los nuevos programas de apoyo que se están discutiendo en el Congreso.

Mayo fue un mes positivo para Latinoamérica (7,75% en dólares), que mostró un retorno por sobre países emergentes y desarrollados. El retorno que estuvo impulsado por Perú y Brasil, el primero se recuperó de una caída de 6,4% en el mes anterior relacionados con los resultados de la primera vuelta presidencial, mientras que Brasil se sigue beneficiando de la apreciación de la moneda. Rezagado estuvo el retorno de Chile y Colombia, países que han estado impactados por dinámicas internas. Con este performance, la región está transando a 10,8x P/U fwd, casi un 14% de descuento al promedio histórico de los últimos 10 años, lo que se compara positivamente al premio de 25% al que transa mercados emergentes.

Figura 3. Precios Petróleo: WTI y Brent: Media Móvil de Retorno Mensual

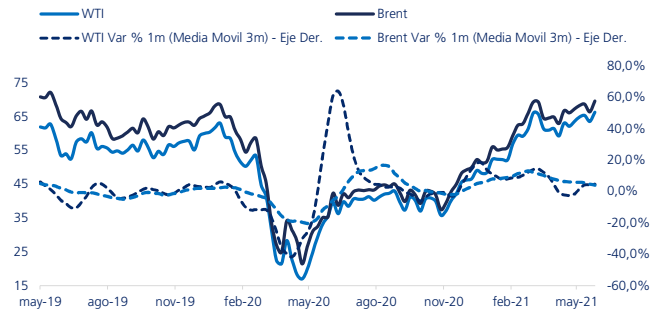
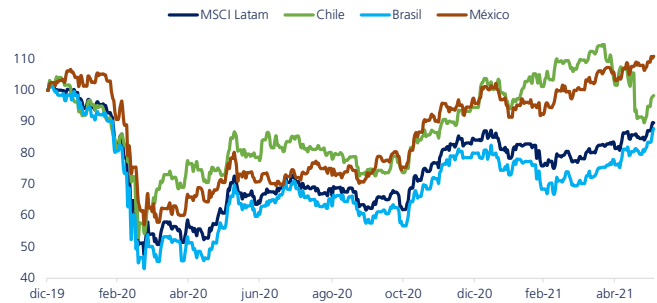


Figura 4. Mercados Bursátiles: MSCI Latam, Chile, Brasil y México



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Esta diferencia se explica, principalmente, porque en lo que va del año, las utilidades para Latinoamérica han corregido casi un 30%, esperando un crecimiento para 2021 de 189%, mientras que en emergentes el crecimiento será de un 57%; luego de un alza en las estimaciones de 7%. Si bien las correcciones en la región han estado impulsadas por empresas ligadas al sector de productos básicos y energía, las perspectivas para el resto de los sectores siguen mejorando junto con al avance en el proceso de vacunación y reapertura, que permitirá un crecimiento estimado por la OCDE de 4.9% para la región durante 2021, liderado por Colombia, Chile y Argentina.

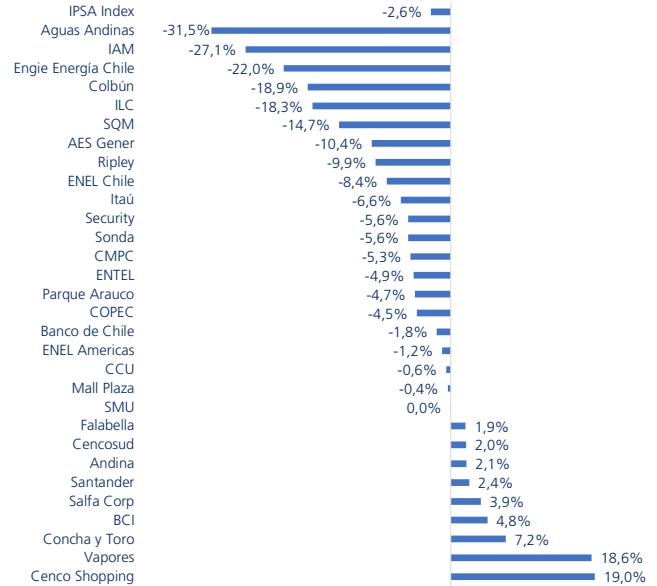
Nos mantenemos positivos en la Latinoamérica, que debería seguir beneficiándose del mayor apetito por riesgo, el alza en el precio de los commodities (durante el último mes el índice de Bloomberg rentó 2,73% en USD) sustentado por el aumento en la demanda de países desarrollados y la migración hacia tecnologías más limpias, y valorizaciones atractivas, respaldadas por resultados corporativos sobre lo esperado, lo que se ha reflejado en correcciones al alza para las utilidades tanto en 2021 como en 2022.

Brasil rentó 9,71% en dólares, impulsado por una apreciación de la moneda de 4,19%, siendo la de mejor retorno de la región. Esta apreciación está explicada por: i) el alza en el precio de los commodities, ii) la menor incertidumbre en la parte fiscal, luego del acuerdo al que llegó el gobierno y el congreso para el presupuesto 2021, lo que demostró su compromiso por respetar el límite del gasto y volver a la consolidación fiscal; iii) una situación sanitaria más controlada y iv) el alza en la tasa de interés de referencia.

Con este retorno el Índice ya acumula 3 meses de retornos positivos, y queda transando a un 9,6x P/U fwd, aún bajo su promedio histórico a 10 años. Esta atractiva valorización, se basa en correcciones al alza que hemos visto para las utilidades en Brasil tanto en 2021 y 2022; en 37% y 18% en lo que va del año, explicado por resultados corporativos sobre lo esperado tanto en el 4T20 como 1T21 y por mejores perspectivas macroeconómicas.

Durante las últimas semanas, hemos visto correcciones al alza para el crecimiento esperado 2021, a niveles 3,96%; versus el 3,52% de la semana anterior; después de que los resultados macroeconómicos del 1T estuvieron sobre las expectativas, demostrando que el impacto de las mayores restricciones no fue tan severo como se esperaba. Estos mejores resultados, se relacionan con una caída menor de lo esperada en la movilidad, lo que explica que la reducción en el número de casos haya sido más lenta de lo pronosticado. Sin embargo, una estabilización en el número de contagios, sumado al avance en el proceso de vacunación, con un 10,5% de la población completamente vacuna, ha permitido la reapertura de la economía. En los últimos días, hemos visto una aceleración en el número de casos y ocupación hospitalaria, lo que ha vuelto a levantar las presiones para una extensión de la ayuda social, lo que podría presionar la situación fiscal del país, sin embargo, al mismo tiempo el equipo económico sigue avanzando en la agenda de reformas, con foco principalmente en la reforma administrativa (que ya está avanzando en el congreso) y la reforma tributaria; lo que unido a los avances en las privatizaciones, podría ayudar a la consolidación fiscal. En cuanto a la política monetaria, el Banco Central decidió aumentar por segundo mes consecutivo la tasa Selic en 75 puntos base, dejándola en 3,5%; ante datos de inflación por sobre lo esperado, y que podrían seguir presionados por alzas en los precios de la electricidad, debido a la compleja situación hídrica que enfrenta el país. Las expectativas son que se continúe con la normalización parcial de la política monetaria, con una tasa de 5,7% para fines de año, según datos de consenso. En los últimos meses, hemos visto una apreciación de los activos brasileiros, explicado por el fortalecimiento de la moneda, los acuerdos en la parte fiscal, el avance en el proceso de vacunación que permitiría tener al 73% de la población inoculada para fines de 2021, y una elección presidencial en 2022, donde todavía hay mucho por definir.

Figura 5. IPSA y sus componentes: Retornos MTD



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

De esta manera, mantenemos nuestra exposición a Brasil, a través de compañías con sólidos fundamentales y valorizaciones atractivas que puedan beneficiarse de las mejores dinámicas tanto externas, pero dada los últimos desarrollos también, de mejores dinámicas internas.

En el último mes México rentó 7,35% en dólares, con una apreciación de 1,5 del peso, con esto el índice está transando a 14,8x un 8% de descuento a su promedio histórico a 10 años, pero 12% de premio si consideramos la valorización desde que asumió AMLO. En lo que va del año, México ha tenido el mejor performance de la región, explicado por la solidez de la moneda, sustentada en una de las tasas de interés más altas entre países con Grado de Inversión, pero sobre todo porque es uno de los países que más se beneficia con la recuperación económica más rápida de lo esperado en Estados Unidos.

Durante los últimos 3 meses, hemos visto correcciones al alza en las expectativas de crecimiento para este año, las que se ubican en 5%, impulsadas en un inicio por las mejores perspectivas globales beneficiando al sector manufactura, pero también y ya mirando en 2022, por un escenario doméstico acelerando, apoyado en el consumo, que se ve impulsado por las remesas. Con el último plan de infraestructura, anunciado por el presidente Biden, para realizarse en los próximos 8 años, el impulso que pueden tener los estímulos fiscales de EE. UU en la economía mexicana será incluso de mediano plazo.

Estas alzas en el PIB esperado, unido a resultados corporativos sobre lo esperado, han llevado a correcciones al alza para las estimaciones de utilidades en 2022, en torno al 7% durante el último mes, lo que debería seguir entregando soporte a las valorizaciones.

El retorno positivo que ha tenido el índice en los últimos meses, también se sustenta en mejores perspectivas para el entorno político, dado que el escenario base es que, en las próximas elecciones, donde entre otros muchos puestos, se renueva la cámara baja, el partido gobernante, MORENA; pierda la mayoría calificada, lo que implicaría que para que el gobierno logre avanzar en iniciativas polémicas, como la ley de eléctrica o la reforma a la ley de infraestructura, donde se busca beneficiar empresas estatales por sobre iniciativas privadas, debería recurrir a negociaciones y concesiones para lograr el quorum necesario que permitiría modificar la constitución. Además, el escenario en que el gobierno y sus aliados pierdan la mayoría simple no es del todo descartable, lo que sería positivo para el mercado accionario, este escenario se basa en el impacto que podría tener la corrupción, la seguridad, y el accidente en el metro de Ciudad de México, en el apoyo ciudadano al partido gobernante.

Mientras que, en política monetaria, a pesar de que los datos de inflación han estado sobre lo esperado, Banxico decidió mantener nuevamente la tasa de referencia en 4%, y luego de las minutas entregadas, no se descarta que este nivel se siga manteniendo durante este año, sustentando en el crecimiento económico. Si bien, México partió más lento el proceso de vacunación, ya tienen 9,7% de la población vacunada, y las expectativas son que para fines de año tenga al 73% de la población objetivo completamente inoculado, además, luego de las restricciones impuestas a inicios de año, México ha mantenido controlada la propagación del virus, lo que ha permitido la reapertura de la economía, y que ningún estado enfrente niveles altos de restricciones, lo que también ayuda a la recuperación económica. Mantenemos nuestra selectividad en México, con compañías que presenten sólidos balances, valorizaciones atractivas y exposición a dinámicas externas, pero también capturando las mejores perspectivas internas.

El Índice MSCI Argentina IMI rentó 3,88% en dólares, con una depreciación de la moneda de 1,2%. El retorno estuvo impulsado por BBVA, YPF y Banco Macro, mientras que la única compañía con retorno negativo fue Globant con -4,92%. En términos macro, se ha visto una aceleración de la inflación, con un 4% en abril MoM, y de 46,3% en 12 meses.

Considerando las elecciones de medio término, uno de los focos del gobierno es controlar las alzas de precios, lo que lo ha llevado a tomar medidas como la prohibición de la exportación de carnes por 30 días con el fin de bajar los precios internos, y un reajuste menor de lo esperado en las tarifas de servicios básicos, lo que sigue poniendo presión a la situación fiscal que vive el país. Por otro lado, el empeoramiento en la situación sanitaria, que llevó a un confinamiento total de 9 días, también presiona la recuperación económica, donde hemos visto correcciones a la baja para el PIB 2021 a niveles de 6%, y presiones de nuevas ayudas económicas, que han llevado las expectativas de un déficit fiscal a 5,7% en 2021. Finalmente, se mantienen las negociaciones con el FMI, y el Club de París, éste último informó que entregará una prórroga de 2 meses para el pago de los \$2,4 mil millones de dólares que adeuda el país, pero siempre que cumpla con condiciones estipuladas. Como hemos venido comentando, un entorno macro más desafiante, con un lento proceso de vacunación, donde sólo el 6,1% de la población está completamente inoculada, son argumentos que nos hace estar fuera del mercado argentino.

La bolsa chilena rentó un -2,6% en moneda local (-4,4% medido en dólares) encadenando su segundo mes consecutivo de pérdidas en un mes marcado por los resultados electorales de la elección de la convención constituyente. Pese a que posterior a las elecciones se observa una brusca caída en el rendimiento del IPSA, en las últimas sesiones del mes la bolsa logró recuperar parte importante de lo perdido apoyado en positivos reportes corporativos, perspectivas favorables, revisiones al alza en las utilidades esperadas, medidas de estímulo convencionales y no convencionales que siguen dando tracción a la economía y una sólida estrategia de vacunación. A nivel de valorizaciones, la bolsa local transa en niveles 12,3x P/U fwd lo que significa un descuento de 20% respecto de su media histórica. Las valorizaciones lucen altamente descontados debido al ruido político que afecta a la bolsa local en un contexto donde las utilidades mantienen su corrección al alza, apoyado principalmente en los sectores bancarios, retail y materias primas. Por otra parte, los flujos extranjeros vía fondos se mostraron vendedores durante el mes, en línea con la mayor incertidumbre política.

Nuestra tesis para la bolsa local pasa a un tono de mayor 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 implicara un escenario de incertidumbre para lo que viene, lo que nos lleva a tomar la decisión de asignar un sesgo neutral para la plaza local.

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; 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 y iv) que un fuerte rebrote inflacionario genere un rápida alza de tasas.

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 implicara un escenario de incertidumbre para lo que viene, lo que nos lleva a tomar la decisión de asignar un sesgo neutral para la plaza local.

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; 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 y iv) que un fuerte rebrote inflacionario genere un rápida alza de tasas.

La dinámica del mercado continuo al alza, aun cuando el bono del tesoro americano mostró una volatilidad importante durante el mes, pero sólo una pequeña variación -3pb de punta a punta. El mercado latinoamericano de renta fija en dólares siguió su tendencia al alza, dejando en segundo nivel aspectos idiosincráticos como la segunda vuelta de las elecciones en Perú o el alto número de contagio y las deficientes medidas sanitarias de Brasil contra del COVID.

En términos de flujos, los mercados emergentes recibieron flujos positivos durante mayo, particularmente, en moneda dura, al 27 de mayo las entradas sumaban de \$1,3 mil millones de dólares y en lo que va del año \$17,2 mil millones de dólares. Al comparar los retornos entre las regiones emergentes, Europa y Latinoamérica fueron las que más rentables, dejando bastante rezagada a Asia. Y nuevamente fue la categoría High Yield la que más rentó, destacando la Latinoamérica.

En términos de emisiones, el mercado absorbió sin problemas los \$5,15 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