

MERCADOS



El mes de agosto estuvo marcado por la incertidumbre y volatilidad ante la persistencia de la elevada inflación, el alza en las tasas de interés y su impacto en la actividad económica global. En este contexto, la mayoría de los mercados accionarios mostraron caídas, donde las correcciones se profundizaron luego del discurso de Jerome Powell el 26 de agosto en Jackson Hole, donde confirmó el compromiso de la Reserva Federal por controlar la inflación, y también reconoció que la política monetaria más restrictiva podría tener un impacto en la economía lo que no fue bien recibido por los mercados. En Chile, el sentimiento del mercado estuvo dominado por el Plebiscito de salida, donde en las semanas previas el mercado accionario mostró una racha alcista importante.

Durante agosto el gran dilema de los mercados se centró en si los principales bancos centrales iban a priorizar el manejo de una recesión o bien iban a efectuar nuevas subidas de las tasas de interés para controlar la inflación. El discurso de Jerome Powell en Jackson Hole ancló las expectativas de los mercados de que la Reserva Federal moderaría su política monetaria y tras las palabras del presidente del ente emisor norteamericano ha quedado claro que continuarán subiendo los tipos de referencia hasta que la inflación vuelva a la meta de 2% que tiene el banco central.

Lo anterior llevó a que agosto cerrase con números rojos en gran parte de los mercados internacionales, ya que además del efecto Jackson Hole se sumó una corrección al alza en las expectativas inflacionarias en Europa, lo cual llevó a los agentes de mercado a esperar un aumento de 75 puntos base en la tasa rectora europea.

Esto, generaría nuevos frenos en la alicaída dinámica económica internacional. Este menor crecimiento esperado se ha visto reflejado en mayor medida en los commodities, donde los precios han comenzado a bajar de forma generalizada. Esta mezcla de factores ha llevado a que agosto fuese nuevamente un mes negativo.

El avance de los indicadores inflacionarios en Estados Unidos, Europa y los principales mercados latinoamericanos se mantienen altas en relación con las metas propuestas por cada Banco Central.

Ahora bien, lo relacionado con conflicto bélico entre Ucrania y Rusia, no se han observado avances relevantes que permitan presumir un pronto termino, aunque las tensiones entre las empresas energéticas rusas y la unión europea continuaron, presionando los precios de la energía hacia arriba. 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.

Por su parte, en Chile se observó fluctuaciones en el tipo de cambio, luego de conocerse los resultados del plebiscito constitucional.

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 Taiwán y el acceso al gas por parte de Europa.

Finalmente, a nivel local en el corto plazo, una vez conocido el resultado del plebiscito constituyente, resta conocer el avance en las reformas de pensiones y tributaria, así como el acuerdo político para definir los próximos pasos del proceso constituyente.

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

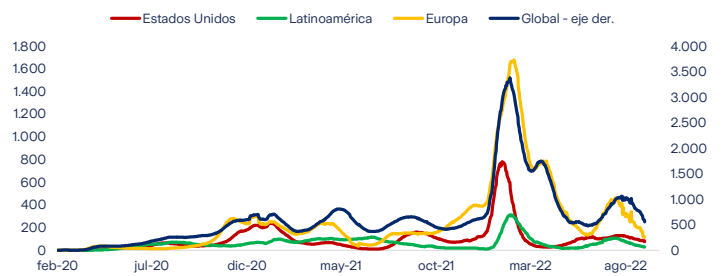


Figura 2. Inflación variación 12 meses: Brasil, Chile, China, Estados Unidos, Eurozona y México

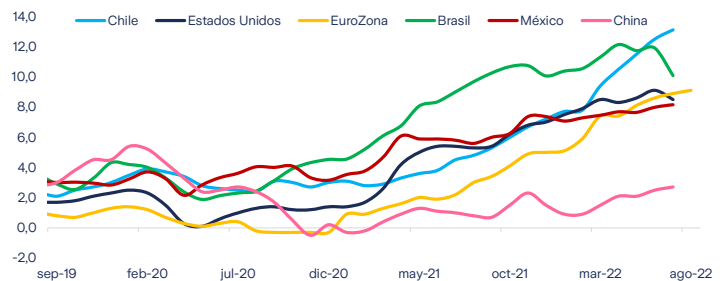
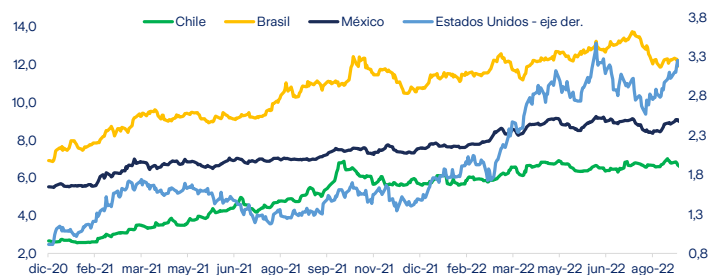


Figura 3. Tasas de interés 10 años: Brasil, Chile, México y Estados Unidos



Fuente: Bloomberg L.P. Elaboración Propia

Durante el mes el MSCI Latinoamérica rentó -0,04% en dólares por sobre mercados Desarrollados y en línea con mercados Emergentes. El retorno de la región estuvo impulsado por Brasil y Chile, mientras que México y Colombia, fueron los más rezagados. A nivel sectorial, Consumo Discrecional y Salud lideraron los retornos mientras que Telecomunicaciones y Materiales estuvieron en terreno negativo. En cuanto a las monedas, en promedio estuvieron flat, con el Sol peruano y el peso mexicano siendo los más resilientes, mientras que el peso colombiano y el real estuvieron más impactados.

La resiliencia de Latinoamérica durante el mes se explica por: i. ingreso de flujos extranjeros; ii. valorizaciones atractivas; iii. resultados corporativos sobre lo esperado, en el 2T, Latinoamérica fue la región con la mayor sorpresa en utilidades, con un 20% sobre lo esperado; y iv. expectativas de que el ciclo restrictivo de tasas habría llegado a su fin, específicamente en Brasil, que es el mercado más importante de la región. Latinoamérica está transando a 6,7x P/U fwd, 3x desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años, este descuento se explica por las revisiones al alza en las utilidades esperadas tanto para 2022 como 2023, de 40% y 25% en lo que va del año, pero más importante destacar que luego del sólido reporte de resultados del 2T, en el último mes, las correcciones han sido positivas en 6% y 7% para este y el próximo año lo que sigue entregando soporte a las valorizaciones.

Si bien la región podría seguir beneficiando de: i) valorizaciones atractivas considerando que a pesar del positivo desempeño este año, Latinoamérica cotiza a un 39% de descuento versus mercados emergentes, mientras que en los últimos 10 años ha cotizado en promedio a un premio de 6%; ii) revisiones al alza en las estimaciones de utilidades como se ha seguido viendo en el último mes, iii) ingreso de flujos extranjeros, que están viendo en la región una alternativa versus otros emergentes, y de precios de commodities sobre los niveles históricos, no descartamos una mayor volatilidad considerando: i) riesgos globales, con la crisis energética en Europa, la desaceleración de Estados Unidos y riesgos geopolíticos en Taiwán; ii) Datos económicos bajo lo esperado en China, impactados por la política cero covid y la crisis inmobiliaria, a pesar de que el gobierno está entregando estímulos para intentar compensar el impacto y iii) riesgos políticos en la región, con el plebiscito en Chile y las elecciones presidenciales en Brasil. Sin embargo, de mediano plazo lo descontado de las valorizaciones, resilientes resultados corporativos donde el crecimiento esperado de utilidades para la región entre 2019-2023 está por sobre mercados emergentes y desarrollados, precios de commodities sobre los promedios históricos y un ciclo de alza de tasas más cerca de terminar podrían seguir dando soporte a la región.

El indicador bursátil MSCI Brasil rentó 2,2% en dólares, con una depreciación de la moneda de -0.2%. Durante el año, el real ha sido la moneda de mejor desempeño de la región, sustentada por una de las tasas de interés reales más altas a nivel global. El positivo retorno de Brasil se explica por i) ingresos de flujos extranjeros, luego de una estabilización en los últimos 2 meses, en agosto volvieron a estar por sobre niveles

Figura 4. Mercados bursátiles Latinoamérica (31-dic-21 = 100, dólares de EE. UU)

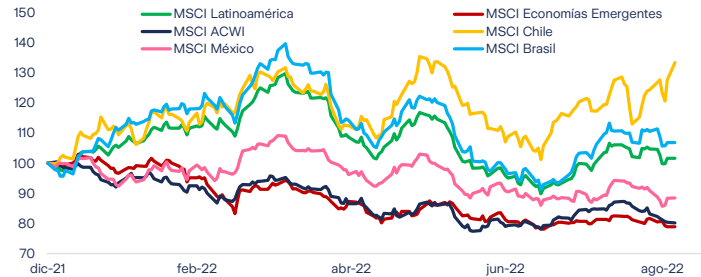
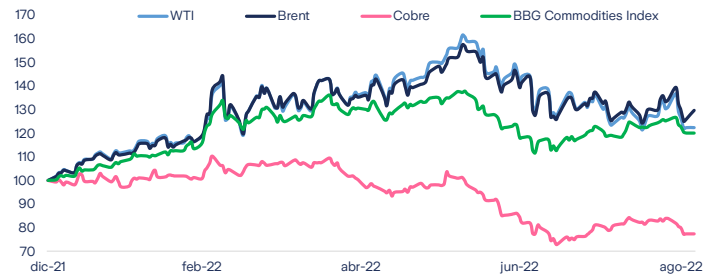


Figura 5. Principales Commodities (31-dic-21 = 100, dólares de EE. UU)



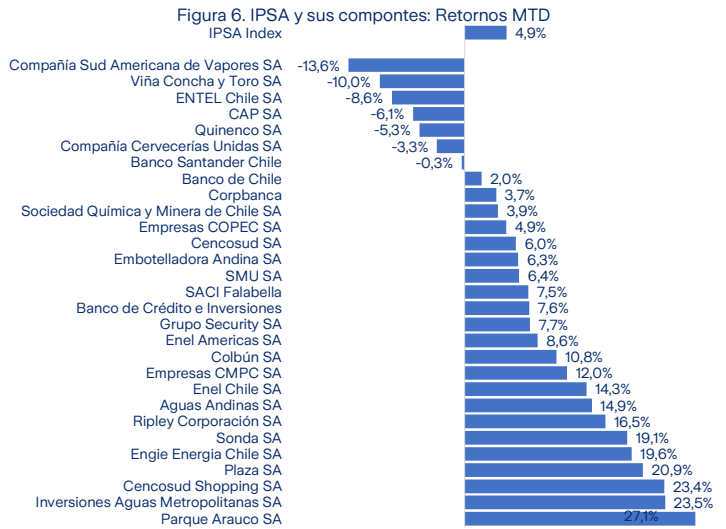
Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

históricos, similar a lo visto en el primer trimestre, parte de estos flujos se explican por valorizaciones atractivas y por la menor asignación hacia China, siendo Brasil, unos de los pocos países emergentes que pueden absorber estos niveles de flujo, ii) Resultados corporativos sobre lo esperado, con utilidades sorprendiendo un 21% en el segundo semestre, iii) las minutas del Banco Central que indicaban que el fin del ciclo de alzas de tasas está cerca, con sólo una nueva alza de 25 puntos base en septiembre.

Así, Brasil sería uno de los primeros países en alcanzar este punto, de hecho la tasa de mercado a 10 años durante el mes cayó casi 70 puntos base, lo que impulsó a las acciones más growth y v) las últimas encuestas presidenciales que si bien siguen dando como ganador a Luiz Ignacio Da Silva, han mostrado que la ventaja se ha ido reduciendo, lo que sería guía de un elección más ajustada, lo que también ha llevado a ambos candidatos a moderar sus posturas.

El índice está transando a 5,7x P/U fwd, 2,5x desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años, explicado por las positivas revisiones de utilidades en lo que va del año de 44% para este año y 30% para el próximo. Es importante de destacar que después de los positivos resultados corporativos del segundo trimestre, en el último mes se han visto correcciones al alza para 2022 y 2023 de 7% y 8% respectivamente, explicado por los sectores de IT y Energía.

En términos macro, los datos de actividad sobre lo esperado junto con un aumento del gasto fiscal, dado que el gobierno está intentando reducir la brecha que mantiene el presidente con Lula en las encuestas, han llevado a revisiones al alza para el PIB esperado este año desde un 0,3% en febrero al 2,26% actual (Focus Market Readout – Banco Central de Brasil), sin embargo, esto ha impactado las expectativas del próximo desde un 1,5% a un 0,47% en el mismo periodo, dada que los niveles de tasas altos se mantendrán por más tiempo del esperado. Mientras que los datos de inflación han estado bajo lo esperado, explicado por los recortes de impuestos que aprobó el gobierno para combustibles, como una forma de mejorar su intención de voto, lo que ha llevado a un ajuste en las expectativas de inflación desde un 9% en junio al actual 6,61%, sin embargo, considerando que estas medidas se revertirán el próximo año, las expectativas para 2023 han corregido al alza. En cuanto a la política monetaria, si bien el Banco Central aumentó la tasa en 50 puntos base a 13,75%, el comunicado fue bien recibido por el mercado, dado que guiaron que el ciclo restrictivo estaría llegando a su fin, lo que es positivo para el mercado accionario. Sin embargo, es importante destacar que, considerando el mayor riesgo fiscal y la incertidumbre política, un posible recorte en las tasas comenzaría en 2Q23, versus las expectativas iniciales que hablaban de un recorte de tasas a fines de 2022. Aun así, considerando que la tasa de referencia habría alcanzado su peak, podríamos comenzar a ver una rotación desde activos de renta fija a renta variable, lo que podría ser positivo para el mercado accionario. Brasil enfrenta elecciones presidenciales el 2 de octubre, y si bien las encuestas muestran como ganador a Lula, la diferencia se ha ido acortando, y algunos especialistas creen que Bolsonaro podría seguir mejorando, dado que ya se comenzó a pagar un mayor monto del programa social, comenzaron las campañas en medios donde el actual presidente tienen ventaja, y las condiciones macroeconómicas han mejorado, con mejor crecimiento, menor inflación y mayor empleo, lo que podría ser positivo para el actual presidente. Si bien no hay una clara preferencia por quien sería el candidato más promercado, una elección apretada podría ayudar a que ambos candidatos centren sus posturas. Es por esta mayor incertidumbre política, que de corto plazo tenemos una visión más neutral en el mercado accionario, sin embargo, de mediano plazo creemos que Brasil presenta fundamentales sólidos con valorizaciones atractivas, resultados corporativos resilientes y que han estado sobre lo esperado, un atractivo retorno por dividendos esperado de 11.4%, siendo el más alto de la región y empresas con sólidos balances.



Fuente: Bloomberg L.P. Elaboración Propia
 México está transando a 11,6x P/U fwd, 2.1x desviaciones estándar bajo su promedio histórico, sin embargo, esto se traduce en un premio de 73% comparado con Latinoamérica, mientras que el promedio de los últimos 10 años ha sido un premio de 27%. Este menor descuento relativo se explica porque en lo que va del año, las utilidades esperadas para México han corregido 2% y -1,7% para este y el próximo año, por debajo del 40% y 25% de la región como un todo. Es más, durante el último mes, luego de resultados corporativos las estimaciones para el próximo año corrigieron 7% para Latinoamérica, pero -0,38% para México, debido a que en el 2T las utilidades estuvieron 17% bajo lo esperado. Es importante destacar, que en 2023 las utilidades de México tendrán un crecimiento de +7,4%, por sobre la corrección de -7,7% para el resto de la región. A nivel sectorial el crecimiento estará liderado por Telecom, Consumo Básico y Financiero quienes presentan correcciones al alza en las últimas semanas.

En la parte macro, los datos de actividad han estado sobre lo esperado, lo que explica las correcciones al alza para el crecimiento de este año a 2%, mientras que para 2023 se han corregido a la baja a 1,7%, explicado principalmente por las expectativas de una desaceleración en Estados Unidos. Sin embargo, es importante destacar que el consumo sigue fuerte impulsado por el aumento en los salarios y por las remesas, que si bien se espera que desaceleren dado el fuerte crecimiento que han mostrado deberían seguir siendo un soporte. Además, la normalización de la producción de automóviles debería ayudar a la manufactura, por lo que, si bien una menor demanda externa podría impactar las exportaciones, existen tendencias más estructurales que pueden entregar mayor resiliencia a la economía mexicana, que aún se encuentra bajo niveles prepandemia. Mientras que, en la política monetaria, los datos de inflación sobre lo esperado, con precios subyacentes más persistentes y alzas por parte de la Reserva Federal, explican el alza de la tasa de interés en 75 puntos base a 8,5%. Las expectativas son que Banxico sigue aumentando la tasa hasta 9,75% y sólo se podría comenzar a hablar de recortes a fines del próximo año, lo que podría impactar al mercado accionario, aunque debería seguir entregando soporte a la moneda. Algunos consejeros han advertido que se podrían desacoplar del alza de tasas en Estados Unidos, ya que el diferencial es significativo.

El índice accionario MSCI México rentó -5,54% en dólares, con una apreciación de la moneda de 1,14%, siendo uno de los mercados más rezagado de la región. En el año el índice acumula una caída de 12,3%, explicada por el positivo desempeño del año anterior, una valorización más costosa, y porque a principio de año el resto de la región se vio favorecida del alza en el precio de los commodities, y durante las últimas semanas por el sector growth, donde el índice mexicano tiene menor exposición.

Como hemos venido destacando, en términos relativos México se encuentra mejor posicionado en la parte política y fiscal. Si bien se espera una respuesta del gobierno a la consulta de la industria energética en el USMCA; el escenario base es que México seguirá siendo parte del tratado, de hecho, Senadores de la coalición gobernante han mostrado su apoyo. Además, luego de que el gobierno perdiera la mayoría en el congreso, cualquier cambio más disruptivo que requiera de mayorías calificadas estaría descartado lo que entrega mayor visibilidad. En el ámbito fiscal, dado que no se entregaron apoyo para compensar los efectos de la pandemia, el ratio Deuda PIB se ha mantenido estable en torno al 50%.

Mantenemos nuestra exposición al mercado mexicano, dado que, si bien en términos relativos es un mercado más costoso, está descontando 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 tener un mejor desempeño. 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.

Como hemos venido destacando, en términos relativos México se encuentra mejor posicionado en la parte política y fiscal. Si bien se espera una respuesta del gobierno a la consulta de la industria energética en el USMCA; el escenario base es que México seguirá siendo parte del tratado, de hecho, Senadores de la coalición gobernante han mostrado su apoyo. Además, luego de que el gobierno perdiera la mayoría en el congreso, cualquier cambio más disruptivo que requiera de mayorías calificadas estaría descartado lo que entrega mayor visibilidad. En el ámbito fiscal, dado que no se entregaron apoyo para compensar los efectos de la pandemia, el ratio Deuda PIB se ha mantenido estable en torno al 50%.

Mantenemos nuestra exposición al mercado mexicano, dado que, si bien en términos relativos es un mercado más costoso, está descontando 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 tener un mejor desempeño. 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.

En agosto el índice MSCI Argentina rentó 11,24%, el desempeño estuvo explicado por el positivo retorno de YPF, Corporación América y Adecoagro. Si bien que durante el mes la moneda oficial se depreció 5.4% el diferencial con el dólar blue disminuyó desde 2,5x en julio al actual 2,1x. Esta apreciación se dio luego de la renuncia a principios de mes de la ministra de economía, Silvina Batakis, quien estuvo menos de 1 mes en el cargo, y fuera reemplazada por Sergio Massa, quien se desempeñaba como presidente de la cámara de Diputados. En su nuevo cargo Massa, asumió como "Super ministro", al ser el responsable no sólo de Economía, si no también de Agricultura, Ganadería y Pesca y Desarrollo Productivo. El índice está transando a 7,5x P/U fwd, lo que se encuentra 0.5x desviaciones bajo su promedio de 10 años, y por sobre el 6,7x al que transa la región. Actualmente el índice está a un 14% de premio versus Latinoamérica, mientras que, durante los últimos 10 años, se ha transado un descuento de 22%. En términos relativos, Argentina es el mercado más caro de Latinoamérica, explicado por un entorno económico desafiante, que ha llevado a correcciones a la baja en las utilidades esperadas para 2022 como para 2023.

En la parte macro, la inflación sigue presionando y el dato de julio estuvo sobre lo esperado por el mercado con un 7.4% M/M y alcanzando un 71% en 12 meses. Mientras que en el lado positivo la actividad económica creció 1,1% sobre el -0,2% M/M esperado en junio, impulsado por el sector industrial, sin embargo, se esperan dificultades en los próximos meses dadas las restricciones a las importaciones que están causando desabasto en materiales, y afectan la producción.

Considerando toda la incertidumbre política que luego de las acusaciones en contra de Cristina Fernandez están enfrentado a la coalición de gobierno con la oposición, el acuerdo con el FMI donde Massa se reunirá con los representantes a inicios de septiembre, nuevos controles de precios y de compra de divisas para intentar aumentar el nivel de reservas; sumado a que Argentina no forma parte de nuestros índices de referencia no tenemos exposición al mercado argentino.

La bolsa local medido por el MSCI Chile cerró el mes de agosto con un rendimiento 2,55% (+2,15% medido en dólares) pese a los débiles desempeños de los mercados internacionales en línea con las expectativas del mercado respecto del potencial triunfo de la opción rechazo. En este sentido, mantenemos nuestra visión neutral y volvemos a incluir un sesgo positivo en nuestra visión local tras los resultados de ayer en la 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 siguen siendo sanas pese a las correcciones observadas en el último mes; 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; 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 las tasas largas 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.

El mercado de renta fija corporativa en dólares de Latinoamérica tuvo un retorno negativo en agosto. Explicado, en parte, la firmeza con la que el presidente de la Reserva Federal ataca la inflación y la consecuente alza en la tasa de interés. Así, el bono del tesoro de los EE. UU. a 10 años subió 54 puntos base en el mes.

No obstante, lo anterior, el mes atrajo inversionistas por \$2,4 mil millones a los mercados emergentes.

Entre los mercados emergentes Latinoamérica tuvo el mejor rendimiento en las categorías de Investment Grade, pero con un retorno negativo.

Los factores más importantes para monitorear siguen siendo la posibilidad de recesión en los EE.UU., seguido de las tensiones geopolíticas entre EE. UU y China y entre Europa y Rusia.

Durante agosto vimos un ajuste al alza importante en las tasas de interés siendo la parte corta en UF las más afectada. Esto explicado en parte por una disminución en las expectativas inflacionarias de corto plazo que habían aumentado de manera significativa hacia fines de julio y por un aumento en las expectativas de alzas en la TPM. Cabe señalar que tuvimos un mes muy volátil previo al plebiscito de salida de la propuesta de nueva constitución. Comenzamos a ver el deterioro de la economía en las últimas cifras conocidas, pero aún falta ver el traspaso a precios de dicha desaceleración para ver caídas en la inflación. En términos de spread vemos algunas alzas tanto en bonos bancarios como corporativos a nuestro juicio por una necesidad de mayor liquidez por parte de los inversionistas previo al plebiscito y salidas de flujos de FM.

© 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