



2 de julio de 2021

¿Por qué Europa?¹

- Se favorece la inversión en acciones de la Zona Euro:
 - Positivo *momentum* económico
 - Aceleración en los programas de vacunación llevan a una recuperación de la confianza empresarial y del consumidor
 - Política monetaria expansiva e impulso desde el Fondo Recuperación de la UE
- Considerable rezago accionario respecto a pares desarrollados se podría revertir con la recuperación económica y rotación hacia activos cíclicos
- Condiciones corporativas favorables impulsan el crecimiento de utilidades
- Flujos positivos a acciones europeas, luego de años de flujos netos negativos
- Riesgos: valorizaciones que se han encarecido, propagación de nuevas variantes de covid-19 que frenen la recuperación económica, ruidos sociales, políticos y geopolíticos

ÍNDICE

¿Por qué Europa?.....	1
Economía y Mercados.....	4
Renta Fija y Monedas.....	6
Market Movers	8

Macroeconomía

Durante el segundo trimestre del 2021 la pandemia se ha visto controlada en Europa, con una baja considerable de los contagios. Esto, en parte, se debe a la aceleración de los programas de vacunación, aplicándose más de 20 millones de dosis por semana y llegando a más de la mitad de la población adulta con al menos una dosis. En consecuencia, las medidas de restricción son cada vez menores, impulsando la reapertura económica de los países y mejorando las expectativas de recuperación en el inicio del verano europeo.

Pese a que el PIB de la Zona Euro del primer trimestre de 2021 se contrajo un 0.3% trimestral, el FMI corrigió al alza sus proyecciones de crecimiento para la región, hasta 4.4% desde el 4.2% anterior. Los indicadores de confianza también reflejan las mejoras en las expectativas. La confianza del consumidor llegó a -5.1% en mayo, luego de 13 meses consecutivos de cifras negativas de dos dígitos.

Uno de los principales factores explicando la mejora en las expectativas de crecimiento es la recuperación del consumo, el cual está siendo apoyado por altas tasas de ahorro y el inicio del verano en el viejo continente. Los ahorros de los hogares han aumentado significativamente en el último año de forma preventiva por la mayor incertidumbre y algo más forzados debido a las restricciones que limitaban la movilidad y el consumo. La tasa de ahorro de los hogares alcanzó un máximo histórico en el 2T20 al ubicarse en 25%, casi el doble del registro promedio de los últimos 10 años, y alcanzó un 19.8% en el 4T20.

Por otra parte, el indicador PMI de manufacturas de junio registró un récord al alcanzar los 63.1 pts. De la misma forma, el PMI de servicios se situó en 58 pts., superando las expectativas. Sin embargo y siendo más cautelosos, la llegada del verano genera ciertas preocupaciones en el sector manufacturero, debido al posible aumento en la demanda mientras la mayoría de las industrias reportan problemas en las cadenas de suministros. Incluso, si el sector de servicios se recupera, la producción industrial podría verse atenuada, y la oferta podría actuar como una restricción para la creciente demanda.

Respecto a la inflación, efectos de base comparación, aumentos en el precio de las materias primas y interrupciones en las cadenas de suministros están generando presiones en los precios al consumidor. La inflación de mayo de fue 2% anual, el valor más alto desde fines del 2018. No obstante, se estima que el aumento sería transitorio y los precios se estabilizarían

¹ Libro de Michael Mitterauer, publicado en 2008, donde se reflexiona sobre Europa como un espacio cultural con rasgos comunes derivados de su historia.



hacia fin de año en la medida en que se normalice la capacidad productiva, sin que se altere en el corto/mediano plazo la política monetaria expansiva. Además, el alto desempleo de la región (8% en abril) está amortiguando las presiones inflacionarias; amplias holguras en el mercado laboral hacen poco probable que se dé un espiral de precios por aumento en los salarios.

El Banco Central Europeo (BCE) mantiene un programa de compras de activos de emergencia pandémica (PEPP) de €1,850 millones, que se extenderá por lo menos hasta marzo de 2022 y continuará aportando liquidez a empresas y hogares por medio de sus operaciones de refinanciación de largo plazo (TLTRO III). En cuanto a los tipos de interés, estos se mantienen en mínimos históricos y seguirán en sus niveles actuales hasta que las perspectivas de inflación converjan robustamente a un nivel cercano a la meta de 2%.

Por el lado fiscal, la Unión Europea (UE) tiene acordado un Fondo de Recuperación por €1,800 billones, el paquete más grande de la historia, para impulsar una recuperación resiliente y la reconstrucción de la región durante el periodo 2021-2027. La Comisión Europea aprobará las primeras reformas en las siguientes semanas para que así los países miembros reciban los primeros desembolsos a mediados de Julio. Entre los países más beneficiados por los recursos se encuentran Italia y España, recibiendo fondos por 10.7% y 5.6% del PIB respectivamente. Los recursos deben ser usados en cuatro áreas principales: reformas estructurales para facilitar las inversiones, transición verde (considerando la meta de la UE de carbono neutralidad al 2050), digitalización de los servicios públicos y una dimensión social (ayudando en la solución de problemas sociales exacerbados por la crisis del covid-19, como los migratorios).

Mercados

Se puede invertir en la región a través del índice MSCI EMU², el cual invierte en empresas *large cap* y *mid cap* de 10 países de Europa, con Francia siendo la mayor posición (~35%), seguido de Alemania (~28%). El índice invierte principalmente en el sector de consumo discrecional (17.8%), financiero (15%) e industrial (14.9%).

Pese al retraso inicial de la Unión Europea en el proceso de vacunación, el índice acumula en lo corrido del año una rentabilidad de 14.4% en USD, mientras que las acciones globales han rentado 11.7%. No obstante, el *outperformance* de Europa en el año, las acciones aún mantienen un considerable rezago respecto a pares desarrollados en el largo plazo. Dado que los países europeos están recién volviendo a abrir sus economías, los datos económicos y resultados corporativos aún tienen margen para seguir sorprendiendo al alza, favoreciendo a los sectores cíclicos como el de consumo discrecional y financiero.

El sector de consumo discrecional ha rentado 23% YTD y su buen desempeño se debe al levantamiento de restricciones y al mayor gasto de las personas, favoreciendo a las industrias que lo componen, como la de automóviles, servicios, bienes durables y vestuario, todas con retornos sobre 20% en lo que va del año.

El sector financiero también ha tenido un rendimiento sobresaliente, logrando una rentabilidad de 18% YTD. Este se ha visto impulsado principalmente por la industria bancaria, que se ha visto favorecida los últimos meses por el aumento de las expectativas de inflación y consecuente alza en las tasas de interés. Además, el BCE anunció que extenderá hasta marzo de 2022 su plan de ayuda a los bancos, que expiraba a fines de junio, permitiéndoles excluir los depósitos que tienen con el BCE al calcular los ratios de apalancamiento y así aumentar la liquidez del sistema financiero.

En relación con el sector industrial, este ha tenido un performance de 14% YTD, gracias al desempeño de la industria de bienes de capital y de transportes, que ha rentado más de 35% en los últimos seis meses gracias a la reactivación del comercio y de la movilidad.

² MSCI EMU considera acciones de los 10 países desarrollados de la Eurozona: Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Holanda, Portugal y España.



El buen desempeño ha llevado a encarecer las valorizaciones. La razón P/U fwd. 12 meses del MSCI EMU transa sobre el promedio a 5 años tanto en términos absolutos como relativos a los mercados desarrollados. Por su parte, la razón P/VL también transa sobre los promedios a nivel absoluto, pero con un descuento de 31% respecto a pares desarrollados.

A nivel sectorial, las valorizaciones de los sectores de consumo discrecional e industrial transan caras (P/U fwd. 12 meses y P/VL sobre los promedios a 5 años en términos absolutos y relativos al Euro Stoxx). Por su lado, el sector financiero transa con descuentos tanto en P/U fwd como en P/VL en términos absolutos y relativos.

Desde el inicio de la pandemia y con las restricciones al sector bancario, el *dividend yield* ha caído hasta 2.2% (vs. 3.1% el promedio de 5 años); pero se estima que en la medida que se normalice la actividad los dividendos del sector corporativo se recuperen.

A nivel corporativo las perspectivas son favorables. El crecimiento estimado de utilidades para este año y el próximo han sido consistentemente corregidos al alza. Para 2021 se espera que las utilidades crezcan 36% y para 2022, 12%. Dentro de los países con mejores perspectivas, se encuentran Francia y Alemania, cuyas utilidades este año crecerían 75% y 42% respectivamente.

Respecto a flujos, en lo que va del año se ha registrado entradas netas a ETF por 1.2% de los montos administrados (AUM por su sigla en inglés). Si bien el monto parece acotado, se destaca que los flujos vuelven a ser positivos luego de años de salidas netas a la región.

Economía y Mercados Bursátiles

Se cierra junio y con ello el primer semestre del año: avances en los programas de vacunación, estímulos fiscales, monetarios y una amplia liquidez generaron el escenario perfecto para alzas constantes en este inicio del 2021. Junio cierra extendiendo las ganancias de meses anteriores para los mercados globales con los desarrollados (y en particular Estados Unidos) liderando en retornos y ampliando la brecha respecto a emergentes para lo corrido del año. Durante el mes la reunión de política monetaria del Fed no logró menguar los retornos americanos, e incluso los inversionistas al acoplarse al mensaje sobre la gradualidad de la normalización monetaria impulsaron los retornos de las acciones *growth* y el índice de tecnología, Nasdaq, llegó a nuevos máximos históricos. Para el resto de los desarrollados los retornos fueron en general a la baja, Europa y Japón cerraron junio con pérdidas en la medida que se reversó el *trade* sobre rotación desde activos *growth* a *value*. Los mercados emergentes transaron con rendimientos dispares afectados por la propagación de la variante delta de covid-19 en el sudeste asiático, así como por temas políticos en Latinoamérica.

Respecto a la pandemia, a nivel mundial se han contagiado más de 183 millones de personas y las muertes superan los 3.9 millones; sin embargo, los planes de vacunación masiva avanzan y ya se han aplicado más de 3,100 millones de dosis, a un ritmo de casi 42 millones al día y llegando a un 20% de la población global. De todas, se estima que tomaría casi un año más vacunar al 75% de la población global para llegar a la inmunidad de rebaño, aunque mayor capacidad productiva se está agregando y nuevas vacunas están en aprobación. En países desarrollados, como en Europa y Estados Unidos, la propagación del virus parece más bien contenida. De todas formas, en el viejo continente existe preocupación por la propagación de la variante "delta", la cual fue descubierta en India y es actualmente la con mayor circulación en el Reino Unido. Esta variante es más contagiosa que las anteriores y ha llevado a que Boris Johnson retrase la apertura inglesa hasta mediados de julio para contar con mayor tiempo para inocular a su población. Hasta el momento, delta ha mostrado una alta transmisibilidad en el Reino Unido, pero las hospitalizaciones y muertes han estado contenidas, sin requerir medidas adicionales de restricciones de movilidad. En países emergentes la situación es dispar: en África y Europa del Este los contagios van en general en descenso, mientras que, en Asia, se ven rebrotes por variante delta como en Tailandia e Indonesia. En Latinoamérica, los casos comienzan a descender nuevamente.

En cuanto a datos económicos, en Estados Unidos la confianza del consumidor del *Conference Board* de junio fue de 127.3 pts., sobre los 119 pts. que esperaba el mercado y aumentando desde el mes previo. Por su parte, el ISM manufacturero de junio fue de 60.6 pts., menor al registro anterior de 61.2 pts. La tasa de desempleo de junio subió a 5.9% desde el 5.8% previo, sorprendiendo negativamente; en tanto, la creación de empleo no agrícola fue de 850 mil, superando a los 720 mil estimados y los 559 mil de mayo.

En cuanto a Europa, en la Zona Euro, la tasa de desempleo de mayo cayó a 7.9% desde el 8.1% del registro previo. En Alemania, las ventas minoristas de mayo subieron 4.2% mensual, por debajo del aumento de 5.0% anticipado.

Dentro de Asia, en China, el PMI manufacturero oficial de junio retrocedió levemente a 50.9 pts., y el no manufacturero cayó a 53.5 pts., manteniéndose en ambos casos por sobre el nivel neutral de 50 pts. Respecto a los datos de Markit, el PMI manufacturero Caixin de junio fue de 51.3 pts., bajo el 51.9 pts. estimado por el mercado. En Corea del Sur, Taiwán y el sudeste asiático los PMI de junio se mantuvieron o cayeron respecto al mes previo de manera generalizada. Con esto, casi todos los países se mantienen en terreno de expansión económica, exceptuando el caso de Malasia que pasó a 39.9 pts. desde los 51.3 pts. anteriores. En Corea del Sur, la producción industrial en mayo retrocedió 0.7% mensual; mientras que el comercio internacional mantiene el dinamismo: exportaciones e importaciones en junio crecieron 39.7% y 40.7% interanual respectivamente. En Japón, la tasa de desempleo de mayo subió levemente a 3.0%, sobre las estimaciones y el registro previo; por su parte, las ventas minoristas y la producción industrial cayeron 0.4% y 5.9% mensual respectivamente en el mismo mes.



En Latinoamérica, la actividad económica de Argentina de abril cayó 1.2% mensual, peor a lo esperado por los analistas, acumulando un alza de 28.3% a doce meses. La tasa de desempleo de abril en Brasil se mantuvo en 14.7%, mientras el PMI manufacturero Markit de junio fue de 56.4 pts., superando el dato de 53.7 pts. del mes anterior. En Chile, la tasa de desempleo para el trimestre terminado en mayo cayó a 10.0% desde un 10.2% anterior. Además, las ventas minoristas de mayo aumentaron a 72.1% anual desde el 44% de abril y la actividad económica de mayo fue de 18.1% anual, mejor al 15.7% esperado por el mercado. En México, el IMEF manufacturero y no manufacturero de junio fueron de 52.4 y 53.8 pts. respectivamente, levemente por encima de los registros de mayo.

Desempeño (%USD)	Esta semana	MTD	Jun	3m	YTD	1y	Anualizado		
							3y	5y	10y
ACWI (MSCI)	0.0	0.3	1.3	6.4	12.6	39.0	14.7	14.6	9.8
Desarrollados (MSCI)	0.1	0.4	1.5	7.0	13.5	39.0	15.1	14.8	10.6
EEUU - Dow Jones	0.6	0.4	-0.1	4.5	13.2	34.6	12.6	14.0	10.7
S&P 500 - EEUU	0.9	0.5	2.2	7.5	15.0	38.6	16.7	15.5	12.4
EEUU - Nasdaq	1.1	0.1	5.5	7.7	12.7	43.0	24.6	24.5	17.8
DAX - Alemania	-0.8	0.5	-2.4	4.0	9.7	33.9	8.8	11.2	5.6
FTSE - Reino Unido	-1.1	1.0	-2.6	5.4	11.2	27.6	-0.9	2.3	0.2
Italia - FTSEMIB	-1.6	0.7	-3.4	3.0	9.7	37.6	5.9	10.5	0.1
Nikkei - Japón	-1.9	-0.7	-1.7	-4.6	-3.2	24.9	8.5	11.0	7.7
Emergentes (MSCI)	-0.7	-0.5	0.2	2.9	7.0	39.4	11.1	12.8	4.1
Shanghai - China	-0.7	-0.3	-2.0	4.6	4.3	29.6	8.9	4.7	2.7
Sensex - India	-1.7	-0.6	-1.5	2.6	7.4	49.6	10.7	11.7	5.3
Kospi - Corea	-1.2	-0.8	0.9	4.9	9.6	64.9	11.4	10.8	3.8
TWSE - Taiwán	1.2	-0.3	2.8	9.4	21.1	60.4	21.3	18.6	7.7
Bovespa - Brasil	-3.1	-1.4	5.2	23.5	8.5	38.3	9.9	9.1	-4.8
IPC - México	-1.4	0.0	-1.4	9.0	14.0	52.7	1.5	0.0	-2.3
IPSA - Chile	-1.3	-0.9	-1.9	-13.8	-0.1	18.2	-10.3	-0.9	-5.5
Colcap - Colombia	-2.9	0.3	2.9	-6.8	-20.4	12.1	-14.7	-5.7	-10.1
S&P Índice General - Perú	1.7	-0.9	-11.0	-14.8	-15.8	2.3	-7.1	2.6	-3.6
Sudáfrica - TOP40	-1.5	-0.2	-6.5	-0.4	13.1	44.6	3.8	5.9	-0.1

Fuente: Bloomberg, datos actualizados al 1 de julio de 2021

Renta Fija y Monedas

Se cierra el primer semestre del año y a pesar de las preocupaciones por las alzas inflacionarias, la visión del Fed sobre un aumento transitorio se impone en el mercado. Lo anterior ha mantenido presionada las tasas de interés y los rendimientos de las tasas base volvieron a disminuir en la última semana. Los *treasuries* de 7-10 años y 20 años rentaron 0.4% y 1.5% respectivamente. Por su parte, el *spread* entre la tasa de 10 y 2 años bajó levemente a 120 pbs. desde los 122 pbs. de la semana previa.

Durante la semana siguieron apareciendo comentarios sobre la evolución de la política monetaria del Fed. El Fondo Monetario Internacional manifestó que es probable que la autoridad monetaria en EE.UU. reduzca su programa de compra de activos a partir del primer trimestre del 2022. Sin embargo, también declararon la misma visión sobre que el aumento en la inflación sería transitorio con un *peak* en 4.3% y un ajuste en torno a 2.5% para fines del 2022.

Por otro lado, se conocieron diversos datos de inflación. En cuanto a Europa, en la Zona Euro, la inflación para junio fue 0.3% mensual, en línea con las expectativas y con lo que la variación anual alcanzó 1.9%. En tanto, la inflación del mismo mes en Alemania fue de 0.4% mensual en línea con las expectativas e impulsando a la baja el dato interanual a 2.3% desde el 2.5% del mes anterior. Por su parte, en Asia, específicamente en Corea del Sur, el precio de los consumidores cayó 0.1% mensual en junio, ubicando al dato anual en 2.4%. Cabe mencionar que la autoridad monetaria del país ha manifestado constantemente que el aumento sería de carácter transitorio, siguiendo la tendencia del Fed. Finalmente, en Perú, la inflación de Lima fue de 0.5% mensual, sorprendiendo al alza a los analistas que estimaban que fuera de 0.2%. A pesar del aumento, de momento, las autoridades no han aumentado la tasa de referencia que se ubica en 0.25%, su mínimo histórico.

En cuanto al desempeño de las monedas, en la semana destacó la fortaleza del dólar estadounidense con el DXY apreciándose 0.8% y cerrando junio con un alza cercana a 3%. En tanto, el euro, la libra y el yen vieron depreciaciones generalizadas en torno a 0.7%. Por el lado de las monedas latinoamericanas, destacó el sol peruano que se apreció un 2.4%. Sin embargo, el resto de las monedas se depreciaron, siendo lideradas por la caída de 2.3% del real brasileño.

Por último, en cuanto a las materias primas se mantuvo la tendencia de la semana pasada. El petróleo siguió subiendo, siendo soportado por la reunión de la OPEC en donde diferencias en el aumento de la producción para los próximos meses ha generado incertidumbre por el lado de la oferta del crudo. Mientras que, por otro lado, los metales industriales y preciosos siguieron con caídas, pero marginales en la última semana.



Desempeño (% USD)	Esta semana	MTD	Jun	3m	YTD	1y	Anualizado		
							3y	5y	10y
Renta Fija									
Treasury 7-10 años*	0.4	-0.1	1.0	1.7	-3.9	-5.1	4.0	0.4	1.9
Treasury 20 años*	1.5	-0.1	4.3	4.8	-8.6	-11.8	5.8	0.5	4.4
EEUU Corp. Inv. Grade*	0.4	-0.3	2.0	2.6	-3.0	-0.5	5.4	1.7	2.0
EEUU Corp. High Yield*	-0.0	-0.1	1.0	1.0	0.7	7.8	1.1	0.8	-0.4
Deuda Em. Soberana*	-0.1	-0.4	0.5	2.4	-3.4	2.6	1.6	-0.5	0.3
Commodities - CRB									
Oro	-0.1	0.3	-7.0	2.7	-6.7	-2.3	11.1	4.9	1.1
Plata	-0.1	-0.4	-6.6	4.3	-1.7	40.2	15.6	4.5	-3.6
Cobre	-1.3	-1.3	-8.2	6.1	20.4	54.9	12.7	13.8	-0.2
Petróleo (WTI)	1.3	2.4	10.8	22.4	55.0	88.9	0.5	9.0	-2.3
Maíz	-5.5	-16.4	9.6	7.5	24.3	71.7	19.8	10.8	-0.1
Trigo	4.5	-0.9	1.2	8.9	3.9	33.4	10.2	9.1	0.8
Monedas									
EEUU - Dólar	0.8	0.2	2.9	-0.4	3.0	-4.7	-0.7	-0.6	2.2
Japón - Yen	-0.7	-0.4	-1.4	-0.8	-7.4	-3.6	-0.2	-1.7	-3.2
Euro	-0.7	-0.1	-3.0	0.6	-3.0	5.3	0.5	1.3	-2.0
Inglaterra - Libra	-0.8	-0.5	-2.7	-0.5	0.7	10.4	1.4	0.7	-1.5
Argentina - Peso	-0.2	-0.0	-1.1	-4.2	-12.1	-26.4	-32.9	-30.9	-27.0
Brasil - Real	-2.3	-1.6	5.0	13.1	3.0	5.4	-8.4	-8.5	-11.1
Chile - Peso	-1.0	-0.9	-1.7	-3.2	-4.0	9.8	-4.1	-2.3	-4.5
Colombia - Peso	-1.4	-0.9	-1.1	-2.1	-9.4	-1.8	-8.2	-5.0	-7.3
México - Peso	-0.9	-0.3	0.1	1.5	-0.4	13.5	-0.2	-1.7	-5.3
Perú - Sol	2.4	-0.3	-0.7	-3.5	-6.7	-9.0	-5.5	-3.3	-3.4

*ETFs o Fondos Indexados que invierten en el activo especificado

Fuente: Bloomberg, datos actualizados al 1 de julio de 2021



Market Movers: Semana del 4 al 9 de julio de 2021

Fecha/hora	Evento	Periodo	Estimado	Anterior
Desarrollados				
lun 05 4:30 Zona Euro	Sentix Investor Confidence	Jul	--	28.1
mar 06 5:00 Alemania	ZEW Survey Expectations	Jul	75	79.8
mar 06 5:00 Alemania	ZEW Survey Current Situation	Jul	0	-9.1
mar 06 5:00 Zona Euro	Retail Sales MoM	May	--	-3.1%
mar 06 10:00 EEUU	ISM Services Index	Jun	63.9	64
mié 07 2:00 Alemania	Industrial Production SA MoM	May	-0.3%	-1.0%
mié 07 14:00 EEUU	FOMC Meeting Minutes	Jun 16	--	--
jue 08 8:30 EEUU	Initial Jobless Claims	Jul 03	--	364k
vie 09 2:00 Reino Unido	Monthly GDP (MoM)	May	--	2.3%
Emergentes				
dom 04 21:45 China	Caixin China PMI Services	Jun	55.1	55.1
lun 05 1:00 India	Markit India PMI Services	Jun	--	46.4
lun 05 9:00 Brasil	Markit Brazil PMI Services	Jun	--	48.3
mar 06 4:00 Taiwán	Unemployment Rate	May	3.7%	3.7%
mié 07 4:00 Taiwán	CPI YoY	Jun	2.1%	2.5%
mié 07 4:00 Taiwán	Exports YoY	Jun	30.3%	38.6%
mié 07 4:00 Taiwán	Imports YoY	Jun	33.4%	40.9%
mié 07 8:00 Brasil	Retail Sales Broad MoM	May	--	3.8%
mié 07 15:00 Argentina	Industrial Production YoY	May	--	55.9%
jue 08 3:00 Malasia	BNM Overnight Policy Rate	Jul 08	1.75%	1.75%
jue 08 7:00 México	CPI YoY	Jun	--	5.9%
jue 08 8:00 Chile	CPI YoY	Jun	--	3.6%
jue 08 8:00 Brasil	IBGE Inflation IPCA YoY	Jun	--	8.1%
jue 08 19:00 Perú	Reference Rate	Jul 08	--	0.25%
jue 08 21:30 China	CPI YoY	Jun	1.3%	1.3%
jue 08 21:30 China	PPI YoY	Jun	8.8%	9.0%