

MERCADOS



Durante el mes de enero gran parte de los mercados accionarios cerraron a la baja y observamos un aumento en la volatilidad. Estos resultados se explican por la especulación de inversionistas minoristas en plataformas de *e-trading*, un alza en los contagios de Covid-19 y un ritmo de inoculación más lento de lo anticipado. Por otra parte, Estos Unidos anunció un nuevo paquete de estímulo fiscal.

Este año 2021 que recién comienza, no estará exento de volatilidad e incertidumbre producto de la denominada segunda ola de contagios, pero la diferencia será que ya se tiene experiencia de cómo enfrentarlos, por lo cual los fuertes estímulos fiscales y monetarios se mantendrían por un largo tiempo llevando a los inversionistas a buscar valor en diferentes tipos de activos.

Los principales puntos a estar monitoreando durante este año son: primero, cómo se está desarrollando el proceso de vacunación tanto en su alcance como su implementación en los países desarrollados más afectados por la(s) nueva(s) ola(s) de contagios; segundo, esperar que los resultados corporativos cumplan con las expectativas del mercado y, tercero, observar si la recuperación de la economía global empieza a activar el comercio permitiendo que algunas regiones o países que quedaron rezagados empiecen a recuperar el terreno perdido.

Si esto ocurre, es probable que se observe un cambio de los flujos de inversión desde Estados Unidos a países emergentes, algo que se ha visto en estas primeras semanas del año con el comportamiento de la renta variable asiática.

Esto es consecuencia de las medidas que se tomaron para controlar los contagios, las que permitieron que salieran más rápido de la baja económica que otros países emergentes.

Sin embargo, esto no significa que se produzca una baja muy fuerte en las inversiones en Estados Unidos, ya que la economía de este país seguirá con su senda de crecimiento por lo cual los precios de las acciones debieran mantener la tendencia alcista vista durante el 2020 quizás sin tanta fuerza, pero al alza.

En lo que respecta a la dinámica económica, China lideró la recuperación de las economías globales, cerrando el año 2020 con un crecimiento positivo, mientras que Estados Unidos y la Unión Europea, a pesar de haber mostrado una recuperación durante la segunda mitad del año, ésta no fue suficiente para contrarrestar la caída mostrada en el *peak* de la pandemia.

En ámbitos de sectores, las inversiones en tecnología, las farmacéuticas, tecnologías verdes, electro movilidad, consumo y todo lo relacionado al concepto ESG debieran tener y/o mantendrían su senda alcista en los precios.

Figura 1. Propagación del COVID vs Volatilidad en los mercados



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

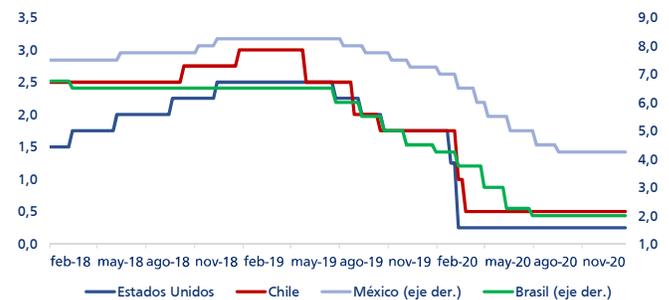
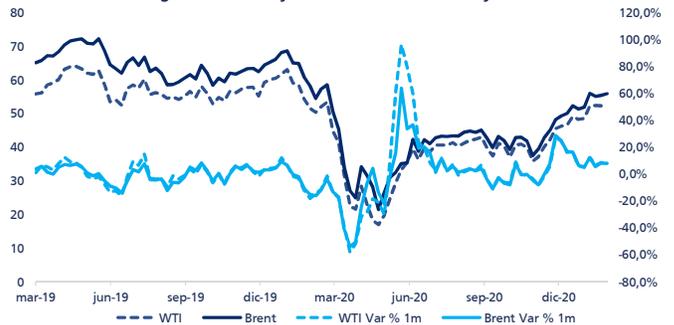


Figura 3. Precios y variación mensual: WTI y Brent



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Enero fue un mes particularmente débil para los mercados accionarios latinoamericanos, con rendimientos negativos en todos los mercados de inversión con excepción de Chile y con resultados negativos tanto de mercados emergentes y desarrollados. Las monedas explican parte de esta debilidad, liderada por el con el peso chileno, argentino y real brasilero depreciándose en torno a 3,5% durante el mes.

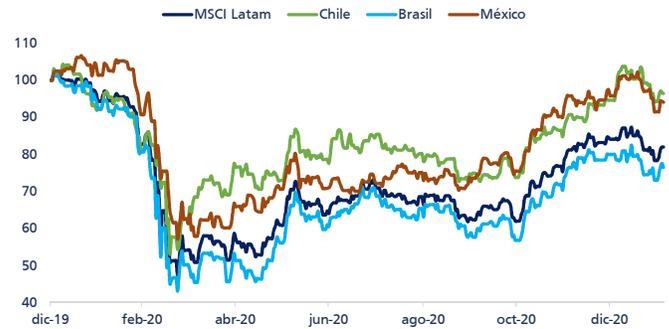
Entre los mercados más relevantes, Brasil alcanzó una caída de 8,7% en dólares estadounidense, explicada por un Bovespa retrocediendo 3,3% (en moneda local) durante el mes, mientras que las expectativas de utilidades fueron corregidas al alza para 2021 y la entrada de flujos extranjero se mantuvo en terreno positivo por cuarto mes consecutivo. Así, el mercado brasilero terminó el mes transando a 11,3x P/E Fwd, virtualmente en línea con su promedio histórico y a niveles atractivos considerando el nivel de tasas de la economía y la valorización relativa versus otros mercados de la región.

Se esperan que los resultados del 4T del 2020 mantengan la tendencia de recuperación observada durante el trimestre anterior en línea con la gradual apertura de la economía. No obstante, las últimas cifras relacionadas con la pandemia muestran una aceleración en los contagios que debiesen traducirse en nuevas medidas de confinamiento, obstaculizando la recuperación económica durante el 1T de 2021 e incrementando la presión sobre el balance fiscal al renovar discusiones para extender los programas sociales de emergencia, aunque sean de menor magnitud y un menor alcance más moderado.

En el intertanto, la elección de los nuevos presidentes de la cámara de diputados y del senado, le dan un nuevo empuje al proceso de reformas. Ambos congresistas fueron apoyados por el gobierno de Bolsonaro, por lo que se espera trabajen alineados con los planes de gobierno y apoyen las medidas de disciplina fiscal. El proceso de vacunación será clave para la normalización de la economía y para la definición de las políticas públicas y dar señales claras al mercado en cuanto al compromiso con la disciplina fiscal de largo plazo para la economía. Actualmente, las expectativas consideran que el 50% de la población pueda ser inmunizada hacia la segunda mitad del año.

Nos mantenemos positivos en Brasil de la mano de valorizaciones atractivas, menor riesgo político que podría además traducirse en una renovada agenda de reformas, soporte a la disciplina fiscal y una potencial apreciación del tipo de cambio en el mediano plazo.

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



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Por el lado de México, el índice local cayó 2,43% en moneda local durante enero, traducéndose en una caída de 4,51% en dólares estadounidenses como consecuencia de la depreciación de la moneda. El foco continúa por el lado político a medida que se acercan las elecciones de medio término en junio de este año. Creemos que el flujo noticioso relacionado con las elecciones se traducirá en altos niveles de volatilidad para el mercado, especialmente de la mano del discurso del presidente, que podría tomar un tono más agresivo en contra del sector privado.

En cuanto a la actividad, la recuperación de la economía se ha visto por el lado externo. Tal como hemos venido señalando en meses anteriores, la diversificación geográfica de las compañías listadas en bolsa y la exposición a Estados Unidos de la economía mexicana, permitirían darle soporte a la recuperación en el mediano plazo, de la mano de un mayor nivel de remesas, mayor actividad industrial en la parte norte del país relacionada con exportaciones manufactureras a Estados Unidos y el impacto positivo de los estímulos de este país en las operaciones de las compañías mexicanas con operaciones en EE UU. Todo esto permitiría que el mercado accionario se desacople de la historia de la economía mexicana que pueda seguir presentando rezago en la inversión privada y pública en el mediano plazo.

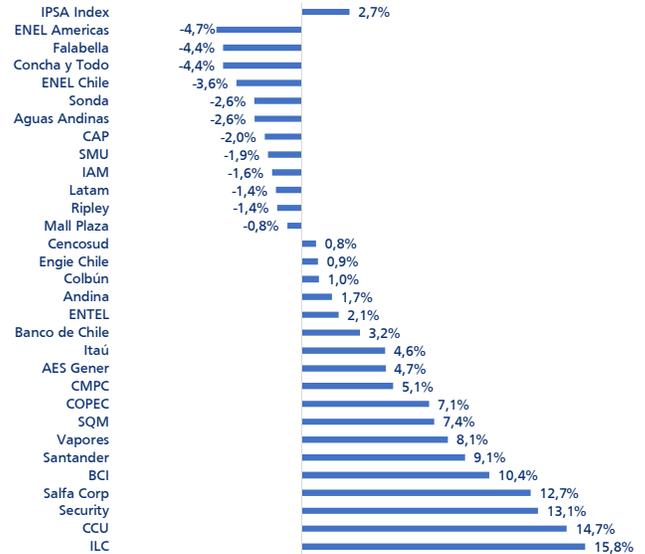
El mercado mexicano está tranzando a 14,1x P/E fwd, equivalente a una desviación estándar bajo su promedio histórico. Si bien menos del 20% de las compañías han reportado, los resultados del 4T del 2020 hasta ahora han mostrado tendencias positivas, con una recuperación en línea con lo visto en el 3T. Creemos que los fundamentales de las compañías permitirían una revisión al alza en las estimaciones de utilidades y dadas las expectativas de una política monetaria expansiva, las valorizaciones se encuentran en niveles atractivos, aunque la selectividad es clave en este mercado.

Finalmente, el mercado chileno fue el único mercado con retornos positivos en la región. La bolsa chilena rentó un 2,7% (-0,32% medido en dólares) alcanzando su tercer mes consecutivos de ganancias. Las perspectivas parecen mantenerse favorables debido a que se mantienen los ingresos de flujos a la región y el precio de las materias primas se sostienen en niveles altos (cobre cerro enero con un avance de 1,1%) explicado por el optimismo asociado los altos niveles de estímulo, bajas tasas de interés y el inicio del proceso de vacunación. Los flujos extranjeros continuaron su tendencia positiva en enero apoyado por los efectos cascada asociada a la entrada de flujos en mercados Emergentes y Latinoamérica, mientras que los flujos asociados a los fondos de Chile continúan mostrando caídas en el mes, posiblemente asociado al encarecimiento del peso chileno. A nivel de valorizaciones, la bolsa local transa en niveles 14,2x P/U forward, lo que significa un descuento de 7,1% respecto de su media histórica (15,3x). Pese a que la actual valorización aún se sitúa en tramos atractivos respecto de su historia, nuestras valorizaciones internas se muestran más ajustadas.

Nuestra tesis para la bolsa local sigue siendo constructiva apoyado en los sólidos fundamentales macro respecto de sus comparables regionales (especialmente a nivel de deuda soberana y desempeño del precio del cobre), valorizaciones atractivas en términos relativos y ajustada por tasas de interés, lo que se suma a un alto nivel de contratos de suministro de vacunas que le permitiría tener una aceleración en la vacunación símil a países desarrollados y no siendo descartable alcanzar una inmunidad de manada durante la primera mitad de 2020. Lo anterior nos debería llevar a ser altamente optimista con el desempeño de la bolsa local a futuro, sin embargo, creemos que la discusión constitucional y el abultado ciclo eleccionario pone una pendiente algo más pronunciada a la recuperación versus la región debido a la mayor incertidumbre.

Los mayores riesgos de esta tesis de inversión se focalizan en: (i) aumento en la tensión política y comercial entre China y EE.UU.; (ii) que los avances en la reapertura sean frenados un mayor contagio o lenta implementación en la vacunación; (iii) que la reapertura venga de la mano con mayores manifestaciones violentas que extremen las posiciones políticas; (iv) 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.

Figura 4. IPSA y sus componentes: Retornos MTD



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Durante el mes de enero, las tasas de interés del tesoro americano continuaron al alza, así como la pendiente de la curva, lo que perjudica los bonos de más largo plazo. Por otra parte, el cambio de mando en los EE.UU. se realizó en forma pacífica y el presidente Biden anunció entre otras cosas el envío de un paquete de estímulo económico de \$1,9 millones de millones de dólares al Congreso, el cual creo gran expectativa entre los inversionistas.

No obstante, a lo anterior, el apetito por riesgo en renta fija no se vio favorecido, tanto en los mercados desarrollados como en los emergentes. Y en donde a diferencia de los meses anteriores, Latinoamérica tuvo el peor rendimiento tanto en *Investment Grade* como en *High Yield*. Parte de la explicación se debe al mal rendimiento de Argentina, dada la reestructuración obligatoria que impuso el Gobierno a las empresas y provincias. A principios de mes le tocó a YPF salir a renegociar la deuda con pocos resultados hasta el momento. También debe influir que Latinoamérica es la región emergente con mayor duración en su deuda, lo que la hace más sensible a los movimientos en la tasa.

El año comienza con importantes caídas en las tasas de interés en UF y reducción en los niveles de spread corporativos. Las principales caídas las observamos en el BTU a 3 y 5 años y en los bonos bancarios en esa zona de duración, donde los *spreads* llegaron a niveles en torno a 40 puntos para el rating AAA. Esto se explica principalmente por las altas expectativas de inflación para los próximos meses, lo que ha generado entrada de flujos importantes a fondos de RF local en dicha moneda. Además, la compensación inflacionaria a 5 años que se encontraba a nuestro juicio muy castigada (en torno a 2,7%) se ajustó a niveles razonables en torno 3%.

© Copyright 2020 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 sujetas 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