

MERCADOS



En febrero, el S&P 500 se retrajo c1.4%, en un contexto de creciente incertidumbre por la guerra comercial iniciada por la administración americana y los reportes de actividad económica más débiles en EE. UU. En Europa, el partido de la Democracia Cristiana alemana obtuvo la victoria electoral, aunque la extrema derecha avanzó en su representación en el Bundestag. En Latinoamérica, febrero fue un mes negativo con el MSCI Latam, registrando una caída mensual de 1,85% en dólares. Este retorno, si bien similar al desempeño de la bolsa de EE.UU., se compara negativamente con retornos positivos de mercados emergentes y de Europa. El gran rezagado fue el índice MSCI Brasil, con una caída de 4,74% en dólares, explicado en parte por una depreciación del Real y la falta de anuncios materiales respecto a la situación fiscal. El MSCI Mexico se mantuvo en terreno positivo, acumulando un retorno de 2.8%. El mayor catalizador fue el resultado de las negociaciones entre el gobierno mexicano y la administración de Trump que permitió postergar la implementación de tarifas durante un mes. El MSCI Chile cerró febrero con un retorno positivo de 3,85% en dólares. La aprobación de la reforma de pensiones continuó siendo un catalizador positivo para la bolsa, lo cual se suma a los buenos datos actividad económica y empleo. El mercado de bonos latinoamericanos denominados en dólares estadounidenses continuó registrando ganancias en el mes, con los bonos de grado de inversión recuperándose con fuerza a medida que los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE. UU. se redujeron debido a los buenos datos de inflación y la creciente posibilidad de una desaceleración de la economía americana.

En un nuevo episodio de la guerra comercial, el presidente Trump anunció un nuevo aplazamiento en la aplicación de aranceles a México y Canadá por 25%, mientras que mantuvo la aplicación de un nuevo incremento a la importación de productos chinos por un 10% adicional. Además, Trump presentó medidas para limitar el gasto chino en sectores estratégicos de EE. UU. y propuso sobretasas para buques comerciales chinos. Los mercados globales también enfrentaron turbulencias debido a reportes de actividad económica más débiles en EE. UU.

En Europa, la CDU/CSU de Alemania obtuvo una victoria electoral, con la AfD de extrema derecha avanzando al duplicar su representación en Bundestag y el SPD disminuyendo su apoyo. El líder de la CDU, Friedrich Merz busca formar una coalición con el SPD, enfocándose en política exterior, seguridad e inmigración.

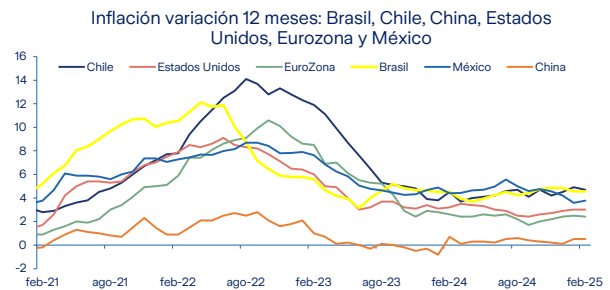
En Japón, el Banco Central podría aumentar las tasas de interés debido a la inflación, mientras que en Chile, el Consejo Fiscal Autónomo expresó preocupación por el déficit estructural y la credibilidad fiscal.

Además, la guerra comercial sigue siendo un riesgo, con Trump aprobando aranceles sobre aluminio y acero e imponiendo tarifas a México, Canadá y China. La posible negociación para finalizar la guerra en Ucrania también podría impactar positivamente los mercados europeos. En tecnología, la irrupción de DeepSeek podría cambiar el panorama de la IA.

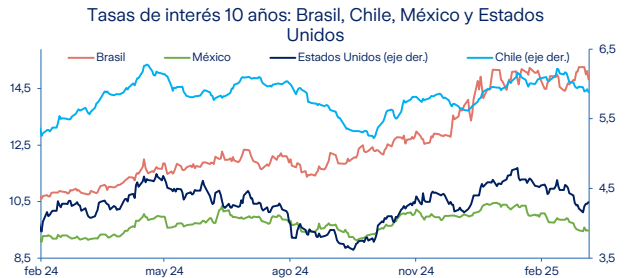
Febrero fue un mes negativo para el MSCI Latam, registrando una caída mensual de 1,85% en dólares. Este retorno, si bien similar al desempeño de la bolsa de EE.UU., se compara negativamente con retornos positivos de mercados emergentes y de Europa.

El gran rezagado fue el índice MSCI Brasil, con una caída de 4,74% en dólares, explicado en parte por una depreciación del Real de 0,7% durante el mes, y por falta de anuncios materiales por parte del gobierno respecto a la situación fiscal. Si bien el gobierno alcanzó el objetivo primario en 2024, se estima necesite medidas adicionales de al menos R\$25bn para cumplir el objetivo de 2025.

Adicionalmente, las últimas encuestas continúan mostrando un deterioro en la popularidad de Lula. Por un lado, el mercado le da una lectura positiva puesto que esta tendencia eventualmente pudiese traducirse en que el líder del PT descarte una reelección en 2026. Por otro lado, los más conservadores temen que esta caída en la popularidad lleve al gobierno a anunciar medidas de gastos más agresivas para mejorar su popularidad. No obstante, el gobierno no tendría mucho espacio para aumentar el gasto fiscal de manera significativa. Por ahora, el mercado mantiene sus expectativas de una tasa terminal entre 15-15.25% desde el nivel actual de 13.25%.



Fuente: Bloomberg L.P. Elaboración Propia



Fuente: Bloomberg L.P. Elaboración Propia

Por el lado corporativo, cerca del 60% de las compañías han reportado resultados del 4T24 y más del 68% de las compañías han reportado ingresos por sobre o en línea con las expectativas de mercado mientras que, a nivel de utilidades, el 50,8% reportó por sobre o en línea con las estimaciones. Durante el último mes, las expectativas de utilidades han corregido 1,5%, explicado principalmente por Petrobras, que representa cerca del 16% del índice y cuyos resultados estuvieron por debajo del mercado por mayores costos y capex.

No obstante, el índice continúa significativamente descontado al transar a 7.4x P/U fwd, equivalente a 1.24x desviación estándar por debajo de su promedio de 10 años y una prima de riesgo accionario de 5.98%, virtualmente en línea con los mayores niveles observados durante gobiernos de Dilma Rousseff, lo que nos lleva a pensar que el mercado tiene en precio gran parte de la incertidumbre.

Por su parte, el MSCI Mexico se mantuvo en terreno positivo durante febrero, acumulando un retorno de 2.8%. Parte del desempeño se explica por una apreciación del MXN de 0.6% y por retornos positivos virtualmente en todos los sectores. El mayor catalizador para el mercado mexicano fue el resultado de las negociaciones entre el gobierno mexicano y la administración de Trump, que les permitió postergar la implementación de tarifas durante un mes. Si bien la incertidumbre respecto a la relación comercial con EE.UU. continúa, el mercado valoró la posición del gobierno de México, enfocada en alcanzar acuerdos y a ceder ante los requerimientos de Estados Unidos en cuanto a migración y control del narcotráfico.

Por el lado macroeconómico, Banxico recortó la tasa en 50bps, a 9.50% en línea con las expectativas del mercado, mientras que las minutas señalan un recorte adicional de 50bps en la reunión de marzo y si bien no se descartan recortes adicionales, se espera que estos sean de menor magnitud. La expectativa del consenso para la tasa se encuentra en 8.5% para fines de 2025.

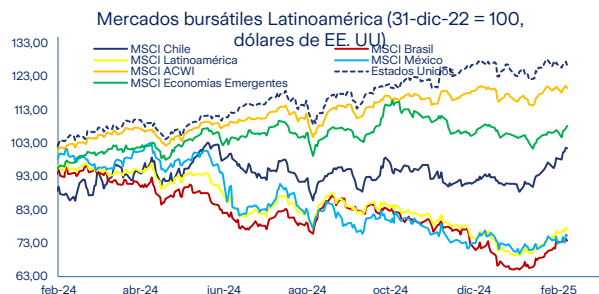
Finalmente, en el caso de México, la temporada de resultados está casi completa, con 58% de las compañías reportando ingresos por sobre o en línea del consenso, acumulando un crecimiento anual del 8.5%, con crecimientos en todos los sectores excepto por materiales. Por el lado de utilidades, sólo el 37.5% de los resultados superó las expectativas de mercado, explicado principalmente por un tipo de cambio depreciado. El mercado mexicano continúa altamente descontado, transando a 10.7x P/U fwd, 1.6x desviaciones estándar por debajo de su promedio de 10 años, siendo uno de los mercados más descontados de la región.

Creemos que, en el corto plazo, la volatilidad permanecerá en la región de la mano del escenario político y se hace necesario monitorear la narrativa del gobierno de Estados Unidos respecto a las tarifas, el foco del gobierno y congreso mexicano en una agenda reformista y en el caso de Brasil, mayor visibilidad en cuanto al compromiso con la disciplina fiscal y elecciones presidenciales del 2026. Adicionalmente, quedamos a la espera del gobierno Chino, respecto a sus objetivos de crecimiento y medidas de estímulos, que normalmente actúan como un catalizador para los mercados latinoamericanos por el lado de los commodities, beneficiando monedas y balances fiscales.

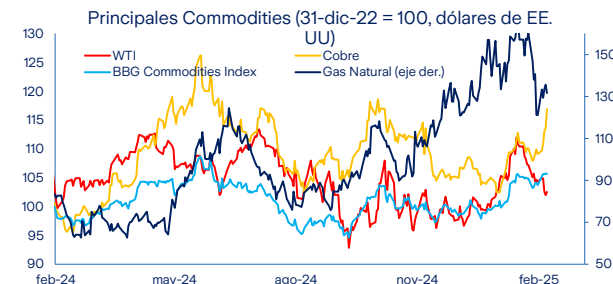
Los mercados Latam se mantienen altamente descontados tanto respecto a su historia como en términos relativos respecto a otras regiones, lo que ha permitido que en momentos de menor adversidad al riesgo, hayan mostrado retornos superiores a otros mercados.

El MSCI Chile cerró febrero con un retorno positivo de 1,84% (3,85% en dólares), la mayor rentabilidad en dólares se debe a la depreciación de la moneda americana a nivel mundial. En el plano local, la aprobación de la reforma de pensiones continuó siendo un catalizador positivo para la bolsa, lo cual se suma a los buenos datos actividad económica y empleo. Por la parte internacional la posibilidad de entrada de nuevos aranceles ha generado volatilidad en los mercados, lo cual también ha repercutido en el IPSA. Durante el mes las compañías con mejor desempeño fueron CCU y CyT, mientras que las compañías más rezagadas fueron SQM y CMPC. La bolsa local continúa descontada, está transando 10,9 veces P/U fwd versus su promedio de 13,6 veces de los últimos 10 años, por lo cual nos encontramos optimistas hacia futuro.

Nuestra visión de la bolsa local es neutral pero con un sesgo positivo. Seguimos creyendo que Chile desde la votación del plebiscito del año 2022 comenzó un proceso gradual de salida de los momentos políticos más complejos y radicalizados. Al revisar las estimaciones de utilidades de las compañías locales para el año 2025 se espera que la mayoría de las compañías presenten crecimientos importantes, y para los próximos años se espera que esta tendencia se mantenga debido a la baja base de comparación, a menores tasas de interés y a una mejora en las perspectivas económicas del país. Por el lado del precio de los commodities relevantes para Chile, el cobre continúa en niveles atractivos, Sin embargo, el precio de la celulosa y el litio, se mantienen en niveles bajos, aunque a pesar de esto esperamos que en un mediano plazo muestren un repunte asociado a una mayor demanda a nivel global.



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Al revisar los factores positivos que entrega invertir en la bolsa local podemos nombrar los siguientes i) positivos balances de oferta/demanda en commodities relevantes como cobre y el litio, junto con un favorable escenario de largo plazo asociado a las materias primas de Chile utilizados en la electromovilidad y en la generación de energías renovables; ii) las valorizaciones de las compañías siguen descontadas con respecto a su historia iii) las empresas locales se encuentran en un escenario económico desafiante, sin embargo, creemos que la parte más complicada del ciclo económico ya quedó atrás por lo cual las expectativas futuras son más auspiciosas sumado a que las compañías están bien preparadas en términos de posición financiera; iv) la percepción de Chile mejora desde la perspectiva institucional con la búsqueda de nuevos consensos, como lo fue la reforma de pensiones.

Sin embargo, los riesgos que nos llevan a estar neutrales son los siguientes i) un rebrote en la inflación debido a la depreciación en el tipo de cambio y la alza en las tarifas eléctricas, ii) Tasas de interés locales de largo plazo se mantengan altas debido a la correlación con las tasas externas, lo cual puede frenar la inversión ; iii) un enfriamiento en la economía durante el primer trimestre del año, iv) un entorno global menos favorable producto de una escalada en los diferentes conflictos bélicos que hay en el mundo, un deterioro en la economía China lo cual pueda afectar de manera importante el precio de los commodities y que Estados Unidos aumente e imponga nuevas tarifas arancelarias a diferentes productos, lo cual puede afectar la evolución de la economía a nivel mundial.

En febrero, el mercado de bonos latinoamericanos denominados en dólares estadounidenses continuó registrando ganancias, y las emisiones de grado de inversión se recuperaron con fuerza a medida que los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE. UU. se redujeron debido a los buenos datos de inflación y la creciente posibilidad de una desaceleración del PIB debido a las "políticas" disruptivas de la administración Trump que han encendido la incertidumbre y el caos, factores detractores para la confianza de las empresas y los consumidores. El mercado cambió rápidamente su visión de no haber recortes de tasas de la Fed e incluso aumentos en 2026 a 2 o 3 recortes en 2025. Así, se anticipa que este contexto volátil continúe al menos en el corto plazo.

Tras un análisis exhaustivo, el fondo completó en gran medida su estrategia para reducir la exposición a los bonos de grado de inversión de ultra larga duración y aumentar su posición en emisores de alto rendimiento menos conocidos.

Sumamos tres contratistas de Petrobras, con Oceanic convirtiéndose en nuestra mayor tenencia. Este contratista de mantenimiento en alta mar parece tener un precio subvaluado, con un rendimiento del 14% y una calificación crediticia B. Los nuevos contratos a lo largo de 2025 comenzarán a producir flujo de caja, y la empresa debería desapalancarse rápidamente.

El fondo también sumó a Ecopetrol. A 15 meses de las elecciones presidenciales, hay una fuerte señal de que un gobierno más favorable a las empresas permitirá a Ecopetrol aumentar las reservas y la producción de manera más eficiente, así como mejorar el flujo de caja.

Seguimos sobre ponderados en Argentina, a la espera de un acuerdo con el FMI que ponga fin a los controles de capital y nuevas mejoras en la calificación crediticia. El fondo incorporó bonos de dos empresas de generación eléctrica con rendimientos considerables que parecen estar subvaluados, intercambiándolos por bonos de Pampa de menor rendimiento.

Durante el mes conocimos el IPC de enero que sorprende levemente por arriba con un registro alto que era esperado por el alza de las tarifas eléctricas.

Las tasas de gobierno muestran movimientos marginales de punta a punta lo que permite a nuestros fondos capturar de manera casi completa el devengo de la inflación.

Los niveles de spread caen marginalmente y vemos una alta demanda por bonos corporativos de buena clasificación (AAA y AA).

Las expectativas de inflación disminuyen levemente pero aun las consideramos elevadas y esperamos futuras correcciones de la mano de la caída del tipo de cambio y del término del efecto directo de tarifas eléctricas.

© Copyright 2024 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