

MERCADOS



Luego de caídas en gran parte de los mercados accionarios el mes anterior, en octubre se evidenció una recuperación casi generalizada, impulsada por dos factores principalmente: i. los resultados corporativos del tercer trimestre en Europa y Estados Unidos vuelven a sorprender positivamente; y ii. disminuyó la incertidumbre en torno a la gigante inmobiliaria china “Evergrande”, donde el gobierno aún no ha realizado ningún rescate, logró cumplir con sus compromisos en el corto plazo, dando un respiro al sector y a la economía china. Sin embargo, a pesar de esta recuperación, continuaron los temores por el alza en la inflación experimentada en una mayor medida en economías emergentes, pero también en economías desarrolladas, afectadas por problemas en la cadena de suministros, y donde la escasez ha generado alzas en los precios de materias primas. En Chile, continuó la incertidumbre en torno a las discusiones sobre un cuarto retiro, aunque durante el mes su aprobación se hizo menos probable, lo cual dio un respiro al mercado accionario y significó una caída en las tasas de interés en los instrumentos de deuda de gobierno.

Durante octubre dos hechos dominaron el escenario bursátil internacional. En primer lugar, tenemos los temores surgidos por el problema de insolvencia mostrada por la principal inmobiliaria china (Evergrande) han comenzado a diluirse, donde si bien no se presentó un rescate por parte del gobierno chino, se ha logrado una cierta estructura de pagos y cumplimiento de los compromisos. Esto trajo calma a los mercados asiáticos. En segundo lugar, destaca el sólido reporte de resultados del tercer trimestre donde el foco se situó en los positivos rendimientos de las compañías americanas. Esto llevó a que los principales índices americanos y europeos tuviesen un mes alcista. En lo que se refiere a las plazas internacionales, destaca la caída del Bovespa en Brasil, como resultado del aumento en la incertidumbre fiscal.

A nivel global, continúan las preocupaciones respecto al impacto que los problemas en las cadenas de suministros y el alza en el precio de la energía pudiesen tener en la inflación. Por otro lado, los riesgos de desaceleración en China, revisiones a la baja en el crecimiento de Estados Unidos, los retiros de estímulos monetarios y una alta inflación, que según han reconocido los bancos centrales, podrían durar más de lo esperado, siguen aportando volatilidad a los mercados accionarios.

Por su parte, el avance en el trámite legislativo del cuarto retiro de ahorros previsionales ha sido más lento de lo previsto y existe una menor probabilidad de que esto prospere. Esta noticia afectó tanto el mercado de bonos locales como la paridad cambiaria. De hecho, los instrumentos de deuda nominativas en moneda chilena tuvieron una performance positiva en la última parte del mes. Por su parte, la bolsa tuvo un mes negativo derivado de la incertidumbre electoral. En lo que respecta a la dinámica de la economía real, el último IMACEC publicado muestra mejoras totalmente divorciadas del desempeño de los activos locales. Finalmente, a nivel local, los próximos meses estarán marcados por el desarrollo de la convención constitucional y las elecciones presidenciales/parlamentarias.

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

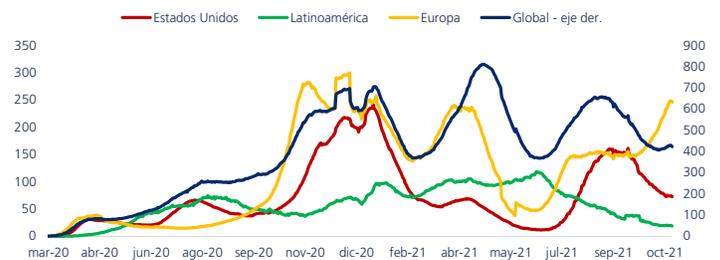


Figura 2. Inflación variación 12 meses: Brasil, Chile, China, Estados Unidos, Eurozona y México

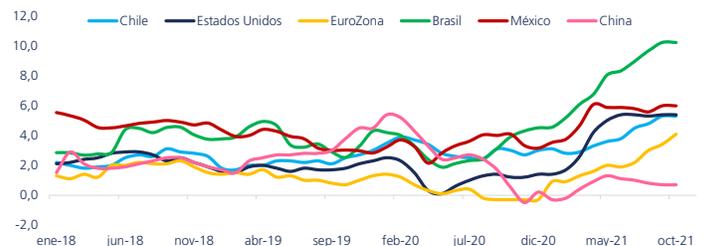


Figura 3. Tasas de interés nominales 10 años: Brasil, Chile, México y Estados Unidos



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

El índice accionario MSCI Latinoamérica rentó -5,38% en dólares, afectado por los retornos de Brasil y Chile, mientras que Perú y Colombia estuvieron en terreno positivo, que en conjunto tienen una ponderación equivalente a un 5,5% del índice. A nivel sectorial la corrección estuvo impulsada por Consumo Discrecional y Salud, mientras que los sectores de TI y Telecomunicaciones lideraron las alzas. En cuanto a monedas, tuvieron una depreciación promedio de 0,8%, siendo el real brasilero la moneda más impactada, mientras que el sol peruano fue la más resiliente. El índice de commodities rentó 2,6% en octubre, impulsado por el petróleo WTI (11,4% en dólares), mientras que el cobre y el hierro que son los más relevantes para la región tuvieron retornos de 6.3% y -9.8% respectivamente.

Latinoamérica está transando a 8,9x P/U, nivel que se encuentra bajo los alcanzando al inicio de la pandemia, lo que se traduce en un descuento de 30% respecto a su promedio de 10 años, y un descuento de 29% respecto mercados emergentes versus el 9% de premio al que transaba durante la última década. Este descuento se explica por: i) el desempeño negativo en lo que va del año, donde el MSCI latinoamericano ha caído cerca de 10% en dólares; mientras que el indicador de mercados emergentes ha estado casi plano; ii) las revisiones de utilidades, que en lo que va del año, para Latinoamérica se han corregido 38% mientras que sólo un 10% para emergentes.

Durante el último mes hemos visto correcciones a la baja en las utilidades para Latinoamérica tanto para 2021 como para 2022 de casi 5%, explicado principalmente por Brasil. Si bien la valorización es atractiva, y la región podría beneficiarse del mayor apetito por riesgo a nivel global y la reapertura dado el avance en el proceso de vacunación, nos gustaría destacar riesgos relacionados con: i) inflación sostenidamente más alta de lo esperado, lo que ha llevado a los bancos centrales de la región a aumentar de forma significativa las tasas de interés por sobre lo que estamos viendo en países desarrollados, ii) el impacto de mayores tasas tanto en el mercado accionario a través de un mayor costo de capital, y en las expectativas de crecimiento (con correcciones a la baja tanto para 2021 como para 2022); iii) correcciones a la baja en las utilidades esperadas para 2022 lo que le quitaría atractivo a las valorizaciones y iv) el riesgo político, dado que la región enfrenta un importante calendario electoral, tanto a nivel presidencial como legislativo durante los próximos meses, lo que aumenta la incertidumbre y volatilidad en los mercados, es por esto que mantenemos nuestra estrategia de selectividad tanto en países como en compañías.

Figura 4. Mercados bursátiles Latinoamérica (31-dic-20 = 100, dólares de EE. UU)



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

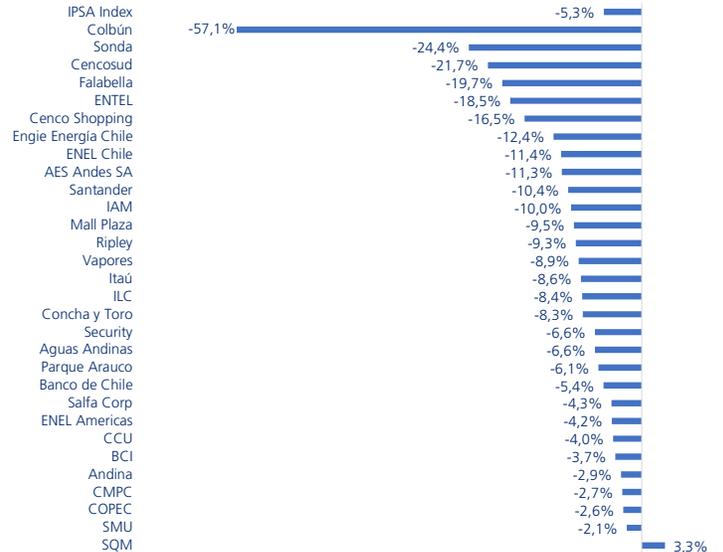
El mercado accionario brasileño (MSCI Brasil) rentó -9,07% en dólares, con una depreciación de 3,4% de la moneda siendo la moneda más rezagada en la región durante el mes. Con esa corrección el índice lleva 4 meses de caída acumulando un retorno de -33% en dólares. La caída del mercado accionario se explica principalmente por un clima de incertidumbre tanto en el ámbito político como en el ámbito fiscal. Por una parte, como se comentó en los meses anteriores, un eventual aumento en el gasto fiscal se traduciría en un mayor estrés sobre la credibilidad fiscal, donde las transferencias otorgadas a principios de año significaron un aumento en el techo de deuda, que fue acompañado con un compromiso de mantener una responsabilidad fiscal durante el resto del año. Aún a pesar de lo anterior el gobierno anunció un nuevo programa social, que aumentaría tanto el número de beneficiados como el monto asociado. Así, se esperaba una ayuda de R\$300 reales al mes, que cumpliría en cierta medida con las cuentas fiscales, sin embargo, de manera inesperada, el gobierno decidió aumentar el monto del programa, lo que no cumpliría con el límite del gasto. Además, el gobierno solicitó adelantar la revisión de las condiciones del límite del gasto fiscal que estaban fijadas para 2026. Por otra parte, el anuncio de nuevos programas de asistencia ha estado acompañado por una caída en la popularidad del presidente y la cercanía de un año electoral. Estos eventos causaron la renuncia de parte del equipo económico, y preocupaciones de si finalmente el ministro Pablo Guedes dejaría el gobierno, lo que hasta ahora ha sido descartado. Estos eventos lo que han hecho es afectar considerablemente la confianza de los inversionistas y aumentar los cuestionamientos sobre la sostenibilidad de la única ancla fiscal que tenía el país, ya que, si se están traspasando los límites en esta ocasión, nada descarta que se pueda repetir, o incluso que existan gastos que se comiencen a dejar fuera del cálculo del gasto, lo que impacta la consolidación fiscal que tanto necesita Brasil.

Toda esta incertidumbre fiscal, sumando a datos de inflación sobre lo esperado, llevaron a que el Banco Central, en su última reunión aumentará la tasa de política monetaria en 150 puntos base, encima de los 100 esperados inicialmente, dejando la tasa SELIC en 7,75%. Es así como también han aumentado las expectativas para el nivel de la tasa del fin de este ciclo, que actualmente se encuentran en 10.25%, nivel que no se alcanza desde 2017.

El impacto de la mayor tasa de interés, el alza en la inflación, la sequía que enfrenta el país (aunque los riesgos de racionamiento han disminuido en el margen), junto con factores globales como la desaceleración en China, han llevado a correcciones a la baja (según la encuesta Focus del Banco Central de Brasil) para el crecimiento tanto para 2021 como para 2022, a 4,97% y 1,2% (desde 5,04% y 1,57%, respectivamente); con estimaciones que incluso hablan de una recesión para 2022. Si bien el gobierno sigue enfocado en encontrar una solución al menos temporal al límite del gasto, y avanzar en la agenda de reformas y privatizaciones, creemos que hoy estos eventos, son más que nada un riesgo al alza en el caso de inversión.

El índice está transando a 7,3x P/U fwd, un 36% de descuento respecto a su promedio histórico, y siendo uno de los más baratos entre países emergentes, sin embargo, en el último mes hemos comenzado a ver revisiones a la baja para las utilidades, tanto para 2022 como para 2023 de casi 7% en promedio y considerando las presiones provenientes de un macro más desafiante, está tendencia podría seguir, impactando la valorización. Considerando el deterioro en las condiciones de mercado, hemos disminuido nuestra exposición a Brasil, centrándonos en empresas que puedan beneficiarse de un entorno de mayores tasas de interés, una moneda más depreciada, que tengan mayor exposición a dinámicas globales, y empresas de calidad, que han sido más resilientes en las crisis anteriores. Fundamentalmente, nos gustaría destacar, que las compañías, han venido haciendo su trabajo, reduciendo considerablemente su nivel de endeudamiento, y con mejores márgenes, lo que les permitiría enfrentar de mejor forma estos momentos más desafiantes. Creemos que existen oportunidades en el mercado, considerando la corrección que ha tenido, sobre todo en empresas de calidad expuestas a las dinámicas mencionadas anteriormente, lo que también se respalda en que durante el último mes hemos visto ingresos de flujos equivalentes al 7% de los activos bajo administración, y como hemos comentado anteriormente, la señal que están dando las compañías con 63 programas de recompra de acciones activos, por casi el 3% del valor de mercado en promedio, indicando que siguen viendo esta estrategia como una alternativa de inversión atractiva.

Figura 5. IPSA y sus componentes: Retornos MTD



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

El índice accionario MSCI de México rentó -0,26% en dólares, con una apreciación de 0,37% de la moneda. Así, el índice está transando a un 15% de descuento respecto a su promedio histórico. En lo que va del año México ha rentado 14,4% en dólares, siendo uno de los índices más rentables a nivel global, explicado, por su exposición a la recuperación más rápido de lo esperado en Estados Unidos, una moneda más resiliente, su calidad de mercado más "value", y como hemos comentado últimamente, que comparativamente con el resto de la región, México, presenta menos incertidumbre tanto política como fiscal. Luego de las elecciones de medio término, México sólo enfrentará nuevas elecciones en 2023, y en la parte fiscal, considerando que el gobierno no entregó ayudas durante la pandemia, presenta uno de los menores déficits fiscales de la región, por lo que hoy el índice, se podría considerar como el lugar de refugio en la región, que, además, no se ve afectado por las noticias de desaceleración en China dado que su principal socio comercial es Estados Unidos.

Al igual que el resto de la región, México se ha visto impactado por datos de inflación que han estado por sobre lo esperado, lo que ha llevado a que el Banco Central, decidiría aumentar nuevamente la tasa de referencia en 25 puntos base a 4,75%, movimiento que ha seguido dando soporte a la moneda. Si bien los datos de actividad de corto plazo se han visto afectados por la tercera ola de la pandemia y los problemas en la cadena de suministros, las estimaciones de crecimiento para 2021 se han mantenido estables en torno a 6%, igual que el 3% esperado para 2022.

Creemos que este nivel de crecimiento, sumado a resultados corporativos resilientes podrían llevar a correcciones en las utilidades, dado que el crecimiento esperado para 2022 se mantienen en un conservador 5%, lo que podría dar soporte a las valorizaciones.

Uno de los riesgos que hemos venido resaltando en México, son las 3 reformas constitucionales a las que está comprometido el presidente. A inicios de octubre, finalmente presentó la propuesta para reformar la industria energética, la que busca priorizar la generación de empresas estatales por sobre privadas, llevando la producción estatal del 46% actual a un 54%, lo que no sólo aumentaría los costos, dado que las generadoras públicas son menos eficientes, sino que también iría en contra de la tendencia global de transición a energías más limpias. Si bien es consenso que, de ser aprobada con las propuestas actuales, esta reforma impactaría considerablemente la inversión, hasta ahora el mercado accionario no ha reaccionado a esta propuesta, principalmente por 2 razones: i) luego de las elecciones, el gobierno ya no cuenta con mayoría para aprobar esta iniciativa, y ii) si se llegase a aprobar el consenso es que el gobierno tendría que ceder en algunos puntos. Todavía no existen plazos definidos para su legislación, pero es uno de los riesgos a monitorear.

Nosotros hemos venido aumentando nuestra exposición a México, que como comentamos se beneficia de un mejor entorno político y fiscal, presenta mayor exposición a dinámicas en Estados Unidos, y las compañías siguen reportando resultados sólidos, que podrían llevar a correcciones al alza en las estimaciones. Priorizamos nuestra exposición a nombres más líquidos, que tengan valorizaciones atractivas, y presenten fundamentales más sólidos

Argentina, tomando como referencia el índice MSCI Argentina IMI, rentó 7,51% en dólares, impulsado por el principal constituyente que es Globant (pesa 65% del Índice) que rentó 13,6% en dólares, es importante considerar que esta compañía está expuesta a dinámicas globales. En cuanto a los catalizadores del mercado, el 14 de noviembre se llevarán a cabo las elecciones parlamentarias, que tuvieron como antesala las primarias conocidas como PASO, y que dieron como vencedor a la oposición. Estas elecciones demostrarán si se repiten los resultados, o si todas las ayudas estatales que dio el gobierno, con el objetivo de recuperar votos dieron algún efecto. Como comentamos, la primera lectura de las elecciones fue positiva, pero luego comenzaron las preocupaciones de si el gobierno iba a decidir aumentar el gasto y con ello seguir impactando las cuentas fiscales. El diferencial entre el dólar oficial y el blue sigue aumentando, y si bien en el mercado están las expectativas de que se debería llevar a una devaluación del tipo de cambio oficial, el gobierno sigue con su postura de ir gradualmente.

Respecto a la renegociación de la deuda con el FMI, si bien se espera un acuerdo para el 1T22, declaraciones del presidente, de que no cederán frente a las presiones del Fondo, podrían complicar las negociaciones. Como hemos venido comentando, a fines de noviembre, Argentina saldrá de los índices de referencia de MSCI, y pasará ser un mercado stand alone, por lo que esperamos salidas de flujos, lo que, sumado a una macro desafiante, con una inflación esperada de 48% y un crecimiento de 2,2% para el 2022 (Bloomberg L.P.), mantenemos nuestra sub-ponderación.

El mercado accionario de Chile, medido por el MSCI de Chile cerró el mes con un rendimiento de -7,48% en dólares (-6,92% en pesos chilenos), en un entorno interno afectado por el posible nuevo retiro de los fondos de pensiones y la proximidad de las elecciones presidenciales y legislativas. La bolsa local mantiene su fuerte nivel de descuento transando a niveles 9,5x P/U fwd, lo que significa un descuento de 36% respecto de su media histórica y alcanzando niveles mínimos históricos comparables con escenarios como la crisis subprime y el peor momento del coronavirus. Las estimaciones de ganancias por el contrario mantienen, para nuestra sorpresa, su solidez con un alza de 6,1% durante el mes de octubre, pese a que esperamos ciertas correcciones bajistas en ciertos sectores tales como materias primas y eléctrico en las próximas semanas, tras las últimas publicaciones de resultados corporativos. Los flujos extranjeros cerraron en negativo para octubre.

Nuestra tesis para la bolsa local mantiene una perspectiva de neutralidad. El escenario externo luego de mucho tiempo comienza a dar leves señales menos alentadoras, con foco en la desaceleración China y la posible reacción de la Fed a las presiones inflacionarias, mientras que a nivel local el riesgo que se alcance un cuarto retiro previsional se mantiene, poniendo presión al peso que superó la barrera de los 800 y sin que esto tenga implicancias en la entrada de flujos a la bolsa local. Pese a lo anterior, Chile sigue presentando sólidos fundamentales apoyados en su exitoso plan de vacunación y un sólido control de pandemia, lo que se suma un aun atractivo precio del cobre, atractivas valorizaciones versus su propia historia, ajustadas por tasas y versus comparables, y finalmente, una favorable generación de flujo de caja en prácticamente todos los sectores que tendrían como consecuencia atractivos pagos de dividendos durante los próximos doce meses. Por otra parte, hemos observado una dinámica de mayor iliquidez en las últimas semanas a medida que se acercan las elecciones presidenciales y legislativas, lo que ha llevado al mercado a un tono de "wait and see".

Creemos que el mercado se focalizara en los siguientes factores de política interna y que pudieran cambiar el ánimo pesimista de los últimos meses: (i) aún a pesar de que se realice un cuarto retiro, este permita que futuros retiros sean aprobados con quorum mayores tales como 2/3 versus los 3/5 actuales; (ii) la composición del nuevo congreso; (iii) propuesta de candidatos comiencen a centrarse a medida que se acercan las elecciones.

Los mayores riesgos de esta tesis de inversión se focalizan en: (i) que los avances en la reapertura sean frenados un mayor contagio o lenta implementación en la vacunación o nuevas cepas resistentes a las vacunas actuales, especial foco con la variante Delta; (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; (iv) que un fuerte rebrote inflacionario genere una rápida alza de tasas en los mercados tanto locales como internacionales.

Octubre comienza con alzas importantes en las tasas de interés, en línea con un escenario incierto respecto al cuarto retiro de los fondos previsionales y al comunicado que haría el Banco Central luego de su reunión de política monetaria el pasado 13 de octubre. Luego de esto, a medida que avanzaba el mes vimos algunas correcciones de la mano de un cuarto retiro que se empieza a entrapar en el Senado y donde aumenta la probabilidad que no se apruebe, dando un respiro a la tasa local. A pesar de esto si analizamos la variación respecto al cierre del mes anterior, desde los 4 años hacia arriba, la tasa subió en promedio aproximadamente 50 puntos de manera paralela siendo el BTU a 2023 el único papel que mostró caídas, explicado por el alto IPC de septiembre y el aumento de las expectativas de inflación de corto plazo que hacen atractiva la inversión en UF corta para capturar este mejor devengo.

Las expectativas de alza en la TPM para los próximos meses y la incertidumbre respecto al escenario político local nos llevan a continuar privilegiando instrumentos de corta duración en UF, buscando mejores tasas en bonos corporativos y bancarios de buena calidad crediticia.

El mercado latinoamericano de renta fija en dólares mantuvo la tendencia decreciente, aunque en una forma más moderada. La tasa de los bonos del tesoro a 10 años subió cerca de 7 puntos base, en el mes. Los temores sobre la situación financiera de Evergrande en China se diluyó al considerarse contenida dentro China.

En términos de flujos a la renta fija, el mes de octubre reportó una salida de \$1.200 millones, no obstante, en la última semana hubo una fuerte entrada de flujos, por las razones explicadas precedentemente, en lo que va del año hay acumulado \$25.800 millones.

Al comparar los retornos entre las regiones emergentes, Latinoamérica tuvo mal desempeño, pero mejor que el de Asia Emergente. Y la categoría High Yield se comportó mejor que la Investment Grade, salvo para Asia dónde Evergrande aún hace ruido.

© 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