

MERCADOS



Durante el mes de noviembre se observó una alta volatilidad en los mercados accionarios, impulsados por el alza en la inflación tanto economías emergentes como desarrolladas, lo cual ha generado alzas en las tasas de interés. Por otra parte, el covid-19 continuó mostrando alzas en los contagios a nivel global, en adición a la aparición a finales de noviembre de la variante ómicron, lo cual generó una mayor volatilidad en los mercados accionarios. En Chile, luego del proceso electoral, se definió la composición del Senado y la Cámara Baja, y se espera la segunda vuelta, donde se enfrentarán los dos candidatos ganadores en la primera vuelta: José Antonio Kast y Gabriel Boric.

Durante noviembre dos hechos dominaron el escenario bursátil internacional. El avance de los indicadores inflacionarios en Estados Unidos y Europa se mantiene altas en relación con las metas propuestas por cada Banco Central. Durante noviembre dos hechos dominaron el escenario bursátil internacional. El avance de los indicadores inflacionarios en Estados Unidos y Europa, los que se mantienen altos en relación con las metas propuestas por cada Banco Central. Con esto, el mercado observó una subida de tasas de interés, previendo potenciales subidas de tasas de política y/o recorte de estímulos por parte de las entidades monetarias.

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. Lo anterior a pesar del bache sufrido en la última semana de noviembre producto del surgimiento de una variante del coronavirus.

Por su parte, a nivel local destacan las elecciones parlamentarias y presidenciales. En función de esto los activos chilenos presentaron una recuperación producto que el Senado quedó equilibrado en términos de las distintas fuerzas políticas, lo cual impulsará la moderación de las políticas en el siguiente periodo legislativo. El 19 de diciembre será la segunda vuelta presidencial.

Del escenario macroeconómico la principal duda en el horizonte radica en el tema inflacionario en el mundo desarrollado y ver como esta nueva variante del coronavirus pueda incidir en actividad económica para el 2022.

El índice MSCI Latinoamérica rentó -3,4% en dólares en noviembre, por sobre mercados emergentes, pero por debajo de mercados desarrollados. La corrección estuvo principalmente afectada por las caídas de Argentina, Colombia y México, mientras que Chile fue el único mercado de la región con retornos positivos, lo cual es explicado por los resultados electorales, donde se tiene un Congreso más equilibrado. A nivel sectorial, en Latinoamérica los sectores más afectados fueron tecnología, consumo esencial e inmobiliario, mientras que energía y servicios públicos tuvieron retornos positivos.

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

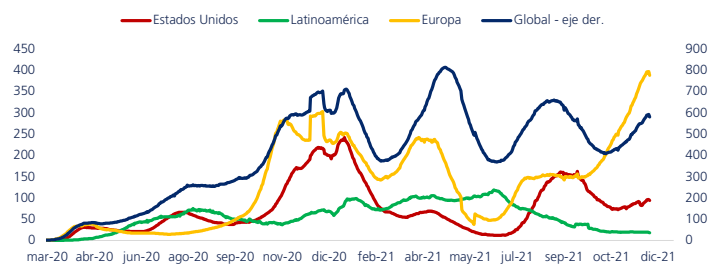


Figura 2. Inflación variación 12 meses: Brasil, Chile, China, Estados Unidos, Eurozona y México

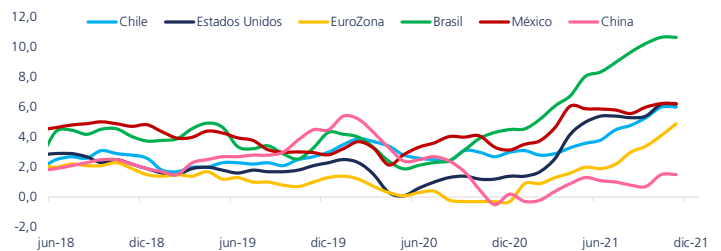
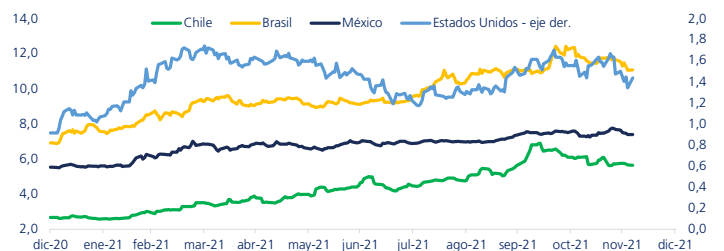


Figura 3. Tasas de interés 10 años: Brasil, Chile, México y Estados Unidos



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

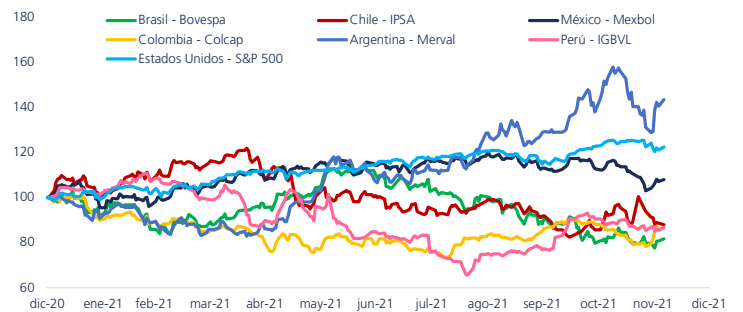
Las monedas latinoamericanas se depreciaron en promedio un 2,5%; con el peso colombiano y el peso mexicano liderando las correcciones, mientras que el real brasileño fue la única moneda que cerró apreciándose. En cuanto al índice de commodities de Bloomberg, tuvo una corrección de -7,31% durante el mes, con el WTI y el gas natural cayendo den el mes 19% y 17% respectivamente, mientras el cobre subió 0,9%, y el hierro cayó 5,3%.

A nivel de valorizaciones, la región está transando a 8,5x P/U fwd, 2,3x desviaciones bajo su promedio de 10 años y un 30% de descuento comparado a mercados emergentes. Este descuento se explica por: i) en lo que va del año Latinoamérica ha caído 13% en dólares versus la caída de 4,2% de mercados emergentes, y ii) por las revisiones de utilidades que se han corregido hacia arriba 10% en lo que va del año para mercados emergentes, pero 41% para Latinoamérica.

Desde la perspectiva de valorización, el nivel al que se transa la región continúa siendo atractivo, a pesar que para 2022 se espera una corrección hacia arriba en las utilidades interanuales, lo cual se debe principalmente al ajuste en Brasil, donde es importante destacar que, en el último mes, a pesar de un ambiente macro más desafiante para la región, las utilidades esperadas se han mantenido estables tanto para 2021 como para 2022; lo que debería seguir entregando soporte al mercado. Latinoamérica podría beneficiarse del mayor apetito por riesgo a nivel global y la reapertura dado el avance en el proceso de vacunación, aunque aún existen riesgos relacionados con esta tesis: 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. Aun así, considerando el nivel de descuento al que transa la región, creemos que gran parte de esos riesgos deberían estar en el precio, por lo que mantenemos nuestra estrategia de selectividad tanto en países como en compañías.

El índice MSCI Brasil rentó un -1,78% en dólares, acompañado por una apreciación de la moneda de 0,23%, luego de la caída de 9,07% que sufrió el índice en octubre. Así el índice está transando a 7,1x P/E fwd 2,4 desviaciones bajo su promedio de 10 años, explicado por el retorno de -25% en dólares en lo que va del año, mientras que, en el mismo periodo, las estimaciones de utilidades han corregido hacia arriba 53% y 32% para 2021 y 2022. En los últimos meses el retorno de Brasil ha estado relacionado con 2 temas principales: político y fiscal.

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



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

En la parte política, la baja aprobación del presidente, y las próximas elecciones presidenciales, siguen concentrando la agenda, con la espera de que pueda surgir un tercer candidato, para enfrentar las dos posiciones extremas que tenemos hoy. Mientras, que, en la parte fiscal, se espera la aprobación del congreso de la ley que permita financiar el nuevo programa de ayuda social. Sin embargo, el impacto de las modificaciones al ancla fiscal, y el aumento en la deuda para financiar estos nuevos proyectos, siguen impactando la credibilidad de los inversionistas en si el límite del gasto podría seguir siendo efectivo para poder consolidar la delicada situación fiscal del país. El gobierno sigue enfocado en la agenda de reformas y privatizaciones, que ayudarían a la situación del país, pero considerando que el próximo año es un año electoral, su aprobación es aún más compleja.

Brasil, al igual que el resto de la región se ha visto impactado por altos niveles de inflación, lo que, unido a la mayor incertidumbre fiscal, explican la decisión del Banco Central de acelerar el ritmo en la aceleración de la tasa de interés a 7,75% versus el 2% que tenían en marzo, lo que deja a Brasil como el país que más rápido ha retirado los estímulos monetarios. Con estos nuevos antecedentes, las expectativas de mercado son que la tasa alcance un 11,25% para fines de 2022 (10,25% era el esperado el mes anterior), nivel no visto desde 2017. El alza en las tasas de interés y la mayor incertidumbre fiscal, sumado a riesgos globales de una desaceleración en el crecimiento mundial, y una inflación más permanente de lo esperado, han llevado al mercado a corregir a la baja las estimaciones de crecimiento para el 2022 de 3,78% en junio a 0,51% en noviembre.

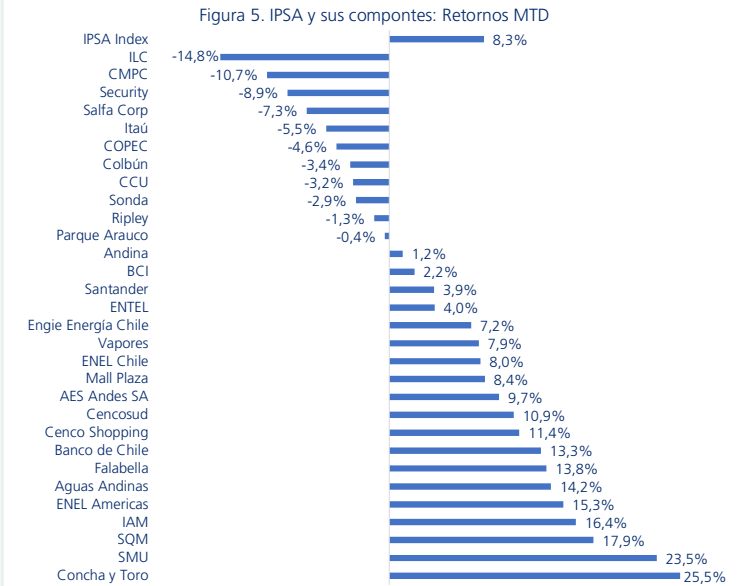
Considerando el deterioro en las condiciones de mercado, hemos disminuido nuestra exposición a Brasil, centrándonos en empresas que puedan beneficiarse de un entorno de mayores tasas de interés, una moneda más depreciada, que tengan mayor exposición a dinámicas globales, y empresas de calidad, que han 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 4% del AUM, 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. Finalmente, dada la corrección del Índice, que está transando a un importante descuento respecto a su historia, creemos que gran parte de los riesgos locales estarían en los precios, por lo que cuando veamos una normalización en los flujos, deberíamos ver mayor soporte en el mercado brasilero.

El indicador MSCI de México rentó -6,66% en dólares, parcialmente explicado por una depreciación de 4,3% de la moneda. Durante el mes el peso mexicano fue una de las monedas con los peores rendimientos explicado por factores externos como las expectativas del inicio del tapering en Estados Unidos, la amenaza de la nueva variante, pero sobre todo por factores internos relacionados con el sorpresivo nombramiento de la nueva gobernadora de Banxico.

El índice MSCI México tiene uno de los mayores retornos en la región en lo que va del año, y está transando a 12,7x P/U fwd, 1,6x desviaciones bajo su promedio de los últimos 10 años. Este descuento se sustenta en expectativas de crecimiento de utilidades de 8,61% para 2022, nivel que se encuentra por sobre lo esperado para Chile y para Brasil, lo que debería seguir entregando soporte a las valorizaciones.

Como hemos venido comentando, México se ha beneficiado de su exposición a Estados Unidos, y si bien se espera que la economía norteamericana modere su crecimiento, entre 2022 y 2024, seguirá creciendo por sobre los promedios históricos, lo que debería seguir impulsando a la economía mexicana, principalmente a través de exportaciones (manufactura podría recuperar si comienzan a ceder los problemas en la cadena de suministros, en especial el sector automotriz), remesas, y el plan de infraestructura que anunció recientemente el gobierno de Biden.



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

México también ha enfrentado datos de inflación sobre lo esperado, lo que ha llevado a que Banxico decidiera aumentar la tasa de referencia en su última reunión en 25bps a 4,75%, en una decisión que nuevamente no fue unánime, ya que un miembro del consejo sigue argumentando que la inflación es transitoria y que no deberían adelantarse con el alza de tasas. En cuanto a la actividad macro, los resultados del 3T se vieron impactados por la falta de suministros y la tercera ola de contagios a inicios del trimestre, lo que, unido a datos de inflación sobre lo esperado, el aumento en la tasa de interés, y una inversión que sigue rezagada, han llevado a que el mercado ajuste sus correcciones de crecimiento a la baja tanto para 2021 como para 2022. Sin embargo, este movimiento no se ha visto reflejado en las estimaciones de utilidades de compañías, posiblemente respaldadas en el conservador crecimiento de un 8% que se espera para éstas en 2022, que pareciera bajo considerando que los resultados han estado sobre lo esperado. Comparado con el resto de la región, México se debería seguir beneficiando de una menor incertidumbre tanto política como fiscal, dado que durante el próximo año sólo existirán elecciones menores (6 gobernadores), y el referéndum vinculante sobre la continuidad del gobierno.

Mientras que, por la parte fiscal, ante la falta de ayuda durante la pandemia, el país presenta una de las posiciones fiscales más sólidas entre los países de la región al menos de corto plazo. Sin embargo, y como hemos venido destacando, los riesgos de México siguen relacionados con la parte política, y el riesgo de las reformas constitucionales, aunque los principales escenarios consideran que no se aprobará o que de ser aprobada tendrá que ser diluida, dado que el impacto en la inversión y en el medioambiente serían relevantes. 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, con utilidades en niveles récords, lo que les ha permitido una fuerte generación de caja, y reparto de dividendos, ante las menores expectativas de inversiones, lo que junto con valorizaciones descontadas, que ya consideran, este entorno político más desafiante, constituyen un atractivo caso de inversión.]

En noviembre, el MSCI Argentina rentó -16,43% en dólares, explicado por la caída de BBVA Argentina, YPF y Transportadora Gas del Sur, mientras que el tipo de cambio oficial se depreció 1,2% en el mes. Con esta corrección el índice está transando a 12,8x P/E fwd, un premio de 32% versus su historia y de 50% comparado con el resto de la región (MSCI Latinoamérica), dado que la caída del precio del índice fue compensando con correcciones a la baja para las utilidades esperadas de 2021 y 2022 de -19% y -46% respectivamente.

El último mes, estuvo marcado por las elecciones legislativas del 14 de noviembre, las que confirmaron los resultados de las primarias de septiembre (PASO), con la oposición alcanzando el 42% de los votos a nivel nacional versus el 33% de la coalición gobernante, lo que implicó que el peronismo perdiera por primera vez desde 1983, la mayoría en el Senado, quedando sujeto a negociaciones para la aprobación de nuevas reformas. Luego de la derrota, el presidente Alberto Fernandez, se comprometió a enviar una propuesta económica multianual al congreso a inicios de diciembre, que busque un mejor entendimiento con el FMI, pero sin renunciar a los principios de crecimiento económico ni de inclusión social. Hasta ahora no se han tenido mayores detalles de la propuesta que debería aprobarse antes de la entrada de los nuevos legisladores.

Los problemas que aquejan a Argentina siguen presente con una inflación por sobre el 50%, un déficit fiscal que aumentó luego de todo el gasto fiscal que ejecutó el gobierno con el objetivo de recuperar votos, la disminución de las reservas internacionales, nuevas restricciones a la compra de pasajes aéreos y hoteles en el extranjero a través de tarjetas de créditos, el aumento de la diferencia entre el tipo de cambio oficial y paralelo (alcanzando 2,2x), y correcciones al baja en las estimaciones de crecimiento, lo que genera un ambiente de alta incertidumbre para empresas con exposición doméstica. El desafiante entorno macro sumado a la salida del país de los índices de referencia, desde mercado emergente a stand alone (compartiendo clasificación con países como Jamaica, Panamá y el Líbano), respalda nuestra sub-ponderación en Argentina.

El mercado accionario chileno, medido por el MSCI Chile cerró el mes de noviembre con un rendimiento de 7,83% (5,79% medido en dólares), dejando atrás dos meses consecutivos de perdidas, aunque es importante considerar que el selectivo local llegó alcanzar una rentabilidad de 16,8% a mediados de mes. Una composición más balanceada en el congreso junto con el rechazo del cuarto retiro de fondos previsionales explicó el positivo desempeño del mes, aunque la pérdida de momento hacia fines de mes se explicó por las dudas que genera una composición más polarizada en el congreso y la aparición de la nueva variante de Covid-19. La bolsa local mantiene su fuerte nivel de descuento transando a niveles 10,1x P/E fwd, superando dos desviaciones estándar bajo su promedio histórico y manteniéndose cercanos a los mínimos históricos comparables con escenarios como crisis subprime y el peor momento del coronavirus, mientras que las estimaciones de ganancias mantienen su solidez con un alza de 4,1% durante el mes de noviembre.

Nuestra tesis para la bolsa local mantiene una perspectiva de neutralidad, pero con un cambio a sesgo positivo tras los resultados de las últimas elecciones. Una composición más equilibrada del congreso llevaría a que los programas de gobierno logren centrarse.

El escenario externo pese a que ha ido moderándose especialmente desde la perspectiva de China, ya vemos que los analistas comienzan a apostar por una recuperación gradual y medidas de estímulos extras durante la primera mitad de 2022 que nos hace ser más optimista de la perspectiva extranjera. Los focos de riesgo se han focalizado en la nueva variante ómicron y si es capaz de reducir la efectividad de las vacunas. Por ahora seguimos a la espera de más información para ver si esto modifica nuestra visión.

Por otra parte, 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.

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 ómicron; (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 no se alcancen acuerdos para detener los retiros de fondos previsionales; (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; (vi) que un fuerte rebrote inflacionario genere una rápida alza de tasas en los mercados tanto locales como internacionales.

Noviembre fue un buen mes para la renta fija local, donde apreciamos caídas en casi todas las tasas de gobierno tanto nominal como UF respecto al cierre del mes anterior, mostrando un aplanamiento de la curva por mayores caídas en la parte larga. La parte más corta presenta alzas a medida que nos acercamos a la próxima reunión de política monetaria, donde se espera un alza de 125 puntos en la TPM. Cabe señalar que la volatilidad se mantiene alta, esto se vio reflejado luego de las elecciones presidenciales y parlamentarias donde tuvimos importantes caídas de tasas explicadas por el triunfo en primera vuelta del candidato de derecha y las elecciones de diputados y senadores que permitieron mantener un congreso bastante equilibrado que impediría cambios muy radicales. Sin embargo, los días posteriores se revierten en parte dichas caídas y las tasas vuelven a niveles similares vistos previo a las elecciones.

Otro tema relevante durante el mes fue el rechazo en el Senado al cuarto retiro y posteriores postergaciones a la discusión en la comisión mixta, esto le entrega cierta calma al mercado de bonos, manteniendo estables los niveles de spread y una oferta sobre 5 años de duración muy escasa.

En términos inflacionarios continúan las sorpresas con un registro de 1,3% en el IPC de Octubre (esperado 0,9%), explicado en gran parte por 2 ítems (paquete turístico y pasaje de avión). Con esto acumulamos en el año 5,8%. Aun esperamos altos registros durante los próximos meses y mantenemos nuestra preferencia por instrumentos en UF sobre pesos.

El mercado latinoamericano de renta fija en dólares siguió su tendencia a la baja, explicada por las dinámicas políticas en la Región y por las menores perspectivas de crecimiento en China. A final del mes, también influyó la aparición de la variante Ómicron del COVID, la cual podrá ser más contagiosa. Por otra parte, el bono del tesoro de los Estados Unidos mostró alta volatilidad en el mes, pero cerró a la baja 10 pb, por la aparición de la variante Ómicron del COVID.

En términos de flujos, hasta el 25 de noviembre, los mercados emergentes habían recibido flujos positivos en moneda dura, pero, con una tendencia negativa. A esa misma fecha, iba acumulado, en lo que va del año, USD 27 mil millones. Al comparar los retornos entre las regiones emergentes, Latinoamérica tuvo un mal desempeño quedando rezagada. Al verlo por tipo de activo, la categoría Investment Grade se comportó mejor que el HY. Finalmente, el desempeño de los mercados desarrollados superó al de los Emergentes.

© 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