

MERCADOS



Noviembre fue un mes positivo para los mercados a nivel general, principalmente con un alza liderada por mercados emergentes asiáticos. Dentro del mes tuvimos datos de inflación positivos lo que junto, los principales Bancos Centrales, empiezan a entregar señales de que la política monetaria alcista que hemos visto los últimos meses para controlar la inflación podría empezar a desacelerar o incluso terminar más pronto de lo esperado.

Los mercados desarrollados tuvieron un rendimiento menor respecto a los mercados emergentes, principalmente por un tema de flujos de entrada. Luego de resultados corporativos del tercer trimestre, las valorizaciones de las compañías se ven muy descontadas y esto genera oportunidades de compra, lo cual induce que entren flujos a las principales economías, sobre todo Europa, donde a pesar de las negativas perspectivas económicas. Sin embargo, a pesar del repunte de mercados emergentes, Latinoamérica principalmente por la incertidumbre fiscal en Brasil no tuvo rendimientos positivos como el resto de los mercados emergentes.

En China, se han generado protestas en contra de las medidas cero Covid, lo que ha llevado a algunas regiones a flexibilizar algunas medidas. La presión sobre el gobierno chino de flexibilizar más rápido las medidas cero Covid o incluso suspenderlas y tener un estado de la pandemia como en occidente ha aumentado en forma significativa. En la medida que esto vaya ocurriendo, las perspectivas económicas para China mejorarán, lo que podría generar flujos de inversión hacia la región e impulsar al alza el precio de los commodities, lo que además beneficiaría a Latinoamérica.

No obstante, lo anterior, el escenario económico global se mantiene bajo presión, con una inflación que sigue estando alta lo que nos hace mantener un portafolio de inversiones diversificado y con niveles de riesgo acotados. Sin embargo, señales positivas respecto de la inflación global podrían cambiar el sentimiento de los inversionistas impulsando los precios de los activos de riesgo.

Al cierre de noviembre las bolsas internacionales mostraron retornos positivos, siendo esta alza liderada por los mercados asiáticos.

Tras el discurso dado por la Fed donde se mostraron señales de un pronto término de la política monetaria focalizada en el control de la inflación y mejores datos inflacionarios a nivel general, los mercados reaccionaron favorablemente, a pesar de que no se han mostrado mejoras en los datos y proyecciones del crecimiento de las principales economías. Lo anterior se vio favorecido por los atractivos múltiplos de valorización que tienen gran parte de las bolsas líderes.

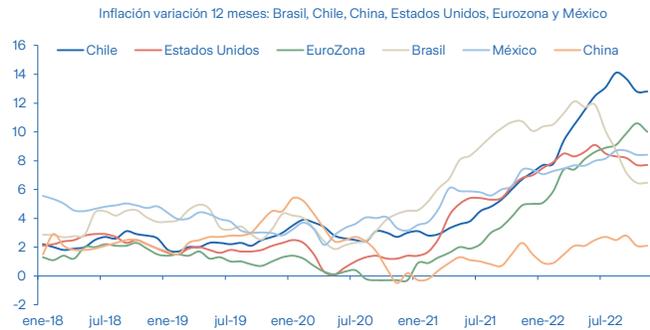
Ahora bien, se ha observado cierta reactivación en Asia, tras la reducción en China de medidas de protección del Covid. Esto se ha visto reflejado en mayor medida en los commodities, donde los precios han comenzado a subir de forma generalizada. Este mix de factores ha llevado a que noviembre fuese nuevamente un mes positivo, frenando la caída de los últimos meses.

Ahora bien, los indicadores inflacionarios en Estados Unidos, Europa y los principales mercados latinoamericano se mantienen altas en relación con las metas propuestas por cada Banco Central.

Con relación al conflicto bélico entre Ucrania y Rusia, no se han observado avances relevantes que permitan presumir un pronto término. Lo que si se ha observado es un mayor involucramiento de la comunidad internacional de forma indirecta en el conflicto.

Durante Noviembre Latinoamérica rentó -0,71% en dólares, por debajo de mercados emergentes y desarrollados, quienes se vieron beneficiados del dato de inflación bajo lo esperado en Estados Unidos, lo que aumentó de las expectativas de que la Reserva Federal reduciría la magnitud del aumento de tasas, y de las señales de que China relajaría algunas de sus medidas para contener la pandemia, luego de las protestas que se observaron.

El retorno de la región estuvo impulsado por Perú, Chile y México, mientras que Brasil fue el mercado más rezagado. En cuanto a las monedas, hubo una apreciación en promedio de 2,7%, liderada por el sol peruano y el peso chileno, en parte explicada por el positivo retorno de commodities que durante el mes rentaron +25% el hierro, 9,2% el azúcar y 10,6% el cobre, que son las materias primas relevantes para la región. El positivo performance de las materias primas impulsó al sector de Materiales que fue el destacado del mes, mientras que Salud y Consumo discrecional estuvieron en terreno negativo.



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

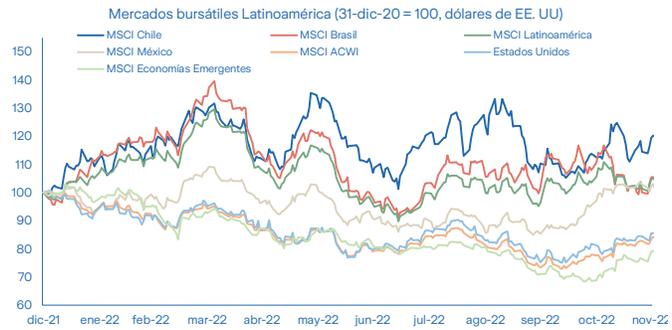


Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

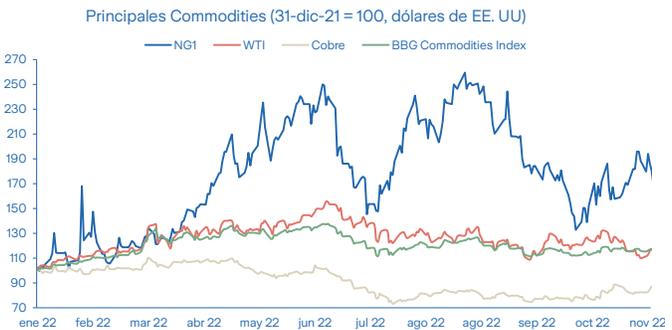
Latinoamérica está transando a 7,4 veces P/E fwd, 2,3 desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años, siendo la región más descontada. De hecho, transa a un 34% de descuento versus mercados emergentes, siendo que, en los últimos 10 años, había transado a un premio de 5%. El descuento de la región se explica por las positivas revisiones de utilidades, que en lo que va del año han aumentado 38% y 14% para 2022 y 2023, impulsado por los sectores de Energía, Industriales y Materiales. Es importante destacar que los resultados corporativos del tercer trimestre estuvieron sobre lo esperado, y, de hecho, las sorpresas de Latinoamérica fueron las más altas entre mercados emergentes, lo que ha entregado soporte a las utilidades esperadas.

Sin embargo, Latinoamérica sigue siendo la región con el mejor performance en lo que va del año, y creemos que se podría seguir beneficiando de: i) valorizaciones atractivas, con importantes descuentos tanto en términos relativos como absolutos, ii) resultados corporativos sólidos y sobre lo esperado en el tercer trimestre, lo que demuestra la resiliencia de las compañías, iii) expectativas de menores tasas de interés, dado que la región fue de las primeras en comenzar con el ciclo restrictivo y se espera que sea la primera que comience con los recortes, lo que sería un impulso para el mercado accionario, iv) del alza del precio de los commodities, que se han visto favorecido de las expectativas de la reapertura de China, v) del ingreso de flujos de extranjeros, dado que entre mercados emergentes, la región se encuentra bien posicionada para recibir el cambio de flujos desde Rusia y China. Si bien de corto plazo podríamos observar cierta volatilidad relacionada con el menor apetito por riesgo a nivel global y la incertidumbre fiscal en Brasil, considerando lo descontando de las valorizaciones, estos riesgos deberían estar priceados.

Brasil rentó -6,47% en el mes, con una depreciación de la moneda de 0,21%. Si bien luego de la victoria de Lula en segunda vuelta, en una de las elecciones más ajustadas de la histórica reciente, el mercado reaccionó positivamente, llegando a rentar 8% en dólares, en las últimas semanas se ha visto una corrección de casi 14%. Esto se explica por toda la incertidumbre relacionada no sólo con el aumento del gasto y cómo esto impactaría la situación fiscal del país, sino también porque a ya casi un mes de las elecciones, Lula aún no anuncia al nuevo ministro de Finanzas ni al resto del equipo económico, lo que aumenta los cuestionamientos respecto al compromiso del nuevo gobierno con la responsabilidad fiscal. Con estos nuevos eventos, hemos visto salidas de flujos de extranjeros, y la tasa de interés nominal a 10 años ha aumentado 86 puntos base, lo que ha impactado al mercado accionario. Sin embargo, es importante destacar, que luego de las elecciones, el nuevo congreso quedó de mayoría centroderecha, lo que debería dar cierto respaldo de que medidas poco pragmáticas no deberían ser aprobadas. Además, durante los últimos días se han recibido distintas alternativas para lidiar con el aumento del gasto, y, de hecho, los presidentes del congreso actual han anunciado que no aceptarían un aumento del gasto tan relevante, por lo que es necesario seguir monitoreando las negociaciones para conocer el detalle de la propuesta. Por otro lado, la discusión de la situación fiscal en Brasil no es nueva, y aun así el índice ha mostrado uno de los mejores retornos en la región en lo que va del año.



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Luego de esta corrección, el índice está transando a 6,2 veces, 2,1 desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años, este descuento se explica porque el retorno positivo del año ha estado más que compensado por correcciones al alza en las utilidades esperadas para 2022 y 2023 de 40% y 14% respectivamente. Si bien durante el último mes se han visto correcciones a la baja de -4% para las utilidades 2023, es importante destacar, que el crecimiento promedio esperado por sector, excluyendo materiales y energía es de 29%, lo que debería seguir dando soporte a las valorizaciones. En la parte macro, los datos de actividad han estado sobre lo esperado, explicado por exportaciones y servicios, sin embargo, dado el aumento en la tasa de interés y las expectativas de una desaceleración a nivel global, se espera que Brasil sólo crezca un 0,8% en 2023. Mientras que, en cuanto a la política monetaria, el BCB mantuvo la tasa de interés en 13,75% en su última reunión, pero advirtieron que seguirían monitoreando tanto las expectativas de inflación como el curso de la política fiscal del nuevo gobierno, lo que ha llevado a un ajuste en la tasa esperada por el mercado para 2023 desde un 11% a inicio de mes al 11,5% actual.

Si bien no descartamos incertidumbre de corto plazo, creemos que Brasil se debería seguir beneficiando de: i) el ingreso de flujos extranjeros, sobre todo en un contexto de mercados emergentes, ii) de sólidos resultados corporativos que sustentan lo descontado de las valorizaciones, iii) del positivo momento de commodities, y iv) de un ciclo de tasas restrictivo que habría llegado a su fin.

México rentó 5,23% en dólares, con una apreciación de la moneda de 2,81%, sustentado por el alto nivel de la tasa de interés real. El positivo performance se explica, por la correlación del mercado mexicano con Estados Unidos, que durante el mes tuvo una recuperación impulsada por las expectativas de que la reserva federal reduciría la velocidad del aumento de tasas y también por los positivos reportes respecto a las oportunidades que el nearshoring traería para México. Con la reubicación de las industrias desde Asia hacia México, la economía se debería beneficiar de mayor inversión y del aumento de las exportaciones lo que sería un impulso para el crecimiento. Sin embargo el efecto sería de mediano plazo, aunque hay compañías que ya se están beneficiando de estas tendencias, como el real estate industrial, con rentas y ocupaciones altas, pero podría ser muy pronto para comenzar a pricear el total impacto del nearshoring.

El índice está transando a 12,6 veces, 1,4 desviaciones estándar bajo su promedio histórico, siendo el mercado menos descontado de la región. Este premio respecto a Latinoamérica, se explica porque las correcciones de utilidades en México han sido de 7% y 3% para 2022 y 2023, mientras que para el resto de la región han corregido 38% y 14%, dado que los sectores que ha liderado las alzas son Materiales y Energía, donde México tiene menor exposición. Creemos que este premio está justificado no sólo por lo defensivo del índice, si no también, por la mayor visibilidad que hay en México tanto en la parte política como fiscal, dado que las elecciones presidenciales son en 2024 y ya comienza a ser consenso que independiente de quién sea el ganador, será alguien mucho más moderado que AMLO, lo que debería ser positivo para el mercado. De corto plazo, el presidente sigue impulsado su agenda de reformas, pero considerando que perdieron la mayoría absoluta en el congreso, el escenario base es que estas medidas no deberían seguir avanzando.

En la parte macro, los datos de actividad han estado sobre lo esperado, impulsados por manufactura y consumo, sin embargo, para 2023 las expectativas se han ajustado a la baja debido al impacto de la recesión en Estados Unidos y la inversión que sigue rezagada, aunque como comentamos, en esta oportunidad México podría enfrentar una desaceleración de mejor forma, dada la fortaleza de las remesas, del empleo y el aumento del salario mínimo que siguen impulsando al consumo, y a la normalización de inventarios que deberían seguir siendo soporte de la producción industrial. En cuanto a la política monetaria, en su última reunión Banxico decidió aumentar la tasa 75 puntos base a 10%, y se espera que continúen los incrementos hasta marzo del próximo año, dado que el Banco no se desacoplaría de los movimientos de la FED, y porque hemos visto que los datos de inflación en México han sido más persistentes de lo esperado, por lo que los recortes de tasa comenzarían después que en el resto de la región lo que podría impactar al mercado accionario. Sin embargo, creemos que existen oportunidades en el mercado mexicano, con compañías con valorizaciones descontadas que se beneficien de este entorno de alza de tasas como el sector financiero, o el sector consumo sustentado por las remesas y el sólido nivel de empleo. Además, es importante destacar que, luego de los positivos resultados corporativos del tercer trimestre, en el último mes se han visto correcciones al alza en las utilidades esperadas para el próximo año, las que deberían crecer cerca de un 7%, por sobre la región, lo que debería seguir siendo un soporte para las valorizaciones.

La bolsa local cerró el mes de noviembre con un rendimiento +1,7% (+8,2% medido en dólares) en un mes marcado por una suavización de los temores asociados a la inflación, lo anterior tras las últimas cifras de IPC tanto a nivel local como extranjero. Los títulos de mejor desempeño del mes fueron CAP (+29,3%), Enel Américas (+26,2%) y Plaza (+23,7%), mientras que Falabella (-13,8%), Colbún (-14,8%) y Engie energía Chile (-18,1%) fueron los de peor desempeño. Adicionalmente, la bolsa local continúa transando en niveles fuertemente descontados de 6,9 veces P/E fwd versus 14,3 veces de su promedio de los últimos 10 años, mientras que a nivel P/B la bolsa se mantiene en niveles de 1,0 veces.

Seguimos manteniendo nuestra visión neutral y sesgo positivo en nuestra visión local tras los resultados votación del rechazo de la propuesta de nueva constitución. Los factores que favorecen nuestra visión neutral se focalizan en 4 factores: i) los sanos balances de oferta/demanda de las materias primas relevantes como cobre, litio, hierro y celulosa, junto con un favorable escenario para las materias primas de Chile asociado a la electromovilidad; ii) las valorizaciones chilenas siguen aún muy descontadas tanto versus su propia historia como versus pares emergentes, en un contexto donde Chile sigue presentado un buen balance fiscal comparado y niveles de tasas de interés menores; (iii) las compañías locales ingresarán a un escenario económico más desafiante pero muy bien preparadas en términos de posición financiera, márgenes y niveles de inversión conservadora; (iv) la percepción de Chile mejora desde la perspectiva institucional con la búsqueda de nuevos consensos para un posible nuevo ciclo político más razonable.

Los mayores riesgos de esta tesis de inversión se focalizan en: i) inflación. El riesgo inflación ha emergido como uno de los más relevantes para este 2022 tanto a nivel local como internacional, donde una importante corrección al alza en las tasas largas de EE.UU. podría llevarnos a un mundo de valorizaciones descontadas por un mayor tiempo; ii) crisis energética de Europa. La crisis de Ucrania y Rusia podría exacerbase y expresarse en mayores precios de los combustibles con la llegada del invierno; iii) políticas populista como los retiros de fondos previsionales que debiliten el mercado de capitales locales; 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.

Posicionamiento

	Subponderar	Neutral	Sobreponderar
Renta Fija		-	
Local		-	
Internacional		-	
Renta Variable		-	
Local		-	
Internacional		-	
Alternativos		-	

Posicionamiento Neutral en clases de activos.

En cuanto a la renta fija noviembre ha sido el mejor mes del año para renta fija local, donde vimos caídas importantes en toda la curva de tasas tanto en pesos como en UF. Esto explicado principalmente por un escenario de desaceleración económica que se comienza paulatinamente a materializar junto con una inflación que al parecer comienza a ceder. El registro de octubre fue 0,5% cuando se esperaba en torno a 0,9%, sin bien es muy pronto para celebrar, creemos que la desaceleración económica en 2023 terminará por contener la inflación y llevará al Banco Central a aplicar una política monetaria expansiva para recuperar el crecimiento. Durante el mes aumentamos la duración de nuestros portafolios y bajamos nuestra exposición en UF de manera de capturar las ganancias de capital producto de la caída de tasas.

El mercado de renta fija corporativa en dólares de Latinoamérica tuvo un retorno positivo en noviembre. Explicado, en parte, en las expectativas que la FED moderaría el ritmo de las alzas. Así, el bono del tesoro de los EE.UU. a 10 años sólo cayó 44 puntos base en el mes.

Como consecuencia de lo anterior, durante el mes, preliminarmente hubo entradas de capital a la renta fija, alcanzando cerca de USD 1.100 millones en los mercados emergentes, revirtiendo las salidas de los últimos 2 meses por más de 13 mil millones.

Entre los mercados emergentes Latinoamérica tuvo el mejor comportamiento respecto al resto de los mercados emergentes, en la categoría Investment Grade, mientras que en la categoría High Yield Asia fue predominante.

Los factores más importantes por monitorear siguen siendo el alza de tasas en los EE.UU. y la consecuente posibilidad de recesión, seguido de las tensiones geopolíticas entre Europa y Rusia

© Copyright 2022 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