

MERCADOS



Al término de un año sin precedentes como consecuencia de la pandemia, los avances respecto de la vacuna marcan un punto de inflexión que da esperanza respecto del retorno a una nueva normalidad, lo que ha impactado positivamente a los mercados.

Este fue un nuevo mes positivo para la mayor parte de los activos financieros, tanto en renta variable como en los principales commodities. Ahora bien, esta dinámica internacional vino acompañada con retornos positivos para el mercado local, el cual estuvo marcado por la discusión del presupuesto 2021 y el favorable segundo retiro del 10% de los fondos de pensiones. Por segundo mes consecutivo el dólar siguió debilitándose a nivel global lo que continuó impulsó a las bolsas internacionales. En lo referente a la pandemia si bien aumentaron los contagios en Europa, no se ha observado los niveles de colapso y letalidad mostradas a mediados de año en el Viejo Continente. Sin embargo, el hecho de que se hayan presentado nuevas cepas del virus ha generado nuevas señales de alerta. Esto vino aparejado por avances relevantes en vacunas, tratamientos y medicamentos que permiten enfrentar de mejor manera al coronavirus y permitiría una vacunación masiva en el año 2021.

En lo que respecta a la dinámica de la economía real se destaca la continuación del amplio repunte económico en China. Por su parte, los commodities ligados a actividad (petróleo o cobre por ejemplo) han mostrado repuntes en sus cotizaciones, derivado de una proyección más optimista en relación a la recuperación de la economía global. Incluso, es importante destacar que el precio del cobre alcanzó durante el mes niveles superiores a los US\$3,6 por libra, su mejor nivel desde 2013.

El año 2021 trae grandes expectativas, donde esperamos comiencen a plasmarse las recuperaciones de las distintas economías que se vieron afectadas por el coronavirus. Sin embargo, el camino por delante será arduo.

Durante diciembre, los mercados accionarios a nivel global continuaron mostrando retornos positivos, explicado principalmente por el mayor apetito por riesgo, luego del anuncio de efectividad de las distintas vacunas, su posterior aprobación y el inicio de la vacunación en Estados Unidos y en Europa. Además, la ratificación de Joe Biden como presidente electo de Estados Unidos y la aprobación del tan esperado paquete de estímulo fiscal en Estados Unidos por US\$900bn dieron un impulso adicional a los mercados.

Sin embargo, los retornos no han estado exentos de volatilidad, a medida que el número de nuevos contagiados de Covid-19 sigue aumentando y la segunda ola junto con el descubrimiento de nuevas mutaciones del virus han obligado a tomar medidas más restrictivas, aumentando la incertidumbre respecto a la velocidad de la recuperación económica. El avance en el desarrollo de las vacunas ha sido sin lugar a dudas una de las noticias más alentadores para los mercados.

Figura 1. Propagación del COVID vs Volatilidad en los mercados

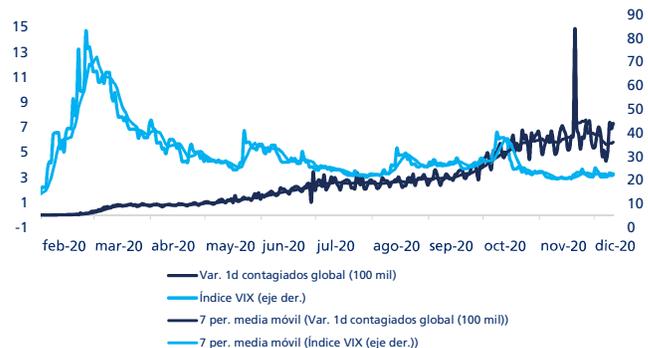


Figura 2. Tasas de Política Monetaria: Brasil, Chile, Estados Unidos, y México

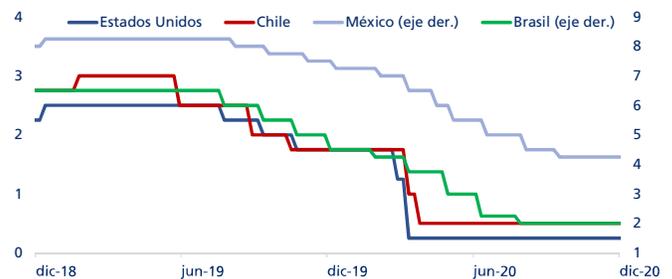
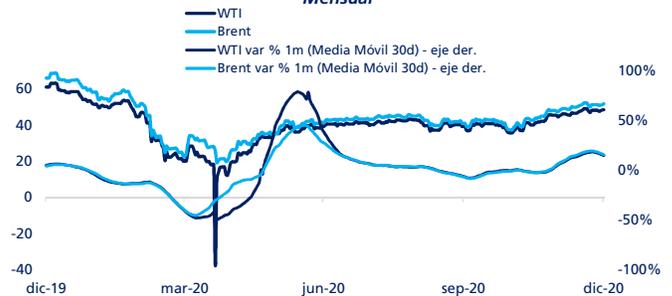


Figura 3. Precios Petróleo: WTI y Brent: Media Móvil de Retorno Mensual



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

El mayor apetito por riesgo a nivel global ha beneficiado a Latinoamérica, que durante diciembre rentó 11,6% en dólares, por sobre mercados emergentes y desarrollados. El retorno ha sido liderado por Brasil y Chile, junto con la apreciación de todas las monedas a excepción del peso argentino. A pesar de la corrección que hemos visto en los últimos meses, LatAm rentó en 2020 -15,97% en dólares, versus el 15,84% observado para mercados emergentes. Lo que lleva a que la región transe a 13,8x P/U fwd, un 12% sobre su promedio histórico a 10 años, versus el 39% de premio que está transando mercados emergentes.

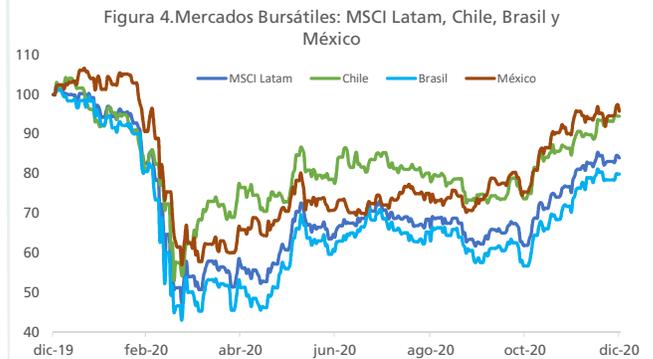
En términos de flujos, hemos visto entradas por 7 semanas consecutivas a LatAm, por el equivalente al 4,6% del AUM. Estimamos que esta tendencia continuará dado el mayor apetito por riesgo y el entorno de bajas tasa de interés a nivel global, los que deberían seguir dando soporte al mercado accionario.

Seguimos positivos en la región, no sólo por valorizaciones atractivas y la tendencia global de mayor apetito por riesgo, sino también por su exposición a commodities, que durante diciembre rentaron un 4,97% en dólares, impulsado por el hierro, el cobre y el oro. Los datos de producción en China mejor de lo esperado, un dólar más debilitado a nivel global y los planes de infraestructura anunciados deberían seguir siendo positivos para los precios de materias primas.

Además, durante el último mes, hemos visto correcciones al alza para las estimaciones de utilidades de la región tanto para 2021 y 2022, en 7% y 5%, mientras que para emergentes continúan casi sin variación, lo que podría permitir valorizaciones aún más atractivas.

Brasil en el mes rentó 13,2% en dólares, luego del 23,7% de noviembre, con una apreciación de la moneda de 3,1%. A pesar de la corrección, el real fue una de las monedas más depreciadas en 2020 con una caída de 22,5%. Por su parte, el índice en moneda local terminó el año con rentabilidad positiva. Luego de este performance, Brasil está transando a 12,8x P/U fwd, un 4% de premio sobre su promedio histórico, explicado por correcciones al alza para las utilidades de 2021 y 2022 en 9% y 6%, lo que ha sido impulsado por los sectores de Materiales, Utilities y Energía. Así, Brasil sigue siendo el país de la región con la mayor tasa anual de crecimiento de utilidades 2019-2022 en 12,5%.

La rentabilidad positiva de los últimos meses se explica en gran parte por dinámicas globales de mayor apetito por riesgo ya que en el país se mantiene la preocupación por la disciplina fiscal y el límite del gasto. No obstante lo anterior, nuestro escenario base es que se mantenga la disciplina fiscal en 2021. La mantención del límite del gasto fiscal por si solo no sería suficiente para consolidar las cuentas públicas, por lo que el Gobierno y el Congreso siguen avanzando en la agenda de reformas. Sin embargo, dada las elecciones de los representantes de la Cámara Baja y del Senado, se esperan avances sólo para la segunda mitad del 2021.



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

El aumento en el número de contagios, que han alcanzado los 7,4mn, ha llevado a que el gobierno exprese que de ser necesaria una extensión del paquete de ayuda, se evaluaría en febrero, pero sólo si se observan mayores restricciones a la movilidad, que pudiesen afectar la recuperación, lo que no es el escenario base. Es importante recordar que Brasil, ha sido uno de los países que ha entregado mayores ayudas para contener los efectos económicos de la pandemia, con un equivalente del 8,7% del PIB. El mayor gasto fiscal ha aumentado el ratio Deuda/PIB, pero también ha permitido correcciones al alza en la caída de la economía para 2020 a -4,6%, mejor que el -7,7% esperado para la región.

La recuperación económica en Brasil sigue en curso, con datos de ventas del retail y producción industrial sobre los niveles pre pandemia, mientras que la parte de servicios sigue más rezagada, pero se espera que a medida que avance el plan de vacunación, con el que en cuatro meses se espera alcanzar a la población de riesgo y en 1 año alcanzar la inmunidad, el sector pueda mejorar su desempeño.

En cuanto a la tasa de política monetaria, el Banco Central decidió mantenerla en el mínimo histórico del 2%, pero retiró el comentario donde indicaban que, aunque pequeños aún veían espacio para estímulos monetarios y anunció que es posible que retiren el forward guidance de política monetaria, aunque esto no significaría un aumento inmediato en las tasas de interés. Si bien el Banco Central, sigue viendo el shock inflacionario como temporal, se han observado aumentos en las estimaciones de consenso para la inflación y para la tasa Selic, la que se encontraría en 3,2% para fines de 2021, un nivel aún muy por debajo del promedio histórico.

Seguimos positivos en Brasil, con mejores datos de actividad económica, que han llevado a correcciones al alza en el crecimiento de utilidades que le siguen dando soporte a las valorizaciones, lo que unido al mayor apetito por riesgo que impulsaría la entrada de flujos y las tasas de interés globales en mínimos históricos deberían seguir beneficiando la rotación de activos de renta fija a renta variable. Además, si se logran acuerdos en la parte fiscal podría beneficiarse de la apreciación del tipo de cambio.

México en diciembre rentó 6,3% en dólares, con una apreciación de la moneda de 1,3%. El mercado está transando a 14,8x P/U fwd, un 12% de premio sobre el promedio desde que asumió AMLO. Durante los últimos 6 meses, hemos visto retornos positivos explicados en parte por la apreciación de la moneda, que ha estado sostenida por una de las tasas de interés real más altas de países Investment Grade y porque México se ha beneficiados de las dinámicas de Estados Unidos, y de la rotación a nivel global de activos de crecimiento a valor.

Durante el último mes, hemos visto correcciones al alza para las utilidades 2021 y 2022, en 3% y 2%. Con esto se espera que las utilidades en México crezcan a una tasa anual 2019-2022 de 4,3%, bajo el promedio de 8,6% para la región, lo que nos parece razonable dada una actividad económica más debilitada desde antes de la pandemia. Sin embargo, es importante destacar que 40% de las utilidades del índice mexicano vienen del extranjero y son esos resultados los que han impulsado las correcciones.

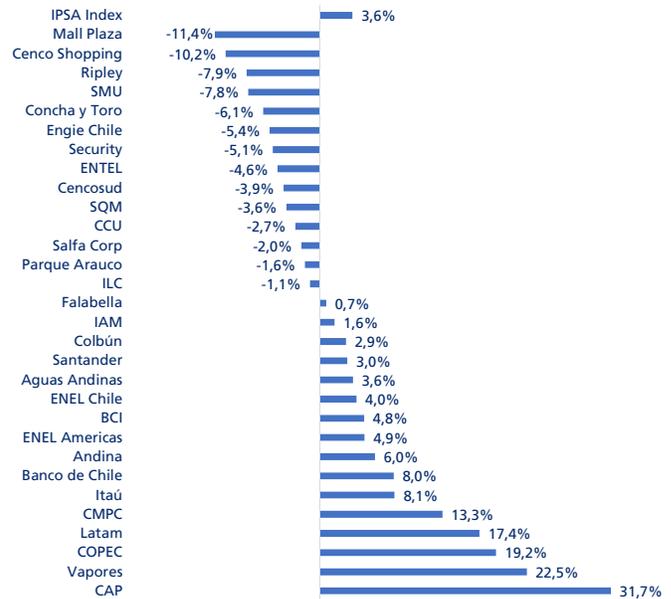
A diferencia de Brasil, México no ha entregado ayudas fiscales para compensar los efectos económicos de la pandemia, debido a la austeridad del presidente y su objetivo de no endeudar el país. Por esto que para 2020 se espera una caída de 9% del PIB y una recuperación de sólo 3,5% en 2021. La recuperación ha sido liderada por la parte industrial, impulsada por las mejores dinámicas externas, mientras que el retail y los servicios, que tienen mayor exposición doméstica, siguen más rezagados. Además, el 18 de diciembre, dado el aumento en el número de casos y la tasa de ocupación hospitalaria llegando al 80% se anunció que Ciudad de México y el Estado de México retrocederían al nivel con mayores restricciones, permitiendo sólo actividades esenciales, nivel que será revisado el 10 de enero. Dada la importancia del estado en el PIB nacional, aumenta la incertidumbre respecto de la velocidad de la recuperación económica.

Por otro lado, la austeridad y la disciplina fiscal que ha mostrado el gobierno durante el manejo de la pandemia ha permitido que México sea uno de los países de la región con el menor déficit fiscal en 2020. Esto ha permitido reducir las probabilidades de una rebaja en la clasificación de riesgo de la deuda soberana, lo que podría haber afectado la tasa de interés y el tipo de cambio durante el último año. De esta manera, en nuestro escenario base no esperamos cambios para la clasificación de riesgo en 2021.

En cuanto a la política monetaria, Banxico decidió por segundo mes mantener la tasa en 4,25% lo que sigue dando soporte a la moneda. El mes pasado la mantención se explicó por el aumento sostenido de la inflación sobre el rango meta del Banco. Sin embargo, en noviembre ya se vio una desaceleración de la inflación, que llevó a que 2 miembros del comité votaran por un recorte de 25bps. Es probable que la autoridad monetaria esté esperando una consolidación en la desaceleración de la inflación antes de realizar un nuevo recorte de tasas. Es consenso de mercado que Banxico retomará los recortes de tasa, en las primeras reuniones de política monetaria en febrero o marzo de 2021.

Seguimos destacando que el riesgo a la baja de México está acotado y debería seguir beneficiándose de un mayor apetito por riesgo y mejores dinámicas en Estados Unidos.

Figura 5. IPSA y sus componentes: Retornos MTD



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Además, el gobierno debería ser más pragmático ante las expectativas que en las elecciones de medio término en junio 2021 solo obtendría mayoría simple en la cámara baja, lo que debería ser bien recibido por el mercado, porque para tomar cualquier medida más radical que implique mayores quórums o cambios constitucionales necesitaría de alianzas. Sin embargo, si bien en los últimos meses el mercado ha reaccionado a dinámicas externas, es importante monitorear propuestas como la ley que busca eliminar la subcontratación, la ley que obligaría a Banxico a comprar monedas extranjeras afectado su independencia, el aumento del 15% del salario mínimo, la reforma de pensiones y la posible reforma tributaria que podrían afectar los resultados de las compañías. Sin embargo, el atractivo del mercado sigue siendo compañías con sólidos fundamentos, exposición a dinámicas globales y fuertes balances. Por ahora seguimos manteniendo nuestra exposición a compañías con sólidos fundamentos, fuertes balances e impulsadas por dinámicas externas.

Argentina rentó 7,34% en dólares, con una depreciación de la moneda de 3,8%, aunque en 2020 se depreció un 28,8%. El mercado transa a 22.3x P/U fwd, muy por sobre el promedio de 9x, explicado por una caída en las utilidades esperadas para 2021 de 12% en el último mes, muy por bajo el promedio de la región. Argentina que ya venía con una situación económica complicada antes de la pandemia, será uno de los países más afectados con una caída espera de 11,8% en el PIB 2020. En cuanto a la renegociación de la deuda con el FMI, siguen las conversaciones, y si bien el Ministro de Economía reconoció que está tomando más tiempo de lo esperado por el mercado, esto podría dar espacio a un acuerdo de mejor calidad, volviendo a destacar que no se están considerando reformas estructurales. Se espera alcanzar el acuerdo en marzo o abril para poder iniciar las conversaciones para reestructurar la deuda con el Club de Paris. A pesar de los impactos que podría tener en la inversión y en la confianza de los empresarios en diciembre se aprobó el impuesto sobre el patrimonio.

En términos económicos, en el 3Q el crecimiento fue menor a lo esperado con un 12,8% t/t, mientras que en octubre el dato mensual estuvo sobre las expectativas con un 1,9% m/m, explicado por la reducción de las medidas de confinamiento. Si bien la inflación alcanzó un 35,8% el nivel más bajo desde agosto 2018, existen presiones al alza para los próximos meses. Las compañías de internet, cable y telefonía ya han informado a sus clientes que esperan incremento en las tarifas de hasta 20%, luego de que se habían mantenido suspendidos por la pandemia hasta fin de año. Mantenemos una visión cautelosa en Argentina, que será uno de los países más impactados por la pandemia dado que ya venía con caída en el PIB en los últimos 2 años. Además, a pesar del levamiento de restricciones, el nivel de pobreza en el país alcanza un 44,2% desde el 40,38% a fines de 2019 y si bien la pandemia está lejos del peak que alcanzó en octubre con 18k casos diarios, los números se han acelerado en las últimas semanas, alcanzando los 8k casos diarios. Sin embargo, la vacunación comenzó durante la última semana del año, con 300k dosis de la vacuna rusa.

En el mes de diciembre la bolsa chilena rentó un +3,6% (+11,6% medido en dólares) encadenando después de mucho tiempo dos meses consecutivos de ganancias. A nivel regional, el MSCI chileno rentó en dólares un 12,5% mientras que el MSCI LatAm alcanzó un rendimiento de 11,6%. Por ahora, el positivo desempeño del precio del cobre y la caída del dólar a nivel global explicaron en mayor medida el desempeño del CLP y la rentabilidad en dólares.

A diferencia de lo ocurrido en mercados emergentes y LatAm, los flujos extranjeros a Chile muestran salidas netas durante el mes. A nivel de valorizaciones, la bolsa local transa en niveles 13,6x P/U forward, lo que significa un descuento de 11% 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. A nivel de ganancias, estas se han estabilizado y pese a que 2020e mostró algunas correcciones a la baja, estas fueron completamente compensadas con mejoras en ganancias en 2021e.

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 similar a países desarrollados y no siendo descartable alcanzar una inmunidad de manada durante la primera mitad de 2021, en un entorno donde la movilidad aún se mantiene reducida (-20% respecto a un año normal). 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 electoral 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.

Respecto de la renta fija, las tasas de interés de los bonos del tesoro americano continuaron al alza en diciembre. En términos relativos, la pendiente siguió aumentando, lo que perjudica los bonos de más largo plazo. La explicación se debe en particular a (i) el aumento esperado en la emisión de deuda de los EE.UU., la cual se concentraría principalmente en bonos de largo plazo (más de 10 años), (ii) la aprobación por parte del Senado de los EE.UU de un nuevo paquete de estímulo por pandemia de USD 900 mil millones de dólares que deberá ser financiado en parte con deuda y (iii) las perspectivas de recuperación originadas en la vacuna dan un mayor atractivo a la renta variable vs la renta fija.

No obstante lo anterior, el apetito por riesgo continuó favoreciendo los mercados emergentes de deuda corporativa y nuevamente fue Latinoamérica la región emergente que más rentó en el mes. Por clase de activo, los activos High Yield tuvieron mejor retorno que los Investment Grade, lo que se explica por el mayor spread del High Yield, que los protege mejor ante alzas de tasa de interés.

En el mercado de renta fija local el mes de diciembre estuvo marcado por el segundo retiro de 10% de los fondos previsionales. Esto provocó un empinamiento de la curva durante la primera mitad del mes, lo que se revirtió en la segunda mitad, provocando caídas en la parte larga de la curva que más que compensan dichas alzas, generando mejores retornos a nuestros fondos de mayor duración.

La inflación de noviembre sorprendió negativamente (-0,10% efectivo vs 0,20% esperado). Sin embargo, creemos que el retiro de 10% inyectará algo más de inflación los próximos meses prefiriendo inversiones en UF sobre nominales.

Continuamos observando niveles estables de spread y un mercado bastante tranquilo en este tipo de instrumentos.

© 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.