

MERCADOS



La mayoría de los mercados accionarios cerraron el año con alzas, aunque con una mayor volatilidad en diciembre. Durante el mes varios bancos centrales continuaron anunciando políticas de ajuste monetario, donde la Reserva Federal, por primera vez desde que se inició la pandemia reconoció que la inflación dejó de ser transitoria, y en la que se aceleró el proceso de normalización de la política monetaria. Por otra parte, la variante ómicron del coronavirus se propagó a lo largo del mundo, generando medidas de restricción en varias economías. En Chile, luego de una primera vuelta, donde los candidatos Gabriel Boric y Jose Antonio Kast pasaron a la segunda vuelta, el candidato del Frente Amplio, fue el ganador con un amplio margen y una alta tasa de participación, lo cual generó reacciones en el mercado donde vimos aumentos importantes en el tipo de cambio y caídas en la bolsa local, las cuales con el correr de los días se fueron diluyendo y los mercados se estabilizaron y recuperaron gran parte de las caídas posteriores a la segunda vuelta.

Durante diciembre dos hechos dominaron el escenario bursátil internacional, por una parte, la inflación se ha mantenido elevada en Estados Unidos y Europa, con lo que las tasas de interés subieron y se incrementaron las expectativas de aumentos de tasas de política monetaria y/o recorte de los estímulos por parte de las entidades monetarias.

Por otro lado, destacan las correcciones a la baja de las proyecciones de resultados corporativos para el 2022 en respuesta a la rápida expansión de la variante Ómicron en occidente. De hecho, se han observado nuevas restricciones a la movilidad y la adopción de nuevas medidas de control (en mayor o menor medida) en los distintos países.

Por su parte, a nivel local destacan las elecciones presidenciales donde fue electo Gabriel Boric. En función de esto los activos chilenos presentaron mayor nivel de volatilidad en las jornadas posteriores a la elección.

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 Covid-19 pueda incidir en las economías reales.

Finalmente, a nivel local en el corto plazo estaremos atentos a la conformación del primer gabinete presidencial.

Diciembre fue un mes positivo para mercados accionarios a nivel global, con mercados desarrollados alcanzando máximos históricos. El índice MSCI Latinoamérica rentó 4,57% en dólares, rentabilidad que se situó por encima de mercados emergentes y desarrollados. El retorno de la región estuvo impulsado por México, mientras que Chile fue el mercado más rezagado, explicado por factores domésticos. En cuanto a las monedas, durante el mes tuvieron una depreciación de 0,5% en promedio, siendo el peso mexicano el más apreciado, mientras que el peso chileno y colombiano estuvieron en terreno negativo. A nivel sectorial, destaca el positivo desempeño de los sectores de Telecomunicaciones y Real Estate, mientras que IT y Consumo Discrecional fueron los más impactados.

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

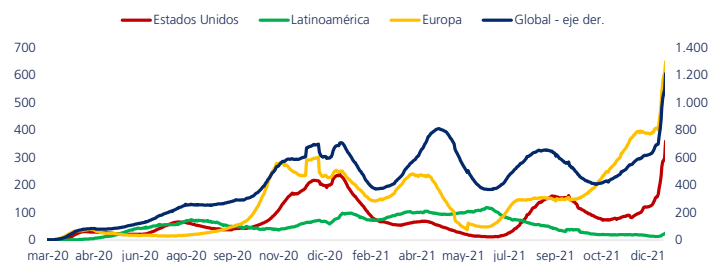


Figura 2. Inflación variación 12 meses: Brasil, Chile, China, Estados Unidos, Eurozona y México

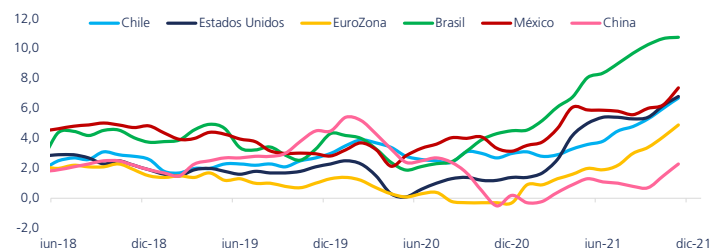
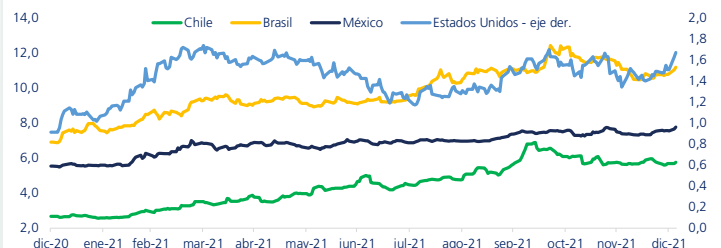


Figura 3. Tasas de interés 10 años: Brasil, Chile, México y Estados Unidos

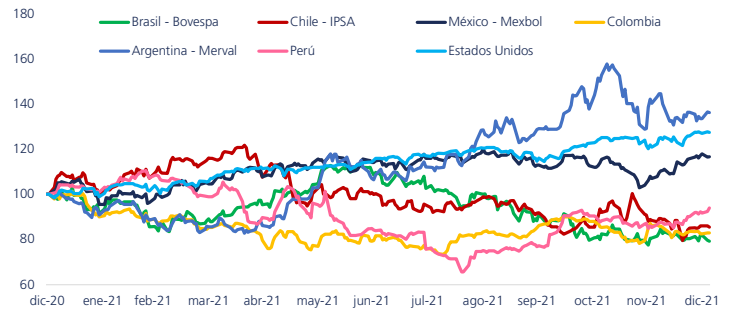


Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Latinoamérica debería beneficiarse de: i) el mayor apetito por riesgo a nivel global; ii) el avance en el proceso de vacunación, donde hasta ahora si bien la variante Ómicron está presente en la mayoría de los países, no se han observado mayores restricciones; iii) una valorización atractiva transando a 8,9x P/U fwd, 2,5x desviaciones estándar por debajo de su promedio de 10 años, siendo la región más descontada; iv) las utilidades esperadas que para 2022 se han mantenido estables durante el último mes; y v) un mayor precio de los commodities, que durante diciembre medido por el índice de Bloomberg rentaron 3,51%, con el cobre +1,3% y el hierro en +9,6%, precios que podrían estar sustentados por políticas expansivas en China, y por dinámicas globales como la transición a energías más limpias. Sin embargo, es importante destacar que la región podría verse afectada por: i) un proceso de retiro de estímulos a nivel global más rápido de lo esperado, si las presiones inflacionarias continúan, ii) de revisiones a la baja en el crecimiento debido al impacto de mayores tasas de interés, y de impactos ante cualquier interrupción en la cadena de suministro, y finalmente, iii) se anticipa una mayor volatilidad, considerando el cargado calendario electoral, con elecciones presidenciales en Colombia y Brasil, el referéndum en México y el plebiscito del proceso constituyente en Chile. Considerando el descontado nivel de valorización al que está transando la región con 24% de descuento respecto a emergentes y de 59% respecto a Estados Unidos (versus el 9% de premio y de 24% de descuento histórico), creemos que gran parte de estos riesgos deberían estar incorporados en los precios.

Durante el mes, Brasil rentó 4,26% en dólares, con una apreciación de la moneda de 0,85%, así el índice está transando a 7,3x P/U fwd, 2,2x desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años, y 36% de descuento respecto a mercados emergentes, mientras que en los últimos 10 años ha transado a 2% de premio. Al P/U fwd actual, Brasil está transando por debajo de niveles alcanzado a inicios de la pandemia y del segundo gobierno de la presidenta Dilma Rousseff, cuando la incertidumbre era mayor. Este descuento se explica porque en 2021 Brasil cayó un 23,53%, pero las estimaciones de utilidades para 2021 y 2022 en lo que va del año han corregido al alza en 26% y 18% respectivamente. Si bien para 2022 se espera una caída de utilidades de 13% en 12 meses, esto se explica por la corrección del sector materiales (que representa un 25% del índice), mientras que todos los otros sectores deberían crecer 18% en promedio.

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



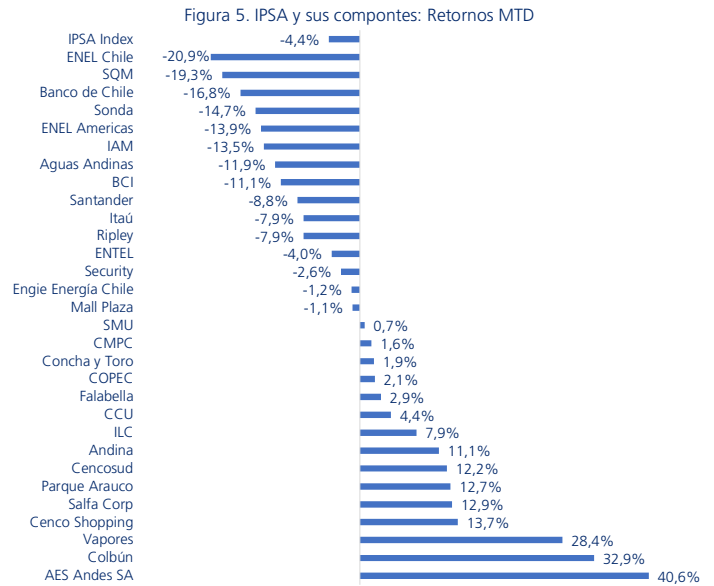
Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

El retorno de Brasil ha estado impactado por factores domésticos relacionados la situación fiscal y política. En esta última, el país enfrenta elecciones presidenciales en 2022, y las encuestas dan como favorito a Luiz Inácio Da Silva con un 48-49% de las preferencias, por lo que algunos analistas incluso apuestan que pudiese ganar en primera vuelta. Sin embargo hay que recordar que el ex presidente aún no lanza oficialmente su candidatura, y que faltan más de 10 meses para las elecciones, pero considerando el posicionamiento de los 2 principales candidatos, la aparición de una tercera alternativa, parece menos probable. La proximidad de las elecciones y el bajo nivel de aprobación con el que cuenta el presidente llevó al gobierno a presionar las cuentas fiscales para financiar el nuevo programa de ayuda social "Auxilio Brasil", si bien las primeras encuestas no muestran una recuperación en los números del actual gobierno, este cambio impactó la credibilidad de la única ancla fiscal que tenía Brasil. Durante el último mes, el retorno positivo se explica porque el congreso aprobó la ley del reajuste del gasto y del pago de deudas fiscales, lo que reduce la incertidumbre respecto a qué gastos financiaría y que además limita el uso de estos recursos lo que llevó a que la tasa de mercado retrocediera 60bps.

Los mayores gastos, llevarían a una mayor ratio Deuda/PIB, y a una situación fiscal más presionada, por lo que uno de los catalizadores para Brasil, deberían ser el compromiso que muestre el nuevo gobierno con las cuentas fiscales, de lo cual deberíamos tener mayores detalles en el tercer trimestre del próximo año, dado que las candidaturas recién se inscriben en agosto, y luego deberían presentar detalles del programa de gobierno. Es importante destacar, que la aprobación de reformas en un año electoral no es parte de nuestro escenario base, pero el Senado ha declarado prioridad la reforma tributaria y el gobierno sigue comprometido con las licitaciones y privatizaciones, lo que podría ser positivo para la consolidación fiscal del país.

Brasil se ha visto impactado por datos de inflación sobre lo esperado, lo que, unido a la incertidumbre fiscal, llevaron a que el Banco Central haya sido uno de los más agresivos en el retiro de estímulos, llevando la tasa de referencia de 2% en marzo a 9,25% en diciembre. Si bien las expectativas de mercado es que deberíamos seguir viendo alzas en la primera mitad de 2022, alcanzado doble dígito, para fines de 2023 se espera una tasa de 8% (Focus – Banco Central de Brasil); considerando que deberíamos ver una desaceleración de la inflación desde el 10,74% actual a 5,03% a fines de 2022, levemente por sobre el rango meta del Banco Central. El alza en la tasa de interés, datos de actividad que han estado bajo de lo esperado, y una desaceleración del crecimiento a nivel global, han llevado a correcciones a la baja en las estimaciones de crecimiento para 2022, con el consenso esperando un 0,8%, pero algunos analistas incluso hablan de una recesión el próximo año. Frente a las expectativas de un escenario macro más desafiante y la incertidumbre de un año electoral, hemos visto correcciones a la baja en las utilidades esperadas para el índice en 2022 de 3, 2% en el último mes, aunque considerando el bajo nivel de valorización al que transa el país, las utilidades deberían corregir más de 45% para recién transar al promedio histórico, lo que entrega soporte a las valorizaciones considerando que en los últimos 10 años, la máxima corrección ha sido de 30% en 2013, pero en promedio las utilidades han corregido 10% a la baja. Hemos venido neutralizando nuestra posición en Brasil, considerando lo resiliente que han demostrado ser los últimos resultados corporativos, y la situación en la que actualmente se encuentran las compañías, versus escenarios anteriores, con un menor apalancamiento, mejores márgenes, y fuerte generación de caja, que le han permitido retribuir a inversionistas a través de recompras y mayores dividendos. Mantenemos nuestra selectividad en compañías, que cuentan con catalizadores propios (utilidades de Salud, IT y Telecomunicaciones deberían crecer 68%; 42% y 14% en 2022), sólidos balances, que se beneficien de un escenario de mayor inflación y tasas de interés y que tengan mayor exposición al mercado global.

Por su parte, el índice accionario MSCI México rentó 12,28% en dólares, con una apreciación de la moneda de 4,3%. El índice alcanzó un retorno en dólares de 17,84% en 2021, siendo uno de los más rentables de la región. Actualmente, MSCI México está transando a 14,3x P/E, 0,3x desviaciones estándar por debajo de su promedio de 10 años, este descuento se sustenta, en que el positivo retorno del índice ha estado compensado por revisiones al alza en las utilidades esperadas tanto para 2022 como para 2023, que en el último mes han corregido +2,12% y 13,04% respectivamente, esperando un crecimiento de 8,09% En 12 meses en 2022, versus el -7% para la región.



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

El positivo retorno de México en lo que va del año, se explica por su exposición a la recuperación más rápida de lo esperado en Estados Unidos, un mercado más value y resiliente con un 32% del índice compuesto por Consumo Básico, y de una moneda más fuerte, considerando que la tasa de interés real se encontraba entre las más altas a nivel de países con grado de inversión. Además, comparativamente con el resto de la región, México, después de las elecciones de medio término no enfrenta elecciones importantes de corto plazo. Por otro lado, la falta de ayuda por parte del gobierno para enfrentar el impacto de la pandemia le ha permitido al país tener una de las situaciones fiscales más sólidas de la región. Y si bien, hemos visto correcciones a la baja en las estimaciones esperadas de crecimiento para Estados Unidos, éstas siguen estando por sobre el promedio histórico, lo que debería seguir impulsado a la económica mexicana a través de exportaciones y remesas.

México, también se ha visto afectado de datos inflacionarios sobre lo esperado, lo que llevó a que el Banco Central decidiera acelerar su ritmo de alza de tasas desde 25 a 50bps, dejando la tasa de referencia en 5, 5%, si bien las expectativas de mercado son que la tasa debería alcanzar 6,15% en 2022; mayor visibilidad se tendrá luego de la primera reunión el próximo año con la presencia de la nueva gobernadora de Banxico.

A pesar del aumento en la tasa de interés, las expectativas de crecimiento para la economía mexicana se han mantenido estables en 2,8% para 2022, sobre lo esperado tanto para Chile como para Brasil, además, ante una normalización en la cadena de suministros, con lo que México se podría beneficiar de una producción industrial más dinámica. A principios de 2021, se esperaba un crecimiento para las utilidades para el 2022, de 4%, el que actualmente se encuentra en 8%; hemos destacado que considerado los resilientes y positivos resultados corporativos, y un PIB esperado más estable, podríamos esperar revisiones al alza en las estimaciones, que es lo que hemos venido observando en los últimos meses.

Hemos aumentado nuestra exposición a México, considerando que a corto plazo presenta un mejor ambiente electoral y fiscal, mayor exposición a Estados Unidos y resultados corporativos que han sido revisados al alza, si bien a largo plazo, el crecimiento potencial se ha visto impactado por la falta de ayuda en la pandemia y la caída sostenida en las inversiones durante los últimos años. La parte política, podría seguir generando incertidumbre, considerando el referéndum que el presidente busca realizar en abril, para determinar la continuidad de su mandato, y su compromiso con 3 reformas constitucionales, aunque de corto plazo sólo ha anunciado la reforma energética, y el escenario base es que no debería ser aprobado en la forma en la que está diseñada.

El índice MSCI Argentina rentó 7,61% en dólares, con una depreciación de 1,78% de la moneda, aunque el diferencial entre la moneda oficial y el dólar paralelo sigue en niveles históricamente altos. El retorno del índice estuvo impulsado por Pampa Energía, Despegar e YPF. Es importante destacar que este es el primer mes desde que Argentina, pasó de ser un mercado emergente a mercado stand alone, por lo que también se ha observado una reducción en los volúmenes transados. Si bien después de las elecciones legislativas, el gobierno se había comprometido con la presentación de un plan económico en los primeros días del mes no hubo mayores detalles. Además, sufrió un grave revés en el congreso dado que los parlamentarios rechazaron el presupuesto 2022. En el corto plazo, el mercado sigue de cerca las negociaciones de la reestructuración de la deuda que el país mantiene con el FMI, dado que en el primer trimestre Argentina tiene que comenzar a hacer frente a estos compromisos. En las últimas semanas el gobierno ha declarado que estima un crecimiento de 4,5% para 2022 e inflación de 40%, ambos datos son más optimistas que lo esperado por el mercado, con un crecimiento de 2,2% e inflación de 49%. Considerando el ambiente macro más desafiante con una alta inflación, presiones cambias, falta de reservas del Banco Central y un fuerte déficit fiscal, no tenemos exposición al mercado argentino.

El índice accionario MSCI Chile cerró el mes de noviembre con un rendimiento de -7,05% (-9,35% medido en dólares), en un mes marcado por las elecciones presidenciales, mientras que términos interanuales el índice cerró con un rendimiento de -2,96% (-19,02% medido en dólares), siendo Chile una de las bolsas de peor desempeño a nivel global.

Aun cuando el mercado en parte ya tenía internalizado el hecho que Gabriel Boric ganaría las elecciones, el amplio margen versus Jose Antonio Kast explicó probablemente el desempeño del mes. El foco del mercado ahora se encuentra en las discusiones de la convención constituyente y el nuevo gabinete, donde los ojos del mercado estarán en el nuevo ministro de hacienda. La bolsa local mantiene su fuerte nivel de descuento transando a niveles 8,9x P/U fwd, superando dos desviaciones estándar bajo su promedio histórico y manteniéndose en cercanos a los mínimos históricos comparables con escenarios como crisis subprime y el peor momento del coronavirus, mientras las estimaciones de ganancias continúan corriendo al alza, aunque de manera más gradual respecto de los meses previos (+2.8%) durante 2021.

Nuestra tesis para la bolsa local mantiene una perspectiva de neutralidad tras los resultados de las últimas elecciones presidenciales. Una composición más equilibrada del congreso llevaría a que los programas de gobierno logren centrarse y por supuesto ser graduales en su implementación, lo que son a nuestro parecer buenas noticias para el próximo ciclo político local, sin embargo, estamos a la espera de ver las principales propuestas para la nueva constitución que lleguen al pleno desde las distintas comisiones, lo que elevará la incertidumbre a nivel local. Al final del día seguimos que toda esta incertidumbre tiene un solo gran canalizador, que es el riesgo del desbalance fiscal, razón por la cual es clave quien sea el próximo ministro de hacienda, así como que se considere la estabilidad fiscal dentro de la nueva constitución. El escenario externo en términos de crecimiento económico se ha moderado especialmente en China, aunque el factor Ómicron ha generado algo de incertidumbre, esta ha sido más bien limitada ya que los mercados esperan que de existir aquel impacto, este sería limitado. Por ahora, el mayor riesgo de esta nueva cepa podría relacionarse con que se acentúen los cuellos de botella en la cadena de abastecimiento mundial, presionando aún más los niveles de inflación. 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.

El último mes del año estuvo marcado por la segunda vuelta presidencial donde el ganador fue el candidato del frente amplio Gabriel Boric por una ventaja importante, que generó reacciones en el mercado donde vimos aumentos importantes en el tipo de cambio y caída en la bolsa local, sin embargo, con el correr de los días, los mercados se estabilizaron y revirtieron en parte las pérdidas originadas el día siguiente a la elección. En el ámbito de las tasas de interés ocurrió algo similar, sin embargo, luego de las alzas del día siguiente de las elecciones, se observaron caídas en toda la curva llegando incluso a niveles menores que previo a la elección. El mercado en general se mantuvo estable, aunque atento a los pasos que dará el nuevo. Dentro de los primeros pasos que debe dar está la elección del gabinete donde veremos si el equipo de gobierno será o no promercado.

En términos de inflación, el IPC de noviembre estuvo en línea con las expectativas y el escenario de TPM que expuso el Banco Central en su IPoM de diciembre se encuentra bastante internalizado en las tasas de mercado. Continuamos esperando altos registros de inflación para los próximos meses principalmente por el alza experimentada por el tipo de cambio, la alta liquidez disponible y la inercia inflacionaria que provoca la UF, prefiriendo instrumentos en UF.

El mercado latinoamericano de renta fija en dólares revirtió su tendencia a la baja, explicada por el retorno de flujos en moneda dura a los mercados emergentes. No obstante, la variante Ómicron del COVID se ha expandido por el mundo, siendo más contagiosa, pero al parecer menos severa que las otras variantes.

Por otra parte, el bono del tesoro de los EE. UU. cerró con un alza en el mes de 6 puntos base.

En términos de flujos, hasta el 30 de diciembre, los mercados emergentes habían recibido entradas de flujos en moneda dura. A esa misma fecha, el acumulado de los flujos, en lo que va del año, \$31 mil millones de dólares. Al comparar los retornos entre las regiones emergentes, Latinoamérica tuvo el mejor desempeño por lejos. Al verlo por tipo de activo, la categoría High Yield se comportó mejor que el grado de inversión. Finalmente, el desempeño de los Mercados Emergentes superó al de los Desarrollados.

© 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