

MERCADOS



Si bien en las últimas jornadas del mes, las bolsas mostraron un buen desempeño, los mercados terminaron el mes con cifras negativas, con lo que las bolsas a nivel global tuvieron su peor año luego de la crisis financiera global. En general las condiciones financieras no están en niveles saludables, lo que junto con el bajo crecimiento marcarán la pauta de inicio del 2023. Los principales bancos centrales continuaron su proceso de ajuste de tasas de interés en línea con las expectativas. Sin embargo, el tono de sus comunicados fue sorpresivamente agresivo, señalando alzas adicionales para este año y tasas de política más altas ante una inflación que si bien está desacelerando, se mantiene en niveles altos. Lo anterior junto con el menor crecimiento esperado mantendrían presionados a los activos de mayor riesgo durante la primera parte de 2023.

La bolsa europea ha continuado sorprendiendo al alza a pesar de la situación económica esperada, por lo que creemos que los atractivos niveles de valorizaciones de la región han impulsado entrada flujos lo que ha sostenido los precios. Sin embargo, los altos niveles de inflación junto con el potencial impacto del invierno en la actividad económica, podrían comenzar a deteriorar las expectativas de los inversionistas.

El Banco Central de Japón sorprendió al anunciar un cambio en su política de control de la curva de rendimiento, incrementando el techo de la tasa del bono de 10 años a 0,5% en lugar del 0,25% anterior, lo que causó un empujamiento en toda la curva de forma casi inmediata y al mismo tiempo impactó en el rendimiento de la bolsa y la moneda.

En China se anunció una flexibilización en las medidas que mantenían contra el control del Covid, lo que significa apertura en las fronteras, que puede reactivar fuertemente el turismo y los viajes de negocios a la región. Con el año nuevo lunar chino ad-ports, se podría ver una reactivación del turismo y al mismo tiempo una prueba de fuego para la nación de cómo podría ser vivir en una nueva normalidad conviviendo con la pandemia. Una reactivación en China podría significar flujos positivos y mejoras en los mercados, sobre todo en las economías emergentes y commodities, lo que sería positivo para Latinoamérica como se vio en alzas al cierre de mes en la región. Sin embargo, a pesar del impulso chino en Latinoamérica el cambio de gobierno de Brasil y la rotación de las figuras políticas podría generar más incertidumbre de la esperada en el mercado.

En cuanto al mercado local aún no se tiene certeza de los temas previsionales y constitucionales, por lo que se mantiene una incertidumbre para el país. Sin embargo, en los próximos días se podría cerrar en el Congreso el acuerdo político para comenzar un nuevo proceso constituyente, el que podría terminar con un plebiscito ratificatorio de la nueva propuesta de Constitución en enero de 2024. La renta fija local sigue siendo una clase en donde vemos oportunidades, considerando la recesión económica esperada y la desaceleración de la inflación.

Al cierre de diciembre las bolsas internacionales cerraron de forma negativa, Wall Street registró en 2022 su peor año desde 2008, golpeado por las subidas de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal en respuesta a una escalada inflacionaria. A esto se suma las bajas expectativas para la economía global para los primeros meses de 2023. En este peculiar escenario, la excepción fue el sector energía, que ha crecido un 56 % en paralelo a la subida de los precios del petróleo y el gas, sobre todo tras el inicio de la guerra en Ucrania.

Uno de los factores determinantes para el rumbo descendente de las bolsas en general ha sido la inflación, que se pensaba transitoria, pero se disparó a su mayor nivel en 40 años, alcanzando máximos a mediados de año, lo cual llevó a los principales bancos centrales a subir con agresividad las tasas de interés a partir de marzo.

En Estados Unidos, la inflación ha empezado a desacelerar, mientras que el mercado laboral de momento se mantiene sólido. La FED, a pesar de que ha reducido el ritmo de alzas de tasas, ha mantenido un tono más contractivo que lo esperado por los inversionistas, señalando que en su escenario base no se contemplan reducciones de tasas en 2023. Se anticipa que aumente el desempleo en 2023, y la sombra de una recesión ha sembrado el temor en los mercados.

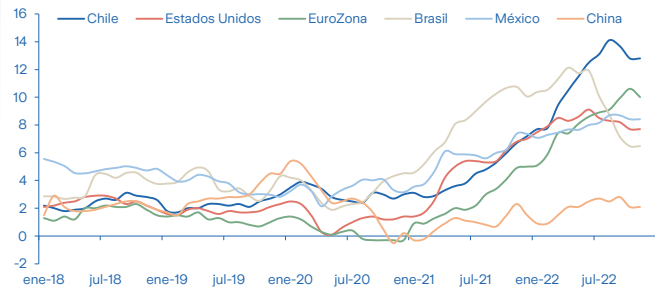
Ahora bien, se ha observado cierta reactivación en Asia, tras la reducción en China de medidas de protección del Covid. Esto se ha visto reflejado en mayor medida en los commodities, donde los precios han comenzado a subir de forma generalizada, tras la pausa observada durante el tercer trimestre.

Los indicadores inflacionarios en Estados Unidos, Europa y los principales mercados latinoamericano se mantienen altos en relación con las metas propuestas por cada Banco Central, lo cual nos llevará a estar atentos a los datos inflacionarios del primer trimestre.

Latinoamérica rentó -5,52% en dólares, por debajo de mercados emergentes y desarrollados principalmente impactado por los retornos de Perú y México. En cuanto a las monedas, vimos mayor dispersión con el peso chileno y el sol peruano apreciándose durante el mes, pero el real y peso mexicano depreciándose. A nivel sectorial, los sectores salud y financiero lideraron los retornos, mientras que tecnología y consumo fueron los más rezagados. Durante el mes, las noticias relacionadas con la reapertura de China impulsaron los commodities, con alzas del hierro +14%, azúcar 2,1% y cobre 1,6%, materias primas que son relevantes para la región e impulsan las cuentas fiscales de los países con mayor exposición.

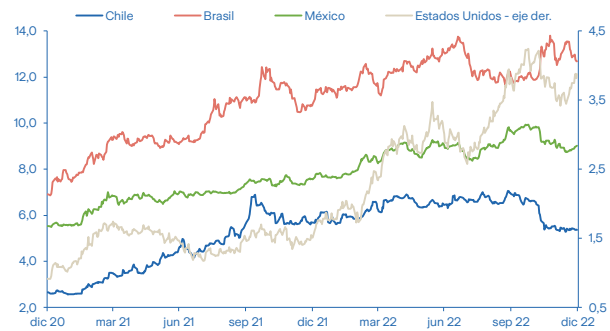
La región está transando a 7,5 veces forward, 2,2 desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años, lo que la posiciona como la región más descontada del mundo, y no sólo transa a un descuento en términos absolutos, sino también en términos relativos. Cuando se compara contra mercados emergentes el descuento de Latinoamérica es de un 34%, mientras que en los últimos 10 años ha transado con un premio de 4%. Este descuento se explica por las correcciones de utilidades en lo que va del año de 18% y 15% tanto para 2023 como para 2024. Durante el último mes, las correcciones han estado impulsadas por el Sector Industrial, IT y Real Estate, y si bien durante 2023 la región vería una desaceleración en el crecimiento de utilidades de -14%, esto está completamente explicado por la normalización de Materiales y Energía, ya que en promedio el resto de los sectores crecerían 32%. Además, si los commodities siguen recuperando, podríamos comenzar a ver correcciones en las utilidades para estos sectores, lo que seguiría sustentando lo descontado de las valorizaciones.

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



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

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



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

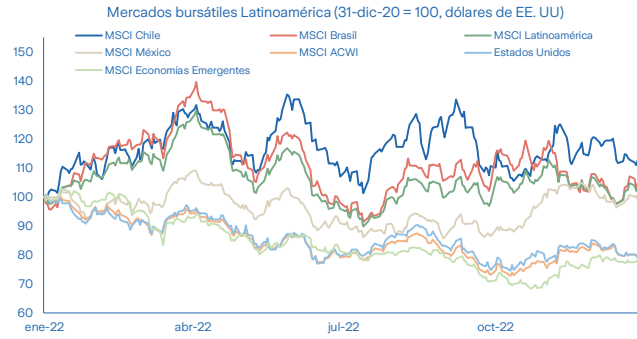
Latinoamérica fue la región con el mejor performance en 2022 y creemos que se podría seguir beneficiando de: i) valorizaciones atractivas, con importantes descuentos tanto en términos relativos como absolutos, ii) sólidos resultados corporativos, con compañías que presentan mejores rentabilidades y niveles de apalancamiento, lo que les permitiría enfrentar de mejor forma un escenario más adverso, 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 las 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 la entrada de flujos desde Rusia y China y vi) de la recomposición en la cadena de suministros a través del nearshoring. Si bien reconocemos que la región podría verse impactada por un escenario político más desafiante, políticas fiscales más agresivas que podrían retrasar la caída en las tasas y un menor apetito por riesgo a nivel global, considerando lo descontado de las valorizaciones, estos riesgos deberían estar reflejados en los precios y la región ofrece un balance de riesgo retorno más atractivo.

Brasil rentó -2,96% en dólares, con una depreciación de la moneda de 1,7%. Durante el mes el índice llegó a caer 9,5%, impactado por la discusión fiscal que ha sido el centro del debate, dado que, en un comienzo, las discusiones indicaban un aumento del gasto de casi 2% PIB, el cual sería por 4 años, pero finalmente, el Congreso aprobó un aumento de 1,7% del PIB, pero sólo por 1 año, lo que entregó cierto alivio al mercado. Además, durante diciembre se esperaba el nombramiento de los ministros del nuevo gobierno, con especial foco en el ministerio de Hacienda, donde el elegido fue Fernando Haddad, un aliado de Lula del PT; lo que decepcionó a los inversionistas, ya que se esperaba a alguien más técnico que político. Durante los últimos días, el nuevo ministro ha dado señales de que busca ser fiscalmente responsable y que presentarían un plan a inicios de enero para reducir el déficit fiscal, aunque sin mayores detalles, además se espera que el próximo año se anuncie la nueva ancla fiscal para el país, lo que podría entregar mayor visibilidad respecto a cómo se lograría la consolidación fiscal. Por otro lado, la aprobación de la ley de Empresas estatales, donde se reduce el tiempo en el que candidatos políticos puedan ingresar al directorio y al management de las compañías de 36 meses a 30 días, también impactó la confianza de los inversionistas, aunque la lectura es que el nuevo gobierno estaría testeando cuáles son los límites para sus nuevas políticas. Es importante recalcar, que considerando la composición del congreso de mayoría de centro y centro derecha, políticas poco pragmáticas no deberían ser aprobadas, lo que se demostró en la discusión de la política fiscal, que finalmente fue aprobada en su versión más diluida.

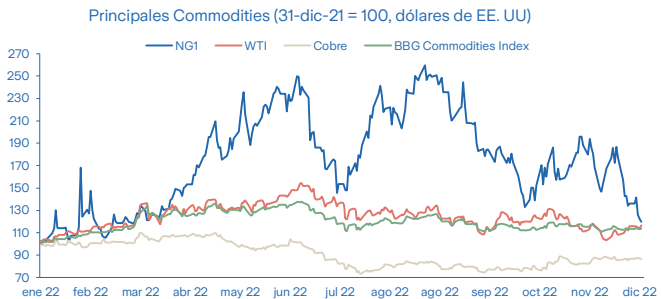
El índice está transando a 6,4 veces P/E forward, 2 desviaciones bajo su promedio de 10 años. Este descuento se explica porque a pesar de que Brasil ha rentado +15,4% en lo que va del año, el positivo retorno ha sido más que compensado por revisiones al alza en las estimaciones de utilidades de 15 y 12% para 2023 y 2024 en el mismo periodo. Durante el último mes, las correcciones han estado liderados por el sector Energía e Industriales, y se espera un crecimiento sectorial promedio de 18% YoY para 2023, lo que sumado a que hoy las compañías se encuentran menos endeudadas y son más rentables, serían un soporte para las estimaciones de utilidades frente a un entorno macro más desafiante.

En 2022, los datos económicos estuvieron sobre lo esperado, tanto en términos de actividad como en empleo, sustentado por la parte de servicios y manufactura, sin embargo, considerando el alto nivel de tasas, que podría impactar tanto el consumo como la inversión, compensado así el aumento del gasto fiscal, las expectativas de crecimiento para 2023 se han ajustado a la baja desde un 2% a inicios de año al actual 0,8%. En cuanto a la política monetaria, en la última reunión el BCB destacó que seguirán monitoreando las expectativas de inflación y la trayectoria fiscal, pero el discurso fue menos restrictivo de lo esperado, por lo que el mercado estima un recorte de tasas de 13,75% a 12% a fin de año, aunque hace un mes las expectativas eran que alcanzara un 11,5%, por lo que la discusión fiscal sin duda ha impactado las expectativas, pero el recorte debería ser un impulso para el mercado accionario. Si bien el escenario político podría seguir pesando en el mercado accionario dependiendo del curso de las medidas que tome el nuevo gobierno, creemos que dado lo descontado de las valorizaciones el perfil de riesgo retorno para el mercado en Brasil es positivo, más aún cuando el índice se sigue beneficiando de ingreso de flujos de extranjeros, y que si la reapertura en China impulsa el precio de las materias primas también sería un impulso para el mercado, donde podríamos ver correcciones al alza en las estimaciones de utilidades para sectores.

México rentó -7,01% en dólares, con una depreciación de la moneda de 1,2%. En lo que va del año sigue siendo junto con Perú el mercado más rezagado de la región, explicado por su correlación con el mercado en Estados Unidos, que se ha visto impactado por el aumento de tasas de interés, y los riesgos de una recesión económica. Además, el índice está transando a 12 veces P/E forward, 1,7 desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años, y es el mercado menos descontado de la región. Este menor descuento se explica porque para México las utilidades para 2022 y 2023 han corregido por debajo de lo visto para la región, explicado por la menor exposición de México a los sectores que han liderado las correcciones que son Materiales y Energía. Sin embargo, este premio se sustenta en la resiliencia del índice con mayor exposición a sectores defensivos y menor beta, además del que en términos relativos México presenta mayor visibilidad tanto en la parte política como fiscal.



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

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, que alcanzó el menor nivel en 15 años 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 aumentó la tasa de referencia en 50 puntos base quedando en 10,5%, y se espera que continúe con las alzas hasta el 1Q23 alcanzado un 11%, y sólo comenzarían con el recorte en el 3Q23, lo que podría seguir impactando al mercado accionario, pero seguiría siendo un soporte para la moneda.

A diferencia de lo que se verá en el resto de la región, México tendrá crecimiento de utilidades YoY en 2023 de 8,2%, las que han sido corregidas al alza durante el último mes, lideradas por los sectores Industriales y Materiales, lo que, sumado a la menor incertidumbre en términos políticos y fiscales, dado que el país sólo enfrenta las elecciones presidenciales en 2023, podrían ser un impulso para el mercado mexicano. Además, como hemos comentado de mediano plazo el crecimiento económico del país podría verse beneficiado por el nearshoring, con las cadenas logísticas re-ubicándose en lugares más cercanos de los centros de consumo, donde México es el gran ganador, de hecho, ya se están comenzando a ver los impactos con mayores rentas en el sector de Real Estate industrial, que sería el principal beneficiado, pero también podría impulsar a otros sectores como Aeropuertos, Consumo, y Financiero que tengan mayor exposición al norte. Por lo que creemos que existen oportunidades en el mercado mexicano, con compañías que presenten valorizaciones descontadas, solido flujo de caja, y con fundamentales que se beneficien de este entorno macro, como el sector Consumo y Financiero.

La bolsa local cerró el último mes del año con un rendimiento -0,39% (+4,5% medido en dólares), mientras que durante 2022 el rendimiento del IPSA alcanza un 22%, su mejor desempeño desde 2017. Durante diciembre la bolsa local se vio impactada por el débil rendimiento de SQM luego de algunas correcciones negativas del precio del litio tras los máximos históricos del mes de noviembre. Los títulos de mejor desempeño del mes fueron Andina-B (+21,5%), Cencosud Shopping (+17,5%) y Colbún (+16,4%), mientras que SQM-B (-19,8%), Oro Blanco (-12,3%) y Vapores (-7,6%) fueron los de peor desempeño. Adicionalmente, la bolsa local continúa transando en niveles fuertemente descontados de 7,7 veces P/E forward versus 14,5 veces de su promedio de los últimos 10 años, mientras que a nivel P/B la bolsa se mantiene en niveles de 0,97 veces.

Seguimos manteniendo nuestra visión neutral y sesgo positivo en nuestra visión local para este 2023. 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 ingresaran a un escenario económico más desafiante pero muy bien preparadas en términos de posición financiera, márgenes y niveles de inversión conservadora; (iv) el acuerdo político asociado a una nueva constitución es razonable y positivo, permitiendo alcanzar acuerdos y consolidar un cambio constitucional moderado que permita restablecer la confianza de los inversionistas.

Los mayores riesgos de esta tesis de inversión se focalizan en: i) inflación. El riesgo inflación emergió como uno de los más relevantes de 2022 tanto a nivel local como internacional, y por el momento sigue latente como unos de los mayores riesgos de corto plazo; ii) crisis energética de Europa. La crisis de Ucrania y Rusia podría exacerbar 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 congreso no permita lograr acuerdo en materias relevantes como la reforma de pensiones; 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.

Por el lado de Renta Fija Local cerramos el 2022 con retornos positivos en todos los portafolios de siendo los grandes ganadores los fondos de mayor duración. En particular diciembre fue un mes bastante tranquilo de punta a punta, donde la sorpresa inflacionaria de noviembre no generó mayores cambios en la visión inflacionaria de mediano y largo plazo y un Banco Central que mantiene la TPM en 11,25% en línea con las expectativas. Los niveles de spread muestran un aumento importante y creemos es una buena oportunidad de compra principalmente en aquellas categorías de mejor calidad crediticia (AA – AAA).

Durante 2023, los datos macroeconómicos locales y globales, así como la convergencia inflacionaria, serán relevantes para determinar la agresividad que tendrá el Banco Central para ajustar la TPM.

El mercado de renta fija corporativa en dólares de Latinoamérica tuvo un retorno positivo en diciembre. Explicado, en parte, en las expectativas que la FED moderaría el ritmo de las alzas. Pese a lo anterior, el bono del tesoro de los Estados Unidos a 10 años subió 27 puntos base en el mes.

Respecto a los flujos a la renta fija emergente en dólares, hasta mediados de mes se produjeron entradas por 1.100 millones de dólares, no obstante, en el año las salidas acumularon alrededor de 42 mil millones de dólares.

Entre los mercados emergentes Latinoamérica tuvo el mejor comportamiento entre los mercados emergentes, particularmente 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 Estados Unidos y la consecuente posibilidad de recesión, seguido de las tensiones geopolíticas entre Europa y Rusia.

Posicionamiento

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

Posicionamiento actual

© 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