

MERCADOS



En febrero el proceso de vacunación para el coronavirus mostró una aceleración, mientras que se redujeron los contagios a nivel global, impulsando las expectativas al alza. Este optimismo, junto con el incremento en las expectativas de inflación en EE. UU generaron alzas en las tasas de interés en gran parte del mundo, lo que vino acompañado de ajustes en la mayoría de mercados accionarios, ante un eventual retiro de manera anticipado de las medidas de estímulo monetario en las principales economías del mundo.

Este fue un mes volátil para la mayor parte de los activos financieros, donde se destaca el alza de las tasas de interés del tesoro norteamericano, derivada de perspectivas alcistas de la inflación. Ahora bien, esta dinámica internacional vino acompañada con retornos positivos para el mercado local, el cual estuvo marcado por la importante alza que ha tenido el cobre producto de una escalada en la demanda por parte de China. La dinámica de las bolsas internacionales durante febrero estuvo marcada por una dicotomía, donde la segunda parte de febrero se observaron ajustes a la baja por el aumento en las tasas de interés, los que borraron gran parte de los avances de la primera quincena del mes.

Asimismo, se observaron avances relevantes en las perspectivas respecto al desarrollo del proceso de vacunación a nivel global, siendo ya casi un hecho que tendremos una vacunación masiva en el año 2021. En lo que respecta a la dinámica de la economía real, las perspectivas de crecimiento para las economías emergentes han mejorado respecto a los meses precedentes, donde incluso se abre la posibilidad de que el año 2021 permita compensar la menor dinámica vivida durante 2020. 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 se ubicó en niveles superiores a los \$4,1 dólares por libra. Finalmente, a nivel local ya se inició la campaña para la elección de los constituyentes que serán elegidos durante abril.

El mercado accionario Latinoamericano cerró con una caída de -3.1% en dólares, por debajo de mercados desarrollados y emergentes. El retorno estuvo explicado principalmente por la caída de Brasil, mientras que por el lado positivo destacan los retornos de Chile y Perú, economías fuertemente ligadas a las positivas dinámicas del precio del cobre. Durante el mes vimos una depreciación de todas las monedas de la región con excepción del peso chileno que se apreció 1% soportado por el precio del cobre.

Figura 1. Propagación del COVID vs Volatilidad en los mercados

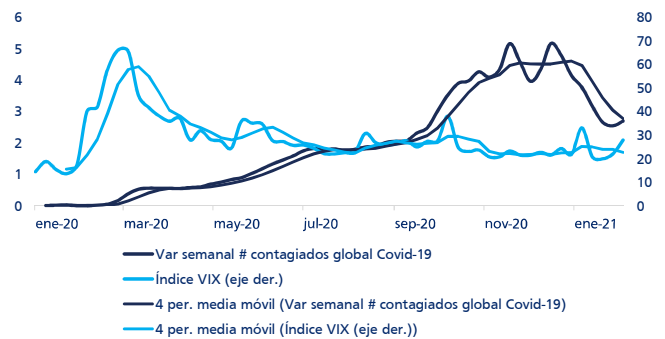


Figura 2. Tasas de Política Monetaria: Brasil, Chile, Estados Unidos, y México

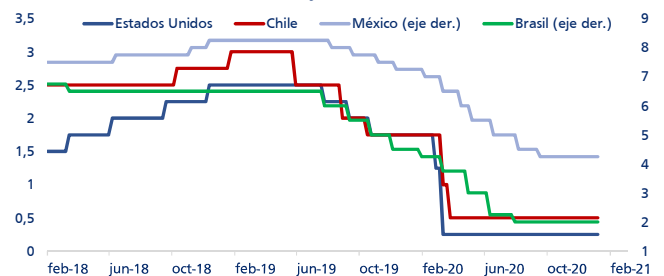
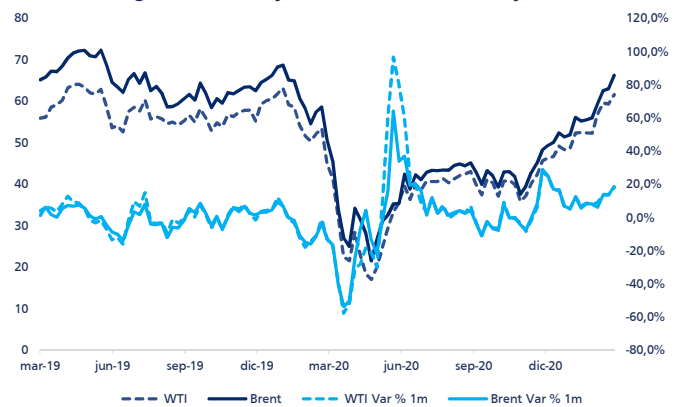


Figura 3. Precios y variación mensual: WTI y Brent

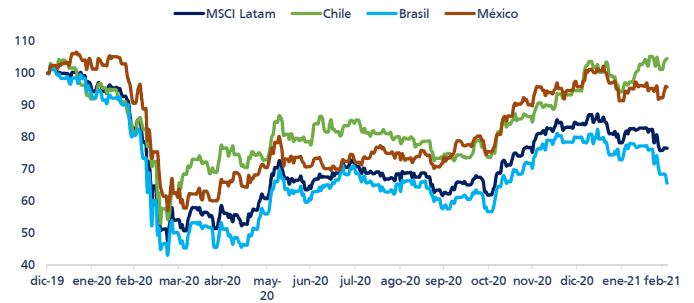


En términos consolidados, la región está transando a 11,3x P/U fwd, un descuento del 8% respecto a su promedio histórico de 10 años y a casi 4x desviaciones estándar por debajo del promedio de valuación relativa versus mercados emergentes, que actualmente transan a 15,3x. Esta diferencia en valorizaciones se da no solo por una mejor rentabilidad en los mercados emergentes, sino que también por correcciones más optimistas en utilidades para Latinoamérica por sobre emergentes. Así, el consenso de mercado espera que la región reporte un crecimiento en utilidades de 170% mientras que mercados emergentes alcanzaría un crecimiento de 32% para el 2021. Adicionalmente, la región debiese beneficiarse de las positivas dinámicas en los precios de los commodities, que, durante el mes, registraron fuertes alzas: el petróleo – WTI un alza 8%, el cobre un alza de 15,1%, el hierro un 15,1%. Esperamos que esta tendencia al alza continúe, donde los precios de los commodities estarán impulsados por la recuperación de la economía a nivel global. En adición a lo anterior, un dólar más depreciado, el compromiso de economías más verdes, que apoyarán el cambio en la infraestructura eléctrica y el potencial aumento en la producción autos eléctricos. Finalmente, el aumento en la liquidez a nivel global y una baja asignación en activos de la región, seguirán sustentando la entrada de flujos, entregando soporte al mercado accionario.

Durante el mes Brasil rentó -6,21 % en dólares, con una depreciación de la moneda de 2,41%, la segunda moneda más depreciada en el año, después del peso argentino, y acumulando una caída de 24,7% en los últimos 12 meses. El mes partió positivo para el mercado brasilero, luego de que los candidatos respaldados por el gobierno fueran elegidos como voceros del congreso, lo que aumento las expectativas de un mejor ambiente político. Sin embargo, en los últimos días, la decisión del Presidente Bolsonaro de remover al CEO de la empresa estatal Petrobras de sus funciones, luego de polémicas respecto al incremento en el precio del petróleo y presiones de parte de camioneros, llevó a que el mercado corrigiera 7% en un día, ante la incertidumbre de si este movimiento tendría mayores implicancias como la intervención del Estado en otras industrias y en la misma compañía respecto a la fijación de precios.

En los días siguientes el Presidente salió a respaldar a su equipo económico, reafirmando su compromiso con la agenda de reformas y privatizaciones que permitiría la tan anhelada consolidación fiscal, y justificó su propuesta de cambiar al CEO de Petrobras, dado que el mandato terminaba el 20 de marzo, luego de estas afirmaciones el mercado recuperó 4%.

Figura 4. Mercados Bursátiles: MSCI Latam, Chile, Brasil y México



Fuente: Bloomberg L.P. Elaboración Propia

Respecto al manejo de la pandemia, Brasil enfrenta la segunda ola que ha llevado a la imposición de mayores restricciones, dado los niveles de ocupación hospitalaria se mantienen elevados, mientras que el proceso de vacunación avanza más lento de lo esperado. Lo anterior en conjunto con la caída en la aprobación del presidente, aunque a niveles aún positivos, ha aumentado las presiones para renovar la ayuda de emergencia a trabajadores informales, lo que ya es el escenario base. Sin embargo, el tamaño de esta ayuda será mucho menor a lo que vimos durante el 2020 (donde el total de estímulos alcanzó un 8,7% del PIB). Respecto a la política monetaria, el Banco Central en su última reunión decidió mantener la tasa Selic en el mínimo histórico de 2%, sin embargo ante el aumento de la inflación (que si bien el BCB ha planteado que debería ser transitorio) y la mayor incertidumbre respecto a la trayectoria fiscal, es consenso que se adelantará el proceso de normalización a la próxima reunión con un aumento de 50 puntos base. Nos mantenemos positivos en Brasil por: i. Valorización, el mercado está transando a 9,7x P/U fwd, muy por debajo del máximo de 17x y bajo el promedio desde que asumió Bolsonaro; ii. El positivo crecimiento de utilidades, que estarían por sobre el promedio de la región y países emergentes; iii. El proceso de reformas y privatizaciones. La intervención en Petrobras aumentó la incertidumbre, la elección de voceros del Congreso alineados con el gobierno, debería acelerar la agenda de reformas. Cabe mencionar que durante febrero ya se aprobó la Independencia del BCB, reforma clave para anclar el caso de inversión en el largo plazo, y se enviaron al congreso los proyectos para la privatización de Electrobras y de la empresa de Correos.

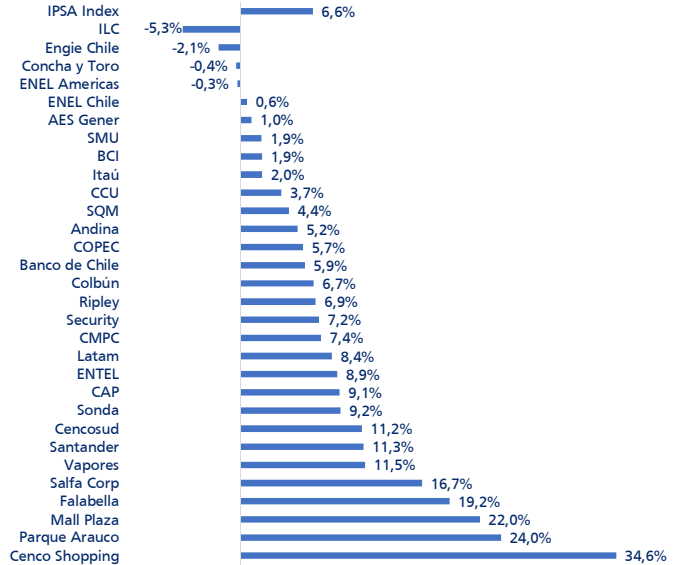
Por otro lado, se espera la votación de una Enmienda Constitucional que busca extender la ayuda de emergencia, pero también crear una estructura que consolide la situación fiscal, además, de continuar con el proceso para la aprobación de la reforma administrativa durante este año. Sin embargo, la aprobación de la reforma tributaria sería bajo el nuevo gobierno. En adición a lo anterior, existen expectativas que, dada la capacidad de producción del país, el proceso de vacunación puede acelerarse desde fines de marzo, además, se aprobó la ley que permite al sector privado comprar vacunas, lo que también debería ser positivo para el proceso. Finalmente, si bien el aumento de la tasa SELIC es consenso, ésta seguiría en niveles históricamente bajos, lo que continuaría favoreciendo la rotación de activos de renta fija a renta variable

México rentó un 0,98% (en dólares) en febrero, con una depreciación de la moneda de 1,37%, así el mercado está transando a 14,6x P/U fwd, un 12% sobre el promedio desde que asumió AMLO, y lejos de los niveles más atractivos que alcanzó en marzo y abril. El mercado mexicano se ha visto favorecido por la fortaleza de la moneda sustentando en unas de las tasas de interés reales más altas a nivel de países con grado de inversión, de su exposición a las dinámicas de Estados Unidos, tanto a través del sector exportador como de las remesas, y de la rotación de a nivel global a activos de valor. Sin embargo, en los últimos meses, el país se vio afectado por la segunda ola de la pandemia, que alcanzó su máximo a mediados de enero, por lo que las mayores restricciones que iniciaron en diciembre, deberían afectar la velocidad de la recuperación económica, que en el 1T21, debería estar impactada también por las paralizaciones del sector industrial, dado los cortes de energía que sufrieron por las restricciones en los envíos de gas natural desde Texas, debido a las tormentas que enfrentó ese Estado.

Respecto al proceso de vacunación, México tiene compromisos para poder inocular a la totalidad de su población, la disponibilidad de las vacunas ha estado por debajo de lo esperado, por lo que sólo se ha vacunado al 1,4% de la población, afectando la velocidad de la recuperación económica. No obstante, en los últimos días se han visto correcciones al alza en las proyecciones del crecimiento de 2021, que estarían explicadas por mejores perspectivas de crecimiento global, aunque el consenso espera que los niveles pre pandemia sólo se recuperen en 2022, dado que los sectores domésticos como consumo y servicios seguirán más rezagados.

En cuanto a la política monetaria, en la última reunión Banxico decidió recortar la tasa en 25 puntos base, en línea con lo esperado por el mercado, siendo el único país de la región que aún tiene espacio para nuevos recortes.

Figura 5. IPSA y sus componentes: Retornos MTD



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

En este contexto, la selectividad es clave, el peso mexicano ha seguido fortalecido y es uno de los pocos países con espacio para recorte de tasas lo que es positivo para el mercado accionario. Además, la exposición a Estados Unidos, debería seguir beneficiando al país de corto plazo, aunque no descartamos mayores volatilidades a medida que nos acercamos a las elecciones. Seguimos monitoreando los resultados corporativos, que han mostrado mayor resiliencia en el último año, y manteniendo nuestra exposición a compañías que siguen dinámicas globales.

En Argentina, el mercado accionario cayó un -2,44% en dólares, explicado por una depreciación de la moneda de 2,88%; la que acumula una caída de 31% en los últimos 12 meses y es la más rezagada de la región. El país se ha visto favorecido por el incremento en el precio de la soya, que acumula un alza de 56,5% en los últimos 6 meses. En cuanto al proceso de vacunación, ha avanzado más lento de lo esperado y sólo el 1,85% de la población ha recibido la primera dosis, considerando este ritmo la inmunidad se alcanzaría en 10 años, muy por sobre el promedio de la región; además, el proceso se ha visto empañado por la renuncia del ministro de Salud, debido a irregularidad en el acceso a las vacunas. La actividad económica en diciembre fue de 0,9% m/m, desacelerando respecto al mes anterior, y llevando a una caída anual de 10%. Es importante recordar que Argentina está en recesión economía desde 2018, y para este año sólo se espera una recuperación de 4,9%; por lo que sería uno de los últimos países en volver a niveles 2019.

Adicionalmente, la inflación sigue acelerando y alcanza un 4% m/m en enero, con un esperado de 46,8% para este año, lo que confirma el desafiante panorama económico para las empresas locales, traduciéndose en corrección en las utilidades para 2021 de -25% en los últimos 6 meses.

Por otro lado, continúan las negociaciones para la renegociación de la deuda con el FMI. Si bien se esperaba un acuerdo para abril, antes de que se cumpliera el plazo para el pago de la deuda del Club de París, ahora las expectativas son para julio, dado que no han llegado a acuerdo respecto a las condiciones, se estima que el FMI estaría una reducción de la brecha del tipo de cambio con el informal a 30%, consolidación fiscal y definir la magnitud de los ajustes tarifarios, donde se busca que se remueva la indexación al tipo de cambio en algunos contratos. Considerando que el mercado está transando a 15,6x P/E fwd, sobre el promedio de 9x; con correcciones a la baja en las utilidades, la falta de visibilidad respecto al acuerdo con el FMI, y las desafiantes condiciones macro con un lento proceso de vacunación, mantenemos nuestra selectividad en emisores que se beneficien de dinámicas externas o que tengan mayor exposición a historias de crecimiento secular como e-commerce y la tecnología de la información

En febrero la bolsa chilena rentó un +6,6% (+7,4% medido en dólares) alcanzando su cuarto mes consecutivo de ganancias. Pese al pobre desempeño de la región en febrero, Chile logró sobresalir apoyado por su alta disponibilidad de vacunas, un proceso de vacunación exitoso – hasta ahora- y un desempeño sobresaliente del cobre (+15,1% en el mes), lo que se suma a su sólida posición fiscal.

Los flujos extranjeros mejoran su tendencia para Chile pese a que la región revirtió en parte el buen inicio de mes, señales que creemos podrían mantenerse una vez que los inversionistas extranjeros continúen diferenciando los fundamentales locales versus los de la región. A nivel de valorizaciones, la bolsa local transa en niveles 15x P/U fwd, lo que significa lo que prácticamente se alinea con su media histórica (15,3x). Pese a que la actual valorización ya no se muestra descontada, hoy tenemos un mayor convencimiento que las utilidades podrían comenzar a ser revisadas al alza apoyadas por las mejores en los precios de las materias primas y el positivo avance en el proceso de vacunación, lo que se suma a que aún las tasas se muestran bajas desde una perspectiva histórica.

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 parecido a la de países desarrollados y no siendo descartable alcanzar una inmunidad de manada durante la primera mitad de 2021. Lo anterior nos debería llevar a ser altamente optimistas con el desempeño de la bolsa local a futuro, sin embargo, creemos que la discusión constitucional y el abultado ciclo eleccionario debería comenzar a inyectar volatilidad por lo cual somos algo mantenemos cautela. Finalmente, las últimas semanas hemos visto algo de presión en las bolsas globales asociadas a posibles presiones inflacionarias que impliquen que una posible rápida alza de tasas que ponga freno a la recuperación bursátil, sin embargo, vemos que un escenario de alta inflación que conlleve a reducir los estímulos es algo precipitado aún y esto se observa en las compensaciones inflacionarias de largo plazo que aún permanecen en EE.UU. del orden del 2% y para Chile el efecto tipo de cambio debería tener un efecto compensador de mediano plazo.

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; (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; (v) que un fuerte rebrote inflacionario genere un rápida alza de tasas.

La primera mitad de febrero mostró importantes caídas en las tasas de interés en UF hasta 10 años explicado por el alto y sorpresivo dato de inflación de Enero (0,70% vs 0,50%), que llevo a los inversionistas a tomar posiciones en UF para capturar el alto devengo que esto generaría. Sin embargo, durante la segunda mitad del mes surgió el temor a brotes inflacionarios más persistentes en EEUU, principalmente explicado por el enorme paquete de estímulo fiscal que se está discutiendo en el congreso norteamericano y que llevo al empinamiento en la curva de gobierno de EEUU y de paso arrastró al mercado de renta fija local.

A pesar de lo anterior los niveles de spread se mantienen bajos y estables, dando cuenta de un mercado que no ve una mayor percepción de riesgo de crédito, a nuestro juicio sustentada por el inicio del proceso de vacunación en Chile que permitiría la reapertura y normalización de la economía local en el mediano plazo.

Durante el mes de febrero, los inversionistas mostraron una particular preocupación sobre las presiones inflacionarias, dado que estos indicadores estuvieron sobre las expectativas. El temor fue reafirmado por los buenos datos de actividad económica y el buen ambiente en el Congreso para la aprobación del paquete de estímulo de \$1,9 millones de millones de dólares.

El temor sobre la inflación causó un aumento generalizado en las tasas de interés, así las tasas de los bonos del tesoro americano continuaron su tendencia alcista, por ejemplo, el bono del tesoro a 10 años subió cerca de 33 pb. y el de 30 años se incrementó 31 pb.

Todo lo anterior, se tradujo en una caída en el apetito por riesgo de los inversionistas, el alza de tasas afectó la demanda por bonos de mercados emergentes, particularmente los bonos con grado de inversión, cuya sensibilidad a la tasa de los EE.UU. es mayor. Entre los mercados emergentes, Latinoamérica tuvo el peor rendimiento tanto en Investment Grade como en High Yield. Parte de la explicación se debe a que es la región Emergente con mayor duration (bonos más largos) por lo que el alza en las tasas les afectó más.

© Copyright 2020 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) indicado(s), y pueden ser sujetas 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