

MERCADOS



Febrero fue un mes en el que registró alta volatilidad en los mercados globales afectada por la incertidumbre, que tuvo dos factores determinantes: i. expectativas de alzas de las TPM en economías desarrolladas y emergentes, ante las crecientes presiones inflacionarias; ii. Escalamiento de las tensiones geopolíticas en Ucrania, luego de la invasión de tropas rusas. Esta incertidumbre generó caídas en la mayoría de los mercados accionarios globales y alzas en los precios de commodities ante las probables sanciones a las exportaciones rusas. No obstante, los mercados accionarios en Latinoamérica volvieron a cerrar el mes con retornos positivos, manteniendo así la región un liderazgo a nivel global.

Durante febrero dos hechos dominaron el escenario bursátil internacional. El más relevante fue la invasión de Rusia a Ucrania, siendo este el primer conflicto bélico de relevancia en Europa en lo que va del siglo XXI. Esta intervención militar trajo consigo una serie de sanciones y restricciones económicas a Rusia, las que han impactado significativamente los precios de los activos rusos. Ahora bien, dado que los países en disputa son actores importantes en el mercado de los commodities, hemos visto un aumento relevante del precio de estos, donde se destaca el petróleo y el trigo.

Lo anterior, intensifica el segundo factor relevante que ha dominado el escenario económico internacional: la inflación. El avance de los indicadores inflacionarios en Estados Unidos, Europa y los principales mercados latinoamericano se mantienen altas con relación a las metas propuestas por cada Banco Central y la convergencia a éstas podría tomar más tiempo en concretarse.

En Chile se destaca el cambio de gobierno, donde terminará su mandato el presidente Piñera y asumirá el presidente Boric. Ahora bien, dada la escala del conflicto bélico, los activos chilenos no han estado ajenos a la volatilidad, donde el alza del precio del cobre (niveles récord con relación a la última década) ha llevado a cierta estabilidad en el tipo de cambio.

Del escenario macroeconómico la principal duda en el horizonte radica en el tema inflacionario en el mundo desarrollado y el desarrollo del conflicto en Ucrania.

Finalmente, a nivel local en el corto plazo estaremos atentos al avance de la convención constituyente.

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

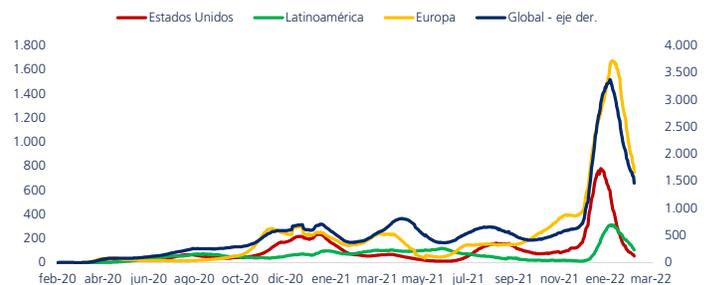


Figura 2. Inflación variación 12 meses: Brasil, Chile, China, Estados Unidos, Eurozona y México

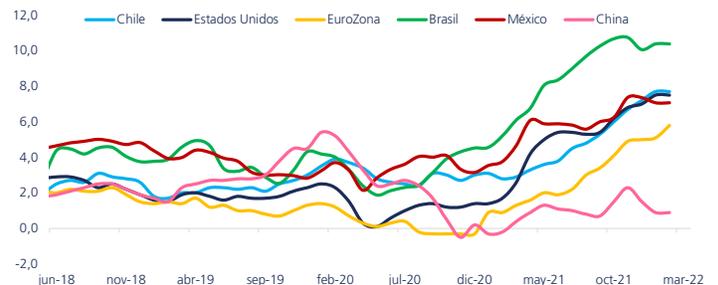


Figura 3. Tasas de interés 10 años: Brasil, Chile, México y Estados Unidos



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

En febrero el índice MSCI de Latinoamérica tuvo un retorno positivo de 4,73% en dólares de Estados Unidos, rentabilidad que se situó por sobre mercados emergentes y desarrollados que se mantuvieron en terreno negativo. Latinoamérica ha sido la región con el mejor desempeño en lo que va del año, apoyado también por la apreciación de las monedas. Durante el mes, el retorno estuvo impulsado por Perú, Colombia y México, mientras que el real brasileño y el sol peruano fueron las monedas más resilientes. A nivel sectorial, los sectores de la tecnología e inmobiliario lideraron las alzas, mientras que consumo discrecional y telecomunicaciones estuvieron en terreno negativo.

Si bien el retorno no estuvo exento de volatilidad, en línea con los últimos eventos a nivel global, la región se ha seguido beneficiando del ingreso de flujos de inversionistas atraídos por valorizaciones atractivas, en un contexto en el que los mercados desarrollados podrían verse impactados por una política monetaria contractiva, situación a la que la mayoría de los países de la región se adelantaron, con alzas de tasas durante 2021, y con ciclos restrictivos que llegarían a su fin dentro de este año.

En cuanto al impacto que pueda tener el conflicto entre Rusia y Ucrania en la región, si bien todavía es incierto considerando que aún está en desarrollo y no se conocen todas sus implicancias, de corto plazo, el aumento en los precios de materiales, productos agrícolas y energía podría ser positivo para países exportadores, ayudando a sus cuentas fiscales. Sin embargo, y considerando que el precio de commodities ya se encontraba en niveles elevados, un aumento significativo y prolongado podría tener impactos en las expectativas de inflación, más aún si existen interrupciones en las cadenas de suministro, lo que podría implicar que las políticas monetarias contractivas en la región se mantengan por más tiempo del esperado.

Latinoamérica está transando a 9x P/U fwd, 2,3 desviaciones bajo su promedio de 10 años, lo que se compara positivamente con los descuentos tanto de mercados emergentes como desarrollados. Esta valorización atractiva se sustenta en correcciones al alza para las utilidades esperadas en el último mes de 6% para 2022 y de 8% para el próximo año, muy por sobre el resto de las regiones.

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

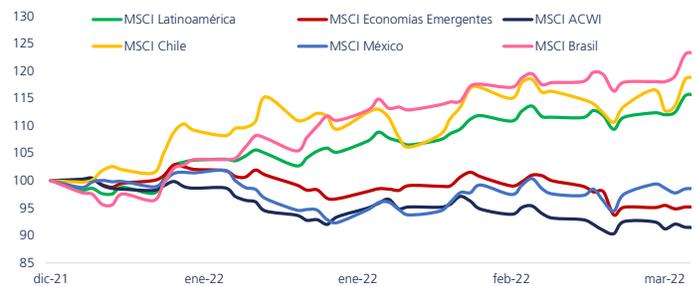
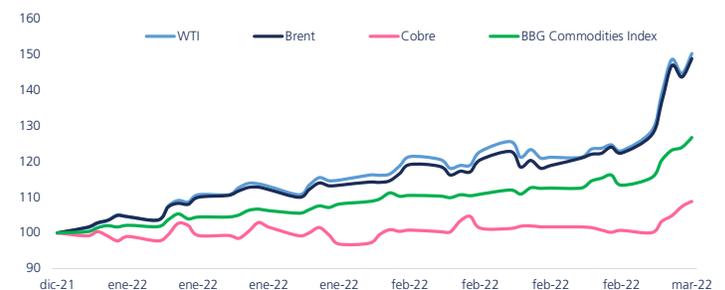


Figura 5. Principales Commodities (31-dic-21 = 100, dólares de EE. UU)



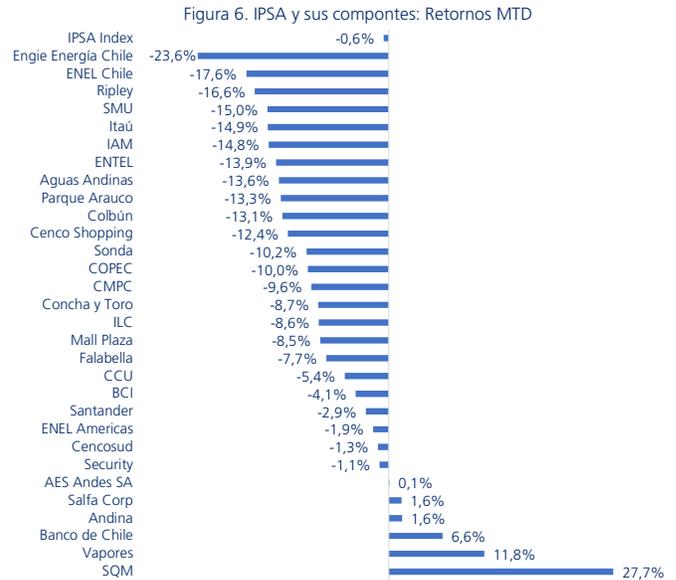
Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Sin embargo, es importante destacar que la región se podría ver afectada por: i) presiones inflacionarias relacionadas con el conflicto Rusia/Ucrania, y el impacto que esto pudiera tener en el crecimiento global, ii) un proceso de retiro de estímulos más rápido de lo esperado por parte de los mercados desarrollados ii) de revisiones a la baja en el crecimiento debido al impacto de mayores tasas de interés, y de eventuales interrupciones en la cadena de suministro, y iv) finalmente de 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. Sin embargo, considerando el descontado nivel de valorizaciones al que está transando Latinoamérica con un 22% de descuento respecto a emergentes y 52% respecto a Estados Unidos, creemos que gran parte de estos riesgos deberían estar incorporando en los precios.

El índice MSCI Brasil rentó 4,57% en dólares, con una apreciación de 3,07 del real. Con este desempeño, el índice acumula un alza de 18,3% en lo que va del año en dólares. El retorno ha estado impulsado por el ingreso de flujos de inversionistas extranjeros, que alcanzaron niveles históricos en enero y continuaron positivos en febrero. Mientras que el real se ha visto beneficiado por el importante diferencial de tasa de interés real con economías desarrolladas, explicado por el acelerado proceso de retiro de estímulos por parte del Banco central, que elevó la tasa de interés desde un 2% a un 10,75% en menos de 1 año.

En cuanto al conflicto entre Rusia y Ucrania, en el corto plazo Brasil podría verse beneficiado por el alza de precios de energía y productos agrícolas. No obstante lo anterior, el impacto que estos mayores precios pudiesen tener en las expectativas de inflación podría llevar a que el proceso de recorte en la tasa se demore más de lo esperado. Inicialmente, las expectativas eran que las presiones inflacionarias comenzarían a ceder durante el segundo semestre de este año. Sin embargo, considerando que los datos de inflación han estado sobre lo esperado, las expectativas del mercado (Fuente: Focus – Banco Central de Brasil) elevaron la tasa esperada para 2022 desde un 11,5% a inicios de año a un 12,25% en febrero, aunque manteniendo las expectativas de una tasa de 8% para fines de 2023, lo que sería positivo por el mercado accionarios, pero que se podría ver impactado, si las consecuencias del conflicto son más prolongadas y profundas de lo esperado.

En cuanto a valorizaciones, Brasil está transando a 7,8x P/U fwd, 1,9 desviaciones bajo su promedio de 10 años, siendo junto con Chile, uno de los países más descontados de la región. Esta valorización atractiva se explica porque el positivo retorno YTD ha sido compensado con alzas en las estimaciones de utilidades tanto para 2022 como 2023 de en torno a un 9%, lideradas por los sectores de Consumo Básico, Telecomunicaciones y Materiales. Brasil debería seguir beneficiándose de valorizaciones atractivas, el alza en el precio de los commodities, y del nivel de tasas que podría seguir impulsando a la moneda. En cuanto a las dinámicas domésticas, si bien siguen las negociaciones en el congreso para eliminar el impuesto a los combustibles y otras iniciativas que pudiesen afectar las cuentas fiscales, el plazo para su aprobación está limitado hasta abril, lo que permite tener mayor visibilidad.



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Mientras que si bien la proximidad de las elecciones presidenciales y legislativas pudiesen traer cierta volatilidad al mercado, la claridad de que los próximos candidatos serían el actual presidente Bolsonaro y el ex presidente Lula (debido a que los otros candidatos alcanzan niveles de intención de voto de menos de 10%), ha permitido que el mercado comience a internalizar, lo que hasta ahora sería una victoria de Luiz Inácio Da Silva. Este último no sólo ha moderado su discurso, hablando de que respetaría la autonomía del Banco Central por ejemplo, sino que también ha buscado alianzas con figuras más de centro, lo que está entregando cierta tranquilidad, a la espera de mayores detalles en cuanto a los programas de gobierno que se deberían presentar en el tercer trimestre. Esta mayor moderación sumado a valorizaciones atractivas, y la exposición del índice a los sectores de materiales y energía que se están beneficiando de la crisis global, deberían seguir dando soporte al mercado accionario local.

El índice MSCI México rentó 4,87% en dólares, con una apreciación de la moneda de 0,8%, recuperando parte de la caída del mes anterior de -5,25%. Es importante destacar que en 2021 el índice tuvo uno de los mejores retornos a nivel global, pero que a inicios de este año se vio impactado por su correlación a Estados Unidos y el impacto que podría tener una política monetaria contractiva más rápida de lo esperado.

México está transando a 13,9x P/U fwd, 1,1x desviaciones bajo su promedio histórico, pero a un premio de 53% versus la región, por sobre el 26% promedio de los últimos 10 años. Esto se explica porque las estimaciones de utilidades han corregido a la baja durante el último mes, aunque en menos de 1%, a pesar de que los resultados corporativos del 4Q estuvieron sobre lo esperado en términos de utilidades y ventas. Sin embargo, las expectativas de las compañías estuvieron en línea con lo esperado, y el impacto que pudiesen tener los precios de materias primas más altos en los márgenes, junto con una economía más débil, explican esta visión más cautelosa para las utilidades, también considerando la exposición del índice a Consumo.

En cuanto a la parte macro, los datos de actividad de diciembre y enero estuvieron bajo lo esperado, impactados principalmente por servicios y manufactura, lo que, sumado a la incertidumbre global, y el retraso en el plan de infraestructura en Estados Unidos han llevado a correcciones a la baja para el crecimiento esperado de México en 2022. Es importante destacar que la economía mexicana estaba debilitada antes de la pandemia, impactada por una caída considerable de la inversión y la confianza de los empresarios, luego de propuestas presidenciales que han afectado al sector privado. El impacto de la pandemia, y la falta de una respuesta fiscal, impactaron el PIB potencial de México, mientras que el nivel del PIB sólo recuperaría niveles pre-pandemia a fines de 2023. En cuanto a los datos inflacionarios, los números siguen estando por sobre lo esperado, lo que explicaría la decisión del Banco Central de aumentar la tasa de referencia en 50 puntos base a 6% en la última reunión. Las expectativas de mercado son que la tasa alcance un 7,6% en 2023. Lo importante de esta última reunión, es que participó por primera vez la nueva gobernadora nombrada por el presidente, quien que mostró su compromiso con mantener las expectativas de inflación ancladas, lo que fue positivamente recibido por el mercado.

México, a diferencia del resto de los países de la región, no enfrenta elecciones presidenciales de corto plazo, pero en abril se realizará un referéndum para definir la continuidad del gobierno. Si bien las expectativas son de que la participación no será suficiente para que el resultado sea vinculante, la lectura que daría AMLO, sería positiva para su coalición. Esto sumado a las elecciones de 6 gobernadores, y las continuas noticias relacionadas con la reforma energética podrían generar cierta volatilidad en los mercados. Sin embargo, continuamos viendo oportunidades en México, a través de compañías que se benefician de dinámicas de mayor inflación, que tengan una posición dominante en el mercado sólidos flujos de cajas, y una valorización atractiva.

El Índice MSCI Argentina rentó -2,2% en dólares con una depreciación de la moneda de 2,25%. El retorno estuvo impulsado por Arcos Dorados, Adecoagro y Edenor, mientras que Loma Negra y BBVA estuvieron entre los nombres más rezagados. Durante el mes el foco siguió siendo las negociaciones con el FMI, donde luego de alcanzar un acuerdo, los términos debían ser aprobados tanto por el gobierno argentino como por ejecutivos del Fondo. El siguiente paso es la aprobación del programa en el congreso argentino (donde la oposición ya comprometió su apoyo, buscando evitar el default del país), para que finalmente sea aprobado por el Directorio del FMI, lo que se espera sea antes de fines de marzo, ya que el plazo del primer vencimiento es el 22 de marzo.

Dentro de los términos del acuerdo, el gobierno ha destacado que será un ajuste gradual que no impactaría el mercado cambiario, y donde uno de los objetivos es lograr un balance fiscal primario equilibrado a fines del 2025 y disminuir las transferencias del banco central al tesoro. Si bien este acuerdo evitará que el país entre en default, no tendrá un impacto significativo en las condiciones macro de corto plazo. De hecho, los últimos datos de inflación han estado sobre lo esperado, alcanzado un 3,9% M/M en enero, acumulando una variación de 50,7% anual, lo que llevó a que el banco central decidiera aumentar la tasa de referencia a 42,5%. Por su parte, las expectativas de crecimiento para 2022 y 2023 han estado corrigiendo a la baja y se encuentran en 2% y 1,5%. Considerando un entorno macro más desafiante y que las acciones argentinas no forman parte de los índices de referencia, luego de que el MSCI rebajara su clasificación a mercado stand alone, no tenemos actualmente exposición a estos nombres en nuestras estrategias Latinoamérica.

El índice MSCI Chile cerró el mes de febrero con un rendimiento de 3,58% en dólares (3,42% medido en pesos), en un mes marcado por el inicio del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. Las bolsas globales de mercados desarrollados se vieron mayormente impactadas mientras economías emergentes fueron más resilientes apoyados por posibles déficits de oferta de materias primas. A nivel local, se iniciaron las discusiones de las primeras normas constitucionales que han generado cierta incertidumbre en el mercado. A nivel de valorizaciones se mantiene un alto descuento, donde la bolsa está transando a niveles de 9,8x P/U fwd, dos desviaciones estándar bajo su promedio histórico.

Nuestra tesis para la bolsa local mantiene una perspectiva de neutralidad, pero con un sesgo positivo. Hay 3 factores claves que nos llevan a ser más optimistas: i) entorno local mejora proyección apoyado en el sesgo más moderado del gobierno con la elección de Marcel como ministro de Hacienda junto con un congreso más balanceado; ii) un inicio de año mejor al proyectado en términos de valor de materias primas y ciclo bajista de tasas en China, lo que en general mejora proyección de mercados emergentes que van más adelantado en el ciclo de alza de tasas versus desarrollados; iii) la aprobación de la Pensión Básica Universal abre espacio para que la discusión de la futura reforma de pensiones sea más racional; iv) las valorizaciones chilenas siguen aún muy descontadas tanto versus su propia historia y versus el pares emergentes, en un contexto donde Chile sigue presentado sólidos niveles de vacunación y un balance fiscal relativamente más sólido, mientras se mantiene 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) convención constitucional. Las iniciativas y los avances de los cambios constitucionales le inyectaran incertidumbre a la bolsa local, lo que creemos imposibilitara volver a valorizaciones más cercanas al promedio histórico de Chile; ii) 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 bajas por un largo tiempo; 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.

El mercado latinoamericano de deuda en dólares mantuvo la tendencia a la baja, explicada por la salida de flujos en moneda dura a los mercados emergentes. Parte de la explicación viene por la aversión al riesgo generada por la invasión a Ucrania y por la esperada alza de tasas debido al incremento de la inflación. Así, la tasa del tesoro a 10 años subió 5 puntos en el mes, pero mostrando grandes oscilaciones en febrero.

En términos de flujos, hasta el 24 de febrero, los mercados emergentes sufrieron salidas de flujos en moneda dura. A esa misma fecha, el acumulado de los flujos, en lo que va del año es una salida de \$6.200 millones de dólares. Al comparar los retornos entre las regiones emergentes, Latinoamérica tuvo un buen desempeño relativo, particularmente en la categoría High Yield. Finalmente, el desempeño de los Mercados Emergentes, de deuda en dólares, fue inferior al de los EE. UU., debido a la ya mencionada aversión al riesgo.

Durante febrero vimos un fuerte aumento en las expectativas de inflación una vez conocido el IPC de enero que alcanzó un 1,2% superando ampliamente las expectativas que rondaban el 0,6%. Esto se exagera con el inicio de la guerra entre Ucrania y Rusia que hace subir fuertemente el precio del petróleo, llevando la inflación esperada para 2022 (medida a través del forward de inflación) de 4,6% a fines de enero a 7,1% a fines de febrero. Además, las compensaciones inflacionarias en promedio aumentan 50 puntos base a lo largo de toda la curva en los plazos más largos. Esto eleva las expectativas de nuevas alzas agresivas en la TPM por parte del Banco Central para contener las presiones inflacionarias, generando alzas generalizadas en las tasas de mercado en pesos y en las tasas en UF de corto plazo y caídas en las tasas en UF en plazos medios y largos, provocando un aplanamiento en la curva de retornos.

Sin lugar dudas el conflicto entre Ucrania y Rusia comienza a tomar relevancia para todos los mercados y de continuar por un plazo prolongado podría generar caídas importantes en el crecimiento económico mundial y complicar aún más la tarea de los bancos centrales para controlar la inflación, ya que deberán analizar los efectos de nuevas alzas en las tasas de política monetaria en crecimiento.

© 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