

MERCADOS



Durante el mes de marzo se observaron alzas en las tasas de interés en gran parte del mundo, ante mejores expectativas de crecimiento y una consecuente mayor inflación. Esto último podría gatillar el retiro anticipado de los estímulos monetarios por parte de los principales bancos centrales del mundo, sin embargo, no es algo que esperamos ocurra en el corto plazo. Por otra parte, a pesar de los avances en el proceso de vacunación para el Coronavirus la pandemia continuó expandiéndose en Europa, Latinoamérica y algunas partes de Estados Unidos, generando medidas de confinamiento para frenar la propagación de la COVID-19 en estas regiones.

Al cumplirse ya un año desde el inicio de la pandemia, se han adoptado nuevamente medidas para restringir las actividades del diario vivir en miras a aliviar el estrés sanitario en una buena parte del mundo occidental y donde la tan anhelada salida, la luz al final del túnel, no se ve en el corto plazo.

Este mes se han retomado las medidas de confinamiento tanto a nivel local como global, donde una nueva ola de contagios ha afectado a los países, estresando al máximo en algunos casos los sistemas de salud.

Bajo este contexto, marzo fue un mes de menor volatilidad en los activos financieros donde se destaca el alza de las tasas bases derivada de mejores perspectivas económicas, así como de perspectivas de mayores inflaciones en el corto plazo en la medida que los efectos desinflacionarios provocados por la pandemia han ido reduciéndose. Ahora bien, esta dinámica internacional vino acompañado 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. No obstante, el tema sanitario ha tomado mayor importancia, sobre todo tras haber decretado cuarentena en la Región Metropolitana.

Por su parte las bolsas internacionales este mes marcó un cierre de trimestre positivo. Lo anterior apoyado en una política monetaria y fiscal expansiva.

En lo que respecta a la dinámica de la economía real, las perspectivas de crecimiento para las economías emergentes han mostrado mejores 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 ajustes durante las últimas semanas, tras la aplicación de nuevas restricciones.

Finalmente, a nivel local la elección de constituyentes y alcaldes se postergó hasta mayo, esperando tener indicadores sanitarios más alentadores.

Figura 1. Propagación del COVID vs Volatilidad en los mercados

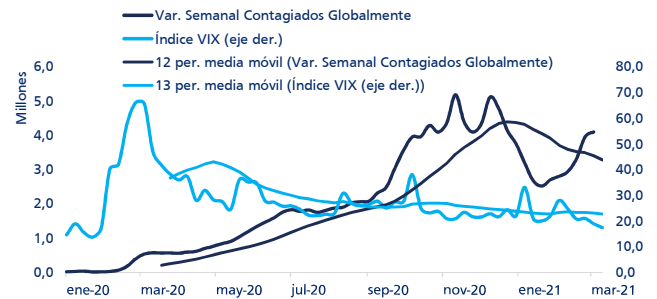


Figura 2. Tasas de Política Monetaria: Brasil, Chile, Estados Unidos, y México

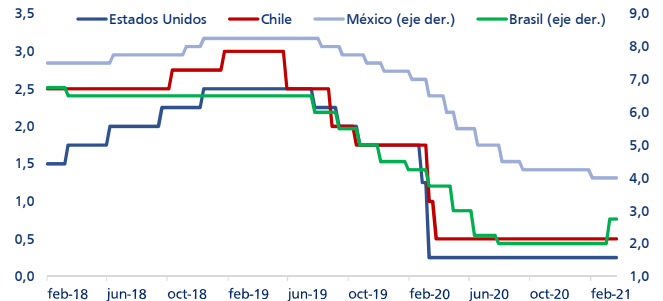
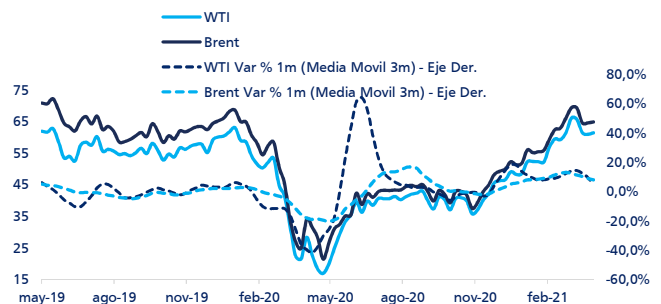


Figura 3. Precios Petróleo: WTI y Brent: Media Móvil de Retorno Mensual

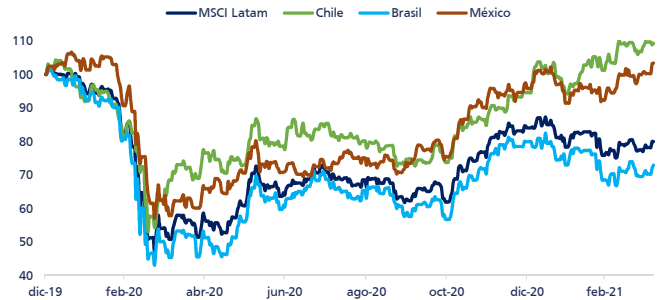


Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Los mercados emergentes tuvieron una caída en torno a un 2% en dólares. En marzo el mercado accionario Latinoamericano rentó 3,98% en dólares, impulsado por México y Chile, países que se beneficiaron no sólo del desempeño de sus índices sino también de la apreciación de sus monedas. En términos consolidados, Latinoamérica transa a 11,5x P/U fwd, un 8% de descuento respecto al promedio de 10 años y 3,7 desviaciones bajo el promedio del premio histórico con mercados emergentes. El descuento se explica por un mejor desempeño de los mercados accionarios de mercados emergentes sobre Latinoamérica en lo que va del año junto a revisiones de utilidades al alza para 2021 en Latinoamérica, con lo que se estima que para nuestra región las utilidades crecerían este año un 27% mientras que en mercados emergentes lo harán en un 20,6%. Asimismo, la región debería seguir beneficiándose de valorizaciones atractivas y de los mayores precios en commodities, en donde el cobre y el hierro han rentado un 34% y 40% respectivamente en los últimos seis meses, sustentado en los planes de infraestructura a nivel global, como el último anunciado en Estados Unidos por USD2,25 billones, y el cambio hacia energías más verdes.

En marzo, Brasil rentó 4,07% en dólares, con una depreciación del real de 0,54%, acumulando una caída de 8,2% en el año, y siendo una de las monedas más depreciadas de países emergentes. El retorno ha estado impulsado por lo sectores de consumo básico, financiero y empresas de servicios públicos que se beneficiaron del alza en la inflación. En términos de valorización, Brasil está transando a 9,8x P/U fwd, un 11% de descuento respecto a su promedio histórico, explicado por la caída del índice de 9,9% acumulando en el año, pero también por la corrección al alza que hemos visto en utilidades para 2021 de 14%. Brasil está enfrentando el peor momento de la pandemia; con niveles récord tanto en número de muertes como de contagios, y ante la falta de respuesta federal, un grupo de congresistas, empresarios y gobernadores han exigido al presidente que se pronuncie sobre una forma adecuada para contener la pandemia. Es así como el gobierno firmó un acuerdo de compra por 100 millones de vacunas Pfizer, totalizando 562 millones de dosis comprometidas hasta fin de año, suficientes para vacunar a toda la población objetivo y permitir una aceleración en el proceso, dado que el país cuenta con la infraestructura pública necesaria, por lo que sólo dependerá de la disponibilidad de los insumos.

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



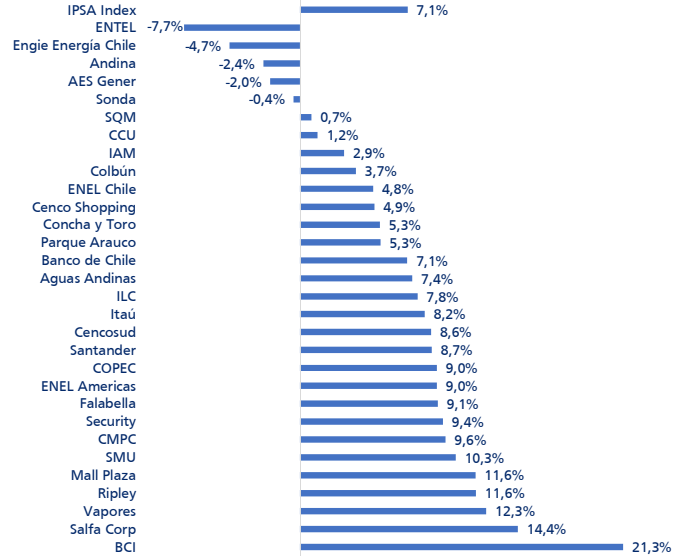
Fuente: Bloomberg L.P. Elaboración Propia

Además, el empeoramiento de la situación sanitaria, además, han aumentado las presiones para renovar las ayudas estatales, y es así como ya se aprobaron transferencias por el equivalente al 0,5% del PIB, lo que junto con la incertidumbre política que incluye mayores tensiones con el congreso y la renovación de 6 de los 23 ministros de estado, siguen aumentando la preocupación de si Brasil será capaz de respetar el límite del gasto y volver a la tan esperada disciplina fiscal, incertidumbre que explica, en parte, la fuerte depreciación de la moneda. Si bien marzo inició con la noticia de la eliminación de las condenas del expresidente Lula Da Silva, lo que lo habilitaría para ser candidato a las próximas elecciones, él mismo ha declarado que es muy pronto para hablar de eso y que el foco ahora debería ser el manejo de la pandemia, luego de la corrección el índice volvió a los niveles previos a la noticia. En cuanto a la política monetaria, en la última reunión, el Banco Central decidió aumentar la tasa Selic en 75 puntos base, por sobre lo esperado por el mercado (50 puntos base), llevándola a 2,75%; y señaló que esperaban un alza similar en la próxima reunión. El aumento en la inflación, la depreciación del tipo de cambio y mayor incertidumbre en cuanto a la posición fiscal del país serían las razones de esta alza, aun así, el nivel se encuentra en mínimos históricos por lo que de corto plazo no debería afectar la rotación de activos de renta fija a renta variable. El mercado espera una tasa de referencia de 5% a fin de año, con una inflación de 4,81%, la que ha sido corregida al alza por 12 semanas consecutivas. Sin embargo, el aumento en la inflación debería ser temporal dado que para 2022 se ha mantenido la expectativa de un 3,5%. La delicada situación fiscal, el empeoramiento de la pandemia, que impactaría la recuperación económica de corto plazo, y mayores tensiones políticas, han debilitado las expectativas de un pronto avance en la agenda de reformas, sin embargo, a través de la selectividad seguimos viendo compañías atractivas, que se benefician de mejores dinámicas externas, y además, a través de los distintos IPO que hemos visto en el último año, Brasil nos entrega mayor exposición a empresas ligadas a historias de crecimiento como e-commerce y farmacéuticas.

México rentó 8,54% en dólares, con una apreciación de la moneda de 2,03%. Como hemos venido comentando el peso está anclado en una de las tasas de interés más altas entre países con grado de inversión, lo que se vio reforzado en la última reunión de Banxico, donde decidieron mantener la tasa de referencia en un 4%; debido a los datos de inflación por sobre lo esperado. Luego de esta decisión el mercado no está esperando nuevos recortes durante este año. Como hemos venido comentando, México se ha beneficiado de la recuperación más rápida de lo esperado en EE. UU., lo que ha llevado a correcciones al alza en el crecimiento esperado para México en 2021 a niveles de 4,5%. El beneficio se explica por un aumento en las exportaciones (80% de las exportaciones van a USA), y por mayores remesas, que ya al primer trimestre aumentaron un 13% YoY, lo que le entrega soporte al consumo. México está transando a 14,5x P/U un 10% de descuento a su promedio histórico de los últimos 10 años. Esta valorización estaría soportada por los buenos resultados que reportaron las compañías durante el 4Q20, con 86% de ellas con números en línea o sobre lo esperado, y por las mejores perspectivas económicas, que han llevado a correcciones al alza en las utilidades de 2022 en torno a un 11%.

En el ámbito político, en junio, México enfrenta una de las elecciones más grandes de su historia, donde se renovará entre otros muchos puestos a la cámara baja, lo que es importante de monitorear porque si bien hoy MORENA, el partido del presidente, cuenta con la mayoría calificada, las expectativas son que sólo mantenga la mayoría simple, lo que haría más difícil la aprobación de cualquier reforma que necesite un quórum de 2/3. Esto unido a las mejores perspectivas económicas en 2021, han mejorado la narrativa de México. Entre los riesgos a monitorear, se encuentra una tercera ola de contagios, dado que el avance en el proceso de vacunación ha sido más lento de lo esperado y que no han existido mayores controles para evitar el ingreso de las nuevas cepas, y los avances en las reformas propuestas por AMLO. En el último mes, envió al congreso, la reforma Energética y la Reforma de los Hidrocarburos, donde busca dar mayor garantía a las empresas estatales, lo que sin lugar a duda afecta la confianza de los empresarios y con ello la inversión, que es clave para el crecimiento sustentable de la economía. Sin embargo, si bien este tipo de iniciativas aumenta la incertidumbre, no tiene impacto de corto plazo en el mercado accionario, es por esto por lo que, durante marzo, a pesar de los anuncios, México fue el mercado con el mejor performance de la región. A través de la selectividad, nos mantenemos positivos en compañías con exposición a las mejores dinámicas globales, y a consumo, que debería estar impulsado por el crecimiento de las remesas, y que cuenten con balances fuertes y sólidos fundamentales.

Figura 5. IPSA y sus componentes: Retornos MTD



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

El índice MSCI Argentina tuvo un retorno de -1,36% en dólares con una depreciación de la moneda de 2,41%. El índice esta transando a 16x P/U fwd sobre el 9x promedio de los últimos 10 años. En marzo, el retorno del índice estuvo impulsado por Loma Negra, Despegar y Pampa Energía. En cuanto al manejo de la pandemia, durante los últimos días se ha visto una aceleración en el número de casos, alcanzado nuevamente los 10k diarios, por sobre los 6 mil que vimos en febrero, lo que unido a un proceso de vacunación más lento de lo esperado con sólo un 1,5% de la población completamente vacunada y una velocidad de 115 mil dosis al día, deja Argentina como uno de los países más rezagados de la región. Sin embargo, a pesar del deterioro en el número de casos, durante el último mes hemos visto correcciones al alza en las estimaciones de crecimiento para 2021 desde un 5% a un 6%, luego de una caída de 9,9% en 2020, completando 3 años de recesión económica. Una de las razones para las mejores perspectivas de crecimiento, se explica por los buenos resultados de las exportaciones de granos, que deberían generar niveles históricos de ingresos, impulsados por el alza de los precios que hemos visto en los últimos 6 meses, que más que han compensado la caída en volúmenes de producción dados los efectos de la sequía.

En cuanto a las negociaciones con el FMI, a pesar de que Cristina Fernández afirmó que el país no contaba con los recursos para pagar los US\$45bn, el Ministro de Economía, informó que las conversaciones siguen avanzando y que no ve razones para no alcanzar un acuerdo, el que se espera para después de las elecciones legislativas de octubre. Además, en reunión con bonistas, Guzmán aseguró que Argentina crecería este año por sobre el 7% y que el déficit fiscal sería menor al 4,5%; mejor de lo que está en el presupuesto, explicado por una mayor recolección de impuestos. Sin embargo, las tensiones políticas, con la renuncia del ministro de justicia, una inflación de 40,7%, un desempleo de 10%, y el nivel más alto de pobreza en los últimos 16 años, explican un entorno macro desafiante para las compañías expuestas a dinámicas internas, por lo que nos mantenemos fuera de Argentina.

La bolsa chilena rentó un 7,1% (8,43% medido en dólares) alcanzando su quinto mes consecutivo con alzas. El mercado accionario mantiene su buena racha sostenida por prácticamente los mismos fundamentos de los meses previos: proceso de vacunación exitoso, una mejora en las perspectivas del precio de las materias primas y medidas de estímulo fiscal junto con retiros de fondos de pensiones que han generado un escenario de mayor optimismo, hasta que se refleja la efectividad de la vacunación, esperado para 2H21. Pese a que las cuarentenas vuelven a Chile, la bolsa local parece no haber reaccionado significativamente a este tema, algo que nos parece razonable al ver las cifras de uso de camas UCI para personas mayores a 60 años que ya muestran señales alentadoras para el actual proceso de vacunación.

Las valorizaciones de la bolsa local alcanzan niveles de 15x P/U fwd, en línea con su promedio histórico. Pese a que la actual valorización ya no se muestra descontada, hoy tenemos un mayor convencimiento de que las utilidades podrían comenzar a ser revisadas al alza; explicado por las mejores en los precios de las materias primas, positivo avance en el proceso de vacunación y medidas de estímulos.

Nuestra tesis para la bolsa local sigue siendo constructiva apoyada 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. 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 debería comenzar a inyectar volatilidad, por lo cual somos algo más de cautelosos en el desempeño de corto plazo. Pese a lo anterior, nuestra mirada de largo plazo es positiva y no creemos que la nueva constitución afecte la solidez institucional chilena.

Los mayores riesgos de esta tesis de inversión se focalizan en: (i) los avances en la reapertura sean frenados por el mayor número de contagios, lenta implementación en la vacunación o nuevas cepas resistentes a las vacunas actuales; (ii) la reapertura sea acompañada de mayores manifestaciones violentas que extremen las posiciones políticas; (iii) 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; (iv) que un fuerte rebrote inflacionario genere un rápido alza de tasas que afecte la recuperación bursátil.

La dinámica de mercado se mantuvo igual que el mes pasado, las tasas de interés del bono del tesoro americano continuaron su tendencia al alza, por ejemplo, la tasa de a 10 años subió 34 pb. El alza en las tasas de interés de los bonos del tesoro de EE. UU., se explica en parte, por mejores expectativas de crecimiento económico, temores de inflaciones más altas en el corto plazo y por la oferta de título de deuda para financiar los programas de impulso económico.

Lo anterior ha presionado la demanda por activos emergentes, ante temores de pérdidas de capital, así, no es de extrañar, que los flujos de inversión en renta fija en moneda dura mostraran una caída durante el mes de marzo de casi \$ 1.000 millones. Lo anterior, se vio reflejado en una caída cercana a 1% en los índices de renta fija corporativa de Latinoamérica denominada en dólares. Si vemos el comportamiento de los bonos con grado de inversión, estos cayeron más dado su mayor sensibilidad con la tasa del tesoro de los EE. UU. Por su parte, los bonos High Yield, mostraron una menor caída dado el mayor spread que entregan a los inversionistas. Desde la perspectiva de las nuevas emisiones corporativas en la región, la actividad fue menor a la de meses anteriores, sin embargo, la tendencia a seguir gestionando y reduciendo el costo de la deuda continuó.

En el próximo mes, deberíamos seguir viendo un comportamiento de la renta fija latinoamericana en dólares muy asociado a lo que sucede con las tasas de interés de los EE. UU y el movimiento de precio de las materias primas

En marzo continuamos viendo alzas de tasas en toda la curva tanto nominal como en UF, donde las alzas en el tramo corto de la curva en UF, lo que se debió al dato de inflación de febrero bajo las expectativas previas y en la parte media y larga siguiendo la tendencia de Estados Unidos. En términos fundamentales, dichas alzas se explican por una mejor percepción respecto a la recuperación económica de la mano del proceso de vacunación y a cierto temor que el estímulo fiscal norteamericano pueda traer algo más de inflación, sin embargo, tanto la Fed como el Banco Central han sido claros en sus comunicados que aún no ven presiones inflacionarias, por lo que no habría cambios en la conducción de la política monetaria en el corto plazo.

Los niveles de spread permanecen estables con un mercado bastante tranquilo en términos generales y con poca salida de flujos a pesar de las fuertes alzas de tasa vistas durante el mes.

© 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 basada 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.