

MERCADOS



El COVID-19 continuó propagándose a nivel global, aunque la curva de contagios empezó a aplanarse. Fue un mes positivo para la mayoría de los mercados accionarios globales y para los precios de *commodities*, impulsados por los anuncios de mantención de medidas de estímulo por parte de bancos centrales y gobiernos.

Este fue un nuevo mes favorable para los activos de renta variable y para los principales *commodities*. Ahora bien, esta positiva dinámica internacional no se tradujo retornos atractivos para el mercado chileno, donde la dinámica de precios estuvo marcada por el rebalanceo de índices internacionales (que incidieron en salida de flujos de inversión) y débiles reportes corporativos. Las principales tasas de interés referenciales mostraron moderados repuntes, aunque aún se mantienen por debajo de los niveles mostrados durante la crisis *subprime*. Esto se debe a una respuesta a las medidas de estímulos monetarios, sin precedentes, por parte de los principales bancos centrales de las economías líderes. Dado lo anterior, el dólar mantuvo la senda depreciativa respecto a las principales divisas internacionales durante el mes.

Ahora bien, lo anterior vino acompañado con mayores alternativas y mejores perspectivas respecto a avances en potenciales vacunas, tratamientos y medicamentos que permitan enfrentar de mejor manera al coronavirus. Asimismo, ya se han comenzado a observar los primeros rebotes en el hemisferio norte, los cuales, a la fecha no han significado un aumento sostenido de las restricciones.

En lo que respecta a la dinámica de la economía real, si bien se han reportado caídas de dos dígitos en el crecimiento de las principales economías en el segundo trimestre, estos resultados en su mayoría se han ubicado sobre las expectativas del mercado. Finalmente, ajeno a la dinámica económica, los principales índices bursátiles americanos mantienen la dinámica alcista, alcanzando nuevos máximos. En este mercado se destacan los elevados múltiplos de valoración, los cuales no han sido barreras que frenen los flujos compradores.

El mercado de renta variable Latinoamericano registró una rentabilidad de -6,4% en dólares, situándose por debajo de la rentabilidad en mercados emergentes y desarrollados, y es el primer mes con retornos negativos después de 4 meses al alza. La caída fue afectada por Brasil y Chile, y una depreciación de las monedas, con la excepción del peso mexicano.

Figura 1. Propagación del COVID vs Volatilidad en los mercados

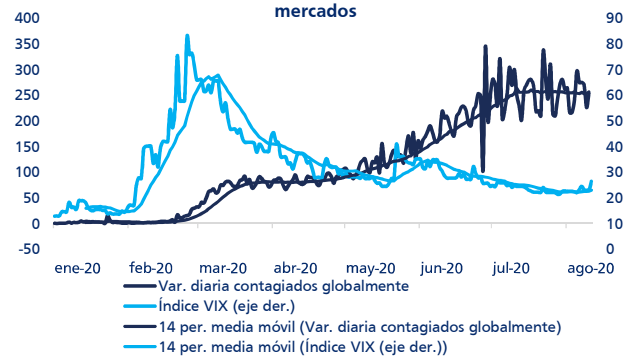


Figura 2. Tasas de Política Monetaria: Brasil, Chile, Estados Unidos, y México

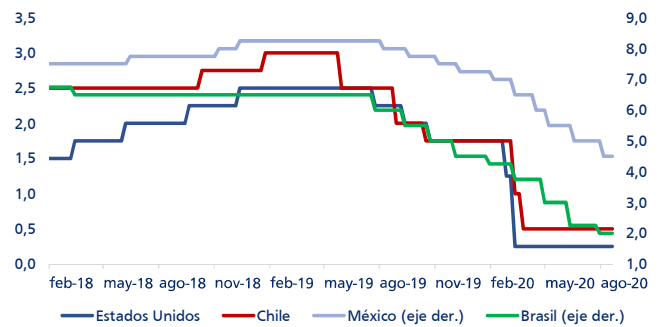
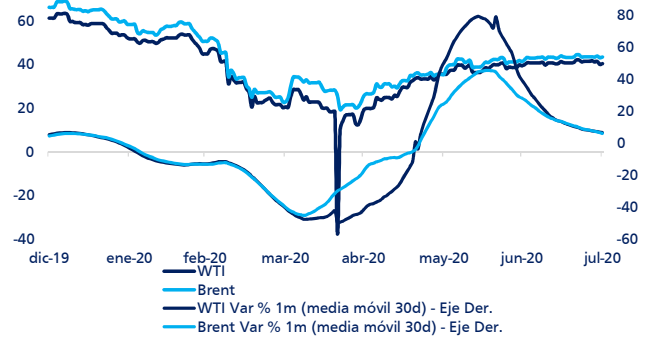


Figura 3. Precios Petróleo: WTI y Brent: Media Móvil de Retorno Mensual



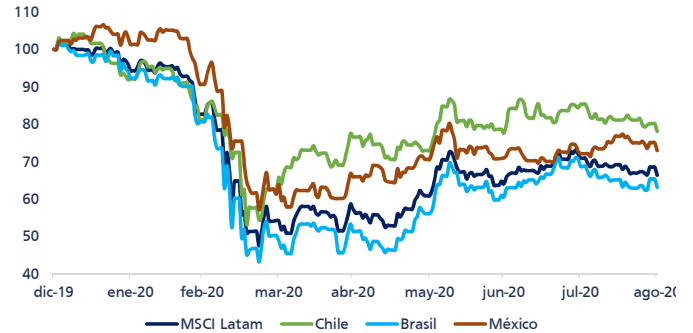
Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Durante el mes, los datos macroeconómicos mostraron el impacto completo de la pandemia, afectadas por el cierre de actividades en el segundo trimestre. No obstante, impulsados por las medidas de reapertura, los datos han mostrado una recuperación en el crecimiento mensual; sin embargo, a pesar de las medidas de impulso fiscal en algunos países de Latinoamérica, se espera que la región vuelva a alcanzar los niveles de PIB del año 2019 sólo en el año 2023.

Seguimos con una visión positiva en la región, que ha continuado beneficiándose de los buenos datos de producción industrial de China lo que ha dado un impulso a los *commodities* (*Bloomberg Commodity Index*) que durante el mes registró una rentabilidad de 6,75%, acumulando cuatro meses con alzas, con el precio del petróleo mostrando un alza de 5,8%, el cobre un 6,0% y el hierro 12%. Además, durante el mes se observó una corrección de 8% en las utilidades para la región para el 2020, lo que, unido a la corrección en el precio, lleva a Latinoamérica a transar a 15.6x P/E fwd, un descuento de 6,2% respecto al promedio del premio sobre Emergentes.

Brasil rentó -9% en dólares, lo cual se explica, en parte, por la depreciación del real de un 5%. El mayor gasto fiscal ha aumentado la preocupación respecto al nivel de endeudamiento del país, dado que el nuevo programa social "Renda Brasil", que reemplazaría a Bolsa de Familia y que busca aumentar tanto el número de beneficiados como el monto del programa, ha traído diferencias con el ministro de Economía, Paulo Guedes, quien presentó una propuesta más austera, que permitiría cumplir con los límites de gastos, pero que fue rechazado por el presidente. Ante la falta de acuerdo, ha aumentado la volatilidad de la moneda, la que sigue siendo la más depreciada de Latinoamérica, en lo que va del año con un 26,6%. Por otra parte, la presentación del nuevo programa, y el presupuesto 2021, seguirán siendo los temas que marquen la agenda, a pesar de que Bolsonaro ha respaldado al equipo económico, se empieza a manejar un posible reemplazo del ministro Guedes, lo que no fue bien recibido por el mercado. Es posible que a medida que los estímulos finalicen para volver a la trayectoria fiscal pre-pandemia aumente la participación laboral y con ello el desempleo, lo que podría retrasar la recuperación en 2021, pero es importante destacar que en Julio ya se crearon 131 mil empleos, luego de 4 meses con caídas.

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



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

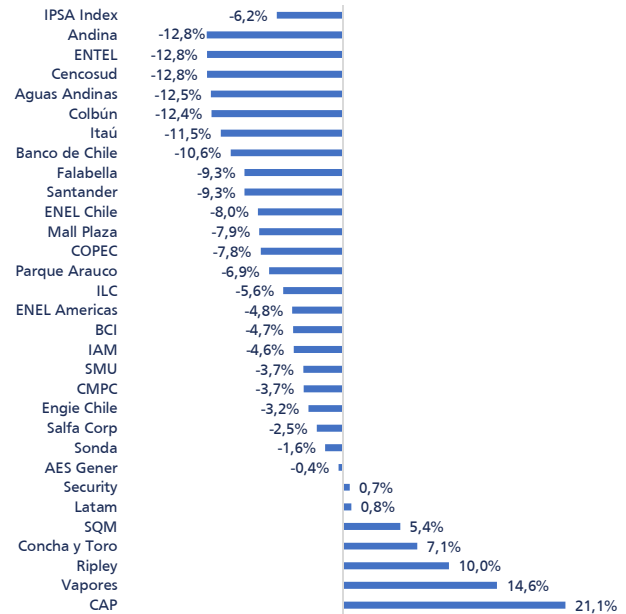
A la fecha, los estímulos que ha entregado la administración para contener los efectos económicos de la pandemia alcanzan un 7,3 del PIB, un monto comparable a países desarrollados (OCDE promedio 6,3% del PIB). Estas medidas han permitido un aumento en la popularidad del presidente que llegó a un 37%, en adición a las correcciones al alza para el crecimiento del PIB para el 2020, el que se encuentra en -5,3%, que han venido acompañadas por cifras mejores de lo anticipado en los sectores de manufactura, ventas *retail* y servicios.

Durante el mes el Banco Central volvió a recortar la tasa de referencia – Selic a un nuevo mínimo histórico de 2%, si bien en su comunicado recaló que el espacio para nuevos recortes es menor, el mercado estima que las tasas bajas se mantendrán por más tiempo, lo que respalda nuestra visión positiva del país, que debería beneficiarse de una rotación de activos de renta fija a renta variable. Además, a pesar de la volatilidad, creemos que Brasil mantendrá la disciplina fiscal, dado que se ha afirmado que el estado de emergencia quedará en 2020 por lo que volverían a cumplir con techo fiscal, y retomarán la agenda de reformas y privatizaciones, de hecho, la reforma tributaria ya está en discusión en el congreso, aunque su aprobación se espera para el primer semestre 2021.

El desempeño del mercado sigue sostenido en las bajas tasas de interés a nivel global, resultados corporativos del segundo trimestre mejor de lo esperado que llevó a corrección para las utilidades del 2020 de 17% y a un múltiplo P/E de 15.8x versus el 17.4x del mes anterior, el aumento en el precio de los commodities, mayor la participación de inversionistas *retailers*, y una pandemia que, a pesar de no estar controlada, parece haberse estabilizado, lo que ha permitido seguir avanzando en la reapertura de la economía.

México, mostró una rentabilidad de 0,62% en dólares, con una apreciación de la moneda de 1,8%. En el mes de agosto, Banxico decidió recortar la tasa de referencia en 50 puntos dejándola en 4,5%. A pesar del recorte la tasa mexicana se mantiene como una de las más elevadas entre los países investment grade lo que le ha dado soporte al peso mexicano. Por otra parte, con una inflación con tendencia al alza, encima de lo anticipado, ha aumentado las expectativas de que Banxico reducirá la velocidad de nuevos recortes, lo que aumentaría la tasa de descuento para acciones. Actualmente, México está transando 14.44x P/E fwd, con una corrección de las utilidades de +13.4% para el año 2020, luego de que los resultados corporativos del segundo trimestre fueran mejor de lo esperado. Sin embargo, creemos que estas correcciones son muy optimistas, por varios factores: i. El gobierno mexicano no ha implementado medidas de estímulo fiscal para contener la pandemia; ii. Crecimiento del PIB negativo desde finales de 2019; iii. los indicadores de confianza aún se muestran débiles; iv. Se observó una caída en los créditos de consumo; v. Debilidad del mercado laboral; y vi. el efecto del turismo en el crecimiento. En contraste con lo anterior, el gobierno de Manuel Lopez-Obrador anunció un plan de recuperación económica que incluirá proyectos de energía e infraestructura en asociación con el sector privado, las expectativas no son muy altas. De hecho, si el presupuesto fiscal 2021 es insuficiente, el mercado estima que México podría tardar hasta 5 años en reactivar su economía. Por otro lado, el ministro de economía reconoció que el escenario es más desafiante luego de que se han disminuido los fondos de estabilización, por lo que hay menor espacio para un aumento en los gastos del gobierno. Por otra parte, México podría beneficiarse de una recuperación más rápida de lo esperado en Estados Unidos, de hecho, gracias a las ayudas fiscales en USA, las remesas en México han aumentado 11% y 7% en términos interanuales en junio y julio, lo que da soporte al debilitado consumo. En el mediano plazo el cambio en la cadena de producción de China a México también podría ser un catalizador, sin embargo, el corto plazo sigue desafiante y nos mantenemos cautelosos en México dado elecciones presidenciales en Estados Unidos, la falta de contención del virus, estímulo fiscal nulo y menor confianza de los inversionistas, luego de que el presidente señalara una posible reforma al sector energético favoreciendo al sector público.

Figura 5. IPSA y sus componentes: Retornos MTD



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Argentina mostró una rentabilidad de -3,3% en dólares, luego de que llegara a un acuerdo con sus tres principales acreedores para la reestructuración de \$65 mil millones de dólares de deuda extranjera. Si bien esto no es garantía para acceder a mercados internacionales, es un paso necesario para iniciar las negociaciones con el FMI y concretar un acuerdo para el pago de los \$44 mil millones de dólares que le prestaron en 2018, y que tiene vencimientos en 4T21 y 1T23. Se espera que este acuerdo tome más tiempo y que incluso podría incluir el aceptar un plan económico que limite el déficit fiscal o alguna reforma para incentivar el crecimiento económico sustentable. En cuanto a datos macro, el país sería uno de los más afectados por la pandemia, dada las estrictas medidas de confinamiento se espera una caída de 10% para el PIB 2020, con riesgo a la baja debido a la extensión de la cuarentena hasta el 20 de septiembre y con el número de nuevos casos al alza, lo que podría seguir afectando la velocidad de la recuperación. Ante la falta de acceso al mercado de deuda, el gobierno depende del banco central para financiar las medidas fiscales, lo que podría seguir presionando la inflación, que se espera alcance un 43,8% en 2020.

Mantenemos nuestra sub-ponderación en Argentina, dado el difícil escenario macro, la pandemia aún no controlada, la falta de acceso a mercados internacionales que podrían ayudar a financiar el déficit fiscal y la falta de catalizadores de corto plazo. En cuanto a datos macro, el país sería uno de los más afectados por la pandemia, dada las estrictas medidas de confinamiento se espera una caída de un -10,3% en el PIB del año 2020 (Bloomberg L.P.), con riesgo a la baja debido a la extensión de la cuarentena hasta el 20 de septiembre y con el número de nuevos casos al alza, lo que podría seguir afectando la velocidad de la recuperación. Ante la falta de acceso al mercado de deuda, el gobierno depende del banco central para financiar las medidas fiscales, lo que podría seguir presionando la inflación, que se espera alcance un 43,8% en 2020. Mantenemos nuestra sub-ponderación en Argentina, dado el difícil escenario macro, la pandemia aún no controlada, la falta de acceso a mercados internacionales que podrían ayudar a financiar el déficit fiscal y la falta de catalizadores de corto plazo.

En Chile, el mercado de renta variable mostró una rentabilidad en pesos chilenos de -6,2% (-8,5% medido en dólares), ubicándose dentro de uno de los peores desempeños a nivel global. En la región, el MSCI chileno rentó en dólares un -9,8% ubicándose por debajo del desempeño del MSCI LATAM. El mal desempeño de agosto se explica por una combinación de dos factores principalmente: los flujos y escasa liquidez. En este sentido, la escasa participación de los flujos extranjeros debido a tiempos de vacaciones en el hemisferio norte, una baja participación de institucionales locales debido al retiro del 10% (indirectamente se elevó la ponderación de Chile en la plaza local), además del rebalanceo del MSCI que redujo la ponderación de Chile dentro de sus índices.

Los fundamentales macroeconómicos, en el margen siguen mejorando. Durante agosto el precio del cobre superó los \$3 dólares por libra (6% m/m), mientras que China sigue un proceso de gradual recuperación económica favorable, y los CDS chilenos muestran mejoras graduales de 10 pbs en los tramos de 5 a 10 años. A nivel local, pese a que los IMACEC han sido débiles, tanto las cifras de junio como julio han superado las expectativas del consenso, mientras que agosto se vislumbra como un mejor mes apoyado en el impulso que se generó gracias al retiro del 10% de los ahorros previsionales, medidas de apoyo gubernamental y reapertura gradual de Santiago y otras regiones.

A nivel corporativo, se cerró la temporada de resultados corporativos del segundo trimestre del 2020 con un muy mal rendimiento, pero con dos aspectos que destacaríamos, el primero relacionado con la mejora de las expectativas en las compañías, apoyadas en mejoras graduales en resultados para el 3T del 20, y que lo peor parece estar quedando atrás, lo que se suma a importantes incrementos en sus posiciones de liquidez con costos de crédito bajos para afrontar lo que resta de la crisis actual.

Los flujos durante agosto fueron positivos para el mes, \$9 millones mientras la región continúa con salidas de flujos. A nivel de valorizaciones, la bolsa local transa en niveles 13,7x P/U forward, lo que significa un descuento de 10% respecto de su media histórica (15,4x). Pese a que la actual valorización aún se sitúa en descontada respecto de su historia, nuestras estimaciones internas de valorizaciones muestran niveles menos atractivos. Sin embargo, valorizaciones a nivel de bolsa libro relativo a sus pares regionales o ajustadas por tasas de interés aún lucen razonables desde una perspectiva de utilidades 2021.

Pese a que nos acercamos al plebiscito de octubre y esto eleva el escenario de incertidumbre, nuestra tesis para la bolsa local sigue siendo constructiva apoyada en los sólidos fundamentales macro respecto de sus comparables (especialmente a nivel de deuda soberana y desempeño del precio del cobre), valorizaciones atractivas en términos relativos y ajustada por tasas de interés, un escenario de cura para el Coronavirus que se ve cada vez más probable y por sobre todo un mundo de tasas bajas por tiempo prolongado, lo que quedó de manifiesto en la reunión de banqueros centrales de *Jackson Hole* con el discurso de Jerome Powell.

Pese a lo anterior, creemos que los mayores riesgos de esta tesis de inversión se focalizan en: (i) aumento en la tensión política y comercial entre China y EE.UU.; (ii) que los avances en la reapertura sea frenados por peores cifras respecto del manejo del Coronavirus tanto a nivel local como global; (iii) que la reapertura venga de la mano con mayores manifestaciones violentas que extremen las posiciones políticas.

El mercado de deuda Latinoamericana en agosto mostró una moderación en la tendencia al alza mostrada en los tres meses anteriores. El apetito por riesgo sigue en los mercados emergentes luego de los sendos estímulos monetarios implementados por los Gobiernos de todo el mundo. Sin embargo, el alza en las tasas de los bonos del tesoro americano moderó la tendencia al alza.

Nuevamente, Latinoamérica fue el claro ganador en renta fija corporativa, denominada en dólares, entre los mercados emergentes, ganando sobre Asia y Europa. Y dentro de nuestra Región, otra vez High Yield (HY) por sobre el Investment Grade (IG). Esto último puede explicarse por el nivel de los spreads, dónde IG ya llegó a niveles históricos mientras que al HY aún tiene espacio para seguir comprimiéndose.

Desde el punto de vista de los bonos soberanos en moneda local, Latinoamérica se vio afectada por la fuerte depreciación de las monedas, en particular el real brasileño. Es de esperar que la renta fija soberana siga dependiendo de los movimientos del tipo de cambio.

Lo más relevante del mes para el mercado de deuda en Chile fue el ajuste en las expectativas inflacionarias, que se encontraban muy castigadas, principalmente en plazos de 3 y 5 años, esto provocó una caída importante en las tasas de gobierno en UF, generando retornos positivos para los portafolios invertidos en esta moneda.

Continuamos viendo caídas en los niveles de spread de bonos corporativos de buena clasificación y mantención de spread en bonos bancarios, dando cuenta de un mercado con bastante liquidez en busca de mejores tasas de retorno. Además, las líneas de liquidez dispuestas por el Banco Central no fueron utilizadas en magnitudes relevantes.