

MERCADOS



Septiembre de 2020, fue un mes caracterizado por la incertidumbre y las dudas sobre la sostenibilidad de recuperación de las economías que siguen afectadas por la pandemia. Una fracción importante de los activos financieros, tanto en renta variable como en los principales *commodities* mostraron ajustes. Esta dinámica internacional se condijo con retornos negativos para el mercado local. De hecho, destaca una mayor demanda por refugio, que se tradujo en una mayor demanda por dólares y una apreciación de esta con respecto al peso chileno, situación que no se observaba desde junio de este año.

En mayor detalle, las principales tasas de interés referenciales mostraron moderados ajustes, aunque aún se mantienen por debajo a los niveles observados al periodo posterior a la crisis *subprime*. Esto se debe a una respuesta a potenciales medidas de estímulos adicionales, tanto desde el punto de vista fiscal como monetario, en las economías líderes. Por su parte, el surgimiento de nuevas medidas de confinamiento en Europa, una mayor incertidumbre asociada a la elección presidencial en Estados Unidos y la falta de acuerdo para un nuevo plan de estímulo fiscal en el congreso norteamericano impulsaron la demanda por activos de refugio, lo cual al final del día se tradujo en un mayor apetito por dólares, generándose la primera apreciación mensual del dólar en los últimos cuatro meses.

Lo anterior vino aparejado por la ausencia de avances relevantes en las perspectivas respecto a potenciales vacunas, tratamientos y medicamentos que permitan enfrentar de mejor manera al coronavirus. En lo que respecta a la dinámica de la economía real, se destaca la caída en el desempleo en Estados Unidos, el cual se ha explicado más bien por una menor participación laboral que por la creación de nuevos puestos de trabajo.

En el plano local, paulatinamente el tema político se ha tomado la agenda, lo cual, acompañado de un leve ajuste en el cobre, incidió en una depreciación de la moneda local.

Finalmente, para octubre destaca el cierre de la carrera presidencial en Estados Unidos, estando a la espera de las votaciones de noviembre mientras que a nivel local sin dudas el evento más relevante es el plebiscito constitucional.

El mercado accionario Latinoamericano mostró una caída de -5,5% en dólares, lo que se encuentra por debajo de los retornos en mercados emergentes y desarrollados. Con este resultado, la región acumula un retorno en el año de -35,9% en dólares, versus el -0,9% de mercado emergentes. El desempeño del mes estuvo explicado por los ajustes Argentina, Brasil Colombia, además de la depreciación de todas las monedas latinoamericanas con respecto al dólar norteamericano.

Figura 1. Propagación del COVID vs Volatilidad en los mercados

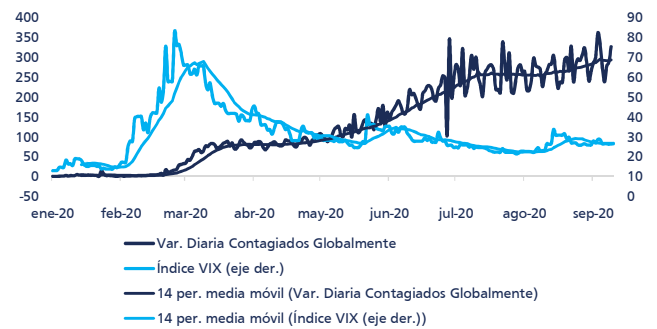


Figura 2. Tasas de Política Monetaria: Brasil, Chile, Estados Unidos, y México

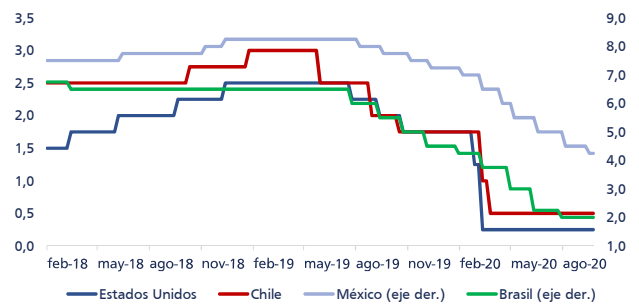
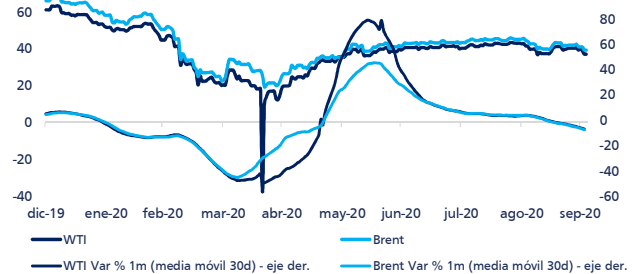


Figura 3. Precios Petróleo: WTI y Brent: Media Móvil de Retorno Mensual



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

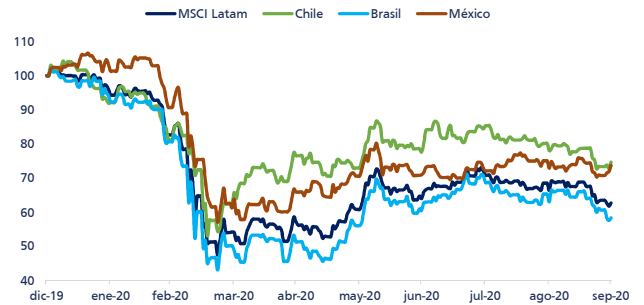
La caída de la región se relaciona con un menor apetito por riesgo a nivel global, explicado por una Reserva Federal que afirmó que mantendría las tasas cercanas a cero por al menos 3 años, señalizando la necesidad de mayores estímulos fiscales para una recuperación económica, al igual el aumento de casos en Europa y la falta de acuerdo para un nuevo paquete de estímulo fiscal en USA y las próximas elecciones presidenciales. Por el lado positivo, destacamos los datos de China que apuntan a una recuperación, junto al apoyo financiero del gobierno a la economía real, que debiese continuar dándole soporte al precio de los *commodities*.

En este contexto, Latinoamérica está transando a 13,8x P/E fwd; 12% sobre su promedio histórico, mientras que emergente transa a 30% sobre su nivel histórico, por lo que la región continua siendo más atractiva en términos relativos. Adicionalmente, en el último mes hemos visto correcciones al alza en las estimaciones de crecimiento para la región en 2020 de 10%; las que podrían seguir mejorando e impulsando los resultados 2021, a medida que se continúe con la reapertura de las economías y llevando al múltiplo a niveles más atractivos respecto a su media histórica.

Durante el mes, Brasil mostró una caída de -7,7% en dólares, explicado parcialmente por una depreciación de 2,1% de la moneda. Parte de la caída en Brasil se explica por la corrección de los índices a nivel global y también por el aumento en el número de ofertas públicas de acciones y aumentos de capital en el mercado brasileño. Sin embargo, lo que mantiene bajo presión al mercado, es el ruido político y la falta de acuerdo para mantener la estabilidad fiscal y respetar el límite del gasto, lo cual, efectivamente ha sido una de las preocupaciones más recurrentes impactando al mercado, toda vez que el gobierno haya rechazado y propuesto nuevos programas sociales que podrían comprometer la regla de austeridad fiscal. En septiembre, el banco central mantuvo la tasa de referencia en el mínimo histórico de 2% y, si bien reconoce presiones inflacionarias por el lado de alimentos en el corto plazo, recalcó que los estímulos monetarios debiesen prevalecer mientras las expectativas se encuentren dentro del rango objetivo y tampoco descarta recortes adicionales dependiendo del camino del régimen fiscal y su impacto en la deuda pública.

A pesar del ruido político, los datos macro siguen estando sobre lo esperado, con correcciones al alza para el crecimiento del 2020, las que se encuentran en -5,1%, luego de que el programa emergencia para los más necesitados se extendiera hasta fines de diciembre, pero con un monto de \$300 reales mensuales, versus los \$600 que se pagaron hasta agosto. Con esta extensión las ayudas entregadas por el gobierno alcanzan un 8,7% del PIB, encima del promedio de países desarrollados y emergentes.

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



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Esto ha llevado a que la aprobación del presidente Bolsonaro alcance los niveles máximos. Si bien el nuevo programa de transferencia social busca reemplazar la ayuda que termina en diciembre, la reapertura de la economía debería compensar parte de los estímulos, con mejores perspectivas de crecimiento para 2021. El consumo y la manufactura siguen mostrando una recuperación, con ventas al por menor sobre los niveles pre-pandemia, aunque los sectores de servicios y desempleo continúan rezagados.

Brasil transa a 13,1x P/E, un premio de 19% sobre su historia, pero 24% debajo del máximo de 17,4x que se alcanzó en Julio, esto se explica por la corrección del mercado, pero también por un aumento en las estimaciones de utilidades para 2020 de 16% en el último mes, lo que muestra las mejores perspectivas para las empresas en el segundo semestre del año. En la evolución de la pandemia se ha visto una mejora en el nivel de casos desde mediados de agosto, lo que ha permitido nuevas reaperturas en la economía, cuando los casos alcanzan los 4,8 millones, con una tasa de mortalidad de 3%. Creemos que un acuerdo en la parte fiscal, unido al avance en la agenda de reformas y privatizaciones podrían dar un impulso al mercado. En cuanto a la agenda de reformas, durante el mes, el presidente presentó la reforma administrativa, que junto con la reforma tributaria esperan seguir avanzando en el congreso, incluso después de las elecciones municipales de noviembre. Es importante destacar que el avance de las reformas estructurales permitiría una mejora en las perspectivas de crecimiento de mediano plazo, lo que ayudaría a contener el aumento de la deuda pública. Finalmente, el gobierno presentó 11 leyes que esperan ser aprobadas en los próximos 2 meses y que buscan ayudar en la reactivación económica, la reapertura de la economía debería mejorar las perspectivas de crecimiento para 2021.

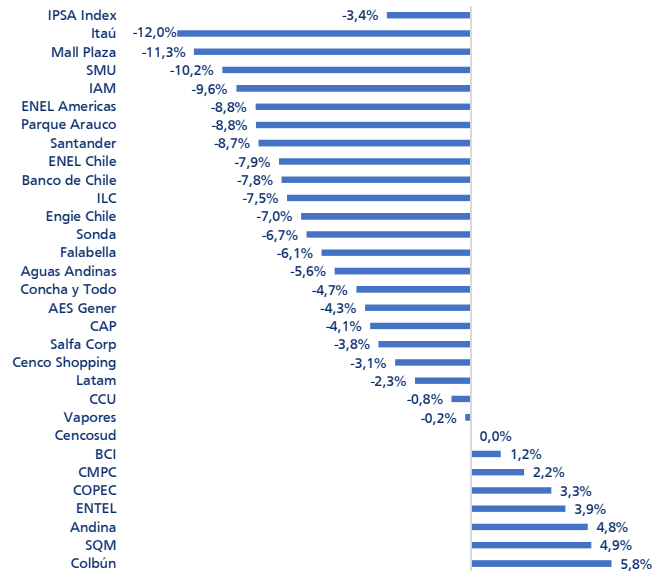
Brasil transa a 13,1x P/E, un premio de 19% sobre su historia, pero 24% debajo del máximo de 17,4x que se alcanzó en Julio, esto se explica por la corrección del mercado, pero también por un aumento en las estimaciones de utilidades para 2020 de 16% en el último mes, lo que muestra las mejores perspectivas para las empresas en el segundo semestre del año. En la evolución de la pandemia se ha visto una mejora en el nivel de casos desde mediados de agosto, lo que ha permitido nuevas reaperturas en la economía, cuando los casos alcanzan los 4,8 millones, con una tasa de mortalidad de 3%.

En septiembre, México rentó un 1,0% en dólares, con una depreciación de 1,0% del peso mexicano. El mejor desempeño de la moneda comparada con sus pares de la región se explica por una situación fiscal más estable en México durante este año, luego de que el presidente mantuviera su compromiso de no aumentar la deuda pública. El déficit fiscal 2020 será uno de los más bajos de Latinoamérica, pero podría ser algo más desafiante en 2021, dada la actividad aún depreciada, de hecho, se espera que sólo en 2023 México alcance los niveles de actividad de 2019, siendo con Argentina los países más rezagados de la región. Esta austeridad fiscal ha implicado falta de ayuda por parte del gobierno para frenar los efectos económicos de la pandemia, lo que hace menos predecible su recuperación de corto plazo.

Por otro lado, el Banco de México ha decidió reducir la tasa de referencia en 25bps a 4,25%, luego de 5 recortes de 50 bps. La disminución en la velocidad de los recortes se explica por una inflación sobre lo esperado, la que incluso se encuentra levemente por sobre el objetivo del banco central. No obstante, lo anterior, dado que las presiones inflacionarias serían de corto plazo, en el comunicado de su última reunión de política monetaria, la autoridad monetaria dejó espacio para futuros recortes, lo cual se alinea con las expectativas del mercado. Con este recorte, México se mantiene como una de las tasas de interés reales más altas dentro del universo de países con grado de inversión, lo que continúa dando soporte a la moneda.

México transa a 14,4x P/U, 8% sobre el promedio desde que asumió AMLO. Durante el último mes hemos visto una corrección al alza para las estimaciones de crecimiento de utilidades para 2020 de 14%, lo que muestra la resiliencia de las compañías y un panorama mejor a lo esperado en lo que resta del año, sin embargo, las utilidades 2021 han corregido a la baja en 4% en el último mes, lo que empezaría a reflejar de mejor manera un año más desafiante en términos de crecimiento.

Figura 5. IPSA y sus componentes: Retornos MTD



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

La falta de inversión, explicado por la disminución en la confianza de los empresarios, y un consumo más debilitado relacionado con el aumento del desempleo, que si bien durante los últimos meses ha venido recuperándose de la pérdida de 12mn de puestos de trabajos durante la pandemia, la recuperación se ha venido desacelerado mes a mes y ha sido impulsada por empleos informales lo que demuestra una menor calidad de los puestos de trabajo.

Creemos que es necesario enfocarnos en empresas con buenos fundamentales, que tengan mayor exposición fuera de México, y que puedan beneficiarse de balances más sólidos, dado que las valorizaciones ya están descontando un escenario macro y político más desafiante. Sin embargo, creemos que los riesgos de corto plazo para México están más acotados, dado que cualquier cambio fundamental como una reforma tributaria o la reforma del sector energético, quedarían para después de las elecciones de medio término en 2021.

Durante el mes Argentina rentó -9,7% en dólares, explicado por una depreciación de 2,8% del peso argentino, relacionada con las nuevas restricciones en el mercado cambiario, que busca disminuir la demanda de dólares, y mantener las reservas internacionales. Entre las restricciones se encuentra un nuevo impuesto de 35% para la compra de dólares para ahorro manteniendo el límite mensual en \$200 dólares norteamericanos, y agregando que todos los pagos de tarjeta de crédito en el exterior serán considerados dentro de este tope.

Mientras que todas aquellas empresas que tengan que pagar deuda por sobre \$1 millón de dólares mensuales, sólo podrán pagar el 40% y la diferencia deberá ser refinanciada. Estos controles siguen afectando la confianza de inversionistas, y ha aumentado las diferencias entre la cotización oficial del dólar y el dólar de mercado a máximos históricos.

Luego de que el país alcanzará un acuerdo para renegociar la deuda con inversionistas privados, ahora comenzaron la renegociación con el FMI, donde el ministro de economía explicó que buscan evitar pagos entre el 2021 y el 2024. Sin embargo, esto podría traer restricciones por parte del fondo como alcanzar un menor déficit fiscal, mayores tasas y una moneda más débil. El ministro también reconoce que tienen como objetivo ir disminuyendo las necesidades de financiamiento y la ayuda que han recibido del banco central, sin embargo, el nuevo presupuesto 2021, aumenta el déficit de 2% a 4,5%, lo que no contribuye al objetivo.

Respecto a la actividad económica, el PIB del segundo trimestre cayó un -19,1% a/a, el peor dato desde que se tiene registro, y a pesar de que la economía ya lleva 3 años de recesión, con una caída de la inversión de -38,4% a/a. Esta caída de la actividad vino acompañada de un desempleo de 13,1%, el más alto en 15 años. Para el mes de Julio, el estimador mensual de actividad, registró un alza de 1,1% m/m (desde 7,5% m/m en junio). Desde abril, en donde se impusieron las cuarentenas más estrictas, la economía ha comenzado una reapertura paulatina. Sin embargo, los datos recientes apuntan a un deterioro de las condiciones sanitarias, lo cual podría traducirse en un retroceso en la reapertura de la economía, resultando en la imposición de medidas más extremas en algunas regiones del país, como la provincia de Buenos Aires, donde se volvió a extender la cuarentena hasta el 11 de octubre. Finalmente, el gobierno volvió a extender la prohibición en los cortes de servicios básicos hasta fines de diciembre, y la prohibición de despidos hasta fines de noviembre, lo que sigue presionando la economía. Para 2020 se espera una caída de -10,6% para la economía con una inflación de 42,4% en los últimos doce meses, lo que unido a una crisis sanitaria lejos de ser controlada conforman un ambiente al menos desafiante para cualquier compañía.

Durante septiembre la bolsa chilena rentó un -3,4% (-4,4% medido en dólares), siendo su segundo mes consecutivo de pérdidas. Los fundamentales macroeconómicos de la plaza local en el margen se mantienen sólidos, con un precio del cobre que mantiene por sobre la barrera de los US\$3/libra (pese a durante el mes el rendimiento fue levemente negativo), apoyado en la recuperación China, bajos niveles de primas por riesgo respecto de la sus comparables en la región y elevados niveles de estímulos fiscales.

Pese a lo anterior, probablemente la noticia negativa del mes provino de dinámica económica interna, donde el IMACEC de agosto se ubicó por debajo de las perspectivas de consenso (-11,3% a/a versus -8,5% a/a del consenso) luego de dos meses consecutivos de sorpresas positivas, aunque con una dinámica mejor que el mes previo (+2,8% m/m).

Luego de varios meses de noticias positivas en cuanto a flujos extrajeros, este mes se rompe esa tendencia y se observan salidas de flujos probablemente asociado a que Chile se acerca a la votación del Plebiscito constitucional y el incremento en el margen que hubo de la incertidumbre en los mercados desarrollados. A nivel de valorizaciones la bolsa local transa en niveles 12,7x P/U forward, lo que significa un descuento de 17% respecto de su media histórica (15,3x). A nivel de utilidades por acción, estas se mostraron estables respecto al cierre del mes anterior para los años 2020 y 2021, aunque en lo que va del año las ganancias por acción se han corregido un 39,7% y 19,7%, respectivamente. Pese a que la actual valorización aún se sitúa en tramos atractivos respecto de su historia, nuestras valorizaciones internas se muestran más ajustadas. Sin embargo, seguimos creyendo la bolsa local presenta atractivo desde esta perspectiva debido a que las valorizaciones a nivel de bolsa libro relativo a sus pares regionales se muestran descontadas y cuando ajustamos por tasas de interés internas las valorizaciones P/E forward 2021 siguen en tramos atractivos.

Pese a que nos comenzamos a acercar al referéndum de octubre y esto eleva el escenario de incertidumbre, nuestra tesis para la bolsa local sigue siendo constructiva en el mediano plazo apoyado 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 y estímulo por tiempo prolongado.

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; (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.

La renta fija Latinoamérica tuvo un mes de septiembre bastante volátil donde en la primera quincena, se mantuvo el buen desempeño de los meses anteriores, impulsado por el apetito por riesgo de los inversionistas. Sin embargo, en la segunda quincena, el rebrote de COVID-19 en algunos países de Europa y la lenta tramitación del tan esperado nuevo paquete fiscal en los EE. UU. crearon dudas acerca de la recuperación en las principales economías del mundo.

Lo anterior, causó que los inversionistas buscaran refugio en activos más seguros y vendieran bonos de mercados emergentes. El resultado final, los índices de renta fija latinoamericana cerraron el mes con pérdida. Respecto al retorno relativo entre los mercados emergentes, Latinoamérica fue la más afectada por venta de activos y consecuentemente fue quien más cayó en el mes. En cuanto a los tipos de cambio, el comportamiento fue similar al de la renta fija, en la primera quincena apreciación de las monedas para terminar depreciándose frente al dólar.

Para el futuro cercano, esperamos un mejor retorno de la renta fija denominada en dólares, ya que se ven avances en el congreso de los EE. UU. en negociar un paquete de ayuda fiscal, aunque la cercanía de la elección presidencial puede entorpecer o retrasar este estímulo que todo el mercado espera.

El mes de septiembre comenzó tranquilo para la Renta Fija chilena, sin embargo, a partir de la segunda semana comenzamos a ver alzas tanto en tasas de gobierno como en los spreads debido a diversas noticias del mercado local, entre ellas: (i) La discusión de un proyecto de ley para permitir un segundo retiro de 10% de los fondos previsionales; (ii) el anuncio del Banco Central de suspender el programa especial de compra de Depósitos a Plazo y las suscripción de nuevos CC-VP aceptando solo renovaciones de los contratos vigentes; (iii) los cambios sugeridos por asesores previsionales que recomendaron cambiar desde 100% fondo E a, 60% Fondo A y 40% fondo E en dos semanas.

Pensando en un horizonte de mediano y largo plazo, continuamos viendo valor en la parte media de la curva en UF, ya que aún vemos espacio de ajuste en las expectativas inflacionarias en torno a 5 años; adicionalmente, el empinamiento que presentan las curvas de gobierno nos parece exagerado ante un escenario económico muy deteriorado que demorará en recuperar el terreno perdido y necesitará estímulos monetarios por un período muy prolongado.

© 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 valoraciones 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.