

MERCADOS



El mes de septiembre estuvo caracterizado por un alta volatilidad y caídas en la mayoría de los mercados accionarios del mundo. Por una parte, China volvió a ser el foco de riesgo luego de que, en adición a los cambios regulatorios anunciados anteriormente, se agregaron los problemas financieros de la empresa inmobiliaria Evergrande, impulsadas por un sobre apalancamiento, lo cual se tradujo en una caída fuerte en el sector inmobiliario. Al cierre del mes el gobierno chino no realizó intervenciones directas, aunque el Banco Popular de China inyectó liquidez para traer calma al mercado local. Por otra parte, se observaron aumentos en las presiones inflacionarias por alzas en los precios de la energía, lo que podría llevar a los principales bancos centrales a “adelantar” el ciclo de normalización de la política monetaria, en un escenario en donde se han ajustado a la baja las expectativas de crecimiento de las economías para el 2022. En Chile, la actividad económica continuó mostrando mejoras, impulsando también a un aumento en la inflación producto del alto dinamismo en el consumo, lo cual generó un alza de la TPM encima de lo anticipado por el mercado.

Durante septiembre dos hechos dominaron el escenario negativo para el mercado accionario a nivel global. En primer lugar, tenemos los temores surgidos por el problema de insolvencia mostrada por la principal inmobiliaria china (Evergrande). Este evento desató una seguidilla de cuestionamientos y reavivó los temores de una potencial nueva crisis financiera con origen en Asia. Ahora bien, con el transcurso de los días, tanto por más información respecto al alcance de este problema como por el apoyo por parte de las principales entidades económicas del gigante asiático, el temor fue reduciéndose, aunque creemos que las noticias respecto a esta inmobiliaria seguirán teniendo una cabida importante en las noticias financieras/económicas. En segundo lugar, la crisis energética que está afectando en mayor medida a China y Europa, ha impactado la producción y con ello el crecimiento esperado, y también las expectativas de inflación, lo que, junto con los anuncios por parte de la Reserva Federal de EE.UU., de un eventual tapering a partir de noviembre de este año impulsaron al alza las tasas soberanas en mercados desarrollados. La incertidumbre respecto a la cadena de suministros ha aumentado las preocupaciones por el impacto que pudiesen tener en la inflación y con ello en las tasas de interés, sin embargo, los líderes de la Reserva Federal, Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra, si bien reconocieron que el impacto de los problemas en la cadena de suministro y alza en el precio de la energía podrían hacer que las presiones inflacionarias duraran más, éstas seguirían siendo transitorias. En Chile, el avance en el trámite legislativo del cuarto retiro de ahorros previsionales afectó tanto el mercado de bonos locales como la paridad cambiaria. De hecho, los instrumentos de deuda denominados en pesos chilenos tuvieron un rendimiento negativo, mientras que el peso chileno es una de las monedas emergentes que presentan una mayor depreciación en lo que va de 2021. Por su parte, la bolsa también tuvo un mes con retorno negativo. En lo que respecta a la dinámica de la economía real, el último IMACEC publicado muestra mejoras totalmente divorciadas del desempeño de los activos locales.

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

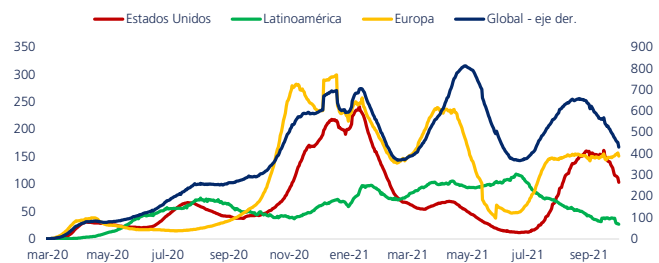


Figura 2. Inflación variación 12 meses: Brasil, Chile, China, Estados Unidos, Eurozona y México

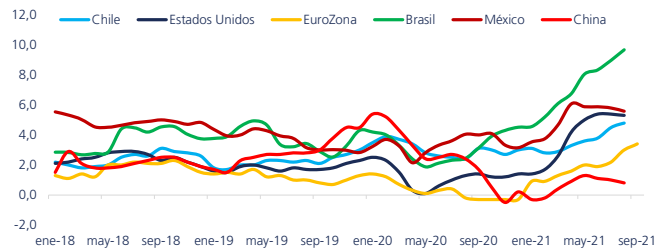
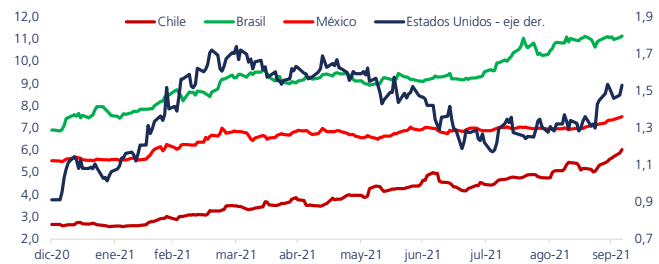


Figura 3. Tasas de interés nominales 10 años: Brasil, Chile, México y Estados Unidos



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Por su parte, la bolsa también tuvo un mes con retorno negativo. En lo que respecta a la dinámica de la economía real, el último IMACEC publicado muestra mejoras totalmente divorciadas del desempeño de los activos locales.

En lo que se refiere a las plazas internacionales, destaca la caída de las bolsas latinoamericanas, donde se suman los efectos del problema en China con los problemas propios que está viviendo la región, donde se destaca el desempeño negativo de Brasil.

Del escenario macroeconómico la principal duda en el horizonte radica en el tema inflacionario en el mundo desarrollado, que ha venido acompañado de expectativas de un mayor crecimiento para el 2021, y un menor crecimiento para el 2022, lo cual ha generado preocupación por un escenario con un crecimiento bajo y una inflación alta – lo que conocemos como estanflación.

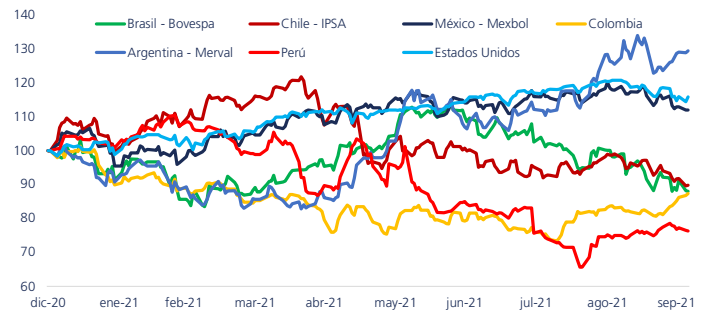
Finalmente, a nivel local, los próximos meses estarán marcados por el desarrollo de la convención constitucional y las elecciones presidenciales/parlamentarias.

Latinoamérica rentó -11,39% en dólares, por debajo a la rentabilidad de mercados emergentes y desarrollados. La región estuvo impactada por temas internos, pero también por la preocupación de una desaceleración mayor a lo esperado en China. El desempeño estuvo explicado por la caída de Brasil, y Argentina, mientras que Colombia fue el único país con una rentabilidad positiva. A nivel de sectores, Consumo discrecional y Materiales fueron los más afectados, mientras que Industriales y Utilities tuvieron retornos sobre el promedio. En cuanto a las monedas, en promedio se depreciaron 2,6%, siendo el real y el peso chileno, las más impactadas, movimiento explicado, en parte, por las expectativas de un retiro de los estímulos monetarios en Estados Unidos, los que apreciaron el dólar a nivel global.

El índice de commodities, rentó 4,97% M/M, explicado por el alza del gas natural y el petróleo, debido a problemas de suministros y el alza en la demanda a nivel global, mientras que el hierro y el cobre cayeron 23% y 6% en el mes, impactados por los temores de una caída de Evergrande y el riesgo de desaceleración de la economía en China.

En cuanto a valorizaciones, Latinoamérica está transando a 8,6x P/U fwd un 30% de descuento respecto a su promedio de 10 años, que se compara positivamente con el premio de 9% al que transa mercados emergentes. Esta valorización se sustenta en correcciones al alza para las estimaciones de utilidades de 45% y 35% en lo que va del año para 2021 y 2022, versus el 10% y 17% de emergentes.

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



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Sin embargo, en el último mes, hemos comenzado a ver correcciones a la baja de 5% y 6% para las utilidades esperadas 2022 y 2023, es importante destacar que estas correcciones están explicadas por el sector Materiales y Energía, que mostraran crecimientos de triple dígito en 2021, por lo que una desaceleración es esperable. Por otro lado, los sectores de IT, Consumo y Utilities están mostrando correcciones al alza para el mismo período.

El indicador MSCI Brasil rentó -14,6% en dólares, con una depreciación de 5,41% del real, impactado por la caída del precio del hierro, pero sobre todo por temas internos respecto al escenario fiscal y la incertidumbre política. Con esta corrección, el índice está transando a 6,9x P/U fwd un descuento de 37% respecto a su promedio histórico, y uno de los mercados más baratos entre países emergentes. Esta valorización se explica porque a pesar de la caída que ha tenido el índice, las estimaciones de utilidades siguen al alza en lo que va del año, para 2021 han corregido 60% y 40% para 2022. El retorno del último mes se explica por el aumento tanto del ruido político como las preocupaciones por la parte fiscal, que ha llevado a que las tasas de mercado hayan aumentado 153 puntos base desde fines de julio.

En cuanto al ruido político, se relaciona con las tensiones entre Bolsonaro y los jueces de la corte suprema, que alcanzaron su peak en las manifestaciones del 7 de septiembre. Las principales diferencias se dan por investigaciones de noticias falsas y también por presiones respecto al voto electrónico. Ese día el presidente afirmó que no seguirá las reglas de un grupo de jueces, aunque posteriormente se retractó. A este impasse se sumó un paro de camioneros a favor del presidente que levantó las preocupaciones respecto al suministro, pero que finalmente se resolvió durante el día.

A pesar de la incertidumbre, es importante destacar que los riesgos de un juicio político parecen bajos dado que el presidente cuenta con una base de 200 diputados en el congreso a su favor, y con sólo 162 votos en contra se frena este proceso, que debería ser iniciado por el vocero de la cámara baja que es un aliado del gobierno.

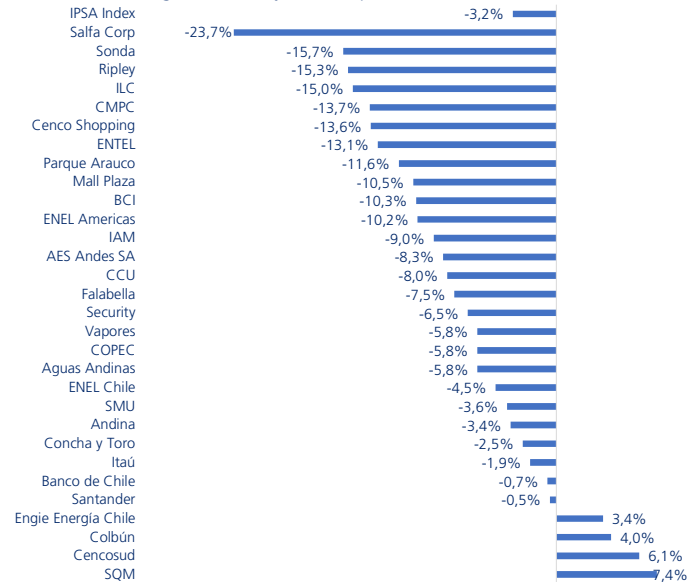
Estos conflictos hacen que la carrera presidencial que será en 2022, se adelante, y las encuestas sigan mostrando una ventaja de Luiz Inácio Da Silva – Lula, con un 56% de las preferencias versus el 31% de Bolsonaro. Lo que es relevante es el nivel de rechazo de ambos candidatos 59% para Bolsonaro y 38% para Lula, es por esto y dado el tiempo que falta para las elecciones, que aún no se descarta la aparición de un tercer nombre que pueda ser opción válida. En el corto plazo y considerando el resultado de las encuestas, se espera que Bolsonaro pueda moderar su discurso, y que busque medidas, como aumentar transferencias a sectores más necesitados para mejorar su aprobación.

Otro de los riesgos que explican el alza en las tasas de interés, es la preocupación por la parte fiscal y el alza en la inflación. El gobierno busca aumentar el programa de ayuda a familias, pero no tiene espacio suficiente en el presupuesto, es por eso por lo que está en conversaciones para dejar parte de los pagos de órdenes judiciales fuera del límite del gasto y así cumplir con la norma. Se espera que este tema se resuelva antes de noviembre, que es cuando el presupuesto del próximo año debe ser aprobado, además, sigue el avance en cuanto a la agenda de reformas, donde los voceros del congreso esperan que tanto la reforma administrativa como tributaria sean votadas este año, lo que podría ayudar a la esperada consolidación fiscal

Considerando los datos de inflación que han estado sobre lo esperado, y también por las presiones que viene por la sequía que está afectando los costos de electricidad y el alza en el precio de combustibles; en su última reunión el Banco central decidió aumentar la tasa de referencia en 100 puntos base a 6,25%; y en el comunicado destacó que podrían seguir con esta velocidad de alzas, para asegurar que las expectativas de inflación se encuentren dentro de su rango objetivo. Las expectativas de mercado son que la tasa de interés alcance un 8,25% a fines de año y un 8,5% en 2022.

Respecto al crecimiento esperado para 2021 y 2022, hemos visto correcciones a la baja, para 2021 a 5,0%, y 1,6% para 2022, debido al impacto que el alza en las tasas de interés, pudiese tener en la economía, la desaceleración a nivel global y la caída en el precio de los commodities. Sin embargo, Brasil se debería seguir beneficiando de corto plazo de la reapertura, el alto nivel de ahorros, y la creación de empleo formal.

Figura 5. IPSA y sus componentes: Retornos MTD



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Si bien hemos neutralizado nuestra exposición en Brasil, mantenemos nuestra selectividad en compañías que presentan valorizaciones atractivas, con menor exposición a dinámicas cíclicas, que presenten sólida generación de caja, y con claros catalizadores, como es el caso de compañías que han seguido avanzando en temas de consolidación.

El índice accionario MSCI México rentó un -6,18% durante el mes, con una depreciación de 2,75% del peso mexicano. Pese a lo anterior, sigue siendo uno de los mercados con mejor desempeño en lo que va del año, explicado por su calidad de mercado más resiliente, con foco en empresas más value, pero sobre todo por su exposición a Estados Unidos que le permitió beneficiarse de mayores remesas y exportaciones, y que a pesar de las revisiones a la baja en el crecimiento de Estados Unidos, se espera que este impulso también sea más de mediano plazo, más aún cuando están presentes las preocupaciones respecto al desempeño de China.

El índice está transando a 14,6x P/U fwd un 10% de descuento respecto a su promedio histórico, con crecimientos de utilidades de 5% y 7% para 2022 y 2023; lo que pudiese ser conservador, considerando las correcciones al alza que hemos visto en PIB tanto para 2021 como para 2022, y también porque los resultados corporativos del segundo trimestre fueron positivos con utilidades 24% sobre lo esperado, lo que podría seguir impulsando las estimaciones.

Al igual que el resto del mundo, México, se ha visto impactado por datos de inflación por sobre lo esperado, lo que ha llevado a que el Banco Central haya decidido aumentar 25 puntos base la tasa de referencia a 4,75%. Si bien el comité tiene visiones divididas respecto a la trayectoria, las expectativas de mercados estiman una tasa de 5,0% para fin de año y 5,5% en 2022, mientras que la inflación sólo volvería a niveles de 3% en 2023.

México relativamente, muestra una menor incertidumbre política luego de las elecciones de medio término, y dado que el gobierno aún tiene 3 años de mandato, aunque el próximo año el presidente busca realizar un referéndum que analice su continuidad. Sin embargo, dado que para que el resultado sea vinculante se necesita un 40% de participación y en el último hubo una participación menor a 10%; no se espera que sea un riesgo significativo y por otro lado la disciplina fiscal que mostró el gobierno durante la pandemia, le ha permitido a México, salir con unas de las cuentas fiscales más favorecidas de la región, lo que incluso disminuyó las probabilidades de una rebaja de la clasificación de la deuda soberana, aunque la ayuda que pueda prestar el gobierno a Pemex, es sin lugar a duda uno de los riesgos a monitorear. Por otro lado, la presentación del presupuesto 2022 estuvo en línea con lo esperado y no incluyó ninguna reforma tributaria, lo que es positivo para el mercado accionario

Si bien AMLO ha mostrado su compromiso con respetar la institucionalidad, sigue con sus 3 reformas constitucionales, de hecho, se espera que la reforma energética, sea presentada en el corto plazo, pero es importante destacar que la coalición gobernante ya no cuenta con mayoría en el congreso, por lo que la aprobación de medidas disruptivas sería más difícil de aprobar.

En cuanto a las estimaciones de crecimiento económico se espera un 6% para este año y un 3% para 2022, donde el país no sólo se beneficiaría del sector exportador, sino también de una mejora en las dinámicas de consumo, aunque de mediano plazo, sigue la preocupación por el crecimiento tendencial, donde la falta de inversión podría seguir impactándolo.

Hemos aumentado nuestra exposición a México, con selectividad en empresas que se benefician de dinámicas internas, y de aquellas que presentan mayor exposición a Estados Unidos, junto con balances sólidos y valorizaciones atractivas.

En septiembre el Índice MSCI Argentina rentó -12,05% en dólares, con una depreciación de 1% de la moneda. Esta corrección se da después del alza de 26,24% del índice en agosto, esto se explica, porque luego de que los resultados de las primarias (PASO), favorecieron a la oposición por un amplio margen, de 10% a nivel nacional, pero casi 24% en la ciudad de Buenos Aires, diferencia que estuvo por sobre lo esperado por el mercado, lo que en un inicio se leyó positivamente, comenzaron las preocupaciones respecto a las acciones que tomaría el gobierno para buscar remontar en las elecciones parlamentarias del 14 de noviembre. Así, comenzaron a evaluarse los riesgos de un mayor gasto fiscal para tratar de conquistar esos votos, y por otro lado cómo quedaría la coalición gobernante, cuestionando si la influencia de la vicepresidenta Cristina Fernández aumentaría, lo que sería negativo para el mercado y que se vio reflejado finalmente con el cambio de gabinete.

Nos mantenemos fuera de Argentina, en empresas expuestas a dinámicas internas, no sólo por los riesgos de mayores gastos fiscales, si no también y como hemos venido comentando los meses anteriores, por un escenario macro más desafiante, la renegociación de la deuda con el FMI, que buscaba un programa claro de consolidación fiscal, y que podría estar impactada por el accionar del gobierno y finalmente por la salida del país de los índices de referencia, luego de que fuera rebajada su clasificación de mercado emergente a mercado frontera.

La bolsa chilena rentó un -2,9% en moneda local (-7,3% medido en dólares), afectada por la mayor incertidumbre relacionada con los temores de desaceleración en China y respecto de un posible cuarto retiro de fondos previsionales. A nivel de valorizaciones, la bolsa local transa en niveles 10,5x P/U fwd lo que significa un descuento de 30% respecto de su media histórica. Las valorizaciones se mantienen en tramos altamente descontadas superando ya más de dos desviaciones por debajo de su media histórica, mientras las estimaciones de ganancias que mantienen una trayectoria alcista. Los flujos extranjeros cerraron en negativo para septiembre, especialmente desde fondos Latinoamérica y compensando en parte por fondos específicos Chile que a través de ETF. Nuestra tesis para la bolsa local mantiene una perspectiva de neutralidad. El escenario externo luego de mucho tiempo comienza a dar leves señales menos alentadoras, mientras que a nivel local el riesgo que se alcance un cuarto retiro previsional se mantiene, poniendo presión al peso que superó la barrera de los 800 y sin que esto tenga implicancias en la entrada de flujos a la bolsa local.

Pese a lo anterior, Chile sigue presentando sólidos fundamentales apoyados en su exitoso plan de vacunación y un sólido control de pandemia, lo que se suma a un atractivo precio del cobre, atractivas valorizaciones versus su propia historia, ajustadas por tasas y versus comparables, y finalmente, 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. Por otra parte, hemos observado una dinámica de mayor liquidez en las últimas semanas a medida que se acercan las elecciones presidenciales y legislativas, lo que ha llevado al mercado a un tono de “espera y verás”

Los mayores riesgos de esta tesis de inversión se focalizan en: (i) que los avances en la reapertura sean frenados por un mayor contagio o lenta implementación en la vacunación o nuevas cepas resistentes a las vacunas actuales, especial foco con la variante Delta; (ii) las discusiones presidenciales y constitucionales conlleven a la pérdida de la confianza por parte de los inversionistas respecto de la institucional local; (iii) que Chile pierda parte de su característica de responsabilidad respecto del manejo/control del gasto fiscal y esto implique mayores primas por riesgo en el largo plazo; (iv) que un fuerte rebote inflacionario genere una rápida alza de tasas en los mercados.

Septiembre fue uno de los peores meses del año para la renta fija local. Por una parte, el escenario político local que continúa incierto, y por otra parte, la cercanía de las elecciones presidenciales, a lo cual se suman presiones inflacionarias producto de factores externos como alza del tipo de cambio y problemas logísticos que encarecen los costos de importación y factores internos como el posible cuarto retiro de los fondos previsionales que inyectaría más liquidez a una economía que se está sobrecalentando. Ante esto el Banco Central ha comenzado el retiro de los estímulos monetarios aumentando la TPM en 75 pts. base y se espera que continúe con alzas durante los próximos meses para llegar por lo menos a 3,5 a fines del primer trimestre del 2022. A pesar de esto los niveles de spread se han mantenido bastante estables en torno a 80 pts. en rating AAA y 130 pts. en AA.

Las expectativas de inflación para los próximos meses se elevan de manera importante y nos lleva a mantener un portafolio cargado en instrumentos en UF.

El mercado latinoamericano de renta fija en dólares no estuvo ajeno a los eventos mundiales. Primero, en EE. UU. las discusiones de retiro de estímulo monetario, límite al techo de la deuda, inflación y plan de gastos del Gobierno hicieron que la tasa de los bonos del tesoro a 10 años subiera 18 pb, en el mes. A lo anterior, se sumó la delicada situación financiera de Evergrande en China, que afectó de rebote a los mercados emergentes por su implicancia en sector inmobiliario, y por lo tanto, en la demanda de commodities.

En términos de flujos a la renta fija, el mes de septiembre no reportó movimientos, no obstante, en la última semana hubo una fuerte salida de flujos, por las razones explicadas precedentemente, en lo que va del año hay acumulado \$26,3 mil millones de dólares.

La entrada de flujos durante los primeros días del mes ayudó a darle cabida a un gran número de emisiones, como ha venido siendo la tónica, el uso principal de los recursos fue el de refinanciar deuda más cara.

Al comparar los retornos entre las regiones emergentes, Latinoamérica tuvo mal desempeño, pero mejor que el de Asia Emergente. Y la categoría High Yield se comportó mejor que la Investment Grade, ambas categorías tuvieron un desempeño positivo en la primera quincena, pero cayeron durante la segunda.

© 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) 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