

MERCADOS



Noviembre 2020, mes positivo para los mercados accionarios globales, impulsado por un mayor apetito por riesgo luego de que se conocieran avances en el desarrollo de una vacuna para el covid-19. No obstante a lo anterior, la pandemia continuó expandiéndose principalmente en Europa y Estados Unidos donde se implementaron medidas de aislamiento que han generado incertidumbre sobre la recuperación de la actividad económica global.

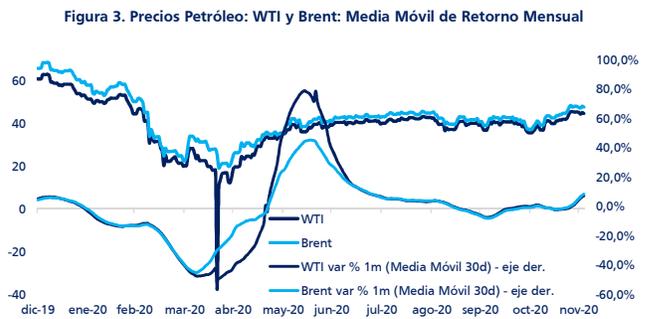
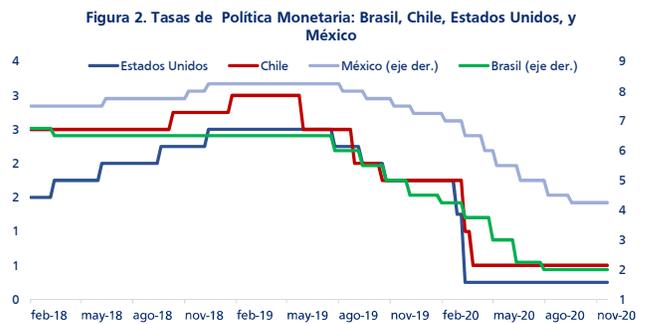
Esta dinámica internacional se vio reflejada en el mercado local, que cerró un mes con retornos positivos, los cuales estuvieron afectados por la discusión del presupuesto 2021 y el segundo retiro del 10% de las AFPs. Ahora bien, dentro de los factores que impulsaron el desempeño de las bolsas internacionales, fue el debilitamiento del dólar, lo que vino acompañado de una posición más conciliadora en lo referente a quien será el nuevo presidente en EE.UU. (de hecho, ya se inició el proceso de cambio de mando). Asimismo, se observaron avances relevantes en las de las potenciales vacunas, tratamientos y medicamentos que permitan enfrentar de mejor manera al coronavirus, siendo ya casi un hecho que tendremos una vacuna en la primera parte de 2021.

Ahora bien, en lo referente a la pandemia en Europa, si bien aumentaron los contagios, no se han observado los niveles de colapso y letalidad mostradas a mediados de año en el Viejo Continente. En mayor detalle, tras surgir un nuevo sentimiento de temor por parte de los inversionistas en el mes de octubre, esto fue revertido y superado en el mes de noviembre.

En lo que respecta a la dinámica de la economía real, los datos de crecimiento económico global del tercer trimestre mostraron una recuperación con algunos matices, donde China cerró el 3T con un crecimiento positivo (4,9% A/A), mientras que EE. UU. (-2,9% A/A), Brasil (-3,9% A/A), Eurozona (-4,4% A/A), Japón (-5,8% A/A), y Chile (-9,1% A/A) aún se mantienen en territorio contractivo, pero mostrando una fuerte recuperación en el 3T del 2020.

Por su parte, los *commodities* ligados a actividad (petróleo o cobre, por ejemplo) han mostrado repuntes en sus cotizaciones, derivado de una proyección más optimista en relación con la recuperación de la economía global. Incluso, es importante destacar que el precio del cobre se ubicó en niveles superiores a los US\$3,4 por libra.

Finalmente, en el plano local, el foco político está centrado en una potencial reforma de pensiones y la elección de constituyentes (elección que se realizará en abril del 2021).



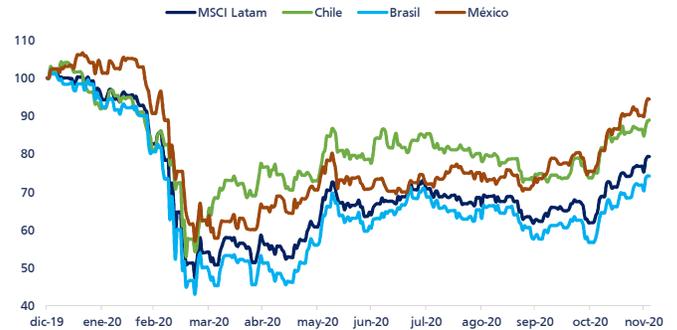
Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

El mayor optimismo en los mercados globales se tradujo en un mayor apetito por riesgo, que llevó a que Latinoamérica rentara un 21,61% en dólares durante el mes, mostrando un mejor desempeño que el mostrado por mercados emergentes (20,15% en dólares) y desarrollados. El retorno en la región fue liderado por Brasil, seguido por México y Chile. Además del impulso en las bolsas, durante el mes vimos una apreciación de todas las monedas a excepción del peso argentino. Si bien el mayor apetito por riesgo continúa, es importante destacar las dudas asociadas a la distribución de la vacuna, el aumento de casos que ha llevado a una segunda ola de contagios y las dificultades en Estados Unidos para llegar a un acuerdo para un nuevo paquete fiscal, lo que podría aumentar la volatilidad de los mercados de corto plazo. No obstante, creemos que el mercado accionario debería seguir beneficiándose del aumento de liquidez y bajas tasas de interés a nivel global.

La región transa actualmente a 13,7x P/E *fwd*, con un premio de 11% sobre su promedio de los 10 últimos años, mientras que Emergentes está transando 33% sobre su promedio histórico. Como resultado, Latinoamérica está transando a un 16% de descuento respecto a su premio relativo promedio sobre mercados emergentes. En el relativo, el sector *small-cap* sigue mostrándose atractivo respecto a *large-cap* con un 13% de descuento versus el premio histórico de 10 años. En términos de flujos, hemos visto entradas de capitales a la región por el equivalente a un 2,4% del AUM, impulsado por Brasil. En cuanto a las correcciones en utilidades hemos visto alzas de 6,56% para la región en 2021, lo que podría seguir entregando soporte a valorizaciones más atractivas.

Seguimos positivos en la región, no sólo por valorizaciones, sino también por el avance en el desarrollo de la vacuna, la aceleración en el crecimiento a nivel global, el mayor apetito por riesgo. Asimismo, la baja ponderación en la región, junto con la exposición a la recuperación cíclica y al aumento en el precio de los *commodities*, que se han visto impulsados por los datos de producción de China mayor a lo esperado, y nuevos paquetes de infraestructura a nivel global, deberían seguir dándoles soporte a la renta variable de la región. Durante el mes el índice de *commodities* rentó 3,5%, impulsado por petróleo que recuperó 26,7% en el mes, seguido por el cobre y el hierro con retornos de 12,8% y 15,3%, respectivamente.

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



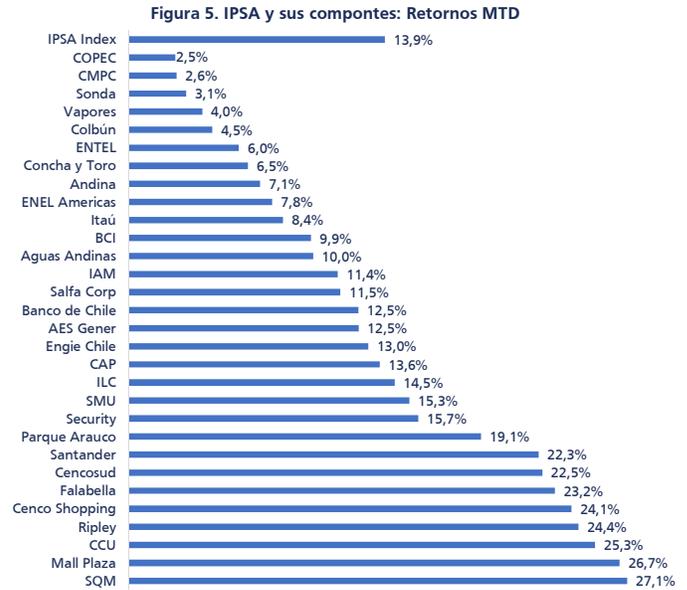
Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

En noviembre, Brasil rentó un 23,9% en dólares, con una apreciación de la moneda de 7,2%, lo que compensa en parte la fuerte depreciación acumulada en el año la que alcanza un 24,1%. El retorno se vio impulsado por el mayor apetito por riesgo a nivel global, dado que internamente la atención sigue centrada en la capacidad del país de volver a la disciplina fiscal una vez que se acabe el estado de catástrofe en diciembre. Sin embargo, ante el aumento en el número de contagios que ya alcanzan los 6,3 millones, y una posible segunda ola, el ministro de economía ha sido explícito en afirmar que continuarían con los paquetes de ayuda si bien no es el escenario base. La austeridad fiscal no es la única variable, para poder seguir con la consolidación de las cuentas públicas es necesario continuar con la agenda de reformas en donde se podrían aprobar reformas menores este año (independencia del banco central, ley de cabotaje y apertura del mercado del gas) mientras que las reformas estructurales como la reforma tributaria y la administrativas deberían ser aprobadas durante 2021. Luego de los resultados de las elecciones municipales, el ganador fue el Centrao, la agrupación de centro con la que el gobierno está haciendo alianza para avanzar y asegurar la aprobación de la agenda de reformas. Sin embargo, dado el fortalecimiento del bloque de centro, éste podría aumentar sus exigencias para asegurar su apoyo en el congreso. Es consenso de mercado, que Brasil cumplirá con el límite del gasto y volverá a la disciplina fiscal en 2021, luego de haber entregado uno de los paquetes de estímulo fiscal más grandes de países emergentes para enfrentar la pandemia (8,3% del PIB de estímulo sobre la línea), lo que ha permitido una recuperación más rápido de lo esperado en términos de actividad y correcciones al alza para PIB 2020 que se encuentra en -4.8%

Por el lado de la política monetaria, el Banco Central mantuvo la tasa de interés en mínimos histórico de 2%, volviendo a destacar, que, si bien los últimos datos de inflación han estado sobre lo esperado, debido a las presiones en el precio de alimentos y la recuperación en precios de servicios, ven estos efectos como transitorios dado que las expectativas siguen bajo el objetivo del banco central.

En términos de valorizaciones Brasil está transando a 14,3x P/E fwd, un 14% sobre el promedio histórico, explicado por el buen desempeño del mes, que fue compensado con revisiones al alza de las utilidades 2021 en 6,05%, luego de que el 44% de las empresas reportarán resultados sobre lo esperado en el tercer trimestre, impulsadas por el desempeño del sector exportador que se ha beneficiado de la depreciación del tipo de cambio y empresas expuestas a consumo doméstico impulsado por la ayuda fiscal. Así, Brasil tiene una tasa anualizada de crecimiento de utilidades de 9,8% para 2019-2022, por sobre la región, las revisiones utilidades han estado lideradas por el sector de Servicios Públicos y Materiales. La recuperación económica que sigue en curso, unido al programa de microcréditos que busca incentivar el gobierno para compensar el fin de la ayuda fiscal, junto con el avance en la agenda de reformas y la rotación de activos de renta fija a renta variable deberían seguir dando soporte al mercado, aunque una segunda ola podría afectar la velocidad de la recuperación, no se espera el mismo impacto que a inicios de la pandemia dado que aún existen restricciones de movilidad.

México tuvo un retorno en dólares de 19,2%, con una apreciación de 4,9% del peso mexicano. Luego de 5 meses de retornos positivos, impulsados por la fortaleza de la moneda, que ha estado soportada por una de las tasas de interés más altas a nivel *Investment Grade*, el mercado transa a 14,6x P/E, un 10% sobre el promedio histórico desde que asumió AMLO. Durante el último mes las utilidades han corregido al alza en 3,3%, lo que lleva a un crecimiento anualizado 2019-2022 de 3,9% bajo el promedio de la región, lo que nos parece más apropiados con el entorno macro de México, que debería ser uno de los países más afectados por la pandemia, y que ya venía con un crecimiento debilitado dada la caída en la inversión y dinámicas internas más rezagadas, efectos que se amplificaron luego de la falta de ayuda por parte del gobierno para enfrentar la pandemia. Si bien reconocemos la resiliencia en las utilidades las compañías, las que estuvieron un 58% sobre lo esperado, no vemos presiones significativas para nuevas correcciones. Durante un tiempo hemos venido reconociendo que los riesgos a la baja para México son más acotados, y que un escenario más pesimista ya está internalizado en los precios.



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

En cuanto a la política monetaria, durante la última reunión, el banco central decidió mantener la tasa de política monetaria en 4,25%, noticia que sorprendió al mercado, dado que se esperaba un último recorte en el año de 25 puntos base. Sin embargo, el comunicado fue claro en que es simplemente una pausa, y que retomaran los recortes una vez que la inflación vuelva al objetivo del Banco Central, de hecho uno de los miembros del comité, dijo que podrían retomar los recortes en abril o mayo, una vez que se haya estabilizado la tendencia a la baja en la inflación, lo que fue bien recibido por el mercado y donde la tasa sigue siendo un soporte para la moneda. Dado el compromiso del presidente con la disciplina fiscal y el de no endeudar el país, en el corto plazo México será de los países con el menor déficit fiscal. Sin embargo, esto afectará su crecimiento de mediano plazo, más aún cuando gran parte del presupuesto y el foco del presidente se encuentran en seguir financiando a empresas estatales y enfocado en obras de infraestructura emblemáticas como el tren maya, y la refinería dos bocas, pero que no son proyectos con retornos atractivos. Si bien México se está beneficiando de su exposición a Estados Unidos, ante un congreso dividido, y las noticias de la vacuna, quizás sea más difícil aprobar un nuevo paquete de ayuda fiscal en Estados Unidos que impulsa el consumo en México a través de remesas, y si bien las relaciones bilaterales no deberían verse afectadas porque ya se encuentra el tratado de libre comercio, menores tensiones comerciales con China podrían quitar el liderazgo de México como el principal socio comercial con EE. UU.

Argentina rentó 16,1% en dólares, con una depreciación de la moneda de 3,8%. El retorno estuvo impulsado por empresas como Despegar, YPF y Grupo Galicia, pero en el año la única compañía con retorno positivo es Globant. El desafiante entorno macro que enfrentan las empresas, ha llevado a revisar a la baja las utilidades tanto para 2020 como para 2021, en -57% y -1,82% durante el último mes. El país está transando a 15,5x P/E fwd muy por sobre su promedio histórico de 8,8x, sin catalizadores de corto plazo. El foco sigue siendo la renegociación de la deuda con el FMI, donde el presidente Fernández busca replicar el acuerdo al que llegaron en 2003, durante el mandato del presidente Kirchner, donde el país no se vio obligado a buscar una política fiscal, ni monetaria contractiva, y tampoco tuvieron presiones por la parte laboral, pero si consiguieron extender los pagos y alcanzar un interés más flexible. Si bien el ministro Guzmán descarta un acuerdo temprano con el FMI, un plazo aceptable les parece en marzo y abril, dado que buscan alcanzar de repago entre 4,5-10 años. Sin embargo, el ministro destacó que un default con el FMI es un escenario poco probable, dado los costos que tendría para el país. En datos macro si bien la actividad económica aceleró en septiembre, alcanzando un crecimiento de 1,9% m/m, desde el 1,6% en agosto, en el año la caída de la economía acumula un 11,9%, siendo Argentina uno de los países más afectados en la región luego de una extensa cuarentena. Por su parte, la inflación aceleró en octubre a un 3,8% m/m, dada la reapertura de la economía y la presión en el precio de los alimentos. Si bien el Banco Central admitió la presión en los próximos meses esperan que la coordinación del gobierno con los diferentes sectores de la economía les permita que el proceso de rebajar la inflación continúe. Por otro lado, el impuesto a los superricos que busca recaudar un 0,7% del GDP, fue aprobado en la cámara de diputados, y será analizado en el Senado, sin descartar que su aprobación pudiera afectar la confianza de las empresas y por ende las perspectivas de inversión, lo que complicaría la recuperación económica. Por esto mantenemos nuestra cautela en Argentina, a través de empresas con mayor exposición a dinámicas globales, como exportadores y empresas de tecnología, como Globant y Mercado Libre.

Para el mes de noviembre la bolsa chilena rentó un +13,9% (+14,9% medido en dólares), dejando atrás tres meses consecutivos de pérdidas. A nivel regional, el MSCI Chile rentó en dólares un 14,3% mientras que el MSCI Latam alcanzó un rendimiento de 21,6%. Las bolsas globales destrabaron parte de las incertidumbres lo que dio paso a un positivo mes de noviembre para las bolsas globales.

Las buenas noticias asociadas a las altas tasas de efectividad en los resultados de la fase 3 de las principales vacunas y las rápidas gestiones de los gobiernos para sus aprobaciones y un pronto inicio de vacunación en la población alentó las expectativas del mercado, lo que se sumó a la victoria de Biden sobre Trump, lo que fue visto como algo positivo para los mercados emergentes debido a una posible mejora en las negociaciones con China –algo que está por verse–, sumado a que por fin se destraben las opciones de nuevas medidas de estímulos fiscales.

Los flujos extranjeros volvieron a la región y Chile no fue la excepción en un entorno con un mayor apetito por riesgo, aunque de manera poco significativa, donde durante el mes se observaron entradas de flujos por unos US\$33 millones. A nivel de valorizaciones, la bolsa local transa en niveles 14,3x P/U forward, lo que significa un descuento de 6,1% respecto de su media histórica (15,3x). Pese a que la actual valorización aún se sitúa en tramos atractivos respecto de su historia, nuestras estimaciones internas de valorizaciones se muestran más ajustadas. A nivel de ganancias, estas volvieron a corregirse a la baja, aunque marginalmente (~-1,6%) para los años 2020, 2021 y 2022.

Nuestra tesis para la bolsa local sigue siendo constructiva apoyado 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, una pronta implementación de las vacunas contra Covid-19 a nivel global y por sobre todo un mundo de tasas bajas y estímulos por un tiempo prolongado. Lo anterior nos debería llevar a ser altamente optimistas con el desempeño de la bolsa local a futuro, sin embargo, creemos que la discusión constitucional y el congestionado ciclo eleccionario reduce los espacios de mejoras futuras de Chile respecto del resto de la región debido a la mayor incertidumbre.

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 sean frenados por una lenta implementación de vacunas; (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.

Durante el mes de noviembre, las tasas de interés de largo plazo experimentaron una importante volatilidad ante la incertidumbre generada por un eventual estímulo fiscal en EE. UU. y la polarización de las elecciones presidenciales en ese país. A medida que transcurrió el mes, la volatilidad fue cediendo, dando lugar a una ligera baja, ante un mayor optimismo producto de los avances en ensayos clínicos de la vacuna contra el covid-19, la cual muestra una efectividad en torno al 90%.

Fue la posibilidad de una vacuna en el corto plazo y las mayores expectativas por una recuperación económica, lo que gatilló el apetito por activos riesgosos. Los precios de las cotizaciones de la deuda corporativa emergente en dólares subieron. En esa alza, nuevamente fue Latinoamérica la región con los mejores retornos en la renta fija corporativa, y dentro de esta categoría los activos *High Yield* tuvieron mejor rendimiento que los *Investment Grade*.

Respecto a la deuda en moneda local, pese a la amplia apreciación que tuvieron las monedas de la región, la rentabilidad fue negativa.

Durante noviembre continuó el empinamiento de la curva de gobierno tanto en pesos como en UF, explicado por alzas en la parte larga de la curva tanto nominal como UF y caídas en la parte corta en UF, gracias al elevado y sorpresivo IPC de octubre que más que duplicó las expectativas previas.

Observamos alta demanda por instrumentos en UF hasta 5 años y poco movimiento en plazos más largos. Los spreads se mantienen en niveles similares al mes anterior. Aun vemos espacio para mayor inflación durante los próximos meses privilegiando inversiones en UF sobre nominal en la parte media de la curva.

© 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 financiera. 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.