

MERCADOS



En un inicio de año con alta volatilidad y donde los mercados accionarios globales cerraron con caídas afectados por las persistentes alzas en la inflación que resultaron en un aceleramiento en la normalización de la política monetaria, y por la incertidumbre generada por el escalamiento en las tensiones geopolíticas entre Ucrania, Rusia, y el Occidente. Sin embargo, al cierre del mes se observó una recuperación, impulsada por sólidos resultados corporativos. En Chile, el presidente electo, Gabriel Boric, presentó su Gabinete, donde destaca la nominación de Mario Marcel, presidente del Banco Central de Chile como Ministro de Hacienda, lo que trajo calma a los mercados locales e impulso a los mercados de acciones y deuda.

Durante enero dos hechos dominaron el escenario bursátil internacional. Los indicadores inflacionarios en Estados Unidos y Europa se mantienen por sobre los objetivos propuestos por cada Banco Central. Con esto, las expectativas de aumentos de tasa de política y/o del retiro de los estímulos monetarios en forma anticipada impulsaron las tasas de rendimiento al alza.

En segundo lugar, destaca la escalada del potencial conflicto bélico en Ucrania, lo cual ha llevado a un alza del gas natural y el petróleo. Ahora bien, con el paso de las semanas los ánimos se han ido calmando y paulatinamente se están acercando las posiciones de las partes en conflicto.

Por su parte, a nivel local destaca la conformación del gabinete presidencial. En función de esto los activos chilenos presentaron un menor nivel de volatilidad en relación con las jornadas posteriores a la elección presidencial.

Del escenario macroeconómico la principal duda en el horizonte radica en el tema inflacionario en el mundo desarrollado y ver como esta nueva variante del covid pueda incidir en las economías reales. Finalmente, a nivel local en el corto plazo estaremos atentos a las primeras propuestas de la convención constituyente.

Enero fue un mes positivo para el mercado accionario latinoamericano, el que a pesar de las caídas de los mercados accionarios globales y emergentes mostró una sólida rentabilidad de 7,29% en dólares. El retorno estuvo impulsado por Brasil, Chile y Perú, índices que también se beneficiaron de una apreciación de sus monedas en torno al 5% en promedio. A nivel sectorial, el desempeño estuvo liderado por Energía, Financiero y Salud, mientras que Telecomunicaciones y Real estate fueron los más impactados.

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

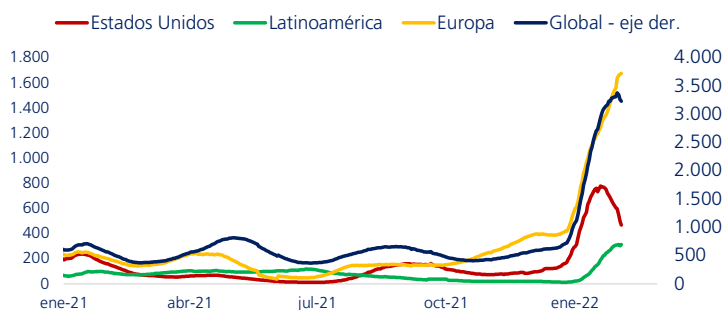


Figura 2. Inflación variación 12 meses: Brasil, Chile, China, Estados Unidos, Eurozona y México

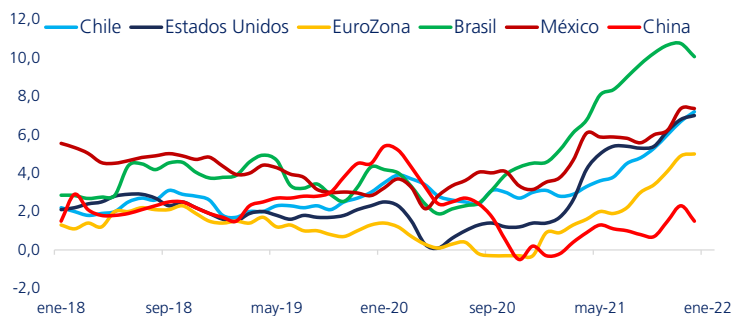
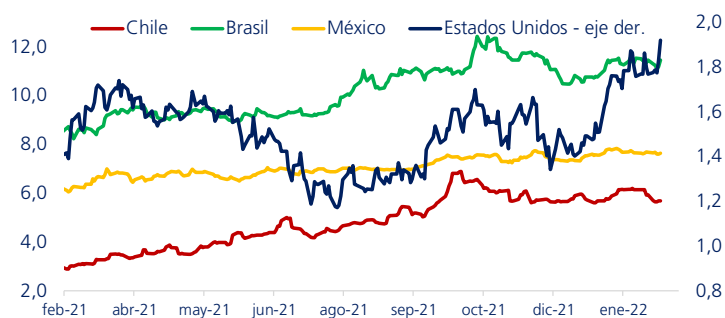


Figura 3. Tasas de interés 10 años: Brasil, Chile, México y Estados Unidos



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

La región se benefició del ingreso de flujos con inversionistas que rebalancearon sus posiciones, luego del negativo desempeño de los mercados accionarios de economías desarrolladas, impactadas por las expectativas de una política monetaria contractiva, tras datos inflacionarios sobre lo esperado y una recuperación tanto en la parte económica como en el mercado laboral. Por otro lado, algunos países de la región se beneficiaron del sólido inicio de año que tuvo el Índice de Commodities de Bloomberg (+8,77% M/M), con el hierro rentando un 12% y el petróleo 15%, por ahora se espera que los estímulos en China, sumado al apoyo al mercado inmobiliario puedan seguir dando soporte a los precios de materias primas.

Latinoamérica está transando a 9,2x P/U fwd, 2,2x desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años, y es una de las regiones más descontadas, por lo que podría seguir beneficiándose de un mayor apetito por riesgo a nivel global y de los aún altos niveles de liquidez disponibles. Esta atractiva valorización está sustentada en revisiones al alza para las utilidades esperadas tanto para 2022 como para 2023 que en lo que va del año han corregido +2,7% y +1,3% respectivamente. Sin embargo, es importante destacar que la región podría verse afectada por: i) un proceso de retiro de estímulos a nivel global más rápido de lo esperado, si las presiones inflacionarias continúan, ii) de revisiones a la baja en el crecimiento debido al impacto de mayores tasas de interés, y de impactos ante cualquier interrupción en la cadena de suministro, y iii) finalmente de mayor volatilidad, considerando el cargado calendario electoral, con elecciones presidenciales en Colombia y Brasil, el referéndum en México y el plebiscito del proceso constituyente en Chile. Sin embargo, considerando el descontado nivel de valorizaciones al que está transando Latinoamérica con un 23% de descuento respecto a emergentes y 54% respecto a Estados Unidos, creemos que gran parte de estos riesgos deberían estar en los precios.

El índice MSCI Brasil rentó 12,88% en dólares, parcialmente explicado con una apreciación de 5% de la moneda. Este retorno estuvo impulsado por el fuerte ingreso de flujos de inversionistas extranjeros que alcanzaron los R\$29.5 mil millones, superando el récord que había para enero de R\$23.6 mil millones (2021).

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



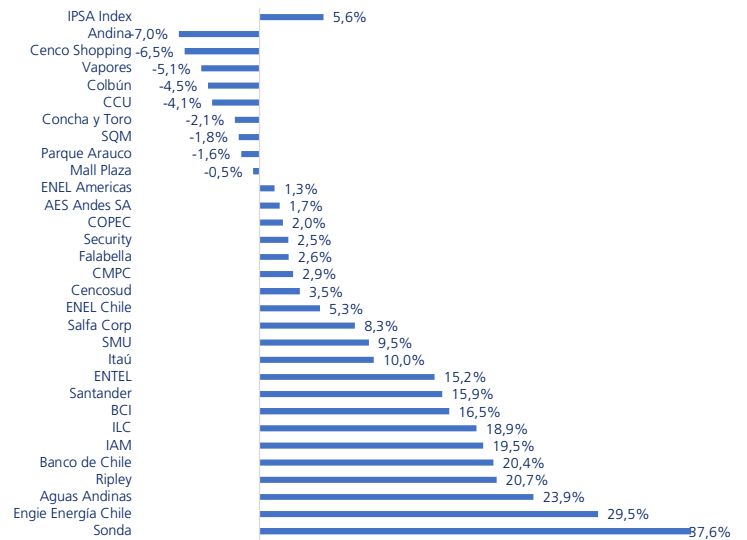
Estos flujos estuvieron atraídos por valorizaciones atractivas, como hemos venido comentando Brasil era uno de los países más descontados a nivel global. Actualmente el Índice MSCI Brasil está transando a 8,1x P/U fwd, 1,8x desviaciones estándar bajo su promedio histórico, y junto con Chile son los mercados más descontados de la región. Además, durante el mes, las utilidades esperadas para 2022 fueron corregidas al alza en 3,25% para el índice large cap, y en 10,15% para la parte small cap, lo que sigue dando soporte a las valorizaciones.

A nivel local, siguen las discusiones respecto al alza salarial para servidores públicos y una rebaja del impuesto a los combustibles, lo que podría afectar la situación fiscal, sin embargo, el mayor impacto fue el año pasado con los cambios que se hicieron al límite del gasto. Por otro lado, al ser un año electoral, cualquier aumento en el gasto por parte del gobierno está limitado hasta el 2 de abril lo que reduce el riesgo. El otro tema doméstico son las elecciones, donde las últimas encuestas siguen dando como ganador a Luiz Inácio Da Silva, quien incluso ha ampliado su diferencia con Jair Bolsonaro, y donde algunos analistas estiman que podría resultar vencedor, incluso, en la primera vuelta. Si bien Lula aún no ha anunciado su candidatura, este resultado no sería sorpresa para el mercado, ya que ha liderado las encuestas todos estos últimos meses. Considerando el alto nivel de votación que suman Lula y Bolsonaro, las probabilidades de un tercer candidato se han reducido, ya que ninguno alcanza más del 10%. Uno de los catalizadores para el mercado, serán los programas de gobierno y sus políticas económicas, sin embargo, dado que las elecciones son en octubre, sólo habrá mayor visibilidad de las propuestas de los candidatos en el tercer trimestre.

En la parte macro, los últimos datos de actividad de ventas Retail, Servicios y Producción Industrial estuvieron sobre lo esperado, lo que llevó a que luego de varias semanas de correcciones a la baja para el crecimiento esperado para este año, se revirtiera la tendencia y comenzáramos a ver revisiones al alza, alcanzado un crecimiento esperado de 0,3% para 2022. En cuanto a los datos de inflación, si bien han desacelerado, se han encontrado sobre lo esperado, lo que impulso al alza de 150 puntos base en la tasa de interés de referencia en la última reunión del Banco Central a 10,75%, un nivel que no se veía desde 2017. Brasil ha sido uno de los países que ha aumentado más rápidamente su tasa de interés desde un 2% a inicios de 2021 a un 11,75% esperado para fines de año lo que ha impactado el mercado accionario. Estos niveles de tasas, junto con una desaceleración de la inflación esperada para el 2do semestre del 2022, explicarían un alza significativa en la tasa de interés real, lo que debería entregar soporte a la moneda. Considerando que las presiones inflacionarias, explican en gran medida el alza de las tasas de interés, ante una desaceleración en los precios, podrían comenzar las conversaciones de una reducción en la tasa, incluso este año, lo que podría impulsar al mercado accionario, de hecho, para fines de 2023, se espera que la tasa de interés vuelva a niveles de 8%.

Si bien, este año el crecimiento económico debería estar impactado por el aumento de las tasas, y la volatilidad debería aumentar debido a la proximidad de las elecciones, el atractivo nivel de valorizaciones sumado a correcciones al alza en las estimaciones de utilidades, y al ingreso de flujos, deberían seguir impulsando al mercado. En el corto plazo, uno de los catalizadores del mercado debería ser los resultados corporativos, que seguirían mostrando su resiliencia considerando los altos niveles de utilización que permiten mayor dilución de costos y mejores márgenes, sin embargo, podríamos ver un impacto de mayores gastos financieros dada el alza en la tasa de interés, aunque en menor medida que en otros ciclos contractivos, considerando que el nivel de apalancamiento de las compañías está en niveles históricamente bajo. Además, las compañías han sido activas en programas de recompras y también en anuncio de dividendos, que son noticias positivas para los inversionistas.

Figura 5. IPSA y sus componentes: Retornos MTD



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Considerando sorpresas económicas al alza y mejores flujos hemos decidido aumentar nuestra exposición a Brasil, a través de compañías que presenten valorizaciones atractivas, correcciones al alza en las estimaciones por sobre el promedio, que tengan sólidos fundamentales, y que capturen estos mayores flujos.

México rentó un -5,25% en dólares, con una depreciación de 0,51 de la moneda. Durante el mes, el mercado mexicano estuvo impactado por salidas de flujos, de hecho, el ETF sufrió la mayor salida mensual desde 2019, esto explicado por el buen desempeño que tuvo el índice en 2021; y por su mayor exposición a Estados Unidos, donde el mercado accionario ha estado impactado por riesgos de un retiro de estímulos más rápido de lo esperado. El índice está transando a 13x P/U fwd, 1.5x desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años, pero a un premio de 42% versus Latinoamérica, mientras que el promedio histórico es de 26%. En México, ya comenzó el reporte de resultados, si bien aún es menor el número de compañías que han reportado, hasta ahora los resultados han estado en línea con lo esperado, lo que se refleja en el 1,2% de revisiones al alza que hemos visto en las utilidades esperadas para este año, por debajo de lo visto para la región como un todo.

Si bien es importante destacar que para 2022, se espera que las utilidades en México crezcan 5,4% por sobre el resto de la región. En cuanto a datos macro, la producción industrial estuvo bajo lo esperado, y el PIB del 4to trimestre cayó 0.1% T/T, mientras que la inflación si bien ha desacelerado sigue estando sobre las expectativas, lo que podría seguir presionando por mayores alzas en la tasa de interés. Por ahora el mercado espera una tasa de política entre 6,5% y 7% para fines de año desde el 5,5% actual, aunque habrá mayor visibilidad luego de la primera reunión donde participa la nueva gobernadora de Banxico. La falta de estímulos monetarios durante la pandemia, la caída de la inversión impactada por la menor confianza de los inversionistas dado el ciclo político, sumado a las interrupciones en la cadena de suministro que se espera continúen durante la primera mitad del año han llevado a una revisión a la baja en las expectativas de crecimiento para este año desde 2,8% a 2,5%.

Si bien, comparativamente, México enfrenta un escenario político y fiscal menos desafiante que el resto de la región, las continuas iniciativas del presidente AMLO, que en abril busca la realización de un referéndum para determinar la continuidad de su gobierno, y las negociaciones sobre la reforma eléctrica, que no sólo tendría un impacto económico si no también medioambiental que incluso podría impactar las relaciones bilaterales con Estados Unidos, siguen generando incertidumbre respecto a la conducción política del país. Considerando este flujo de noticias más negativo, y una valorización menos atractiva versus el resto de la región, hemos neutralizado nuestra exposición a México.

El Índice MSCI Argentina rentó 5,19% en dólares, con una depreciación de 2,2% de la moneda oficial, pero de un 9,1% del dólar paralelo, por lo que el diferencial entre ambas monedas sigue en máximos históricos, aunque luego del anuncio del acuerdo con el FMI, se vio una recuperación en los activos argentinos. El retorno del índice estuvo explicado por el positivo desempeño de Despegar, YPF y Arcos Dorados e impulsado por el acuerdo que llegó el gobierno con el FMI para la reestructuración de la deuda por más de \$40 mil millones de dólares durante la última semana del mes.

Entre los detalles del acuerdo, con duración de dos años y medio, se encuentran: una reducción gradual del déficit fiscal que debería llegar a 0,9% en 2024, sin reformas estructurales, un límite para las transferencias del Banco Central Argentino, mayores tasas de interés real, para impulsar la demanda por activos nacionales, y un objetivo de \$ 5 mil millones de dólares para las reservas internacionales. Según el gobierno no habría un cambio significativo en el tipo de cambio ni contracción del gasto, pero aún faltan algunos detalles. El paso siguiente es la aprobación final del acuerdo por parte del Directorio Ejecutivo del FMI, y del Congreso argentino, donde no existe total certeza, considerando que la coalición gobernante no tiene mayoría en ninguna de las dos cámaras.

Al igual que el resto de la región, Argentina se vio impactada por el aumento de casos covid, donde la positividad alcanzó niveles superiores al 50%, pero que ha venido disminuyendo en las últimas semanas, junto con el avance en el proceso de vacunación, donde sólo el 28% de la población cuenta con la dosis de refuerzo. Mientras que en la parte macro, los datos de inflación siguen estando por sobre lo esperado llegando a un 50,9% en 12 meses al cierre de diciembre, pero en el lado positivo la actividad económica de noviembre estuvo sobre lo esperado creciendo 1,7% M/M, y con correcciones al alza en las estimaciones por parte del FMI tanto para el crecimiento 2022 y 2023 en 50 puntos base a 3% y 2,5% respectivamente. En una coyuntura en la que Argentina, ya no forma parte de los principales índices, luego de ser rebajado a clasificación stand alone por el MSCI, el país enfrenta desafíos para lograr las condiciones del acuerdo con el FMI, y la poca visibilidad en los resultados corporativos, nos mantienen al margen de las compañías argentinas.

El índice MSCI Chile cerró el primer mes del año con un rendimiento de +12,5% en dólares (+5,71% medido en pesos chilenos), en un mes marcado por la elección del nuevo gabinete, donde la elección de Mario Marcel como ministro de Hacienda y una visión algo más favorable de mercados emergentes permitió a Chile ubicarse dentro de los mejores desempeños del mes a nivel mundial.

El nuevo gabinete tuvo un impacto significativo en el mercado. La coalición de centroizquierda representó un 33% de los ministros, lo que creemos es un nuevo indicador de pragmatismo político y económico. Probablemente la mayor sorpresa fue Mario Marcel (presidente del Banco Central desde 2016), quien es posiblemente el economista mejor posicionado para los desafíos de restablecer el equilibrio fiscal mientras se llevan a cabo las reformas fiscales propuestas por el centro izquierda. Mario Marcel está alineado con una ideología de cambio gradual, basada en la responsabilidad fiscal, y cuenta con una amplia experiencia de 13 años en el Ministerio de Hacienda, siendo uno de los creadores de la actual regla fiscal.

A pesar de la recuperación de la bolsa local, se mantiene un alto descuento transando a niveles 10x P/U fwd, alcanzando dos desviaciones estándar bajo su media histórica alejándose de los mínimos de valorización alcanzando el mes pasado, mientras las estimaciones de ganancias presentaron su primera corrección a la baja para 2022 (-1,9%).

Nuestra tesis para la bolsa local mantiene una perspectiva de neutralidad, pero con un sesgo positivo. Hay 3 factores claves que nos llevan a ser más optimista con la plaza local: i) entorno local mejora proyección apoyado en el sesgo más moderado del gobierno con la elección de Marcel como ministro de Hacienda junto con un congreso más balanceado; ii) un inicio de año mejor al proyectado en términos de valor de materias primas y ciclo bajista de tasas en China, lo que en general mejora proyección de mercados emergentes que van más adelantado en el ciclo de alza de tasas versus desarrollados; iii) la aprobación de la Pensión Básica Universal abre espacio para que la discusión de la futura reforma de pensiones sea más racional; iv) las valorizaciones chilenas siguen aún muy descontadas tanto versus su propia historia y versus el pares emergentes, en un contexto donde Chile sigue presentado sólidos niveles de vacunación y un balance fiscal relativamente más sólido, mientras se mantiene 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.

Los mayores riesgos de esta tesis de inversión se focalizan en: i) convención constitucional. Las iniciativas y los avances de los cambios constitucionales le inyectaran incertidumbre a la bolsa local, lo que creemos imposibilitara volver a valorizaciones más cercanas al promedio histórico de Chile; ii) inflación. El riesgo inflación ha emergido como uno de los más relevantes para este 2022 tanto a nivel local como internacional, donde una importante corrección al alza en las tasas largas de EE.UU. podría llevarnos a un mundo de valorizaciones bajas por un largo tiempo; iii) que no se alcancen acuerdos para detener los retiros de fondos previsionales; iv) la polarización del nuevo congreso no permita avanzar en acuerdos y solo en políticas populistas; v) 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; vi) mayor propagación de las variantes del Coronavirus. Los sucesos vistos en el hemisferio norte nos muestran que Ómicron podría ser la puerta de salida de la pandemia, por lo cual no lo vemos como un gran riesgo por ahora.

El mercado latinoamericano de deuda en dólares retomó la tendencia a la baja, explicada por la salida de flujos en moneda dura a los mercados emergentes. Parte de la explicación viene del discurso de la Reserva Federal respecto a la reducción de su balance como a la esperada alza de tasas debido al incremento de la inflación. Así, la tasa del tesoro a 10 años subió 27 puntos base en el mes.

Otro tema importante, fue la tensión militar entre Rusia y Ucrania que generó una disminución en el apetito por riesgo en los mercados emergentes. En términos de flujos, hasta el 27 de enero, los mercados emergentes sufrieron salidas de flujos en moneda dura. A esa misma fecha, el acumulado de los flujos, en lo que va del año, \$ 2,2 mil millones de dólares. Al comparar los retornos entre las regiones emergentes, Latinoamérica tuvo un buen desempeño relativo, particularmente en la categoría High Yield. Finalmente, el desempeño de los Mercados Emergentes, de deuda en dólares, superó al de los EE. UU.

Comenzamos el año con tasas al alza, esto obedece principalmente al escenario de alta inflación, el año 2021 finalizó con un 7,2% muy por sobre el rango meta que tiene establecido el Banco Central que lo sitúa en 3%. El 26 de enero se realizó la Reunión de Política Monetaria donde se comunicó el aumento de la TPM en 150 puntos base, sorprendiendo al mercado, ya que el consenso esperaba un alza de 125 puntos base. Pasando a un plano más político, una noticia que logró contener las fuertes alzas de tasas posterior al comunicado del ente emisor, fue el nombramiento de Mario Marcel como el próximo Ministro de Hacienda dando una señal de prudencia tanto al inversionista local y extranjero. Finalizamos el primer mes del año con un alza promedio de las tasas en UF de 22 puntos base y en pesos la parte más corta de la curva experimentó alzas (+44 puntos base) más importantes, mientras que el BTP 0750 cerro (-10 puntos base).

© Copyright 2022 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.