

MERCADOS



Junio 2020, se ve la luz al final del túnel. Este fue un mes favorable para todos los activos, tanto en lo referente a la renta fija como renta variable, lo cual se hizo extensivo a los principales commodities, todo esto en un contexto en el que el COVID-19 continuó propagándose principalmente en Latinoamérica, y dio señales de un rebrote en algunas ciudades de Estados Unidos.

Europa ya ha comenzado el reinicio de las actividades normales, obviamente con nuevas medidas sanitarias. En esta línea, las principales ciudades de Estados Unidos comenzaron con medidas para reducir el confinamiento, aunque se observó un segundo brote de contagios focalizado en algunas ciudades. Por otra parte, durante el mes surgieron nuevos avances respecto a medicamentos tratamientos o vacunas que hacen prever que el periodo más álgido de la pandemia global va paulatinamente quedando atrás. Durante el mes se conocieron la mayor parte de las cifras económicas del primer trimestre, donde sorprendió la recuperación de las economías asiáticas, donde si bien se ha visto resentido el comercio internacional, las dinámicas internas de oriente han mostrado señales claras de una "nueva normalidad". Frente a este escenario, la mayor parte de las bolsas internacionales presentaron rendimientos alcistas en junio, aunque mostraron una alta volatilidad, mientras que los rendimientos de los activos de renta fija (sobre todo en mercados emergentes) mostraron un segundo mes de retornos positivos.

Ligado a lo anterior, hemos visto una importante recuperación en el precio de los principales *commodities* ligados a la actividad, siendo este un claro reflejo de la recuperación en la dinámica de las principales economías. Este optimismo superó a la incertidumbre generada por el escalamiento en las tensiones entre China y Estados Unidos, que incorporaron temas políticos dentro de la retórica entre ambos países.

En este contexto, lo relevante del mes de julio no será solamente ver cómo se desarrolla el coronavirus, sino que será crucial una potencial escalada en el conflicto entre USA y China.

Figura 1. Propagación del COVID vs Volatilidad en los mercados

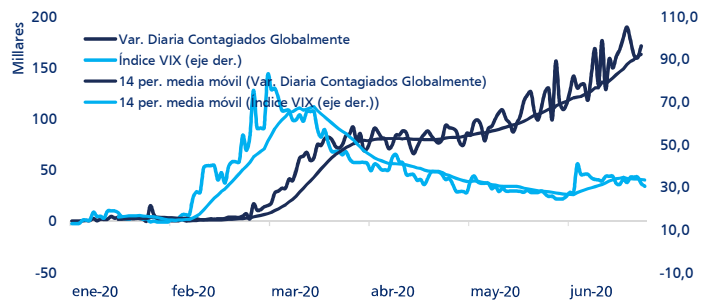


Figura 2. Tasas de Política Monetaria: Brasil, Chile, Estados Unidos, y México

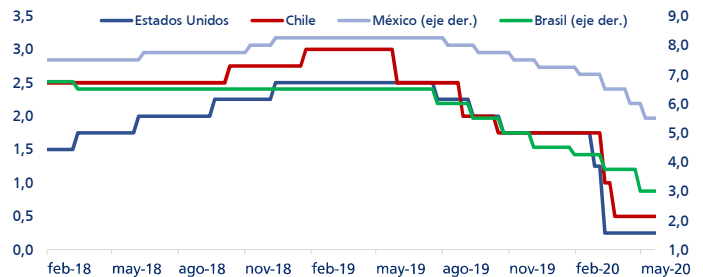
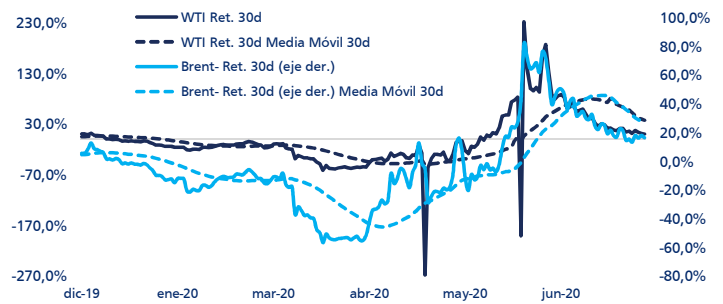


Figura 3. WTI y Brent - Retorno 30 días

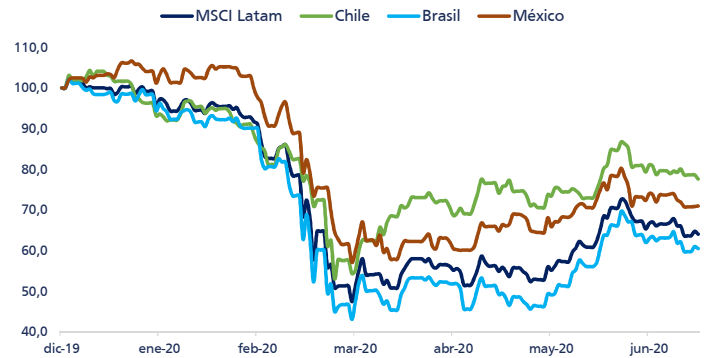


Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Durante junio, el mercado accionario Latinoamericano tuvo rentabilidades por sobre mercados desarrollados y en línea con mercados emergentes rentando un 5,2% en dólares, siguiendo el positivo desempeño visto el mes anterior, el cual se explica por un mayor apetito por riesgo a nivel global, impulsado por buenas noticias relacionadas con la reapertura de economías, y fuertes medidas de estímulo fiscal y monetario; sin embargo, durante el mes ha existido preocupación por aumentos en los números de nuevos contagios que ha llevado a implementar nuevas medidas de confinamiento, lo que podría afectar la recuperación económica a nivel global. El retorno se vio afectado por la depreciación de todas las monedas Latinoamericanas versus el dólar.

En junio, Brasil rentó un 7,34% en USD, impulsado por noticias positivas relacionadas con la reapertura de la economía. Durante el mes vimos casi el 70% de los *retailers* y *malls* reabriendo sus puertas, a pesar de que el país se ha convertido en uno de los epicentros del mundo en términos de contagios y decesos. Por otro lado, las tensiones políticas han disminuido, con el presidente Bolsonaro buscando alianzas con los partidos del centro y moderando su discurso respecto a los líderes del congreso. Brasil ha sido activo en medidas fiscales y políticas para contener los efectos de la pandemia de hecho, se aprobó la extensión de la ayuda a trabajadores informales por dos meses más, sin embargo, este mayor gasto ha levantado cuestionamientos respecto a la disciplina fiscal del país y su nivel de endeudamiento. Pero, tanto el Ministro de Economía como el parlamento han sido vocales en seguir con la agenda de reformas y privatizaciones, que deberían disminuir el tamaño del estado y permitir el ingreso de inversiones privadas. Este compromiso se observó en la aprobación de la reforma sanitaria, que entrega un marco regulatorio nacional que permitirá privatizaciones y el ingreso de nuevos competidores. Incluso, el ministro afirmó que seguirán adelante con la reforma tributaria y presentarán un plan para reactivar el empleo, lo que ayudará a reactivar la economía, y así contener el déficit fiscal. A pesar de un manejo cuestionado de la crisis, donde hemos visto que ciudades han tenido que volver a medidas más estrictas de confinamiento para contener el número de contagios, la aprobación del presidente se mantiene estable en torno al 32%.

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



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

En cuanto a cifras macro, aunque débiles, han estado mejor a lo esperado, lo que indicaría que la economía podría haber alcanzado un mínimo en abril y estaría empezado a recuperar, esto se ha traducido en mejores expectativas de crecimiento para 2021, las que han aumentado de 3% a 3,25% en el último mes. Por su parte, el Banco Central volvió a rebajar la tasa de referencia en 75bps a un nuevo mínimo histórico de 2,25% e informó que los estímulos podrían seguir, aunque el espacio es más acotado. A pesar de la depreciación del tipo de cambio, no se han visto presiones inflacionarias, lo que unido a una tasa de interés históricamente baja, y los esfuerzos fiscales para contener los efectos del coronavirus, podrían permitir una recuperación más rápida que en crisis anteriores. En cuanto a valorizaciones, Brasil está transando a un *P/U Forward* de 16x, un premio respecto a su promedio de 10 años, sin embargo, la corrección de utilidades para 2021 en 12% en el último mes y la rotación de activos de renta fija a renta variable podrían ser un soporte a estas valorizaciones.

México rentó un -0,18% en USD, explicado por una depreciación de la moneda de -3,57%, relacionada con la rebaja de la TPM por el Banco de México en 50 puntos base dejándola en 5%, el menor nivel desde 2016. El país inició el proceso de reapertura a inicios de junio, a pesar de que la curva de contagios está lejos de aplanarse y que dado el bajo nivel de testeos los números podrían estar sub-informados. El manejo de la pandemia y la falta de estímulos fiscales para enfrentar la crisis ha llevado a que la aprobación de AMLO caiga a niveles históricamente bajos alcanzando un 46%.

México entró a la crisis del coronavirus con un crecimiento económico nulo en 2019, esto unido a la falta de estímulos fiscales, llevan a que el FMI haya proyectado una caída para el PIB 2020 de 10,5%, una de las más altas de la región, con una recuperación de 3,3% para 2021, bajo el promedio Latinoamérica. Esta menor recuperación se puede explicar por una menor inversión privada, dado un gobierno menos pragmático que ha afectado la confianza de los inversionistas, un consumo más debilitado dado el aumento del desempleo, tanto formal como informal, y la falta de ayuda para contener los impactos de la pandemia. Sin embargo, destacamos la entrada en vigor del nuevo tratado de libre comercio, que podría atraer inversiones, dado que existe un marco regulatorio más claro, además de un mayor apetito de compañías por diversificar su producción dado la desglobalización a nivel mundial. No descartamos que una recuperación más rápida de lo esperado en Estados Unidos beneficiaría positivamente a México dada su dependencia al país del norte. En términos de valorizaciones, México transa a 14.6x *P/U forward*, un descuento de 10,5% al promedio histórico, sin embargo, dada la incertidumbre macro no descartamos una actualización de las utilidades, que en el último mes han corregido +1,4% bajo el promedio de Latinoamérica de 4,6%.

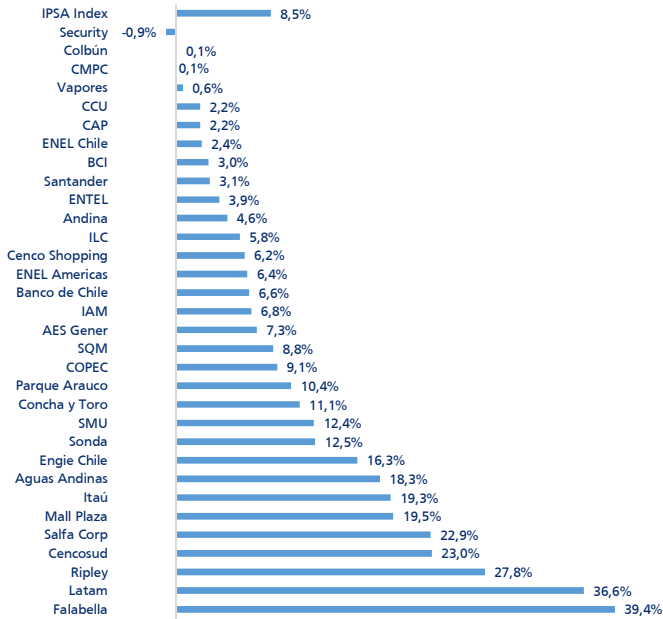
En Argentina, siguen los esfuerzos para llegar un acuerdo en la reestructuración de la deuda, por lo que se amplió el plazo hasta el 24 de Julio, con el objetivo de seguir acercando posiciones con los acreedores. El ministro Guzmán sigue enfático en que las propuestas presentadas son responsables considerando las perspectivas económicas y la capacidad de carga de la deuda argentina. Durante el mes, noticias relacionadas con la expropiación de una empresa agrícola, aumentaron la volatilidad en el mercado, pero esta decisión fue puesta en pausa, mientras el gobierno explora otras alternativas. En datos macro la actividad económica de abril cayó -17,5% m/m, el primer mes que muestra el impacto de la cuarentena total, mientras que el desempleo sólo aumentó 0,4 m/m, esto está explicado por la prohibición de despidos en el mercado formal. Por último, la extensión de la cuarentena en la provincia de Buenos Aires hasta el 17 de Julio, podría impactar aún más la economía, que ya espera una caída de -9.1% para este año según el FMI.

Por su parte Colombia, siguió transando a 40% de descuento respecto a su múltiplo *P/U forward* de los últimos 10 años, mientras que Perú está en 11% de premio. En Colombia se espera una caída del PIB de 7.8 para 2020 con una recuperación de 4%, mientras que, Perú es la economía más afectada en 2020, con una caída del PIB de 14.5%, dada las estrictas medidas de confinamiento, sin embargo, el próximo año debería crecer 6.5%, gracias a los estímulos fiscales y el reciente plan de inversiones de US\$7bn presentado por el presidente, que fue posible debido a la disciplina fiscal y a que es el país que presenta el menor ratio de endeudamiento con un nivel de 28% Deuda/PIB a 2019. En Colombia el escenario es más complicado dada la caída en el precio del petróleo y su efecto en los ingresos fiscales, lo que implicaría un aumento de 15% en la deuda, alcanzando un 65% del PIB.

En el mercado chileno, a nivel corporativo hemos observado importantes emisiones de deuda corporativa, fortaleciendo aún más las posiciones de caja de las compañías asociado muy probablemente a un escenario económico más desafiante que el que se esperaba hace dos meses atrás. Adicionalmente, durante julio se dará inicio a una nueva temporada de resultados, probablemente la más desafiante y compleja desde la crisis *subprime*, donde el mercado pondrá sus ojos en los siguientes temas: i) estrategias de reapertura y cuando esperan que se puedan iniciar; ii) medidas de rentabilización de las operaciones, especialmente desde la perspectiva de costos e inversiones; y iii) posición de liquidez y solvencia para encarar la segunda mitad de 2020 y 2021.

A nivel de flujos, las economías de la región andina han sido las únicas en latinoamericana que han presentado ingresos netos de flujos extranjeros vía fondos, mientras que en Brasil y México se mantienen las salidas. Por su parte, en Chile, durante el mes las recomendaciones de cambios de fondos de AFPs habrían favorecido a la renta variable. La valorización de la bolsa en Chile transa en niveles 13,8x *P/U forward*, lo que significa un descuento de 9,8% respecto de su media histórica (15,3x). Pese a que la actual valorización se sitúa en tramos atractivos respecto de su historia, nuestras valorizaciones internas se muestran más ajustadas y a diferencia del anterior, y al cierre de este mes tanto *forward* como perspectivas 2021.

Figura 5. IPSA y sus componentes: Retornos MTD*



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

* Latam ya no es parte del índice IPSA a contar del 1 de junio de 2020.

Rebalanceo (19-jun-20): Las acciones de Cencosud Shopping y SMU se incorporaron al índice, en reemplazo de Salfacorp y Latam

Seguimos manteniendo una visión positiva para la bolsa local desde una perspectiva de mediano plazo, debido al actual entorno de importantes estímulos, pero más cauto en el corto plazo, debido a que las valorizaciones muestran menos espacio y la nueva temporada de resultados corporativos no debería ser un catalizador.

Seguimos positivos en la región, dado que el mayor apetito por riesgo favorece a los activos de Latinoamérica, y los datos de actividad mejor a lo esperado de China, han sido un impulso para el precio de los *commodities*, lo que impacta positivamente a la región. Respecto a valorizaciones, Latinoamérica transa en línea con mercados emergente, mientras que, la parte *small cap* de Latinoamérica transa a un descuento de 13% respecto a su promedio de 10 años. Es importante destacar que, si miramos correcciones de utilidades para 2021, el aumento en la región ha sido mucho más alto que en Emergentes, donde se han mantenido prácticamente planas en el último mes. Esto unido a un entorno de tasas bajas a nivel global que favorecen la entrada de flujos de renta variable, podrían ser un soporte para las valorizaciones.

El mercado de deuda en junio mostró la misma tendencia al alza que los dos meses anteriores, con un claro ganador, el *High Yield* (HY) sobre el *Investment Grade* (IG), aunque con volatilidad durante el mes. Así, la renta fija HY tuvo una significativa alza durante la primera semana para luego mostrar una tendencia levemente decreciente el resto de mes. Lo anterior se puede explicar por los estímulos monetarios, que incrementaron el apetito por riesgo, que luego decayó tras conocerse algunos rebotes de COVID en EE. UU., Europa y China.

Por otra parte, la renta fija IG, mantuvo una tendencia al alza durante todo el mes, donde el spread se estabilizó alrededor de los 300pb. El comportamiento se asocia al estímulo monetario y a mejores datos económicos en los EE. UU., lo que auspiciaría una recuperación más rápida que lo esperado.

Desde el punto de vista de los bonos soberanos en moneda local, la depreciación generalizada de las monedas de la región volvió a perjudicar el retorno, particularmente el peso mexicano y el real brasileño. Las monedas se depreciaron a partir de la segunda semana cuando los datos económicos de los EE. UU. empezaron a sorprender positivamente, mientras que los datos de la región seguían corrigiéndose a la baja.

En el mercado de deuda de Chile, junio fue un mes mixto en lo que respecta a variaciones de tasa, por un lado, vemos alzas en las tasas de gobierno en UF a lo largo de toda la curva, bajas en las tasas de gobierno en pesos hasta 5 años y alzas en los plazos superiores en pesos. Esto se tradujo en una caída de las compensaciones inflacionarias de corto y mediano plazo explicadas, tanto por temas operativos producto de la pandemia que impiden al INE realizar un catastro completo de precios y por las bajas presiones inflacionarias que existirían producto del deterioro en la economía. A pesar de esto creemos que dichas compensaciones fueron demasiado castigadas viendo valor en UF entre 3 y 5 años.

En el sector de deuda corporativa y bancaria, se vio un mayor apetito por bonos de buena clasificación (AA- o mejor), tanto bancarios como corporativos, generando caídas en sus niveles de spread, esto es congruente con la línea de liquidez puesta a disposición por el Banco Central, que está en estudio, de ampliarse a bonos corporativos y bonos de tesorería en caso de ser necesario, si las condiciones de mercado lo ameritan.

© 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