

MERCADOS



La incertidumbre generada por el aumento en los contagios de Covid-19 en Europa y Norteamérica, además de la ausencia de un acuerdo de un nuevo plan de estímulo fiscal junto con la fase final de la carrera presidencial en EE. UU afectaron negativamente a la renta variable.

Durante el mes lo que marcó el desarrollo de las bolsas internacionales fue el incremento en la incertidumbre como consecuencia del rebrote de casos de coronavirus en Europa, donde incluso algunos países, dentro de los que se incluyen Alemania, Francia e Inglaterra anunciaron nuevas restricciones y medidas de aislamiento a nivel nacional para contener esta segunda ola. Sin embargo, estas medidas se han implementado de manera parcial y focalizada, con el fin de evitar que la economía entre por segunda vez en un ciclo recesivo. De esta manera, las políticas de estímulo continúan siendo claves para absorber el shock económico y apoyar el crecimiento. Asimismo, la incertidumbre respecto del resultado de la elección presidencial en Estados Unidos, junto con las expectativas de un nuevo estímulo fiscal que no se logró concretar antes de las elecciones también afectaron la volatilidad e incertidumbre durante el mes. Esto llevó a que las principales bolsas globales tuviesen el peor desempeño desde marzo (momento en el cual surgió el coronavirus con mayor fuerza).

En lo que respecta a la dinámica de la economía real, se destaca en EE. UU. el fuerte crecimiento del PIB en el 3T20, el que alcanzó un histórico 33,1% T/T, superando las expectativas del mercado. Además, el desempleo continuó mostrando una tendencia a la baja. En Europa, el PIB del 3T20 también mostró una recuperación respecto del trimestre anterior, mientras que el impacto sobre las expectativas económicas que podría tener el incremento de casos de Coronavirus, llevaría a que el ECB anuncie nuevas medidas de estímulo en su próxima reunión de diciembre.

Por su parte, el petróleo mostró caídas en el precio, derivado de una proyección menos optimista en relación a la recuperación de la economía global.

Asimismo, durante el mes no tuvimos avances relevantes en las perspectivas respecto a potenciales vacunas, tratamientos y medicamentos que permitan enfrentar de mejor manera al coronavirus. De hecho, ya está casi asumido que la vacuna llegaría recién en el año 2021.

Este contexto de incertidumbre global se condijo con retornos negativos para el mercado accionario en Chile, el cual estuvo además marcado por el plebiscito constitucional de octubre y la discusión de un nuevo retiro de los fondos de pensiones.

Figura 1. Propagación del COVID vs Volatilidad en los Mercados

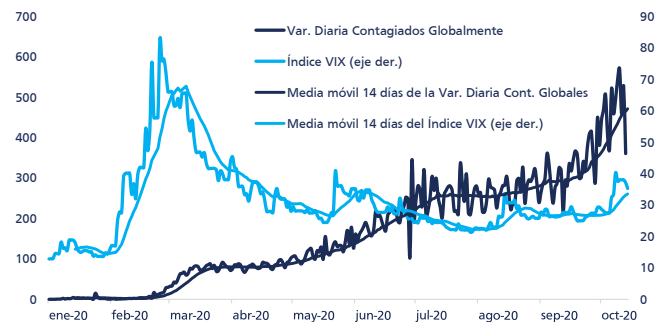


Figura 2. Tasas de Política Monetaria: Brasil, Chile, Estados Unido y México

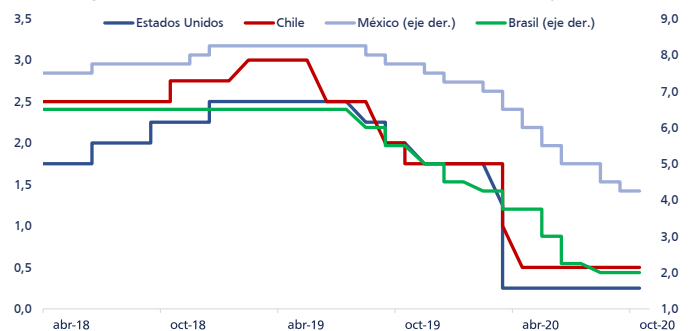
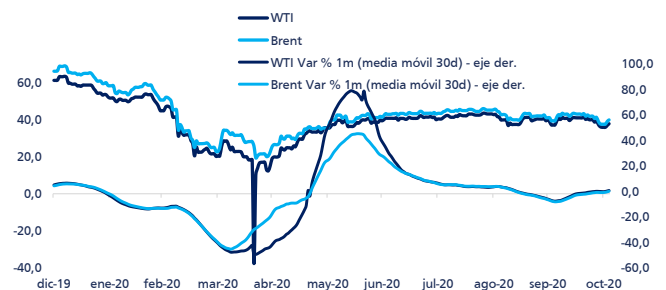


Figura 3. Precios Petróleo: WTI y Brent: Media Móvil de Retorno Mensual



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Durante octubre, el mercado accionario Latinoamericano tuvo una rentabilidad negativa de 1,2% en dólares. El mejor desempeño fue de México y Chile, explicado por la apreciación de sus monedas durante el mes. La región sigue beneficiándose de un incremento en el precio de los *commodities* con un alza de 1,4% en el índice *Bloomberg*, explicado por los datos de producción industrial e importaciones en China mejor de lo esperado, lo que unido al plan de compras de metales para asegurar la producción deberían seguir impulsando los precios. Si bien durante el mes el precio de los *commodities* estuvo impulsado por agricultura, tanto el cobre como el hierro siguen en terreno positivo, lo que es positivo para los países productores.

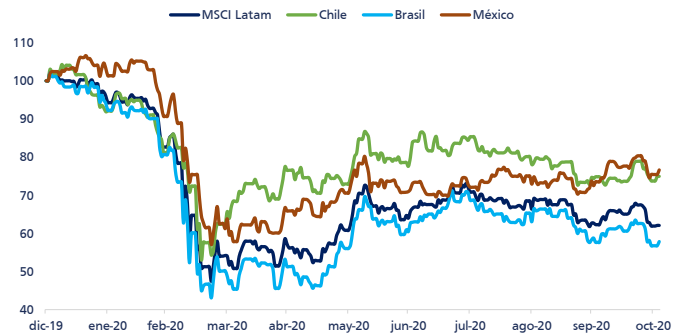
En lo que va del año Latinoamérica ha tenido un retorno de -36,6% en dólares versus el 1,13% de mercados emergentes y el -0,96% de mercados desarrollados. En términos de valorización, Latinoamérica está transando a 12,9x P/Ufwd lo que representa un 4% sobre su promedio histórico, mientras que emergentes transa 28% por sobre su promedio. En términos relativos, dado el peor retorno que ha tenido la región respecto de mercados emergentes, Latinoamérica está transando con un descuento de 18% respecto de su historia.

En término de flujos, se observó flujos de entradas hacia Latinoamérica durante el mes, explicada por el aumento en México y Perú, compensado por salidas en Brasil y Chile.

Continuamos con una visión positiva en la región, ante la recuperación más rápida de lo esperado en China y valorizaciones que impulsadas por resultados corporativos del 3T, donde se espera una recuperación trimestre a trimestre. Hasta ahora, del 16% de las compañías que han reportado 52% han estado sobre las expectativas, lo que podrían impulsar a correcciones al alza en las estimaciones de utilidades, que durante el últimos vez han corregido 4% para 2021; por sobre el 2% de emergentes.

Brasil rentó -2,57% en dólares, explicado principalmente por la depreciación del real brasileño de 2,4%. El foco del mercado sigue siendo la trayectoria de la política fiscal y si finalmente habrá acuerdo para cumplir con el límite del gasto. Durante el mes, las tensiones políticas entre congreso y gobierno se habían acercado lo que impulsó a los mercados, dado que tanto el Ministro de Finanzas, como Bolsonaro y el presidente de la cámara baja, informaron que estaban de acuerdo en respetar el límite del gasto y volver a la consolidación fiscal. Junto con ello indicaron que para lograrlo es fundamental retomar la agenda de reformas.

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



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Una vez se finalicen las elecciones municipales en noviembre, es consenso que se retomarán las negociaciones, pero el compromiso para llegar a acuerdos es más claro, luego de que el presidente siga creando alianzas con partidos de centro lo que podría permitirle tener los votos suficientes para la aprobación de reformas más estructurales. Por otro lado, el congreso está evaluando suspender el receso de enero para seguir adelante con las negociaciones, lo que demostraría un mayor compromiso.

Una gran parte de las reformas estructurales se espera sean aprobadas en 2021, sin embargo, es posible que reformas como la autonomía del Banco Central, la ley de cabotaje, y la apertura del mercado de gas sean aprobadas durante este año, lo que podría entregar mayor confianza al mercado. Estas nuevas reformas junto con la actualización del marco regulatorio en empresas sanitarias y de infraestructura podrían seguir atrayendo inversiones y ayudando en la recuperación económica.

Durante la última reunión, el Banco Central de Brasil decidió mantener por segundo mes consecutivo la tasa de política monetaria en el mínimo histórico de 2%, recalando que el espacio para futuros estímulos es más limitado. Por otra parte, mencionaron que el aumento en la inflación es temporal, dado que las expectativas están ancladas bajo el objetivo, por lo que el nivel de tasas bajas debería mantenerse para ayudar a la recuperación económica, a no ser que la trayectoria de la política fiscal signifique un riesgo al alza, pero es algo que en este momento no están viendo.

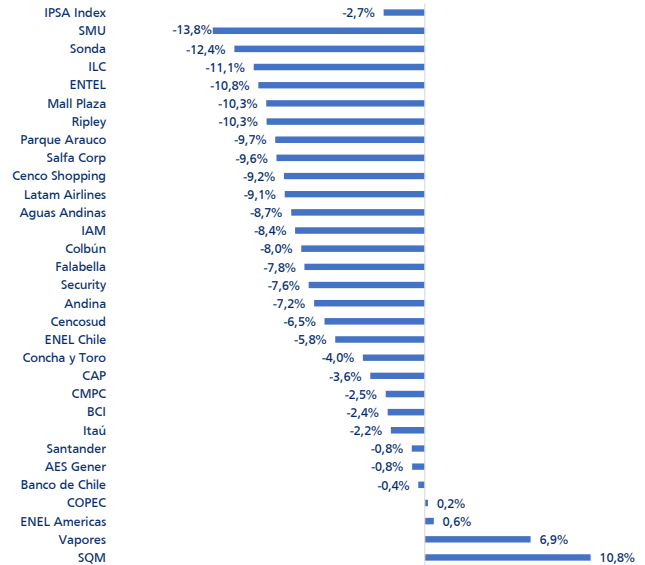
Como hemos venido observando durante los últimos meses continuaron las correcciones hacia arriba para el PIB de 2020, que la sitúan en -4,89%, impulsado por datos sobre lo esperado en producción industrial, ventas *retail* y servicios.

Parte de estos buenos resultados ha sido impulsados por la ayuda fiscal que ha entregado el gobierno para compensar los efectos económicos de la pandemia, y que han levantado dudas sobre la disciplina fiscal, llevando a que el real sea una de las monedas más depreciadas del mundo. Si bien la recuperación no ha sido uniforme entre todas las actividades económicas, hemos visto una recuperación m/m incluso en servicios, que es la actividad que sigue más rezagada, aún en niveles bajo pre pandemia. La recuperación está explicada por la reapertura de la economía debido a condiciones sanitarias más controladas, lo que también debería ayudar a soportar el empleo, y los ingresos cuando la ayuda de emergencia termine en diciembre.

Brasil transa a 12,2x P/U fwd, lejos del 17,2x que alcanzó en julio explicado por la corrección del mercado, pero también por un alza en las estimaciones de utilidades para 2021 de 4,8%. Hasta ahora, de las compañías que han reportado, 60% han mostrado resultados sobre lo esperado, con números de Vale y Petrobras sobre las estimaciones, por lo que no descartamos que, de seguir esta tendencia, veamos mejoras en las utilidades, y con ellos valorizaciones más atractivas.

Durante octubre México rentó un 2,33% en dólares estadounidenses, explicado por una apreciación de la moneda de 4,2%, soportada por la tasa de interés que sigue siendo de las más altas a nivel de países *investment grade*, lo que sigue atrayendo flujos al país. Si bien durante la última reunión de política monetaria, Banxico decidió recortar la tasa en 25pbs a 4,25%, los datos de inflación sobre lo esperado y sobre el objetivo del banco central, podrían llevar a un cambio en la velocidad de los recortes, lo que seguiría dando soporte a la moneda. Por otro lado, a diferencia de Brasil, México ha sido uno de los países que menos estímulo fiscal ha entregado para enfrentar los efectos de la pandemia, debido al compromiso del presidente de no aumentar ni el gasto ni la deuda en el país, lo que permitiría que, durante este año, México tuviera uno de los menores déficits fiscales en la región y una ratio DN/PIB de 55% versus el 92% de Brasil, lo que disminuye la incertidumbre respecto a la disciplina fiscal del país. México ya venía con un débil crecimiento en 2019, y dada la falta de ayuda fiscal debería ser una de las economías más afectadas de la región, recuperando los niveles de PIB del año pasado sólo en 2023. Además, los datos de crecimiento muestran que la recuperación, a pesar de la reapertura, comenzó a desacelerar en agosto, con un crecimiento de 1,1% m/m versus el 8,9% m/m en septiembre, explicado por la pérdida de dinamismo del sector servicios y la fragilidad de la demanda interna.

Figura 5. IPSA y sus componentes: Retornos MTD



Fuente: Bloomberg L. P. Elaboración Propia

Durante la última semana hemos visto una aceleración de la pandemia, con números de casos y muertes creciendo a doble dígito semana a semana, con mayores niveles de ocupación hospitalaria, y con 1 estado en máximo riesgo, mientras que 3 ya se encuentran en alto riesgo, por lo que si vemos nuevas restricciones podríamos tener riesgos a la baja para el crecimiento del cuarto trimestre dada una incipiente segunda ola de contagios.

En términos de valorizaciones, México está transando 13,4x P/U en línea con el promedio histórico desde que asumió AMLO, si bien creemos que los riesgos para México están más acotados, dado que es consenso de que el presidente no tomará medidas poco convencionales antes de las elecciones de medio término en 2021, dado el buen desempeño que ha tenido durante los últimos meses, creemos que el upside es más acotado.

México es uno de los países con mayor dependencia a Estados Unidos, dada las remesas y que el 80% de sus exportaciones van al país del norte, por lo que las próximas elecciones presidenciales podrían generar incertidumbre en el mercado, aun cuando no debería cambiar la relación entre los dos países. Un gobierno demócrata en EE. UU., con mayor gasto fiscal, podría impulsar el consumo en México a través de mayores remesas, pero mayores impuestos y exigencias de mejores prácticas laborales en México, podría desincentivar la inversión extranjera. Independiente del resultado de las elecciones en EEUU, creemos que los efectos en México deberían ser más bien neutrales.

En octubre se han observado correcciones al alza en las utilidades de 8% y 4% para 2020 y 2021. Se espera que las utilidades crezcan un 3,7% entre 2019-2020 bajo el 8,4% de Brasil y el 5,6% de Latinoamérica, lo que reflejaría de mejor manera un crecimiento más desafiante en los próximos años, dado que la falta de ayuda a pequeñas empresas y trabajadores informales para enfrentar la pandemia, podría hacer más difícil la recuperación, dado que el consumo estaría afectado por una mayor tasa de desempleo. Es por esto que mantenemos nuestra preferencia por compañías con menor exposición a dinámicas internas, fuertes balances y sólidas perspectivas operacionales. Seguimos monitoreando resultados corporativos, que han demostrado la resiliencia de las compañías, observando hasta ahora que el 56% de las empresas que han reportado han tenido resultados sobre lo esperado. Si bien las expectativas de crecimiento económico para 2021 siguen siendo desafiantes, con una inversión (que representa un 20% del PIB) que se mantiene aún rezagada, una recuperación más rápida de lo esperada en Estados Unidos podría entregar soporte a la economía mexicana.

Argentina en el mes rentó un 6,75% en dólares norteamericanos con una depreciación de la moneda de 2,8%. No obstante lo anterior y pese a las medidas implementadas por el gobierno para fortalecer su posición en moneda extranjera, la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo se ha seguido ampliando.

Durante el mes se iniciaron las negociaciones para la reestructuración de la deuda de \$44 mil millones de dólares con el Fondo Monetario Internacional (FMI) cuyo primer vencimiento sería en septiembre 2021 y que Argentina espera poder prorrogar hasta 2024/2025. Los delegados del Fondo dijeron que no pedirán medidas restrictivas, en línea con lo que había afirmado el ministro de economía de que no buscaban disminuir el gasto público, pero sí tener cuentas más ordenadas.

La recuperación económica se ha visto amenazada con nuevas alzas en el número de contagios, que si bien han desacelerando siguen creciendo semana a semana, lo que ha llevado a una nueva extensión de la cuarentena hasta el 8 de noviembre, siendo Argentina el país con la menor movilidad en la región.

La producción industrial mostró una caída de 0,9% m/m en agosto después de 3 meses al alza. La economía lleva 13 meses de datos negativos de actividad económica, mostrando una caída de 12,5% entre enero y agosto de este año. El cuestionable manejo de la pandemia con una de las cuarentenas más extendida ha llevado a la aprobación de Fernández a un nuevo mínimo de 35% en octubre.

El mercado espera una caída del PIB de 11,8% para este año con un crecimiento de 4,4% para el próximo, mientras que la inflación de los últimos doce meses está en 36,6% en agosto, bajo el 43% esperado, explicada por el control de precios y congelamiento de tarifas básicas. Mantenemos nuestra visión negativa en el país, dados los riesgos de una posible devaluación de la moneda, un entorno macro más desafiante y una pandemia aún no controlada.

Durante octubre la bolsa chilena rentó un -3,4% en moneda local (-1,4% medido en dólares), siendo su tercer mes consecutivo de pérdidas. A nivel regional, el MSCI chileno rentó en dólares un -0,2% mientras que el MSCI Latinoamérica alcanzó un rendimiento de -1,2%. Pese a que la bolsa chilena pudo haber sido impactado por el resultado del plebiscito, esto no ocurrió, probablemente porque los resultados se ubicaron en línea con la parte alta de las encuestas.

Las caídas durante la última semana de octubre se explicaron en mayor medida por los mismos factores de riesgo señalados el mes pasado, esto es el retraso en un nuevo plan de estímulo fiscal en EE.UU., los rebotes del Coronavirus y sus impactos económicos vía nuevas medidas de aislamiento, las elecciones presidenciales de Estados Unidos y el impacto de un posible nuevo retiro del 10% de los fondos previsionales.

Los flujos extranjeros siguen debilitándose en el margen, aunque de manera poco significativa, donde durante el mes se observaron salidas de flujos por unos \$11 millones de dólares. A nivel de valorizaciones, la bolsa local transa en niveles 12,6x P/U forward, lo que significa un descuento de 17,6% respecto de su media histórica (15,3x). 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 que 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. A nivel de EPS, estas se siguen corrigiendo a la baja versus el mes anterior en niveles de 12%, 3% y 4%, respectivamente. De esta manera, seguimos viendo correcciones en las estimaciones de ganancias, principalmente en compañías con exposición local. A nivel desagregado, durante 2021 el sector que más aporta en recuperación es el de Materias Primas, mientras que aquellos con exposición a Chile en su gran mayoría no logran superar las ganancias de 2019 hasta 2022.

A pesar del amplio margen del apruebo sobre el rechazo en el plebiscito, aún creemos que esto no implicara un cambio de rumbo en la institucionalidad local, aunque si vemos ventanas de volatilidad

Desde nuestra perspectiva los dos hitos más relevantes que ayudarán a destrabar parte de estos riesgos serán la elección de los constituyentes y posteriormente la creación del “reglamento” de la convención, esta última nos permitirá entender el rayado de cancha con que se desenvolverá la convención y conocer las implicancias de la “hoja en blanco”. Nuestra tesis para la bolsa local sigue siendo constructiva 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 posible cura para el Coronavirus que se ve cada vez más cercana y por sobre todo un mundo de tasas bajas y estímulo por tiempo prolongado.

Pese a lo anterior, 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 octubre volátil, en la primera quincena, el optimismo sobre un acuerdo sobre un plan de estímulo fiscal en los EE.UU. impulsó 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 falta de acuerdo en el tan esperado paquete de ayuda fiscal en los EE.UU. crearon dudas acerca de la recuperación en las principales economías del mundo.

El balance de lo anterior, el mercado de renta fija emergente logró mantener un retorno positivo en el mes. Se destaca el retorno de Latinoamérica, principalmente en la categoría *Investment Grade*, explicado parcialmente por un aumento de precio en los *commodities* metálicos.

En cuanto a los tipos de cambio, el comportamiento fue disímil, mientras que el peso chileno y mexicano se apreciaron, el real brasileño y el peso colombiano se depreciaron. No obstante, el retorno de la renta fija soberana moneda local logró también un retorno positivo.

Para el futuro cercano, esperamos un mejor retorno de la renta fija denominada en dólares, ya que una vez pasadas las elecciones en los EE.UU. se aclarará el panorama para la que el congreso de ese país apruebe el paquete de ayuda fiscal. La incertidumbre se mantiene en la tasa de contagio de COVID en la Europa y su efecto en la recuperación.

Octubre fue un mes marcado por el plebiscito constitucional donde el apruebo ganó por amplia mayoría, situación que encontraba internalizada en las tasas de mercado que no presentaron alzas significativas, por el contrario, de punta a punta tuvimos un mes de caídas tanto para las tasas en pesos como en UF hasta 5 años y casi nula variación en la parte más larga de la curva.

Los *spreads* de bonos bancarios caen, mientras que los *spreads* de bonos corporativos se mantienen en términos generales.

En cuanto a inflación, el IPC de septiembre fue de 0,60% sobre las expectativas de mercado lo que afectó positivamente a nuestros portafolios.

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, además, 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 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 ellos 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.