

Una mirada al 2020 y nuestras perspectivas para el 2021

Enero 2021

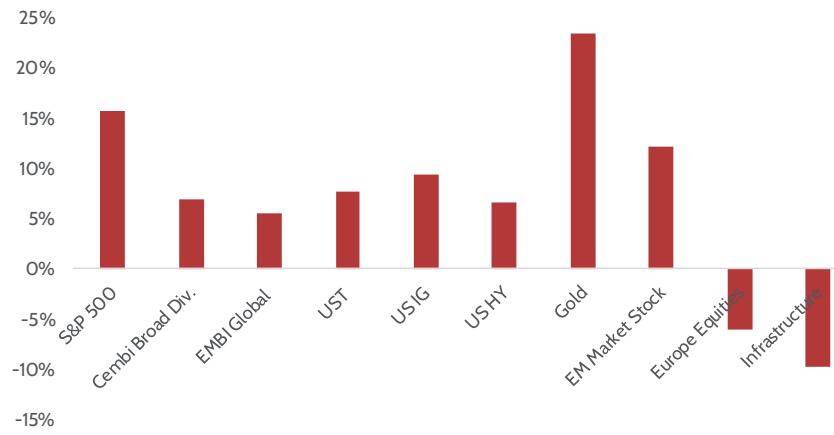


2021... ¿El año de la vacuna?

Mercados han comenzado a valorar una recuperación rápida a medida que la lucha contra el virus parece estar más cerca a su fin

- El año del Coronavirus finalmente ha llegado a su fin, dejando atrás cifras económicas no vistas en décadas. Sin embargo, el año 2020 trató de redimirse al final, y las noticias sobre los desarrollos positivos de las vacunas trajeron esperanzas de cara al 2021. Esto se reflejó rápidamente en los precios de los activos; durante noviembre y diciembre, vimos un fuerte repunte en mercados emergentes, relacionado con un mayor apetito por riesgo por parte de los inversionistas. El surgimiento de una segunda ola de COVID-19 en Europa y EE. UU., entre otros, no fue suficiente para golpear el ánimo positivo.
- Este 2021 creemos que el enfoque se va a centrar sobre la recuperación económica. Esto dependerá de una serie de factores, pero la distribución y la eficacia de las vacunas serán el centro de atención, ya que su impacto sobre la economía definirá la necesidad de un mayor estímulo fiscal y monetario. El grado de sintonía que tenga la recuperación con las expectativas sobre ella probablemente determinen el comportamiento del mercado este año. A nivel mundial, lo impredecible de la pandemia sigue siendo la principal fuente de riesgo debido a que podría llevar a que se apliquen medidas de confinamiento antes de que la vacuna se distribuya por todo el mundo.

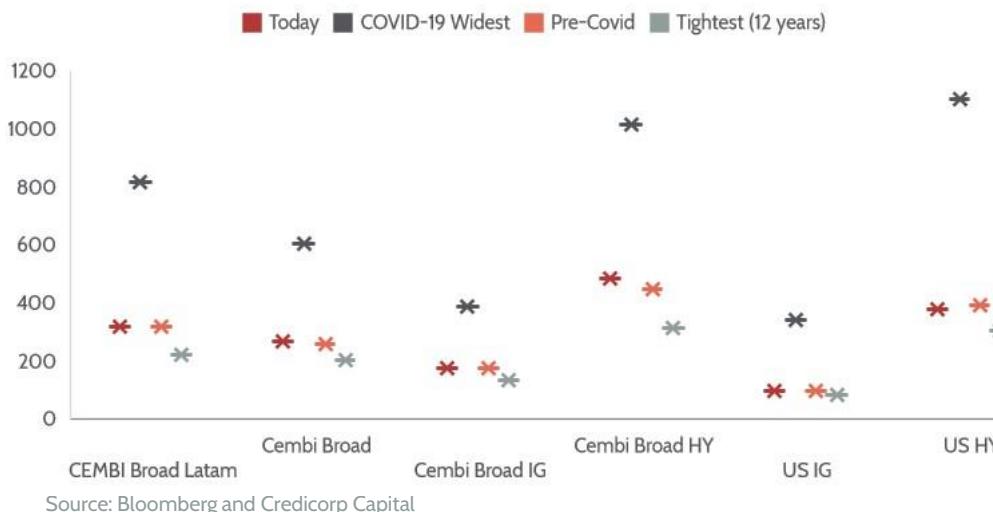
2020 Returns by Asset Class



Source: Bloomberg

- El optimismo que brindan las vacunas para 2021 y el exceso de liquidez en los mercados, consolidan nuestra visión positiva para nuestra clase de activos. A pesar de que los niveles de spread están en sus niveles mas bajos desde marzo, creemos que si la recuperación económica que hoy está incluida en los precios de mercado se concreta, algunos sectores podrán alcanzar sus métricas pre-pandémicas y, por lo tanto, los spreads podrían continuar estrechándose.
- Dicho esto, es innegable que después del fuerte repunte de los últimos meses, encontrar opciones atractivas se vuelve más desafiante y reconocemos que implica tomar algo más de riesgo. Sin embargo, nos sentimos más cómodos con esto dada la mayor visibilidad que trajo la reciente temporada de resultados y la ausencia de quiebras sistémicas durante la crisis. En líneas generales, creemos que será un buen año para los sectores cíclicos, gracias al continuo estímulo monetario y fiscal y un nivel más alto de actividad en Asia que servirá de apoyo para los commodities. En términos de calificaciones, esperamos un mejor desempeño para el segmento High Yield, el que tuvo un desempeño inferior durante 2020 y que debería estar respaldado por el entorno de tasas bajas y un mayor apetito por riesgo.

Spreads, historic levels

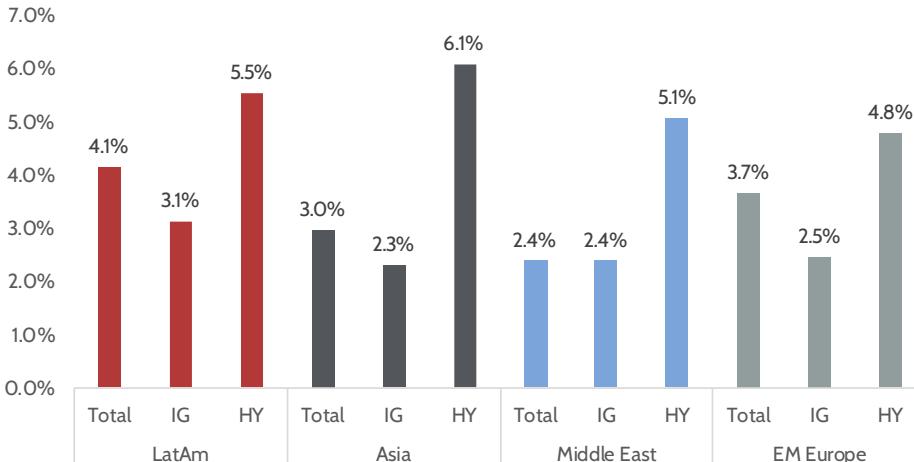


LatAm: Atractivo en términos relativos

A pesar de los atractivos retornos en términos relativos durante 2020, LatAm aún es atractivo versus comparables

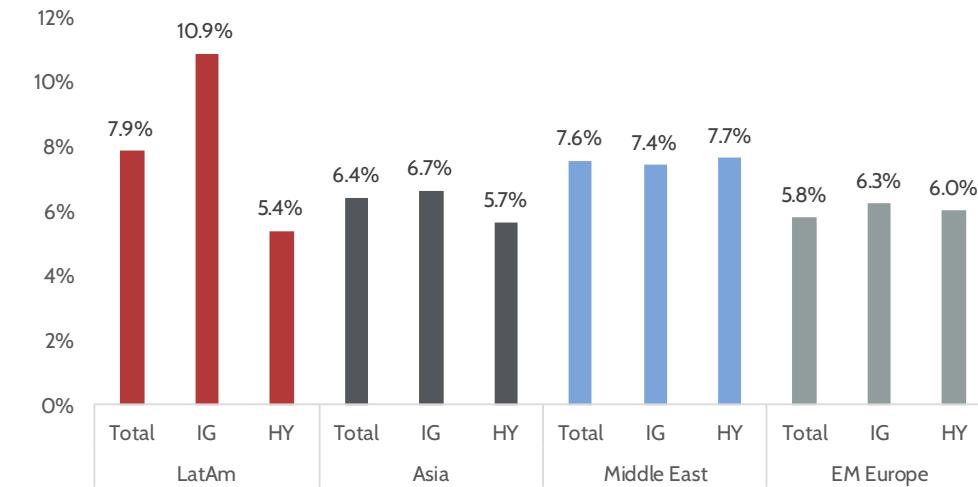
- Durante el primer semestre del año, nuestra región tuvo un desempeño inferior al del resto de los mercados emergentes, particularmente impulsado por la debilidad del segmento HY; sin embargo, el segundo semestre trajo una fuerte recuperación, a medida que los flujos comenzaron a regresar a nuestra región junto con la reapertura económica. En general, el año 2020 fue un año sólido para la renta fija LatAm, con un rendimiento del 7,9%; 10,9% para IG y 5,4% para HY.
- Sin embargo, a pesar del desempeño positivo, LatAm todavía parece descontado en comparación con otros mercados emergentes. En términos de rendimiento, LatAm ofrece el mayor rendimiento en los mercados emergentes (4.1%), mientras que ofrece el diferencial de spread más alto frente al US IG y el segundo diferencial más alto frente a US HY (solo después de Asia). En este sentido, creemos que todavía hay espacio para rentabilidades atractivas, a medida que mejora la visibilidad y la búsqueda de rentabilidad sigue impulsando los flujos hacia nuestra región. Obviamente, las dinámicas económicas, políticas y sociales varían entre países y existen algunos riesgos idiosincrásicos que podrían determinar el desempeño.

Yield

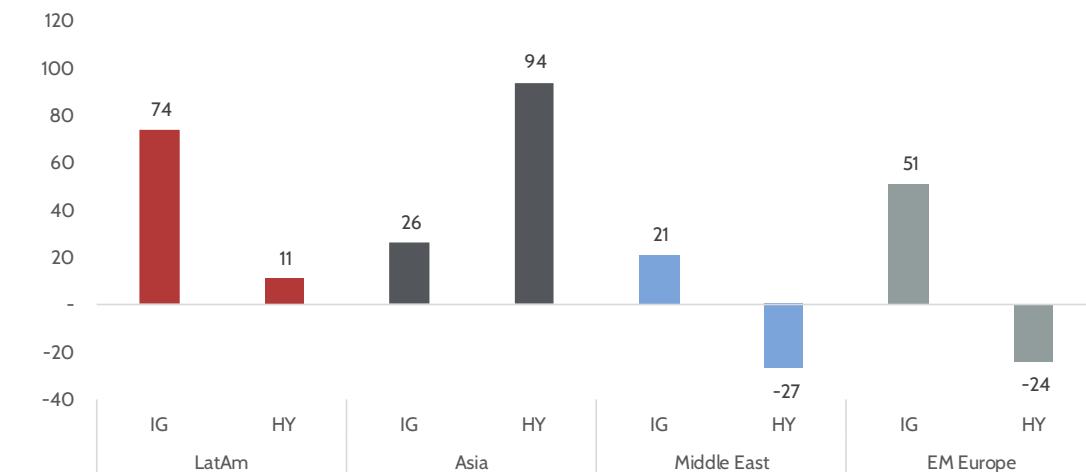


Source: Bloomberg, JPM. / figures as of December 13th.

Total Returns YTD



Spread differential to US



El riesgo soberano

Las calificaciones de empresas y principalmente de los bancos podrían sufrir la presión de los acciones sobre el soberano

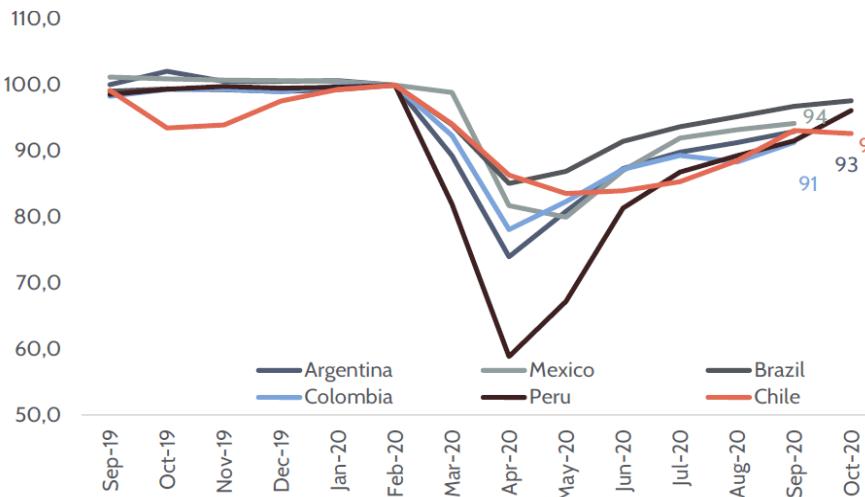
- Casi todos los soberanos de LatAm mantienen hoy una perspectiva negativa de clasificación, por parte de al menos una agencia de calificación. Esto se convierte en una fuente de riesgo relevante para las empresas, lo que se vuelve más importante en los casos en que existe el riesgo de perder la calificación de grado de inversión. En general, los downgrades de calificación soberana afectan primero a los bancos y a los quasi-soberanos; sin embargo, un techo país más bajo podría presionar a algunas empresas menos relacionadas a la dinámica interna. Creemos que será relevante hacer seguimiento a la consolidación fiscal en toda la región junto con posibles tensiones sociales y políticas, ya que estos factores podrían impulsar acciones de calificación tan pronto como 2021 en algunos casos.
- Chile: esperamos un contracción del -6% el 2020 seguida por una recuperación de 5% en 2021, explicados por factores como: i) menor inversión y el consumo privado, ii) una recuperación lenta y rezagada del mercado laboral, iii) distanciamiento social voluntario que podría continuar incluso después de que se levanten las medidas de aislamiento, y iv) una recuperación económica desigual, particularmente en algunos servicios. Por otro lado, los próximos trimestres estarán cargados de incertidumbre debido a la arena política y social, los cuales esperamos se lleven a cabo de manera democrática e institucional sin el resurgimiento de violencia. Finalmente, en el plano monetario, esperamos que la política monetaria siga siendo expansiva mientras que la senda a nivel fiscal parece retadora aún.
- Colombia: varios indicadores sugieren que la actividad económica se está recuperando a un ritmo no despreciable en medio de la fase de reapertura gradual. Además, la confianza empresarial y del consumidor han mejorado de manera importante, apuntando a un escenario más favorable en los próximos trimestres. Dicho esto, mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB en -7.0% para 2020 y en +4.8% para 2021, en la medida en que la incertidumbre permanece alta. Las cuentas fiscales siguen siendo el principal reto, por lo que el Hacienda ya anunció que presentará una reforma tributaria en 2021. De cualquier manera, el Grado de Inversión está en riesgo en la medida en que la discusión sobre dicha reforma será desafiante debido a las condiciones económicas actuales y al contexto político en un año preelectoral
- Fitch y S&P afirmaron recientemente la calificación BBB- (perspectiva negativa) del país, lo que da tiempo para la discusión de esta reforma. Sin embargo, pensamos que la probabilidad de que Colombia pierda su grado de inversión en los próximos 12 a 18 meses, por parte de al menos una agencia calificadora, es alta.
- Perú: Esperamos una contracción del PIB del 12,5% en 2020 seguida de un 9% a 12% de recuperación en 2021 debido a: iii) "wait-and-see" en la inversión privada ante las elecciones generales de abr-21, (iii) inventarios no deseados aún elevados, y (iv) severo deterioro del mercado laboral. ¿Qué podría salir mejor? Menor incertidumbre política, aprender a convivir inteligentemente con el virus, elevados precios de metales, políticas económicas expansivas, reavivar los espíritus animales de la inversión privada y un poco de suerte (inmunidad de rebaño o vacuna en la primera parte del año) podrían permitir materializar un escenario optimista con un rebote que borre toda la caída del 2020. ¿Qué podría salir peor? Más populismo y medidas fiscales irresponsables. Con respecto a las calificaciones, Fitch cambió recientemente la perspectiva a negativa y creemos la probabilidad de una acción negativa ha aumentado en medio de nuevos riesgos fiscales cuentas.
- Brasil: El desempeño de Brasil es una de las grandes sorpresas. Esperamos que el PIB se contraiga 4.5% en 2020, cifra bastante menos profunda que lo anticipado para los vecinos comparables. Esto como resultado de no implementar cuarentenas estrictas a nivel nacional, el respaldo de uno de los sistemas de salud más sólidos de la región, y el amplio paquete fiscal brindado por el gobierno para hacer frente al choque, especialmente en lo referente a los giros monetarios extraordinarios. Sin embargo, los retos e incertidumbre para 2021 son históricos. La administración actual tendrá que revertir en su totalidad el gasto extraordinario desplegado para atender la emergencia para poder cumplir con la regla fiscal, en un contexto en el que la deuda pública ya bordea el 100% del PIB. Esto, junto con el choque significativo sobre el mercado laboral, auguran una recuperación muy modesta en 2021 (Credicorp Capital: 3.1%). Más allá del desempeño futuro de la actividad, el mercado se concentrará en la capacidad/intención del gobierno para retomar la senda de sostenibilidad fiscal, en medio de un año preelectoral.

El riesgo soberano

Las calificaciones de empresas y principalmente de los bancos podrían sufrir la presión de los downgrades del soberano

- México: esperamos que la actividad económica se contraiga un 9% en 2020 y se recupere solo 3.8% en 2021, ya que el país continúa enfrentando no solo la pandemia sino también algunos cuestiones estructurales relacionadas con la confianza empresarial y la dirección de política pública. El país se beneficiará de la ventaja que supone la relación del sector manufacturero con las cadenas globales de valor, mayores remesas desde los EE. UU. y políticas más predecibles bajo el Administración de Biden. A nivel monetario, dado el avance de la inflación, hay poca espacio para un recorte, por lo que esperamos que la tasa se mantenga en 4.25% durante 2021. En términos de calificaciones, creemos que el reciente acercamiento del gobierno con el sector corporativo ha sido un desarrollo favorable (por ejemplo, el anuncio de 68 proyectos de infraestructura con participación del sector privado por ~2.3% del PIB), sin embargo, el equilibrio entre el fomento de la actividad y la consolidación fiscal será difícil. La dudosa viabilidad financiera de algunos proyectos también amenaza la calificación soberana.

LatAm GDP



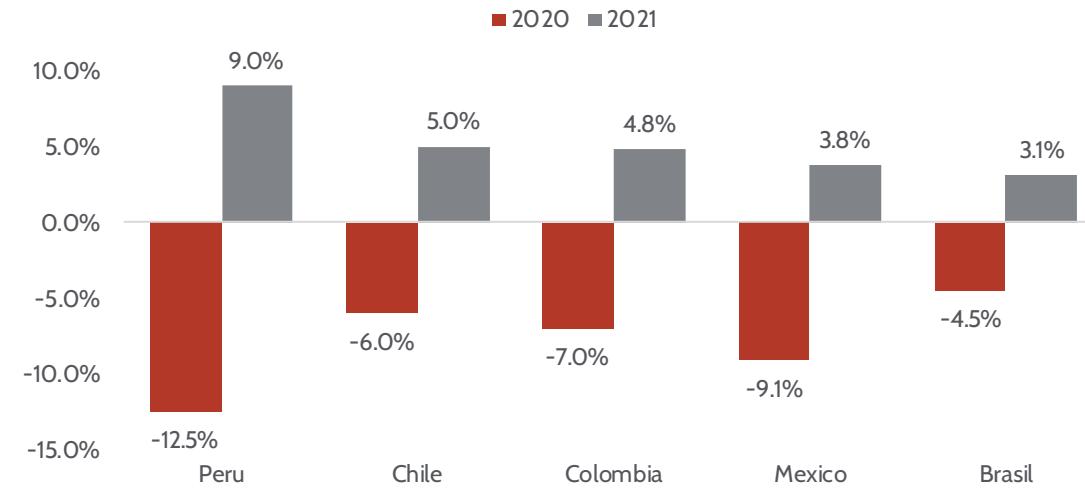
Source: Bloomberg, Credicorp Capital.

LatAm Sovereign Ratings

Country	Moody's		S&P		Fitch	
	Rating	Outlook	Rating	Outlook	Rating	Outlook
Brazil	Ba2	Stable	BB-	Stable	BB-	Negative
Chile	A1	Negative	A+	Negative	A-	Stable
Colombia	Baa2	Stable	BBB-	Negative	BBB-	Negative
Mexico	Baa1	Negative	BBB	Negative	BBB-	Stable
Peru	A3	Stable	BBB+	Stable	BBB+	Negative

Source: Bloomberg, Rating Agencies.

LatAm GDP Forecast



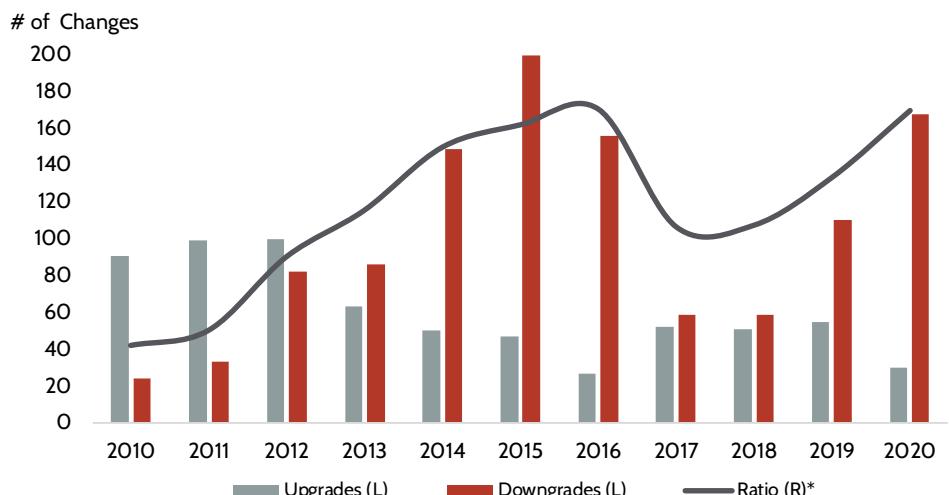
Source: Credicorp Capital.

Cambios de Ratings & Eventos de Crédito

Las agencias calificadoras estuvieron muy activas durante los primeros meses de la pandemia, debido a la poca visibilidad en ese momento.

- Durante el año, el deterioro observado en el ratio de bajas de clasificación sobre acciones de rating fue significativo, alcanzando el 85%, cifra no observada desde 2015. La mayoría de los *downgrades* se produjeron durante marzo y abril, en línea con la llegada del COVID a nuestra región. Las expectativas de deterioro de las métricas crediticias de las compañías latinoamericanas a raíz de menores precios de materias primas y el impacto del cese de producción en algunos sectores, generó un escenario de mucha incertidumbre, lo que empujó a las agencias de calificación a tomar medidas sobre varias empresas y algunos soberanos.
- Los *downgrades* se concentraron principalmente en industrias que fueron directamente afectadas por las restricciones de movilidad. Sin embargo, en algunos casos, se dieron en compañías que enfrentaron la crisis con un perfil financiero ya debilitado. Finalmente, una proporción importante estuvo ligada a acciones sobre soberanos (particularmente relevante para el sector financiero).

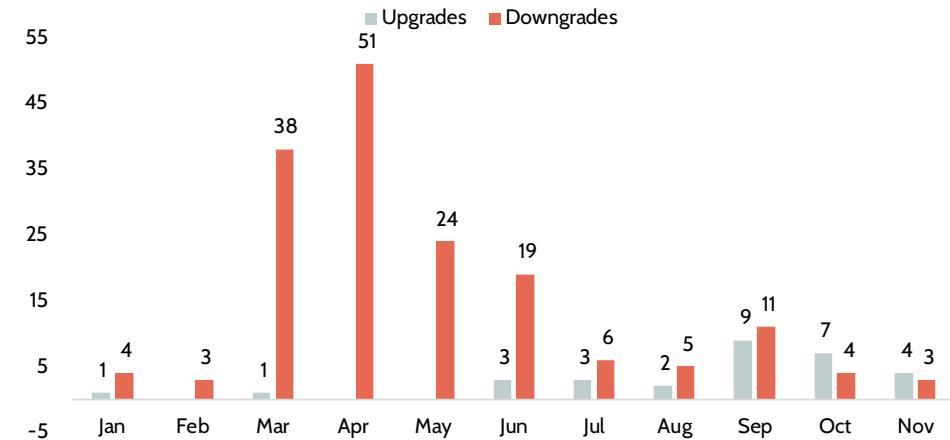
LatAm: Corporate Rating changes



*: # Downgrade / # Upgrades. Source: JPM CEMBI Monitor; Credicorp Capital

- Creemos que a medida que las compañías comienzan a recuperar sus métricas de crédito pre-pandemia, en línea con la recuperación económica, el ratio de downgrades debería mejorar, con una mayor numero de subidas de clasificación hacia finales de este año y sobre todo durante 2022. El principal riesgo creemos sigue siendo el impacto potencial de acciones de clasificación sobre soberanos.
- En términos de eventos crediticios, a pesar de la magnitud del deterioro económico, los niveles de incumplimiento se mantuvieron muy por debajo de otras crisis. Las tasas de incumplimiento en Latam no superaron el 5%, muy por debajo del 10.6% de y del 9.2% de 2016. Los incumplimientos se limitaron principalmente a industrias severamente afectadas por restricciones de movilidad, como aerolíneas (Latam Airlines, Avianca, Aeroméxico) y turismo (Posadas, Enjoy). El fuerte apoyo fiscal y monetario junto a una gestión proactiva de los flujos de caja por parte de las empresas evitaron quiebras sistemáticas. Para 2021 esperamos que las tasas de incumplimiento sea limitadas, ya que creemos que lo peor ha pasado en términos de deterioro crediticio.

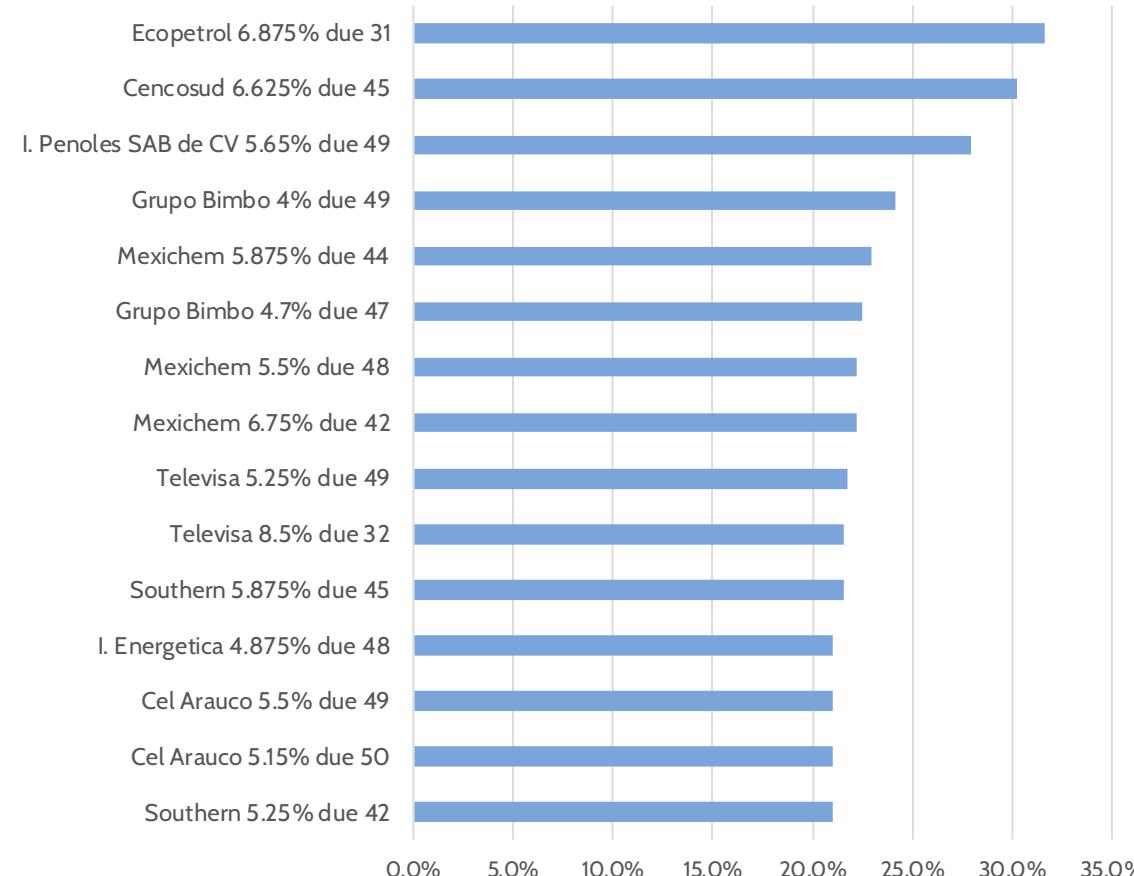
LatAm Downgrades and Upgrades per Month



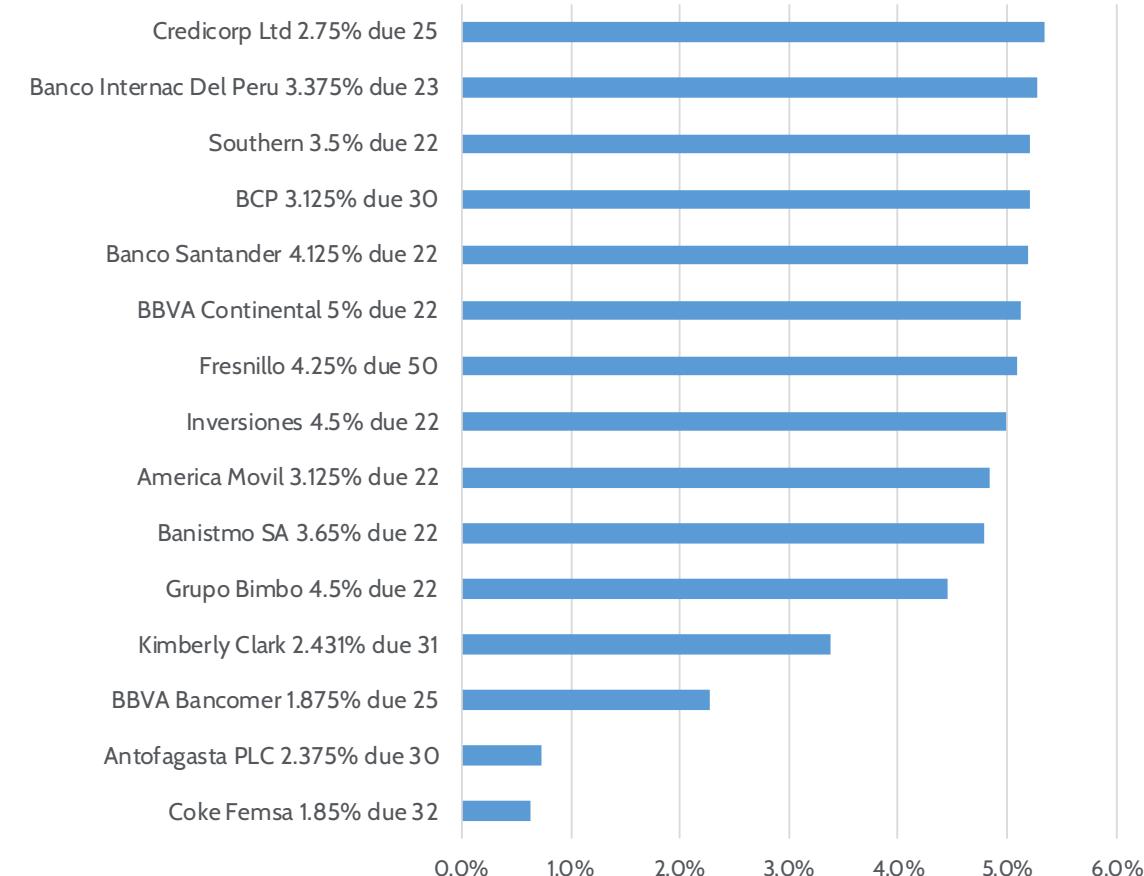
Source: JPM CEMBI Monitor; Credicorp Capital

2020 Winners and Losers : Investment Grade Bonds

Winners



Losers



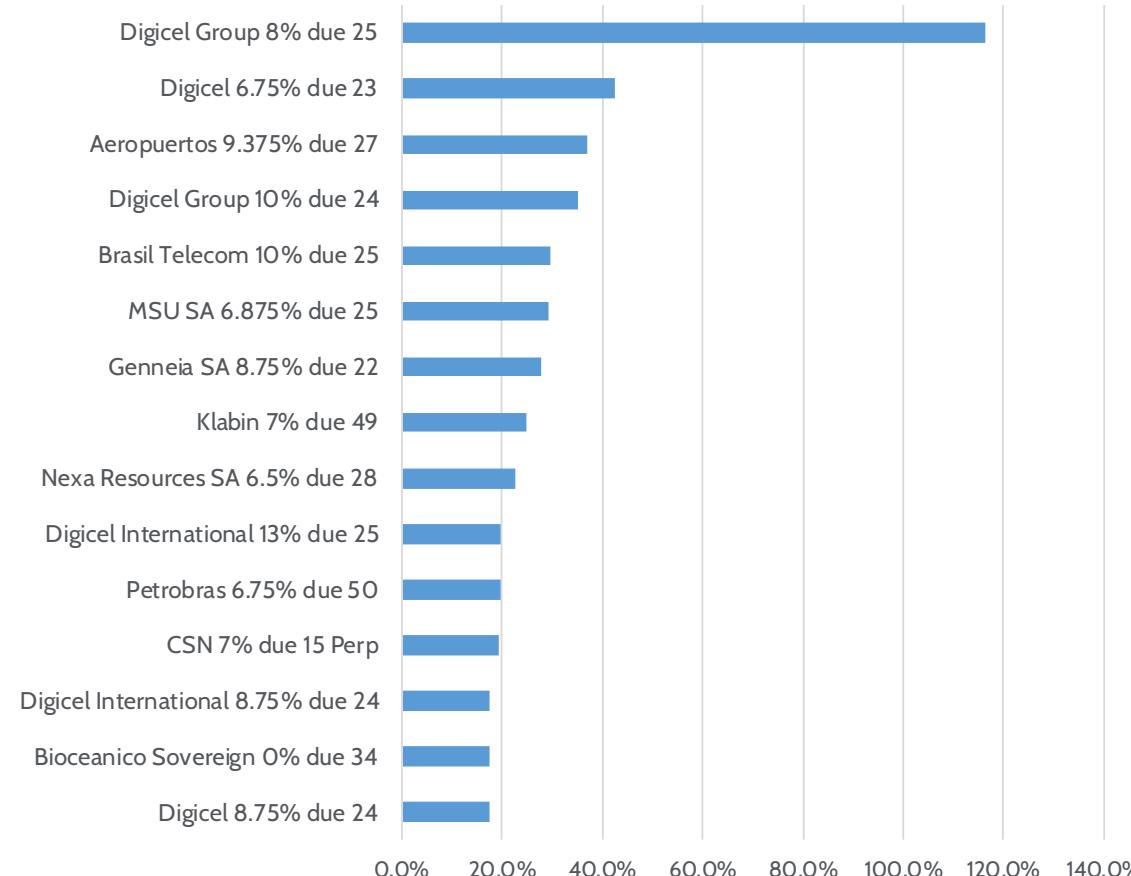
*YTD, as of Dic 22nd

Source: Bloomberg, Credicorp Capital

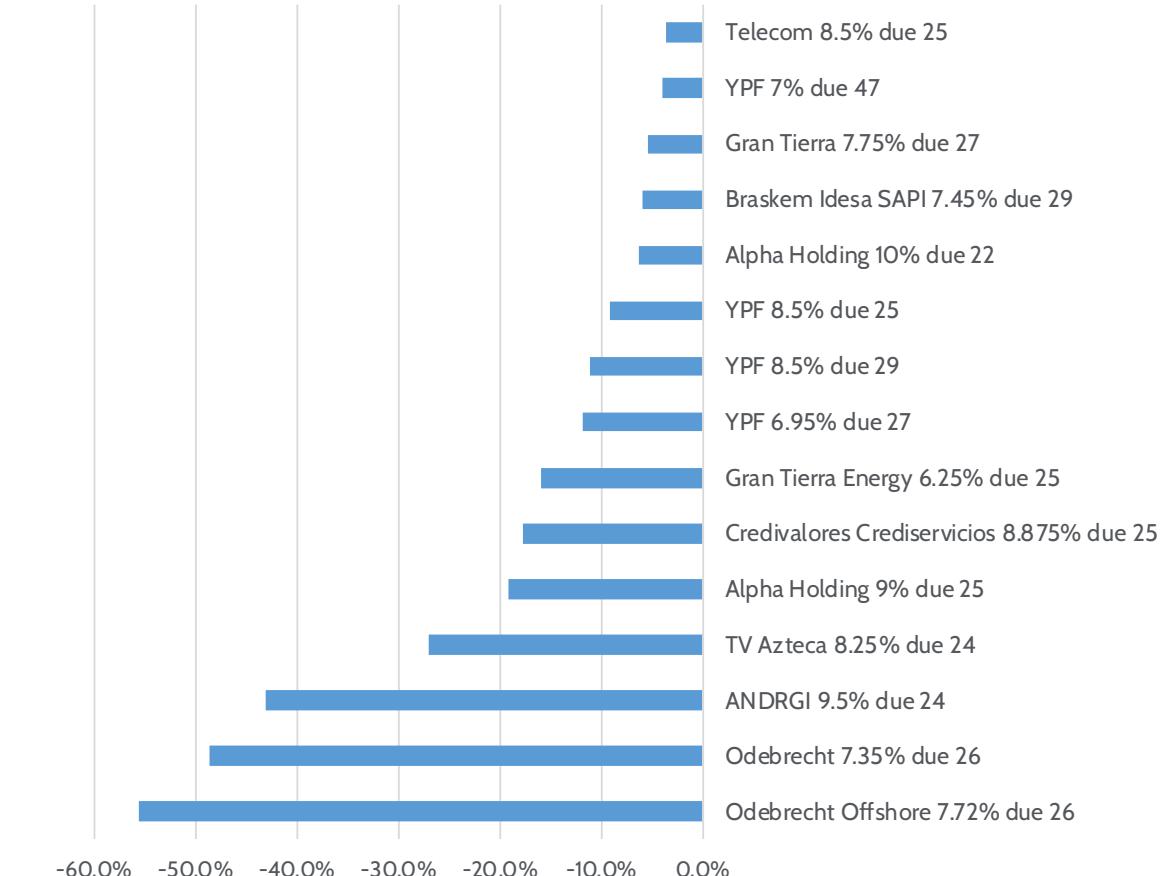
Source: Bloomberg, Credicorp Capital

2020 Winners and Losers : High Yield Bonds

Winners



Loosers



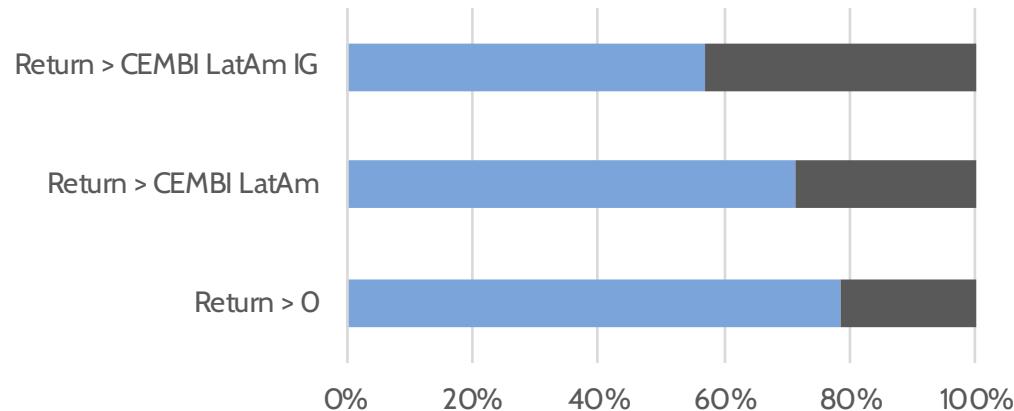
*YTD, as of Dic 22nd

Source: Bloomberg, Credicorp Capital

Source: Bloomberg, Credicorp Capital

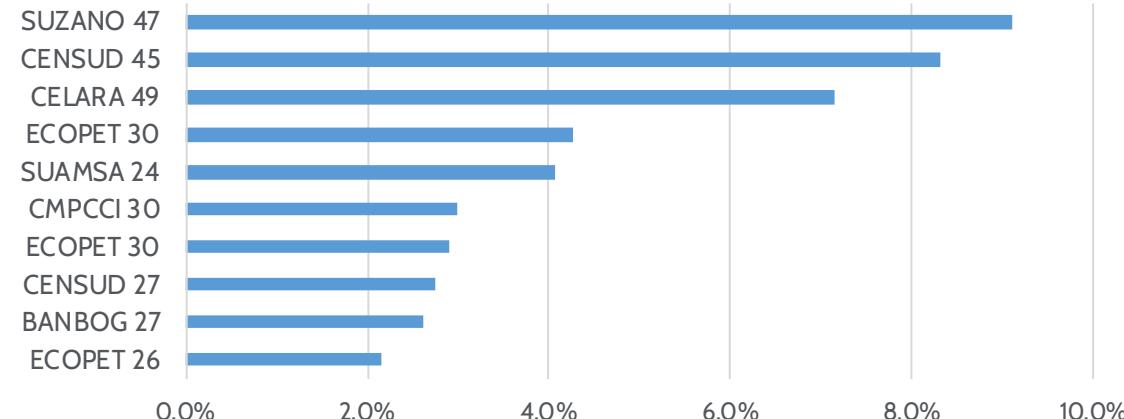
Nuestros Top Picks: rendimiento sólido durante todo el año

IG calls performance

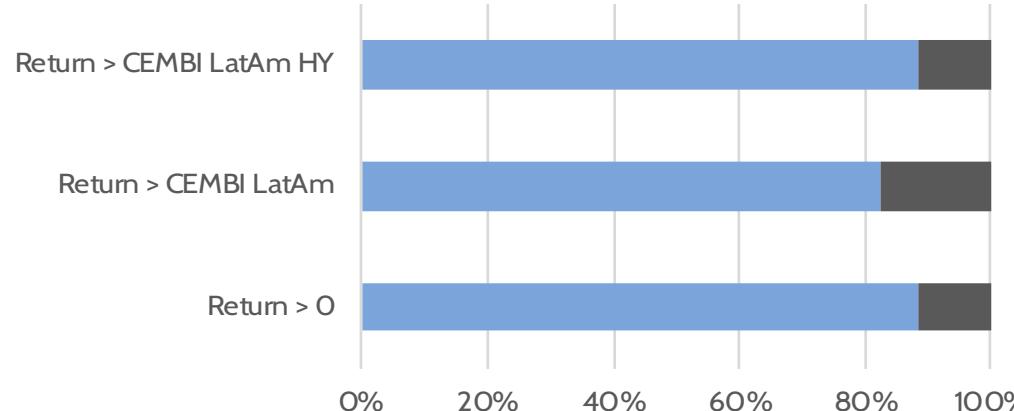


■ Yes
■ No

Best IG Calls: Excess Return against Cembi IG

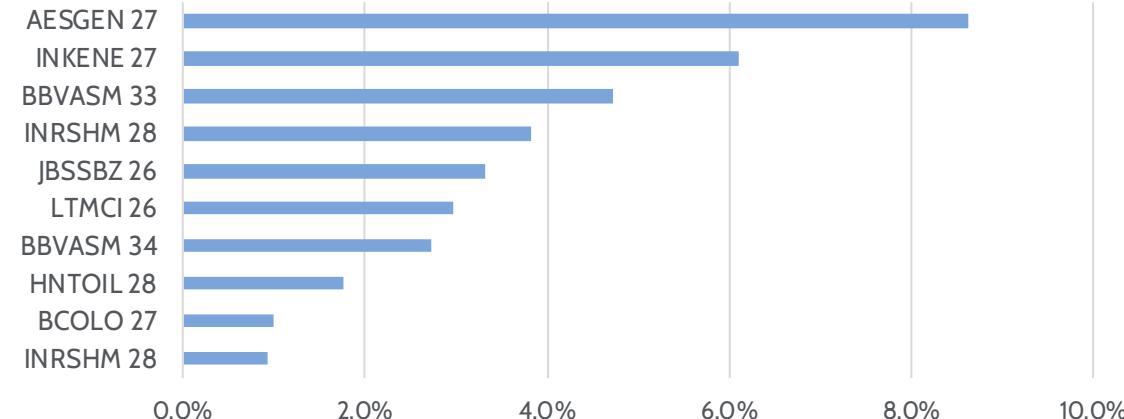


HY calls performance



■ Yes
■ No

Best HY Calls: Excess Return against Cembi HY



*YTD, as of Dic 22nd

Source: Bloomberg, Credicorp Capital

Source: Bloomberg, Credicorp Capital

