

¿QUE PASA CON CHILE?

El mercado accionario local es un elemento importante en los portafolios de los inversionistas institucionales en Chile, y ha dado harto que hablar los últimos años con eventos como el estallido social, pandemia, elecciones y la incertidumbre política que viene asociada a un proceso constituyente. Sin embargo, el año 2022 ha sido un año particularmente positivo para la bolsa chilena. Si miramos el índice IPSA en lo que va del año, ha tenido un rendimiento de 24.09%¹ en pesos, un rendimiento bastante superior al del índice americano de -2.73% en pesos, una diferencia de casi 27 puntos porcentuales. Quisimos hablar con 3 expertos del mercado local para hacerles algunas consultas de que están viendo en Chile y que podría pasar de aquí en adelante. Les hicimos algunas consultas a Rodrigo Rojas, socio fundador de Toesca AGF y que se desempeña como “Head of Equity” para la firma, a Sebastián Ramírez, CFA, que es “Head of Local equities” en Banchile AGF y a Pablo Bello, Portfolio Manager de Fondos Large Cap y “Head of Equity” en BTG AGF.

Por Fernando Galdames, CFA.

¿Hace cuántos años trabajas analizando el mercado local? ¿Cuáles son los principales elementos que consideras al tomar decisiones de inversión?

Rodrigo: Analizando el mercado local hace 21 años. Los principales elementos que consideramos al tomar las decisiones de inversión comprenden: un atractivo potencial de valorización o descalce con valor fundamental, visibilidad de mediano plazo de los flujos y resultado de la compañía, calidad y alineamiento del controlador y management con los minoritarios y elementos ESG relevantes, que los gatillantes de captura de valor de la compañía se centren más en elementos intrínsecos al emisor que elementos externos (macro, economía, etc)

Sebastián: 11 años en total y 9 años en Chile. Mi aproximación ha variado a través del tiempo, primero con fuerte foco en valorización, luego incorporando el requisito de tener un catalizador en corto plazo y hoy mucho más enfocado en encontrar puntos de inflexión en las tesis de inversión de compañías e industrias con un acercamiento más flexible en valorización. (Growth at a reasonable price).

Pablo: Hace 18 años que trabajo analizando la bolsa local. Elementos principales son valorización,

crecimiento de utilidades, industria y riesgos asociados a ella, escenario macro para los siguientes 18 meses.

Actualmente, ¿cómo ves la valorización de la bolsa local y si es que existen sectores que veas particularmente desanclados en valorización?. ¿Qué opinión te merece el nivel de valorización actual de la bolsa local, vis a vis otros mercados emergentes?

Rodrigo: La valoración actual del mercado local se encuentra extremadamente desanclada versus sus cifras históricas y perdiendo la categoría de premio que ésta ha tenido respecto del resto de Latinoamérica y otros mercados emergentes. Por otro lado, la relación “earning yield” del mercado accionario versus la tasa local nominal a 10 años, se encuentra en sus máximos históricos dando un gran atractivo a la Renta Variable Local versus la Renta Fija a pesar de las subidas de tasas.

Sebastián: La valorización de la bolsa en la mayoría de las métricas de está a niveles históricamente bajos (en algunos casos por sobre 2 desv est). Parte importante de esto se ve influenciado por el efecto de Commodities/Bancos/Retail que por dinámicas más permanentes en algunas y transitorias en otras, han mostrado resultados muy por sobre lo observado en los últimos 5 años, caso destacable es Vapores, donde los

¹ De 30-12-2021 al 18-08-2022. Elaboración propia usando información bloomberg

resultados LTM han mejorado más de 10x lo experimentado pre pandemia. En este contexto, si bien la bolsa está barata, nos cuesta ver hacia adelante crecimiento de utilidades y flujos operativos consistentes con el costo de oportunidad en otros mercados. En ese contexto vemos pocos sectores y compañías que combinen valorización, dinámica de resultados y performance operativos que nos hagan estar muy positivos de mediano plazo.

Pablo: Actualmente la valorización de 8,5x P/U forward es extremadamente baja y asume un escenario de alta incertidumbre con un outcome muy negativo. La bolsa chilena es de la más barata en comparación a mercados emergentes, sólo Brasil está transando a este nivel de descuento. Sector malls y utilities destacan sobre otros.

De cara al plebiscito a realizarse el 4 de septiembre, las encuestas muestran una ventaja a la opción del rechazo, ¿crees que este escenario está incorporado en los precios de mercado?

Rodrigo: Creo que hasta ahora este escenario no está de manera importante incorporado, como también no creo que con sólo este resultado gatille un efecto inmediato en la Bolsa, en la medida que las decisiones políticas de ganar el rechazo son las que importarán para generar un camino a la normalización de las valorizaciones del mercado local.

Sebastián: En relación a las encuestas, la diferencia marcada a favor el rechazo ha sido constante y estable hace varias semanas. Este diferencial, si bien es importante, es explicado según analistas políticos en 2/3 de por votantes que votaron Apruebo en el plebiscito de entrada o Boric en la elección pasada dejando el grueso de este diferencial en manos de un votante potencialmente "errático". Es importante destacar que en las últimas 3 semanas sectores como Real Estate y Utilities que han sido de los más impactados durante este año han tenido un rebote que en parte puede estar capturando este mayor positivismo.

Pablo: Creemos que el escenario que gana la opción del rechazo está marginalmente incorporado. Estimamos que se ha visto reflejada en los precios en un solo 20% de probabilidades, con lo cual evaluamos que el potencial de retorno del mercado si triunfa esta opción es casi 5 veces la posible corrección del mercado si gana la opción del apruebo.

Si es que hubiera un gap entre encuestas y el mercado, ¿crees que habrá un evento de corrección con fuertes movimientos el día 5 de septiembre? ¿En qué sectores veríamos los mayores movimientos?

Sebastián: De darse un escenario de apruebo, hoy el escenario poco probable en las encuestas, es razonable pensar que los sectores de Real Estate/Consumo/Utilities que han estado viéndose favorecidos por este mayor positivismo experimenten las mayores caídas. Desde el mínimo experimentado a mediados de junio, estos sectores han subido sobre 20%.

Pablo: Totalmente, de imponerse la opción del rechazo debiéramos observar un muy buen performance del IPSA en ese día. Sectores como utilities, malls y small caps liderarían las alzas.

Luego del plebiscito, ¿cómo ves los niveles de incertidumbre económica y política, dependiendo si gana una u otra opción?

Rodrigo: Respecto de la incertidumbre económica, no veo que el evento del plebiscito sea demasiado relevante para generar un cambio de dirección al respecto. Lo que sí es posible de observar un cambio en la incertidumbre política, la cual no se materializaría necesariamente posterior al plebiscito, sino que irá tomando forma respecto de las decisiones políticas que tome el actual gobierno respecto de cómo resolver el tema constitucional post plebiscito, sea este aprobado o rechazado. Sin duda, de ganar la opción del rechazo traería una descomprensión del riesgo alojado en los temas de sistema político y poder judicial, los cuales serían los más relevantes para la inversión futura y crecimiento.

Sebastián: En nuestra visión, es poco probable volver a niveles de incertidumbre económica (EPU) experimentadas previamente al estallido social. Sin embargo, independiente del escenario del plebiscito, si vemos una moderada caída de la incertidumbre en donde el prospecto de mayor definición de las reformas: tributaria, pensiones y la reforma a la salud deberían quitar parte importante de la incertidumbre por reformas de este gobierno y la menor perspectiva de elecciones hacia adelante hace caer ese factor de incertidumbre hacia adelante.

Pablo: Post plebiscito el nivel de incertidumbre continuará alto, sin embargo, a un menor nivel del observado en los últimos 12 meses.

¿Cómo ha sido el traspaso de inflación a márgenes en las empresas? ¿Crees que las empresas han podido traspasar la mayor parte de la inflación a precios? ¿Han sacrificado margen en este ciclo?, ¿Cuán heterogéneo es?

Rodrigo: Hasta el primer semestre de este año y a partir de comienzos de 2021, el incremento de la inflación ha podido ser traspasada en gran medida ya que al mismo tiempo hubo una extraordinaria inyección de liquidez. Recién a partir del segundo semestre creo que será más complicado mantener los márgenes producto de la inflación imperante. La realidad será distinta para los distintos sectores, siendo por ejemplo el consumo durable el más afectado y el consumo básico más resiliente en este escenario. Sectores como Shopping Center, son sectores que por definición han podido traspasar la inflación en la actividad hasta ahora.

Sebastián: Durante 1H22 y particularmente en 2021 las empresas fueron exitosas en hacer traspasos a precios, debido al fuerte impulso en consumo observado luego de la expansión fiscal y los retiros de los fondos de las AFP. Esta dinámica ha perdido fuerza de manera relevante durante el 2Q22 y ya vemos varias industrias donde los costos y/o gastos están creciendo por sobre lo que vemos en sus precios y por ende presionando los márgenes. Cabe destacar, que vemos una situación de deterioro moderado de los márgenes en 2022 y 2023 pero con márgenes por sobre los de 2019 en las compañías que analizamos.

Pablo: Las empresas no han podido traspasar el alza de inflación a precios, y en especial el alza de costos logísticos. Los márgenes para los próximos 12 meses serán menores a los observados en los últimos años.

¿Cómo esperas que continúe la evolución del ciclo económico en el mediano plazo, y la inflación, y qué sectores podrían ser más contra cíclicos en este contexto?

Sebastián: Hacia adelante la combinación de un menor GDP potencial con presiones inflacionarias globales, producto de la menor globalización y stress de las cadenas productivas, lleva a que sea difícil pensar en breakeven de inflación de LP bajo el 3.5%. En ese contexto sectores como el bancario se

posicionan mejor que sectores como retail o consumo discrecional frente a ese contexto. En nuestro caso preferimos exportadores de commodities.

Pablo: Próximos año debiéramos tener estanflación, ó sea crecimiento nulo e inflación por sobre 3% (eso si bajando de los actuales niveles cercano a 13%). En este escenario malls y utilities debieran tener mejor rendimiento que el IPSA.

¿Que opinión te merecen los niveles de profundidad del mercado accionario local, post retiros del 10%? ¿Cómo crees que afectará la reforma tributaria al mercado, considerando la casi segura eliminación de la exención tributaria a las ganancias de capital?

Rodrigo: La profundidad del mercado local ha sido afectada, dado que actores institucionales relevantes han tenido que reconsiderar inversiones en el mercado local producto de su menor liquidez versus activos en el exterior, situación que no es esperable que se recupere en el muy corto plazo. Sí inversionistas extranjeros y producto de las valorizaciones y tipo de cambio podrían reaccionar positivamente incrementando la liquidez en la medida que los riesgos políticos disminuyan y se vea un camino de recuperación de la inversión y por ende de crecimiento futuro. La reforma tributaria sin duda afectará a las decisiones de inversión de inversionistas locales, ya que el tratamiento para extranjeros se mantendría intacta hasta ahora.

Sebastián: Ha sido muy marcada la diferencia en liquidez y valorización en segmentos de mercado con menor capitalización bursátil. Esto ha llevado a que compañías con modelos de negocio sólidos y larga data de resiliencia a ciclos hoy estén transando a valorizaciones sumamente descontadas. Esto es algo que es difícil de cambiar en corto o mediano plazo, sin embargo, hay grandes oportunidades para los inversionistas que tengan una mirada más de mediano plazo, de comprar activos líderes en sus segmentos operativos a descuentos significativos a su historia.

Pablo: El retiro de fondos de pensiones, el escenario de mayor incertidumbre, la reforma tributaria en especial el impuesto al patrimonio afectaran considerablemente el nivel de profundidad del mercado. Además, las recientes compras de controladores también han reducido el float de algunas compañías. El impuesto a ganancia de capital ya no debiera tener mayor impacto.