



Activos locales después del Plebiscito

FYNSA

08 de Septiembre, 2022

Activos locales después del Plebiscito

Contexto

- **Después de la euforia inicial, los activos locales han ido devolviendo parte importante de las ganancias post plebiscito.** Tomas de utilidades, comprar con el rumor y vender con la noticia, que la incertidumbre político institucional continua, etc, aparecen con las razones más usadas para explicar la reversión. Ninguna por si sola, ni todas en su conjunto son suficientes para entender la reacción el mercado a medida que avanza la semana.
- **Respecto al resultado del plebiscito nuestra opinión, es que debería tener un impacto positivo en los mercados,** bajo el supuesto de una menor incertidumbre y primas de riesgo en el futuro debido a la expectativa de una nueva constitución más moderada, y probablemente también un recorrido más moderado y gradual para las principales reformas económicas del gobierno (especialmente pensiones y tributaria).
- Ahora bien, así como la incertidumbre política institucional parece moderarse, **la incertidumbre económica, no solo local sino también externa, aparece como la principal preocupación en los próximos meses.**
- En el plano local una recesión económica en 2023 ya es parte del escenario base de cualquiera, reafirmado por lo demás en el IPOM presentado por el Banco Central esta semana, pero quizás lo que sigue representando el más riesgo para la estabilidad financiera son la persistencia de la inflación y de las expectativas desancladas, que necesitarían un endurecimiento adicional, con una tasa terminal esperada en 11,5% en principio.
- Las proyecciones del escenario central ofreciendo en el IPOM, consideran que el ritmo de alza de los precios descenderá en los próximos meses y la inflación anual comenzará a bajar. **No obstante, se advierte que el riesgo de observar un fenómeno inflacionario mucho más persistente es una preocupación para el Consejo. De concretarse, podrían llevar a una restrictividad monetaria mayor, por fuera del límite superior del corredor de TPM.** Este riesgo es especialmente relevante en un contexto donde la inflación ha sorprendido al alza por varios trimestres y las expectativas inflacionarias permanecen sobre 3% a dos años plazo. Recuperar rápidamente los equilibrios macroeconómicos ayudará a reducir este riesgo, al mismo tiempo que permitirá que la economía chilena pueda enfrentar adecuadamente un mayor deterioro del escenario externo, señaló el Banco Central.
- En lo internacional, entre la crisis energética en Europa, la crisis inmobiliaria en China, las condiciones financieras más restrictivas para hacer frente a la mayor inflación en más de 40 años, **cada vez cuenta un poco más defender la tesis de un “softlanding”**

Activos locales después del Plebiscito

Alcances para los activos locales

PRIMA DE RIESGO

- Si bien es probable que el deterioro de los fundamentos macroeconómicos haya influido, **la ampliación de los diferenciales de CDS de Chile también refleja una acumulación significativa de la prima de riesgo político.**
- En general, si bien es probable que el camino hacia adelante esté lleno de baches, **creemos que esta prima de riesgo puede comenzar a disminuir en algunos activos chilenos.** Seguimos siendo más cautelosos con el CLP, dados los vientos de cola que actualmente respaldan al dólar en general a nivel mundial, así como las implicaciones más directas de las continuas presiones inflacionarias alcistas para el peso.
- Ahora bien, al comparar el diferencial soberano de Chile con diferentes puntos de referencia en el gráfico N°1 se observa que, **a pesar de que Chile ha mantenido su calificación A, así como una perspectiva estable de dos de las principales agencias calificadoras, lo que probablemente implica poco riesgo de una rebaja de calificación a BBB en el corto plazo, su diferencial soberano se ha apartado de los niveles comunes a sus pares de nivel A.** En tanto, el gráfico N°2 muestra que, a medida que han pasado casi dos años de incertidumbre constitucional, el diferencial soberano en Chile se ha ampliado para operar en línea con los soberanos calificados BBB.

Gráfico N°1: Spread sobre UST Chile vs Calificación A

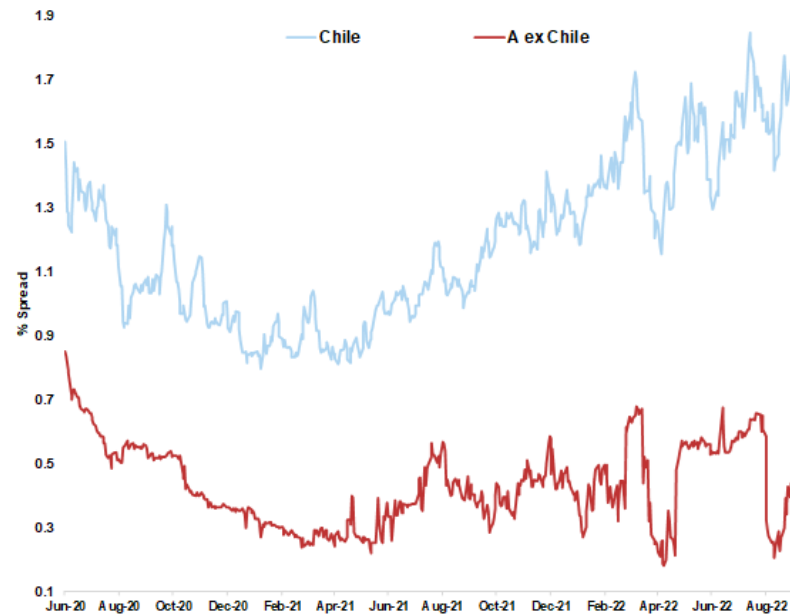
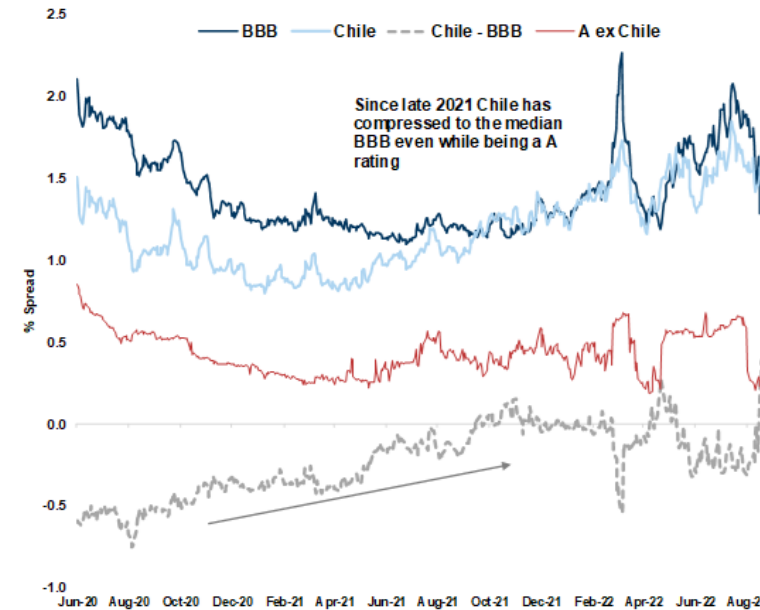


Gráfico N°2: Spread sobre UST Chile vs Comparables



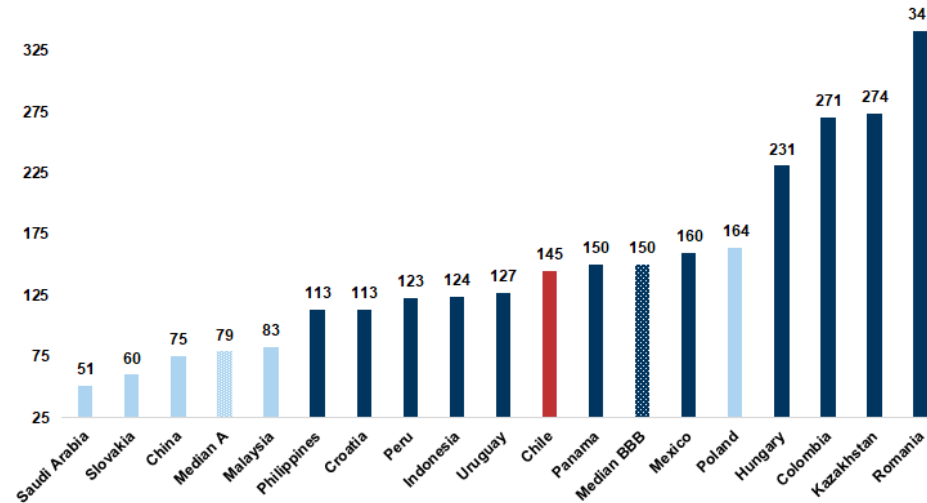
Activos locales después del Plebiscito

Alcances para los activos locales

PRIMA DE RIESGO

- El gráfico N°3 muestra esto desde otra perspectiva: a pesar de la calificación A de Chile, sus diferenciales de CDS a 5 años están en el medio del rango BBB y son significativamente más amplios que el diferencial de calificación A.

Gráfico N°3: 5Y CDS (bps)

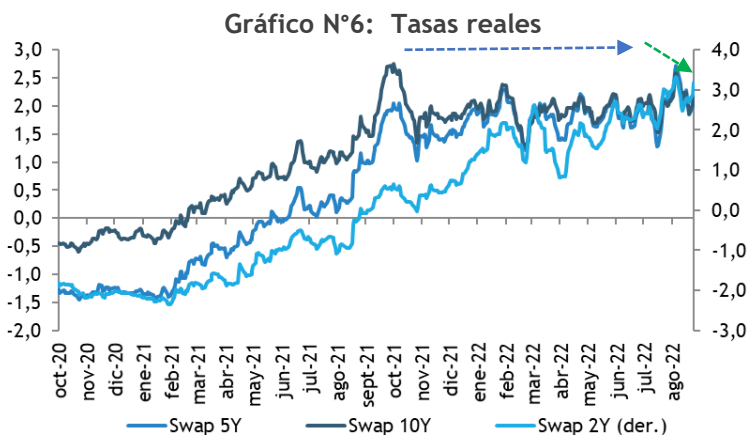
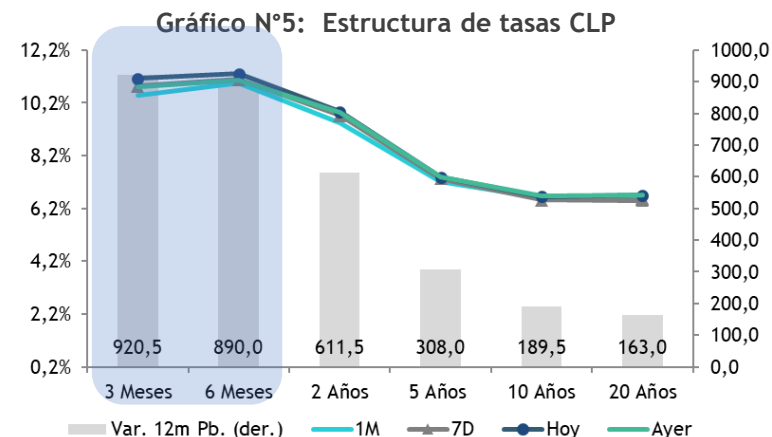
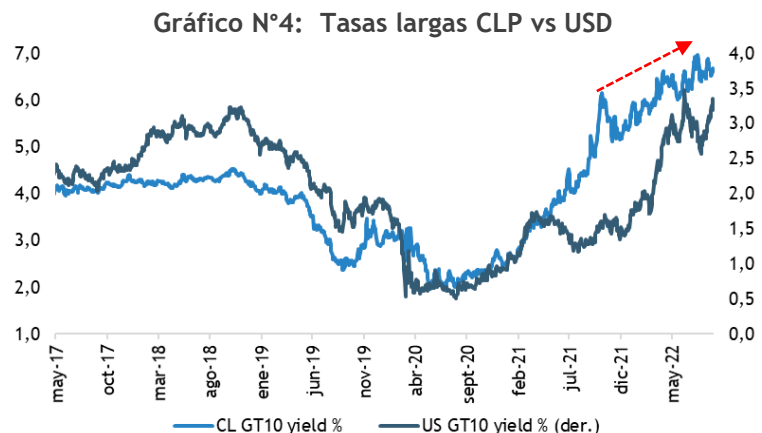


Activos locales después del Plebiscito

Alcances para los activos locales

RENTA FIJA

- En renta fija, dado el contexto de tasas base soberanas US que siguen fuertemente al alza, por ahora, resulta difícil pensar en un alivio de las tasas base locales (ver gráfico N°4)
- **Ahora bien, creemos que no es necesario tomar hoy riesgo de duración.** En los últimos 12m curva de tasas ha estado fuertemente al alza, especialmente en plazos cercanos a 1 año, dando espacio a un posicionamiento atractivo de riesgo/retorno. (YTM nominal en torno al 12%). Ver gráfico N°5.
- El mercado sigue proyectando altos devengos inflacionarios para los siguientes meses manteniendo el atractivo de instrumentos indexados a la UF. La curva real con duración en torno a 2 años es donde hay que posicionarse pensando en seguir cubriéndose de la inflación. (ver gráficos N°6 y N°7).



Mes	IPC fwd	IPC Acumulado
07-10-2022	0,80%	0,80%
09-11-2022	0,97%	1,77%
09-12-2022	1,01%	2,78%
09-01-2023	0,66%	3,44%
09-02-2023	0,41%	3,85%
09-03-2023	0,65%	4,50%
06-04-2023	0,50%	5,00%
09-05-2023	0,73%	5,73%
09-06-2023	0,57%	6,30%
07-07-2023	0,47%	6,77%
09-08-2023	0,47%	7,24%
08-09-2023	0,49%	7,73%
06-10-2023	0,44%	8,17%
Total	8,17%	9,42%

Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg

Activos locales después del Plebiscito

Alcances para los activos locales

RENTA VARIABLE

- A pesar del destacado rendimiento del IPSA en lo que va de 2022 (+24% en USD vs el +,0% de Latam y el -19% del MSCI World), en contraste con la renta variable global, **seguimos viendo espacio para mayores recuperaciones en un contexto de valorizaciones que siguen siendo atractivas tanto en términos absolutos, como relativo a mercados emergentes y resultados corporativos que siguen sorprendiendo al alza.**
- Ya antes del resultado del Plebiscito el IPSA venía mostrando un desempeño superior a comparables internacionales, que esperamos se mantenga en adelante principalmente por la fortaleza de ciertas materias primas (especialmente Litio) y su composición “más value”. **Las valorizaciones siguen siendo muy atractivas y la dinámica de resultados corporativos favorable.**
- De igual manera, el resultado del Plebiscito podría ayudar a descomprimir la prima de riesgo de Chile, que como ya mencionamos es anormalmente alta. **Esto impulsaría una recalificación de los múltiplos y cambiaría el castigo excesivo del IPSA por parte del mercado.**

Grafico N°8: IPSA vs EPS 12m fwd

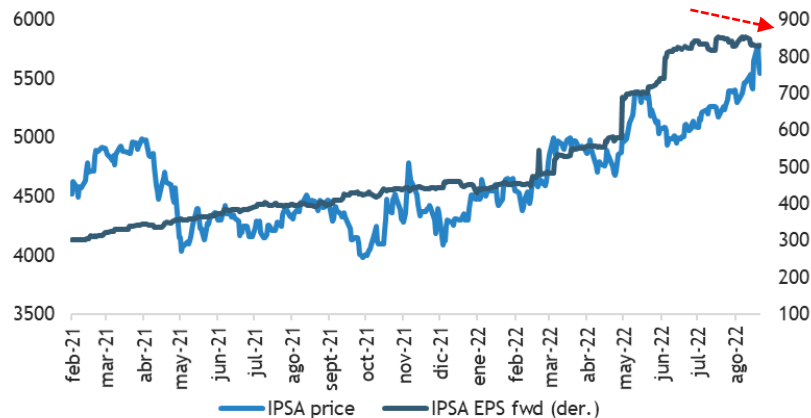
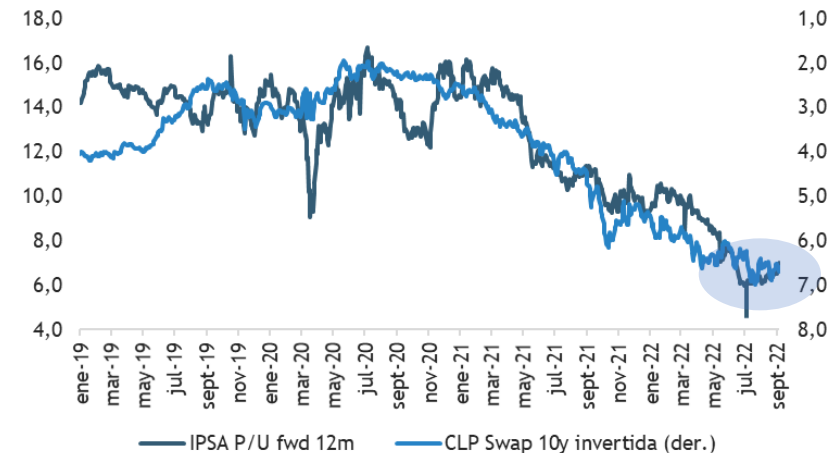


Gráfico N°9: IPSA Valorizaciones vs tasas de interes



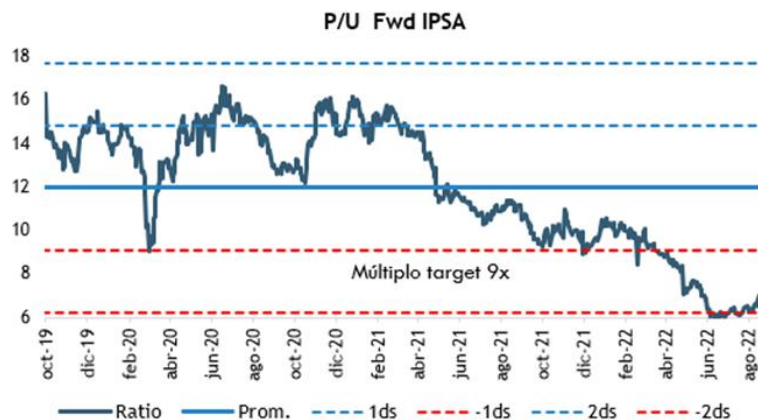
Activos locales después del Plebiscito

Alcances para los activos locales

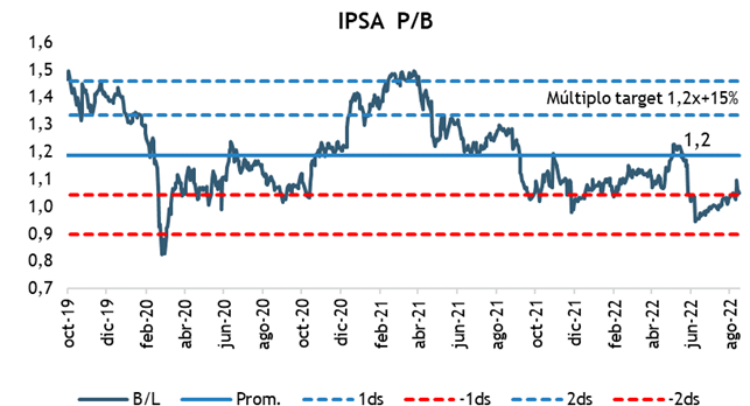
RENTA VARIABLE

- A más mediano plazo, el mercado debería buscar un equilibrio entre la relajación (o no) de la presión sobre las valoraciones, así como también en la reacción de las ganancias corporativas frente a las revisiones a la baja del crecimiento económico. (EL consenso proyecta una caída de alrededor de -10,6% en EPS durante los próximos 12 meses, y de -17,6% interanual en 2023).
- En este contexto, nuestras proyecciones apuntan a que el IPSA suba a alrededor de 6.500 puntos en 12 meses, lo que equivale a un alza de ~17 % con respecto a los niveles actuales (datos al cierre del 07 de septiembre de 2022).

Gráfico N°10: Target IPSA y Valorizaciones



Target IPSA	
ROE Periodo ajustado	14%
ROE LP	11%
Payout	70%
G	3,00%
Ke	12%
Tasa local 10Y	6,50%
ERP	5,50%
BV IPSA	5.275
PB Modelo	1,22
PE Modelo	8,73
Fair Value IPSA	6.500
Upside potencial	17%



Activos locales después del Plebiscito

Alcances para los activos locales

Tipo de cambio

Dado el deterioro de términos de intercambio, la fortaleza internacional del dólar, y las apuestas contra el peso por parte de inversionistas extranjeros (US\$10.000 mm), los niveles de equilibrio actuales se ubican en torno a los \$900. Ahora bien, en la medida que las presiones alcistas disminuyan es esperable un tipo de cambio en niveles más cercanos a los US\$850, que es consistente con un TC de equilibrio respecto a comparables internacionales post estallido social.

Gráfico N°10: Target IPSA y Valorizaciones

07-09-2022	1M	3M	YTD	12M	Est. Social
CLP vs dxy index	925	877	973	942	817
CLP vs Latam Currency	905	872	854	822	888
CLP vs Emerging Currency	907	859	885	881	863
Promedio	912	869	904	882	856

Gráfico N°11: Tipo de cambio vs Términos de intercambio

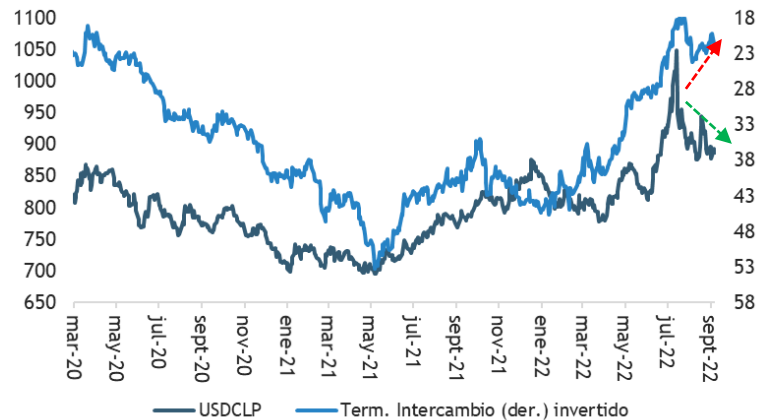
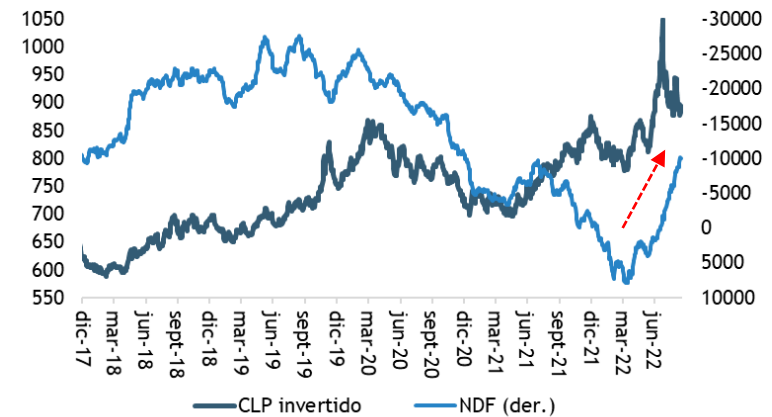


Gráfico N°12: Tipo de cambio vs apuestas especulativas no residentes



Disclaimer

El presente documento ha sido preparado por Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa y su contenido es de carácter estrictamente confidencial. Éste no puede ser reproducido, distribuido o publicado por el receptor ni utilizado bajo ningún concepto sin previo consentimiento por escrito de Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa.

El objeto del presente documento es entregar información que contribuya al proceso de evaluación de alternativas de inversión.

Este documento no es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguno de los instrumentos financieros a los que se hace referencia en él.

Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa no se hace responsable por la rentabilidad de los Activos administrados o por las fluctuaciones en el valor de mercado de los mismos. Asimismo, Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa no asume responsabilidad por la incobrabilidad de los activos cuyos obligados al pago entren en insolvencia o sean declarados en quiebra o dejen, por cualquier motivo, de pagar sus obligaciones. Todo lo anterior, en la medida que haya dado cumplimiento a las disposiciones contenidas en el Contrato de Administración de Cartera, en la Ley 20.712 sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales, en las disposiciones contenidas en el artículo 179 de la Ley 18.045 de Mercado de Valores, respecto de los recursos custodiados en virtud de la actividad de administración de cartera y demás leyes y normativa aplicable.

Los riesgos que representan las operaciones con cada uno de los tipos de activos en que sean invertidos los recursos, no son de responsabilidad de Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa. La rentabilidad que se obtenga de la inversión que el administrador realice, estarán sujetas al riesgo propio de las inversiones y de otros factores, por lo que, durante la vigencia de ellas, o a la fecha de su liquidación, el resultado podrá ser favorable o adverso para el cliente. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen nuestro juicio o visión a su fecha de publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.

Las rentabilidades pasadas no garantizan que ellas se repitan en el futuro.

Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa hace presente al receptor de este documento que, con carácter previo a la toma de cualquier decisión sobre la realización de alguna operación o transacción descrita o derivada del presente documento, se requiere que lleve a cabo sus propios trabajos de análisis técnico, contable, legal y tributario.