



Lunes, 6 de marzo de 2023 | 9:00

Cómo alinear el portafolio a la teoría de un "aterrizaje suave" de Marcel

Analistas entregan sus recomendaciones para la estrategia en activos chilenos si se confirma un ajuste contenido de la economía.



A⁻ A⁺ Enviar

Camilo Castellanos

Editor

"El ajuste que ha estado experimentado la economía chilena durante buena parte del año pasado, y al comienzo de 2023, ha sido más suave de lo que se esperaba", dijo el ministro de Hacienda, Mario Marcel, este jueves en Radio Universo. "No hemos estado para nada cerca de esta idea de que venía una catástrofe, una recesión profunda", agregó. "Lo que hemos tenido es un ajuste bastante moderado, y creo que la idea de una crisis ya podemos ir la descartando".

La postura del ministro no es nueva. Desde el año pasado que ha venido anticipando un aterrizaje más suave de lo esperado para la economía chilena, luego de dos años de fuertes estímulos. Lo que ha cambiado en las últimas semanas, sin embargo, ha sido la visión del mercado en torno a sus palabras. El sorpresivo avance del Imacec de enero, puntualmente, ha llevado a varios a inclinarse por la tesis de Marcel.

"La hipótesis sobre un aterrizaje suave la compartimos", dice Pablo Solís, gerente de Renta Variable de STF Capital. De hecho, en la intermediaria cambiaron sus proyecciones para el movimiento del PIB en 2023 desde -1% hasta -0,5%, incluso mejor que el -0,7% que maneja Hacienda.

Y, con un mercado local que se refugió con fuerza en la renta fija a la espera del aterrizaje forzoso, estas nuevas proyecciones podrían llevar a ajustes en los portafolios.

“Considerando un aterrizaje suave, es el IPSA el que debería llevarse la delantera por un ajuste de valoración de compañías que hoy tienen incorporada una recesión para 2023”, dice Diego Bobadilla, gerente de Portfolio Solutions de Credicorp Capital. “La renta fija debería tener un impacto acotado, con las tasas manteniéndose altas por un periodo adicional”.

Renta fija chilena: Datos macro afectan atractivo de bonos locales

“La renta variable en general podría verse favorecida, dado que las compañías actualmente tienen internalizado en sus precios un escenario de menor crecimiento, por lo que el IPSA podría beneficiarse de un ajuste al alza en las expectativas de crecimiento”, concuerda Eduardo Villablanca, *product owner* de Asesoría de Inversiones en Itaú.

Ante la hipótesis de que el ajuste de la economía será suave, en el mercado describen buenas opciones en el IPSA, dadas sus valorizaciones. Sectores como el bancario o las empresas relacionadas a los *commodities* llaman la atención de varios. Y si bien recomiendan reducir posiciones en renta fija, no llaman a dejarla, al tiempo que opciones en activos alternativos también serían llamativas. ¿Cuándo cambiar de estrategia? ahí, las miradas varían.

UN IPSA "BARATO"

Al mejorar las proyecciones de crecimiento, se abriría una oportunidad para las empresas. Pero, por otro lado, la inflación podría mantenerse alta y el esperado recorte de tasas del Banco Central seguiría a la espera, lo que complicaría algunas estrategias de renta fija.

Solis, de STF, prefiere privilegiar la renta variable frente a la renta fija. “Creemos que las bajas de tasas del Central ya están internalizadas en las tasas”, dice. “Si bien pueden ajustarse un poco, a la larga no debería generar un retorno relativo mayor al de renta variable”.

Gonzalo Trejos, socio de Quest Capital, también ve mejores opciones en la renta variable en este caso. Aclara, eso sí, que no comparte la tesis de Marcel. “Una golondrina no hace verano”, advierte, haciendo referencia a que la cifra de un Imacec puntual no sería suficiente para un “cambio en la tendencia para 2023 del crecimiento e inversión”. Pero, “suponiendo el caso hipotético de un 2023 con una desaceleración más suave”, cree que hay que sobreponderar la renta variable. “Ya que en un escenario con una economía más fuerte, el impacto sobre las utilidades de las empresas es menor, y la bolsa como un todo sigue estando barata”, señala.

Lo “barata” se reflejaría, según Solis de STF, en que el IPSA está transando bajo el nivel de ocho veces precio utilidad. “Debería estar al menos nueve veces precio utilidad”, dice, haciendo referencia al indicador que divide el precio de las acciones por las utilidades por acción. “Nos sigue pareciendo una bolsa barata y el IPSA debiese llegar a niveles de 6.300 a finales de 2023”, proyecta.

Si se da el escenario de una economía con mejor dinamismo, Trejos, de Quest, cree necesario privilegiar a sectores más cíclicos. “Como *retail*, bancos, consumo”, sostiene.

“Considerando un escenario de crecimiento mejor a lo esperado, las empresas ligadas al sector de consumo podrían verse beneficiadas, debido a que actualmente sus precios tienen internalizado un escenario de menor crecimiento”, concuerda Villablanca, de Itaú.

Solis, de STF, plantea sus preferencias puntuales: “hay acciones como el sector bancario, *commodities* e incluso el sector eléctrico que siguen estando bajo su *fair value* y en ese sentido tienen un interesante *upside*”, afirma. Nombra a Banco de Chile y Banco Santander Chile, al tiempo que en los *commodities* se inclina por el litio, con SQM, y el hierro, con CAP. Esto, “debido a que esperamos que exista una mejora en los mercados emergentes”, dice, aludiendo a un impulso que llegaría desde la reactivación de la economía china.

“Dentro de la industria eléctrica vemos mucho valor en generadoras que estuvieron muy castigadas, como Enel Chile, que se ha visto muy posicionada tras los resultados que mostró en 2022”, agrega Solis.

Pero todavía es cauto en otros sectores. Advierte que en el consumo siguen privilegiando el esencial por sobre el discrecional. “Las expectativas de la gente respecto de la economía siguen apretadas y esto a la larga los lleva a posponer decisiones de consumo de más largo plazo, como podría ser un refrigerador”, advierte. El sector discrecional, con todo, tendría un año “no necesariamente malo”, considera.

Para Bobadilla, de Credicorp Capital, “las acciones de centros comerciales se ven atractivas en este escenario: los niveles de *cap-rate* e indexación a la UF hacen que sea uno de los mejores sectores para invertir este año”, dice. “En lo más tradicional, los bancos deberían seguir mostrando buenos números y hoy tienen valorizaciones atractivas si las comparamos con su historia”.

RENTA FIJA: GANADORES Y PERDEDORES

Si bien entre analistas se repite que un escenario de “aterrizaje suave” puede inclinar el portafolio local hacia la renta variable, también ven oportunidades en la renta fija. Eso sí, aclaran que habría ganadores y perdedores.

Ante un escenario en el que el Banco Central deba mantener las altas tasas actuales por más tiempo, los ganadores serían los papeles de corta duración, en UF y se extendería el buen momento de los depósitos a plazo. El perdedor: la deuda de duraciones más largas.

Sería necesario “considerar duraciones más medianas o cortas y cargado a papeles en UF, ya que un crecimiento mayor al esperado retardaría las esperadas bajas de tasas (o al menos los recortes serían menores)”, dice Trejos, de Quest Capital. “Evitaría las emisiones más largas, ya que las tasas se mantendrían en niveles altos y con volatilidad”.

“Preferimos papeles a corto plazo, de preferencia depósitos a plazo en torno al año, ya sea nominal con retornos en torno al 10,5% o en UF en torno al 5%. Es una combinación de bajo riesgo de tasas, con altos retornos esperados”, dice Villablanca, de Itaú. “En un escenario de mejor crecimiento del esperado, la inflación podría ser más persistente, por lo que es clave mantener posiciones en UF en ese escenario”.

Agrega que, entre los instrumentos que se verían menos beneficiados se cuentan los papeles de más de dos años, dado que ya tenían incorporada una baja de tasas agresiva por parte del Banco Central.

Para Bobadilla, de Credicorp Capital, los depósitos a plazo siguen siendo una excelente alternativa de corto plazo dados los cambios en las proyecciones de ajuste de TPM. Y, a su juicio, los bonos bancarios con plazos de 2 a 3 años mostrarían la mejor relación riesgo retorno. “Es posible tener buena visibilidad e impactos acotados en caso de alzas de tasas. Capturan la variación de la UF, y presentan *spreads* por sobre los niveles de los últimos años”, dice respecto a sus diferenciales frente a los bonos del Tesorería y del Banco Central, o “libres de riesgo”. “Si bien los corporativos presentan *spreads* sobre sus promedios históricos, estos son bajos si los comparamos con las tasas base, por lo que no vale la pena tomar el riesgo adicional”.

CALCULANDO EL SALTO

Otros vehículos de inversión que podrían ganar tracción con un escenario de aterrizaje suave serían algunos activos alternativos. Para Solis, de STF, por ejemplo, la deuda privada presenta una buena oportunidad. “Las tasas alrededor de este segmento son atractivas para inversionistas, del orden de UF 5,5% o incluso hasta UF 8% para distintos tipos de deuda privada”, explica. Advierte, con todo, que dado que el análisis para este tipo de instrumentos es más complejo, “tal vez conviene exponerse a través de fondos de inversión”.

Y bien la idea de un aterrizaje suave está ganando fuerza tras el sorpresivo Imacec de enero, saltar a una nueva estrategia es una decisión compleja. “Hacer *timing* al mercado es algo muy difícil”, advierte Bobadilla, de Credicorp Capital. Alerta que “activos ilíquidos o de compromisos de largo plazo no son beneficiados en este escenario”.

Eso sí, Villablanca, de Itaú, cree que el mercado se adelantará. “Probablemente comenzará a internalizar en los precios este escenario antes de que ocurra, por lo que cualquier cambio de estrategia debería implementarse antes”, indica.