

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

IPSA: ¿sobrevaloración o anticipo de recuperación?

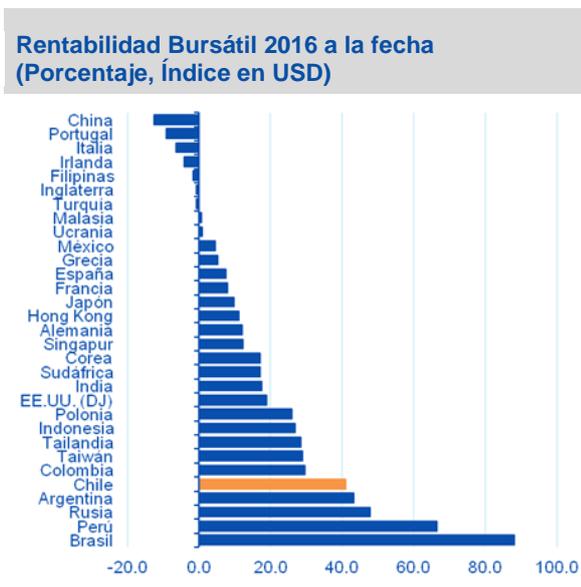
Cristóbal Gamboni / Hermann González / Waldo Riveras / Jorge Selaive

El mercado accionario ha tenido un significativo incremento que se incuba desde inicios del 2016, pero que se ha acelerado en el margen. El IPSA aumentó 32% y 41% medido en pesos y en dólares, respectivamente, desde el 2016. Los argumentos esgrimidos para este desempeño van desde una bolsa que se encontraba rezagada respecto a comparables hasta que estaría anticipando una recuperación económica o un cambio de gobierno que moderaría/reenfocaría las políticas públicas.

Utilizamos diversas metodologías para evaluar si el nivel del IPSA se encuentra desalineado de sus fundamentales, y concluimos lo siguiente: (1) La bolsa se ubicó por debajo de lo sugerido por diversos modelos durante los últimos 2 a 3 años, pero en el margen estaría en la parte alta o algo sobre lo sugerido por fundamentales, dependiendo de la metodología empleada; (2) El desalineamiento es inferior en magnitud al observado a fines del 2010; (3) La acotada sobrevaloración de la bolsa tendría espacio para corregirse a menos que veamos una significativa recuperación en sus fundamentales en el corto plazo.

Comparada con un amplio número de plazas bursátiles, la rentabilidad de la plaza local ha estado entre las mayores medidas en dólares (Gráfico 1). Más aún, en lo más reciente la razón precio/utilidad (P/U) se ubica en torno a 22, algo por sobre su promedio histórico (Gráfico 2). Estas observaciones han levantado justificable cuestionamiento respecto a su perdurabilidad.

Gráfico 1



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Gráfico 2



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

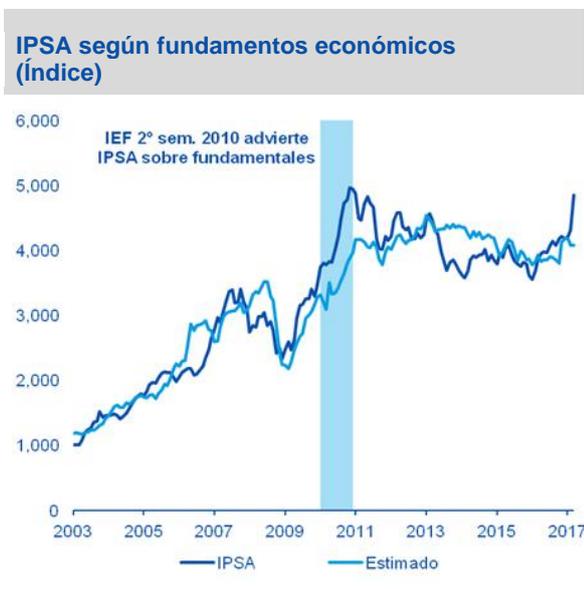
Primera aproximación: fundamentos económicos

Se estima un modelo de determinación del IPSA basado en fundamentos económicos (Gráfico 3). Este modelo relaciona el nivel del índice accionario con la evolución de la actividad -medida por el IMACEC desestacionalizado- y los términos de intercambio aproximados en frecuencia mensual por el precio del cobre y petróleo. También se controla por el nivel de precios y la tasa de interés de largo plazo local, asumiendo que existe una relación de largo plazo (cointegración) entre estas variables. Los resultados de esta estimación confirman la clara observación de desalineamiento de fines del 2010, que fue también reportada por el Banco Central en el *Informe de Estabilidad Financiera* del segundo semestre de ese año. En el margen, al cierre de esta nota con el IPSA en 4.870 puntos, se observa también un leve desalineamiento al observar que el indicador estaría algo sobre la parte alta. La diferencia entre el IPSA estimado y observado sería estadísticamente distinta de cero con un nivel de confianza del 5%.

Segunda aproximación: exceso de retorno CAPM

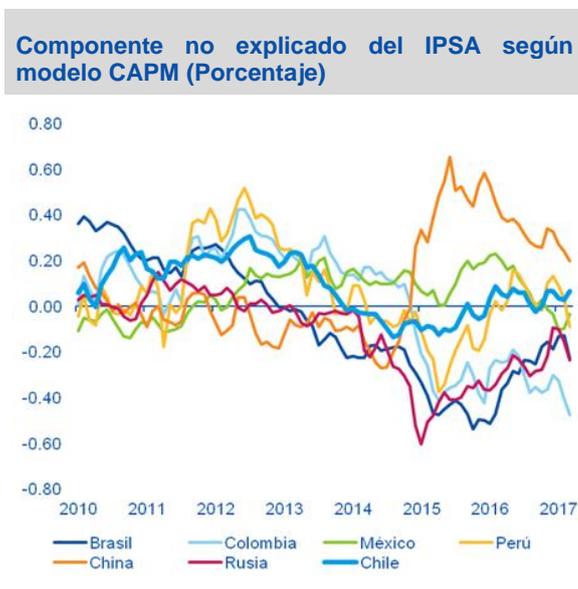
Se estima el nivel del IPSA considerando la evolución de un índice de precios de acciones regional (CAPM). Se utilizan diversos indicadores regionales y los resultados no cambian. El Gráfico 4 presenta el retorno en exceso de diversas plazas bursátiles, similares a las utilizadas por el Banco Central en su análisis del IEF2S del 2010. Se observa que si bien la plaza china tendría un exceso de retorno marcadamente superior, muy en el margen (cuando el IPSA local supera los 4.800 puntos), la plaza chilena se transforma en la segunda con mayor exceso de retorno de la muestra, sobre otras economías emergentes y latinoamericanas.

Gráfico 3



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Gráfico 4



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

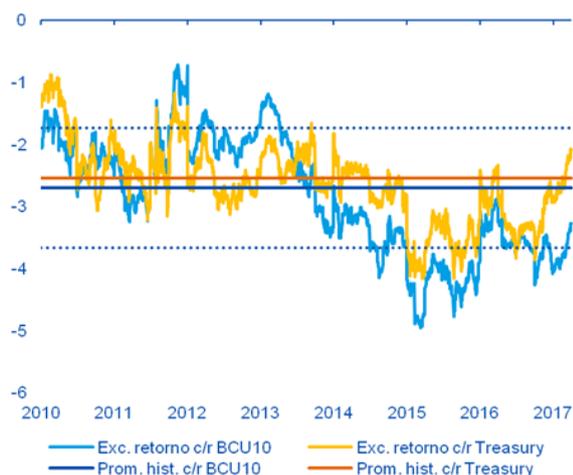
Tercera aproximación: “modelo Fed”

Complementaria a las aproximaciones econométricas anteriores, se estima el “modelo Fed” que asume una relación estable entre la rentabilidad de un bono de gobierno de largo plazo y la razón utilidad/precio de las empresas. Cuando la diferencia entre estas variables está sobre el promedio se considera que los precios de las acciones están por sobre su valor de largo plazo. Como ejercicio alternativo se utiliza también la

razón de la utilidad esperada/precio y los resultados no cambian. Primeramente se utiliza el BCU a 10 años, donde observamos que desde el 2014 la bolsa estaría por debajo del promedio histórico, y particularmente el 2015 bajo una desviación estándar (Gráfico 5). En el margen, esta medida de exceso de retorno habría entrado al rango estadístico, aunque permanecería bajo promedio histórico. Complementariamente, bajo la válida premisa de que la bolsa local también sería una clase de activo global relevante para inversionistas internacionales, se utiliza el bono del Tesoro americano. En este caso, la bolsa chilena habría entrado en zona sobre su valor de largo plazo. Esta diferencia en la estimación del exceso de retorno se explica por el bajo nivel comparable del BCU10, aspecto que abordamos en nuestro último *Observatorio de Renta Fija*. La fuerte demanda de agentes institucionales por instrumentos de renta fija local tiene un rol relevante en el desacople reciente entre las tasas locales y externas y, en consecuencia, en el exceso de retorno estimado¹.

Gráfico 5

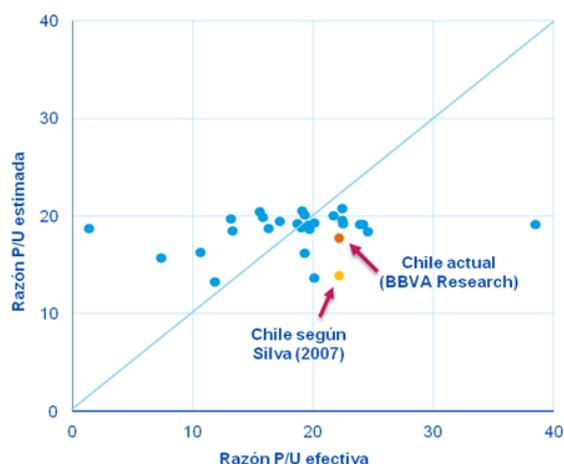
Exceso de retorno según modelo Fed con tasa de interés local y Treasury (Porcentaje)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Gráfico 6

Razón P/U efectiva y estimada según corte transversal (Índice)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Cuarta aproximación: P/U corte transversal

Este enfoque estima la razón P/U como una función de la inflación y del crecimiento económico para un corte transversal de países, emergentes y desarrollados. El modelo estimado resulta en una relación positiva para el crecimiento del PIB y negativa para la inflación, interpretada como una proxy de la tasa de descuento, y se basa en Silva (2007, IEF). Se considera una relación P/U efectiva versus la P/U estimada para un conjunto de países, ubicándose la plaza bursátil chilena con una P/U estimada inferior a la que actualmente presenta, tanto para la P/U estimada utilizando los coeficientes de Silva (2007) como para nuestra estimación a Marzo 2017 (Gráfico 6).

¹ En nuestro último *Observatorio de Tasas*, de enero de 2017, levantamos como un riesgo relevante la migración de cotizantes desde fondos conservadores a fondos riesgosos, lo que traería consigo una relevante disminución en las tenencias de activos de renta fija soberana local. Nuestra estimación apunta a que si volvemos a los niveles de participación de Fondos de Pensiones de fines de 2015 las tasas podrían aumentar cerca de 60 pb.

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.