

Feet-On Chile

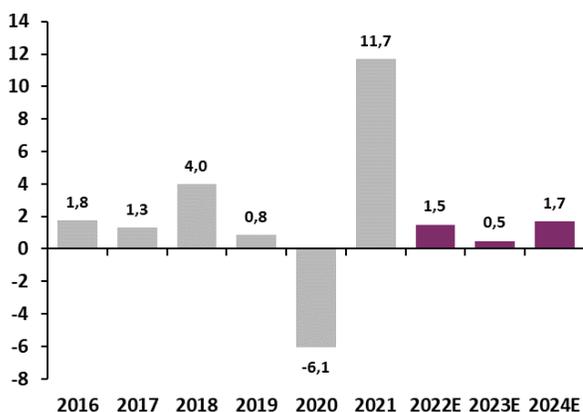
Junho 2022

Resumo país

População (milhões)	19,5
Capital	Santiago
Presidente	Gabriel Boric
Próxima Eleição	2025
Moeda	CLP
Tipo de Câmbio (CLP/USD)	825,5
PIB nominal 2021 (USD bilhões)	290,4
PIB Per capita 2021 (USD)	16.069
Crescimento do PIB 2021 (%)	11,7
2022 E (%)	1,5
2023 E (%)	0,5
Investimento 2021 (% GDP)	25,2
Dívida Pública Bruta 2021 (% GDP)	36,3
Conta Corrente 2021 (% GDP)	-6,7
Classificação de Risco	
S&P	A
Moody's	A1
Fitch	A-
Ranking Internacionais	
Doing Business	56/190
Economic Freedom	20/180
Global Competitiveness	33/141

Fonte: Fundo Monetário Internacional

Produto Interno Bruto Var. % YoY



Fonte: Fundo Monetário Internacional, dados de maio de 2022

Fotofobia*

A "foto" de hoje parece desafiadora tanto local quanto internacionalmente, mantendo a pressão sobre os preços dos ativos chilenos. Nesse sentido:

- As ações chilenas parecem vulneráveis, apesar do castigo embutido nos preços e da atratividade das valorizações:
 - Risco idiossincrático coloca um teto sobre os ativos
 - A atividade se desacelera desde o impulso de 2021
 - Pressões inflacionárias ainda estão presentes
 - Saídas de fluxo refletem a falta de otimismo no país
- Riscos:
 - Incerteza política, descontentamento social
 - Desaceleração da China

Incerteza latente, estagflação à vista

A desaceleração econômica, a inflação persistente, a grande incerteza local devido aos processos políticos em curso e ao descontentamento dos cidadãos, geram um contexto complexo para investimentos no Chile, ao qual se soma um cenário externo desafiador, particularmente quando se considera os problemas na China e a guerra na Ucrânia. Diante disso, optamos por permanecer cautelosos na identificação de oportunidades no Chile.

A pandemia, assim como aconteceu ao redor do mundo, impactou consideravelmente a economia chilena, causando uma contração de 6,1% em 2020. A resposta a essa deterioração foi uma das mais agressivas do mundo em termos de estímulos fiscais (com transferências diretas para 12,7% do PIB) e monetárias, às quais foram adicionados 3 saques de contas de capitalização individual para pensões, no valor próximo a USD 50 bilhões. O resultado foi uma das maiores recuperações globais, com o PIB crescendo 11,7% em 2021.

Nesse contexto, a pandemia regrediu permitindo a redução das restrições à população e, portanto, os estímulos começam a desaparecer. Com isso, a atividade econômica se normaliza a partir dos níveis historicamente altos de 2021, com o Fundo Monetário Internacional (FMI)

*Canção da banda chilena *La Ley*, lançada em 1998.

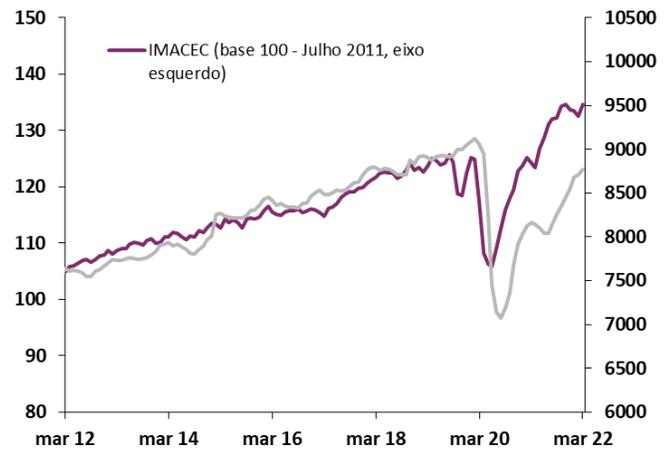
diminuindo as expectativas de crescimento para 2022 de 2,5% para 1,5% em abril deste ano, de mãos dadas com retrocessos generalizados, em todos os setores da economia, exceto serviços, caindo a partir de outubro de 2021.

Do outro lado está o mercado de trabalho, que não conseguiu atingir o nível pré-pandemia em termos de emprego, o que contrasta com a atividade econômica. Ainda assim, a recuperação foi sustentada à medida que os bloqueios foram facilitados, destacando a criação de mais de 60.000 empregos e um aumento de 63.000 pessoas na força de trabalho em março. Espera-se que essa tendência continue nos próximos meses apoiada pela contratação de subsídios, que correspondem a uma das poucas medidas do executivo para enfrentar os efeitos da pandemia que mantêm sua validade.

Neste contexto de desaceleração da atividade e recuperação do emprego, no entanto, ainda estão presentes pressões inflacionárias. A inflação atingiu 1,4% mensal em abril, acima do 1,0% esperado, equivalente a 10,5% em relação ao ano anterior, o que corresponde ao maior recorde desde 1994. Isso aumenta a pressão sobre o Banco Central, que elevou a taxa de política monetária em 125 bps. em sua reunião de maio até 8,25%, excedendo 100 bps. esperado. Para os próximos meses, espera-se que o tom *hawkish* seja mantido, produto de uma atividade econômica cuja normalização não seria suficiente para conter o aumento dos preços. Diante disso, as expectativas do mercado de dois anos antecipam a inflação acima da meta de 3% do Banco Central, que provavelmente continuará elevando a taxa de referência para atingir cerca de 9% até o final do ano.

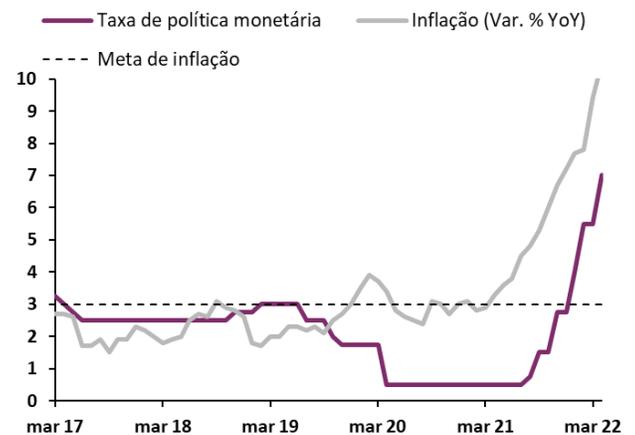
No plano político, os processos que buscaram uma mudança radical no modelo de desenvolvimento econômico, iniciado após as manifestações sociais de outubro de 2019, mantêm o país sob forte incerteza político-social-institucional, que atua como um teto para os preços dos ativos financeiros. No entanto, e apesar da mudança na liderança política que o governo de Gabriel Boric representa, as dificuldades continuam a ser observadas na liderança política, que tem se manifestado em uma violenta queda na aprovação cidadã do governo. Dessa forma, em quase dois meses, a desaprovação já superou a aprovação, o que contrasta com os mandatos presidenciais anteriores.

Atividade Econômica e Mercado Laboral



Fonte: Banco Central do Chile / INE, dados de maio de 2022

Taxa de Política Monetária e Inflação



Fonte: Banco Central do Chile / INE, dados de maio de 2022

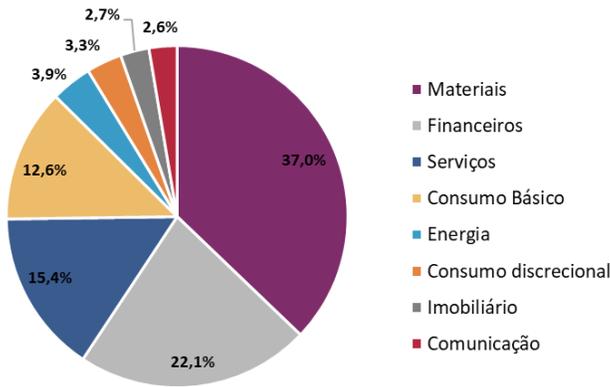
Neto de Aprovação Presidencial (% aprovadores - desaprovadores)



Fonte: Pesquisa Cadem, dados de maio de 2022

Composição Setorial

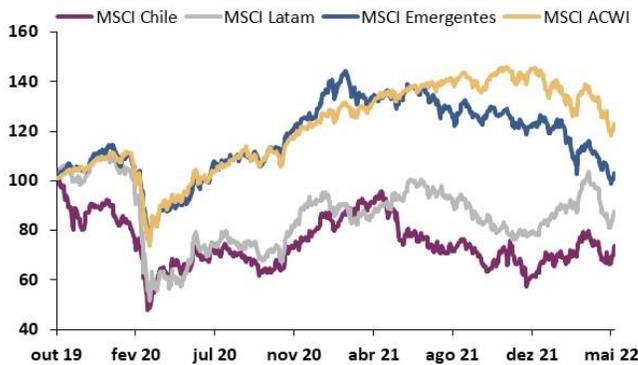
MSCI Chile | % del total



Fonte: MSCI, dados em 17 de maio de 2022

Desempenho ações

BASE 100 = 30/09/2019 | Índice em USD



Fonte: Bloomberg, dados em 17 de maio de 2022

Divisas

Base 100 = 31/12/2021 | (USD / Divisa)



Fonte: Bloomberg, dados em 17 de maio de 2022

Por sua vez, o processo de construção de uma nova constituição está progredindo, e a primeira minuta de uma nova já foi gerada, que agora deve concluir um processo de harmonização (identificar contradições, erros ortográficos, entre outros), para gerar a proposta final que será votada em plebiscito em 4 de setembro. No entanto, semelhante ao que acontece com o executivo, a confiança dos cidadãos no nível das urnas cai, e a opção de "rejeição" no plebiscito de saída começa a se consolidar sobre a opção "eu aprovo", embora o caso básico permaneça que o novo texto constitucional seja finalmente aprovado. Isso, devido à incorporação constitucional dos direitos sociais (habitação, saúde, pensões) que a constituição atual não considera, o que também carrega o peso de ter sido inicialmente redigido durante o período da ditadura militar.

Ações chilenas seguem a onda de latam

O mercado acionário chileno vem caindo nos últimos 10 anos em consonância com o desempenho da região, que ainda é válido até agora. Com base nisso, não se espera um *outperformance* considerável em relação ao LatAm, embora existam várias métricas em que surgem a dúvida se os piores cenários já seriam incorporados aos preços.

O índice MSCI Chile (em sua versão IMI 25/50, que é a base dos instrumentos globais mais líquidos investidos para ações chilenas) é composto por 24 empresas, onde o setor de materiais é o mais relevante (36%) -integrado por empresas com presença nacional e internacional -, seguido pelo setor financeiro (23%), composto principalmente por bancos. Estes, juntamente com os setores de utilidades (15%) e consumo básico (13%), compõem 87% do índice. Dessa forma, é possível observar que predominam empresas de natureza cíclica, como a SQM, líder mundial na produção de lítio que representa cerca de 28% do índice.

As ações chilenas subiram 16,7% em USD até este momento do ano, em acordo com o desempenho da América Latina (12,2%). Isso é explicado principalmente por uma melhor posição relativa da região aos efeitos da guerra na Ucrânia, que, juntamente com valorizações castigadas e um *underperformance* de desempenho de médio e longo prazo, causou uma valorização dos ativos latino-americanos.

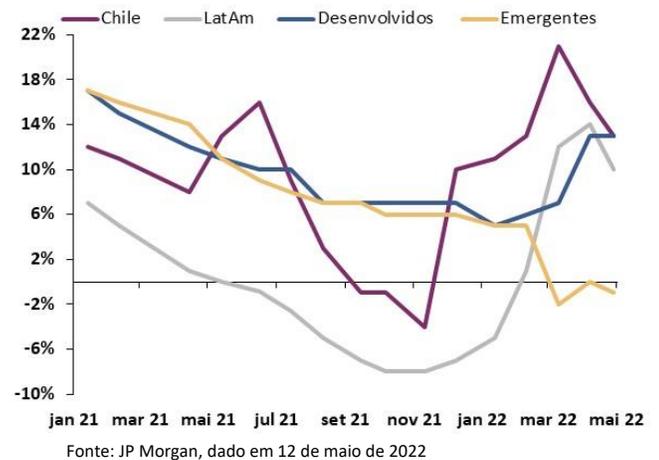
Nesse contexto, destaca-se também o caso das moedas, com o peso chileno caindo 1,0%, perto da ligeira valorização da região, exceto no caso do real brasileiro (+10,1%) e da taxa de câmbio oficial do peso argentino (-12,5%). Nesse sentido, o bom *momentum* suporta os ativos locais, e explica grande parte do desempenho.

Quanto ao setor corporativo, as empresas têm balanços saudáveis em relação à história, e espera-se um aumento de 13% nos lucros este ano, acima dos -1% esperados para as economias emergentes e também superando a estimativa para a América Latina (10%). No entanto, a expectativa de lucros vem corrigindo para baixo. Em termos de dividendos, o *dividend yield* do índice chileno é de 5%, inferior aos 8% que a América Latina entrega, mas ligeiramente melhor do que o esperado para mercados emergentes (3%).

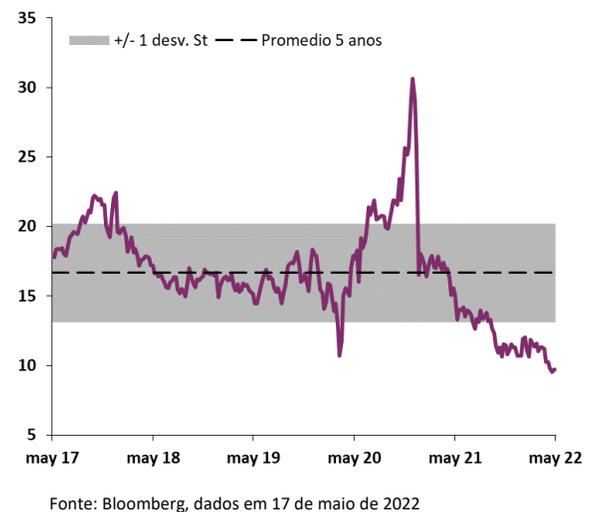
Em relação às valorizações, a relação P/U fwd. aos 12 meses e o P/VL está abaixo de sua média de 5 anos em termos absolutos, indicando que o índice ainda está sendo negociado barato em relação à história. Em relação à região, a atratividade é menor, com a razão P/U fwd. e o P/VL negociado perto da média de 5 anos, então no último sentido não é possível identificar uma oportunidade.

Finalmente, até o que levamos deste ano, houveram saídas líquidas de capital (fluxos para ETFs e fundos de *equity*) no Chile, perto de 6,3% do total de ativos sob gestão (AUM), o que contrasta com os 10,4% dos fluxos positivos para o ano na LatAm, indicando que os investidores ainda não conseguiram projetar um cenário favorável para o país em relação à região.

Crescimento esperado de utilities 2022



MSCI Chile P/E fwd.



Price/Book Value relativo

MSCI Chile vs. MSCI América Latina



Rentabilidade (USD) %	MTD	Abril	3 m	YTD	1Y	3 y	5 y	10 y	Volatilidade 5Y	Sharpe 5Y	Dividend Yield
ACWI	-1,9	-8,0	-9,2	-14,6	-6,9	9,9	8,9	9,9	15,8%	0,5	2,0%
Desenvolvidos	-1,6	-8,3	-8,2	-14,4	-5,0	10,8	9,7	10,8	16,6%	0,5	2,0%
Emergentes	-4,2	-5,6	-16,6	-15,8	-19,6	3,5	2,8	3,5	16,6%	0,1	3,0%
América Latina	1,3	-13,0	0,3	12,2	-0,5	1,5	0,6	-0,6	27,6%	0,0	8,0%
Argentina - Merval	0,5	-6,6	-8,8	-5,3	29,1	1,3	-11,1	4,9	41,9%	0,8	3,0%
Brasil - Ibov	0,6	-13,9	0,0	16,5	-6,0	0,1	0,2	-2,1	26,1%	0,4	10,0%
Chile - Ipsa	4,7	-10,4	3,2	16,7	1,7	-5,9	-4,1	-3,5	22,2%	0,0	5,0%
Colômbia - Colcap	-5,2	-8,4	-2,2	10,4	6,6	-6,2	-5,5	-8,9	19,9%	0,2	8,0%
México - IPC	2,1	-11,2	-0,8	-1,0	3,2	4,3	-0,3	-0,5	16,5%	0,1	4,0%
Peru - S&P Ind. Global	-9,4	-11,8	-15,5	2,3	-8,2	-3,4	1,8	-3,5	18,3%	0,2	5,0%

Fonte: Bloomberg, dados em 17 de maio de 2022

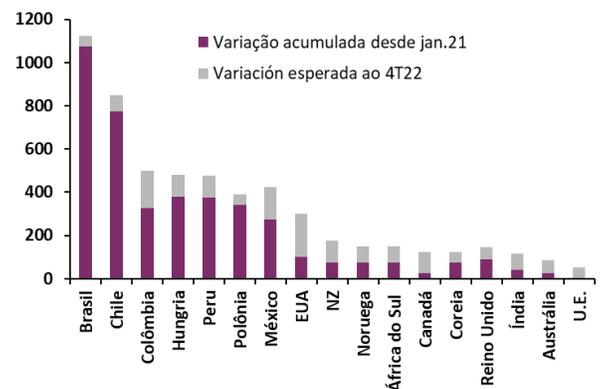
Saque agressivo do Banco Central: Taxas curtas atraentes

O cenário global, caracterizado pela retirada de estímulos monetários para combater a inflação, juntamente com correções às projeções de crescimento devido ao impacto da guerra na Ucrânia e à desaceleração na China, mantém a classe de ativos sob pressão. Neste contexto, a LatAm se destaca como uma das regiões mais bem posicionadas em termos relativos. Isso, devido ao menor impacto da guerra, às valorizações geralmente atraentes e ao fato de que o processo de elevação das taxas de política monetária começou mais cedo e com maior magnitude em relação às economias desenvolvidas.

O Chile tem sido um dos países mais agressivos em termos de retirada de estímulos monetários, o que levou a um aumento nos rendimentos dos títulos, especialmente na parte mais curta da curva, que é invertida. Nesse sentido, tendo em conta as pressões inflacionárias atuais, a exposição de papéis na UF de curto prazo é favorecida.

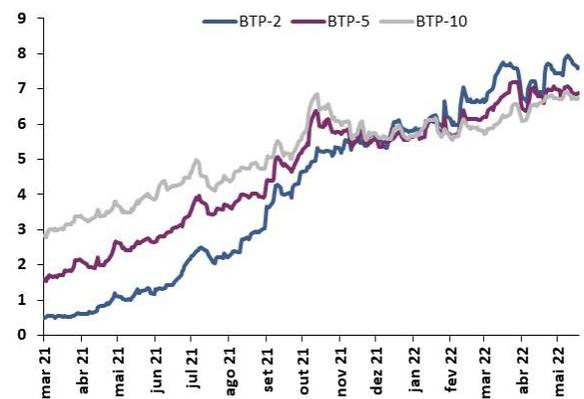
Em suma, o risco idiossincrático e eventuais gastos fiscais mais altos deixariam as taxas em um nível estruturalmente mais alto do que a crise pré-pandemia e social, embora o nível atual seja alto, e deve cair à medida que a inflação se aproxima da meta de 3% do Banco Central.

TPM global e expectativas
(pbs.)



Fonte: Banco Central de Chile / Bloomberg, dados em 18 de maio de 2022

Taxas em CLP



Fonte: RiskAmerica, dados em 17 de maio de 2022

As opiniões contidas neste relatório não devem ser consideradas como uma oferta ou um pedido de compra ou venda, para subscrever ou resgatar, para contribuir ou retirar qualquer tipo de títulos, mas são publicados para fins informativos apenas para nossos clientes. As projeções e estimativas apresentadas foram elaboradas pela nossa equipe de trabalho, apoiada pelas melhores ferramentas disponíveis, porém, isso não garante que elas serão atendidas. As informações contidas neste relatório não correspondem a objetivos específicos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer destinatário do relatório. Antes de efetuar qualquer transação de valores mobiliários, os investidores devem informar-se sobre as condições da transação, bem como os direitos, riscos e responsabilidades implícitos nela, para os quais as empresas do grupo Compass e/ou pessoas relacionadas ("Compass Group"), não assumem qualquer responsabilidade, direta ou indireta, derivada do uso das opiniões contidas neste relatório. Qualquer opinião expressa neste material está sujeita a alterações sem aviso prévio do Compass Group, que não assume nenhuma obrigação de atualizar as informações nele contidas. O Compass Group, suas pessoas relacionadas, oficiais ou outros funcionários, podem fazer comentários de mercado, orais ou escritos ou transações que reflitam uma opinião diferente daquelas expressas neste relatório.