



# Comentario Mercados Globales y Locales

Departamento de Estudios

Septiembre 2021

## Resumen

Continúa la tensión entre señales de desaceleración y persistencia /transitoriedad de la mayor inflación a nivel global.

Bancos centrales comienzan a esbozar retiro de medidas no convencionales, pero tasas de interés incorporan elevada liquidez por un periodo aún prolongado.

Ruido por caso Evergrande se suma a la incertidumbre que se ha reflejado en una mantención de un dólar global fortalecido (versus el escenario base para 2021), algo de mayor aversión al riesgo y mantención de tasas de interés bajas (búsqueda de activos refugio y cobertura en dólares).

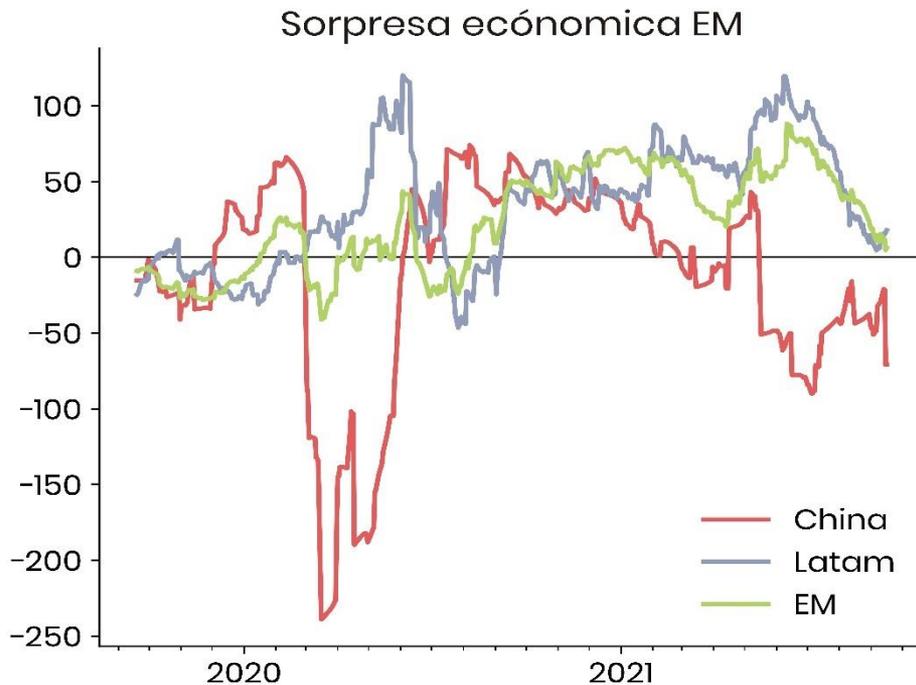
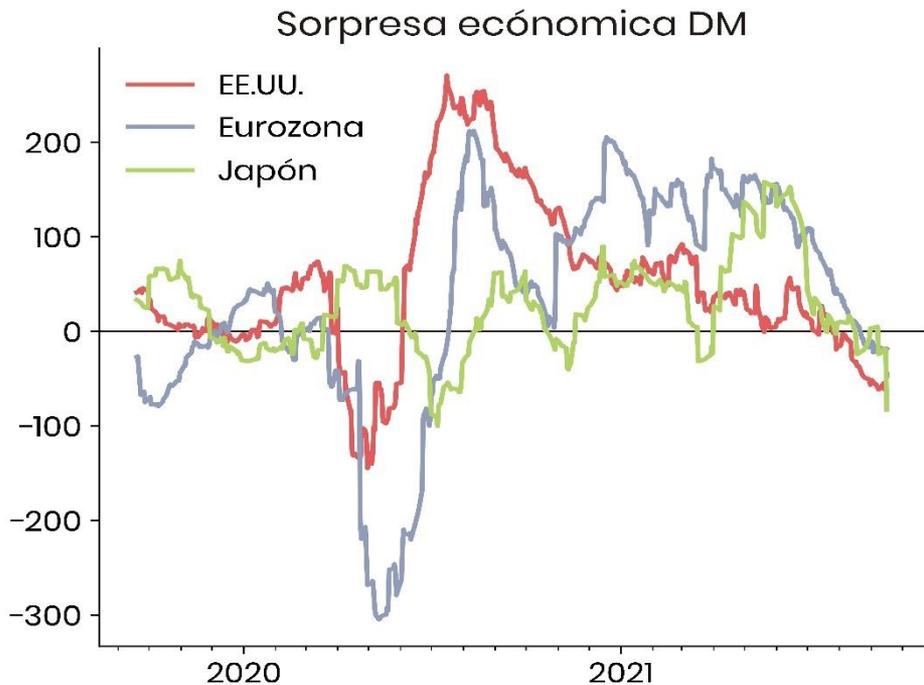
De darse escenario de apoyo estatal, impacto sería de carácter acotado sobre mercados financieros chinos y emergentes en general (precios de materias primas, tipos de cambio y bolsas (exportadores)).

A nivel local, foco en ruidos de China pone presión sobre los activos locales (tipo de cambio, bolsa y tasas de interés), mientras ceden muy marginalmente las expectativas de inflación a corto y mediano plazo.

Nuestra expectativa para inflación a 3 meses se ubica levemente bajo el mercado, aunque con grados de incertidumbre más elevados que lo habitual. Con todo, estimamos inflación de 4,6% al cierre de 2021 y de 3,2% al cierre de 2022.

Mantenemos sesgo a duraciones cortas en renta fija soberana y corporativa, ante eventual escenario de mayor presión sobre deuda pública y retiro más agresivo de liquidez por parte del BC.

# Sorpresas de actividad siguen a la baja, confirmando un escenario de recuperación más ralentizado.

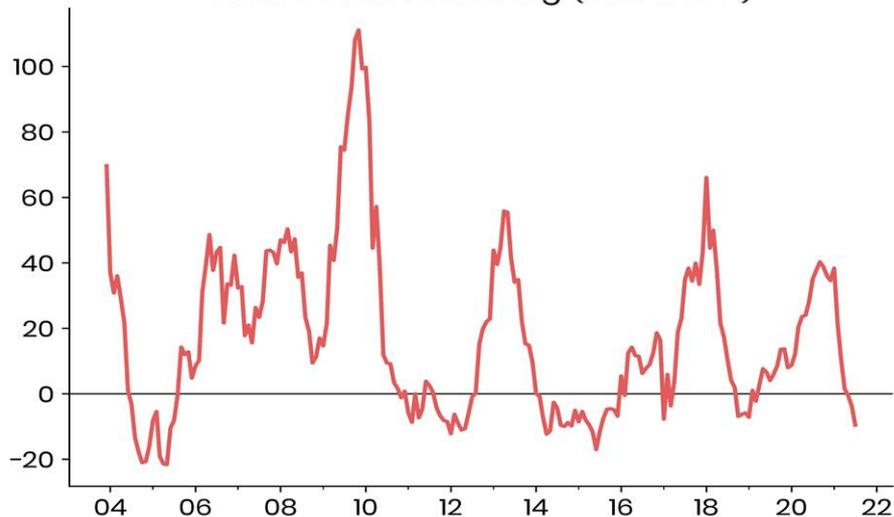


En China, cifras de actividad de agosto confirman ralentización. Ola de coronavirus en agosto, así como un retiro del estímulo desde principios de este año explicarían en parte este desarrollo. Riesgos financieros por caso Evergrande se suman a ruidos locales.

CHINA: VENTAS MINORISTAS (var % interanual)



Total Social Financing (var. % 12m)



## Ruido por caso Evergrande se suma a la incertidumbre (1/4)

La compañía anunció que enfrentaba problemas de liquidez relevantes como consecuencia de una disminución de los contratos de venta y la falta de avance en la venta de otros activos.

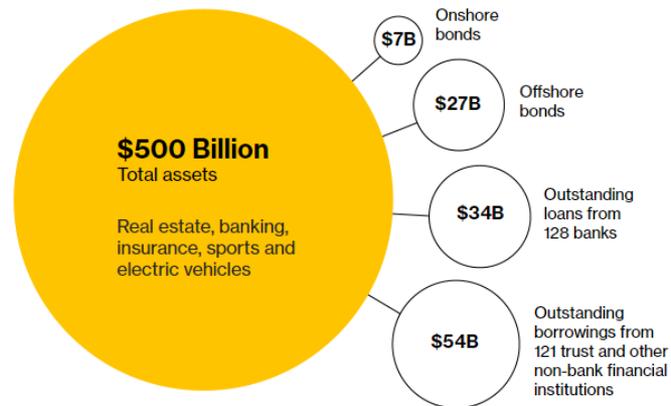
Asimismo, indicó que había contratado asesoría financiera para evaluar su estructura de capital y encontrar una solución óptima a sus problemas financieros para todos los *stakeholders*.

### Situación Financiera:

	RMB bn	USD bn
Activos Total	2377.6	372
Pasivos Total	1966.5	307
Préstamos	571.8	89
Cuentas por pagar	962.9	150
Pasivos contractuales	215.8	34
Otros	216	34
Capital Total	411	64

### Size Matters

Evergrande's web of borrowings makes it systemically important to China



Source: Bloomberg

Note: As of June 30, according to Aug. 24 letter seen by Bloomberg

## Ruido por caso Evergrande se suma a la incertidumbre (2/4)

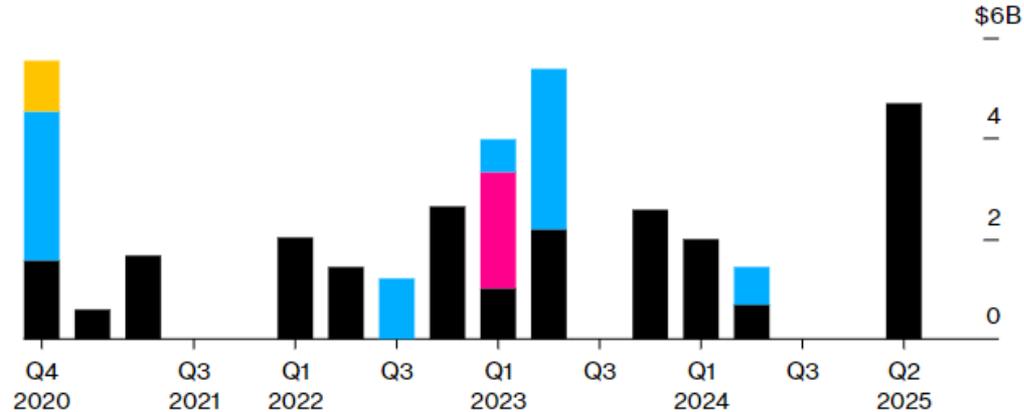
El gran porcentaje que representan sus cuentas por pagar tiene que ver en parte con la regulación impuesta a los desarrolladores inmobiliarios respecto a acceder a financiamiento en el mercado de capital local, así como a financiamiento bancario y de bonos.

Lo anterior, como parte de los esfuerzos del gobierno para contrarrestar el aumento en los precios de las viviendas y el deterioro en la capacidad de las personas de acceder a ellas.

### Coming Due

Evergrande's upcoming debt maturities are attracting investor attention

■ U.S. dollar bonds ■ HKD bonds ■ Yuan bonds ■ HKD loan



Source: Bloomberg

Note: Totals for HKD and yuan-denominated debt converted into U.S. dollars. Totals represent bond and loan principals.

## Ruido por caso Evergrande se suma a la incertidumbre (3/4)

Sus **activos de propiedades** (bajo construcción, listas para la venta, propiedades de inversión y caja) **totalizan cerca de un 85% del total de pasivos**, sin embargo, una eventual liquidación de estos activos para hacer frente a los pagos es poco probable por:

- i) dificultad de los potenciales compradores para acceder a financiamiento bancario contra proyectos que tienen un riesgo elevado de no ser acabados, así como por las condiciones más restrictivas en el acceso a créditos hipotecarios instruidas por la regulación (con el objetivo de frenar una eventual 'burbuja inmobiliaria')
- ii) una baja demanda por menor confianza en el sector,
- iii) la incapacidad de la compañía de poder ofrecer grandes descuentos, ya que esto está prohibido por los gobiernos locales, especialmente en ciudades más pequeñas (por temor a que esto podría generar una disminución más transversal del precio de las casas) y;
- iv) la dificultad de los otros desarrolladores inmobiliarios para levantar capital (por ejemplo, para comprar los proyectos inacabados), que están frente al mismo escrutinio regulatorio respecto al apalancamiento.

Nuestro escenario base corresponde a uno en que las autoridades no permitirán un default desordenado de la compañía. Sin embargo, una potencial reestructuración tomaría tiempo y seguiría acompañada de noticias negativas (4/4)

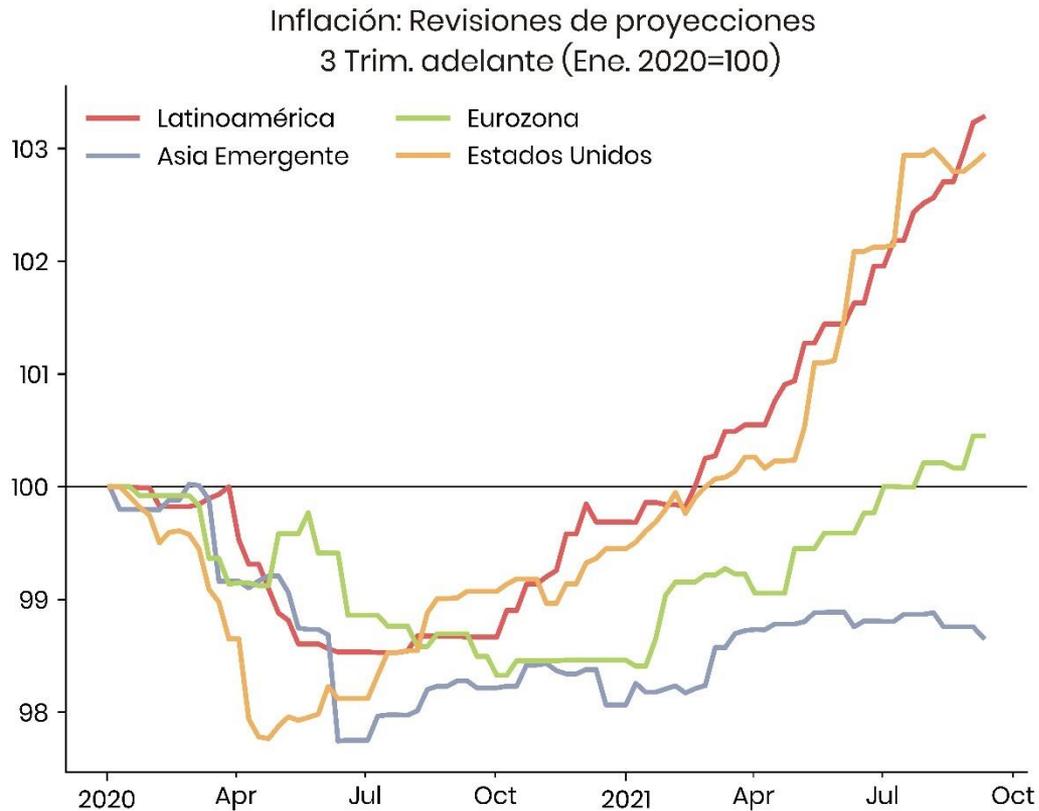
Si bien la compañía es de tamaño significativo y de estructura compleja (sus activos totales representan un 2% del PIB de China), sus ventas representan solo un 4% del total de ventas del sector real estate (el cual representa un 15% del PIB del país).

Por otro lado, a pesar de contar con **123 mil empleados** y **dar trabajo a casi 3.8 millones de personas**, estos representan **solo una fracción de los más de 400 millones de personas** que componen la fuerza de trabajo urbana total del país. Esto implica que, sin ignorar la relevancia de la compañía en el sector, en el evento de un default, los efectos en el resto de la economía debiesen ser manejables, si este es realizado de manera ordenada y con efectos controlados en el resto del sector, así como en el sector financiero.

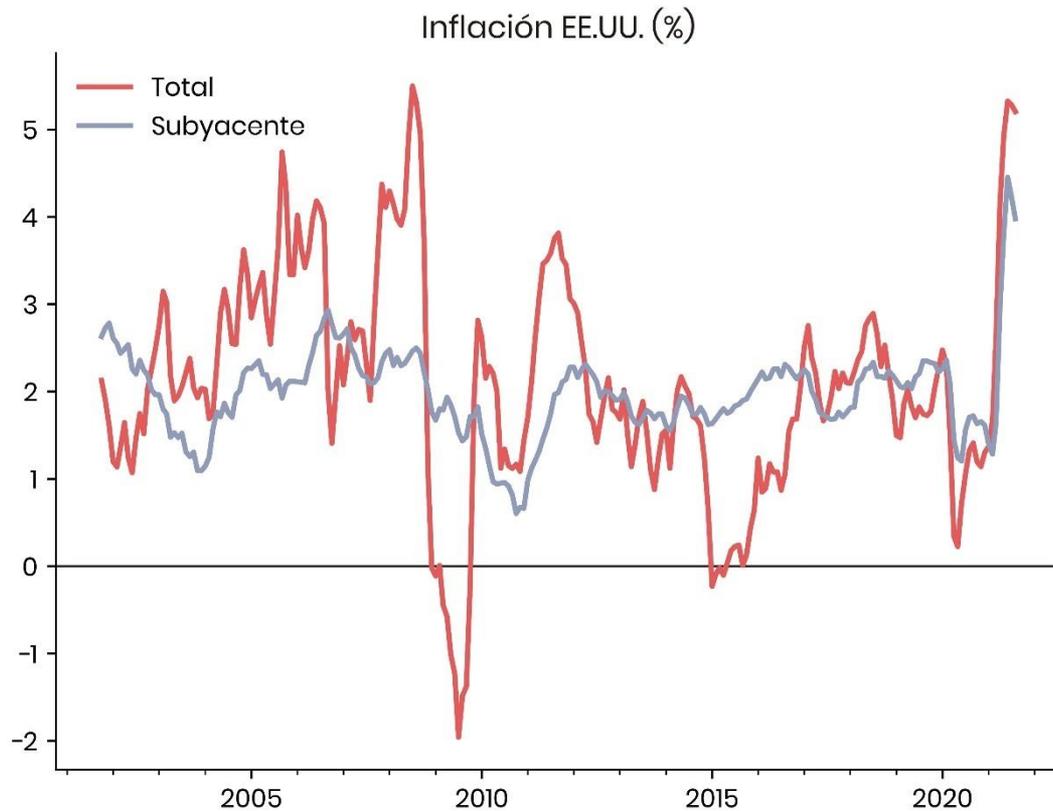
En un escenario donde la reestructuración no es manejada de manera adecuada, permitiendo efectos que se expanden más allá de su propio ámbito, el impacto es claramente mayor.

**Este impacto podría materializarse de manera más directa mediante:** **i)** una demanda más contenida por parte de los compradores de viviendas; **ii)** efectos colaterales en otros sectores río arriba o río abajo en la cadena de producción (proveedores de insumos y materiales; y bienes durables asociados a mudanzas, respectivamente); **iii)** disminución en el valor de las propiedades y su efecto en el valor de los activos totales de los hogares (efecto riqueza) y garantías de los créditos bancarios; **iv)** las presiones financieras emergentes en otras compañías inmobiliarias; y **v)** una disminución en los ingresos directos de los gobiernos locales asociados a las ventas de terrenos.

Por otro lado, inflación continúa siendo una preocupación, aunque con grado diferenciado entre las regiones.

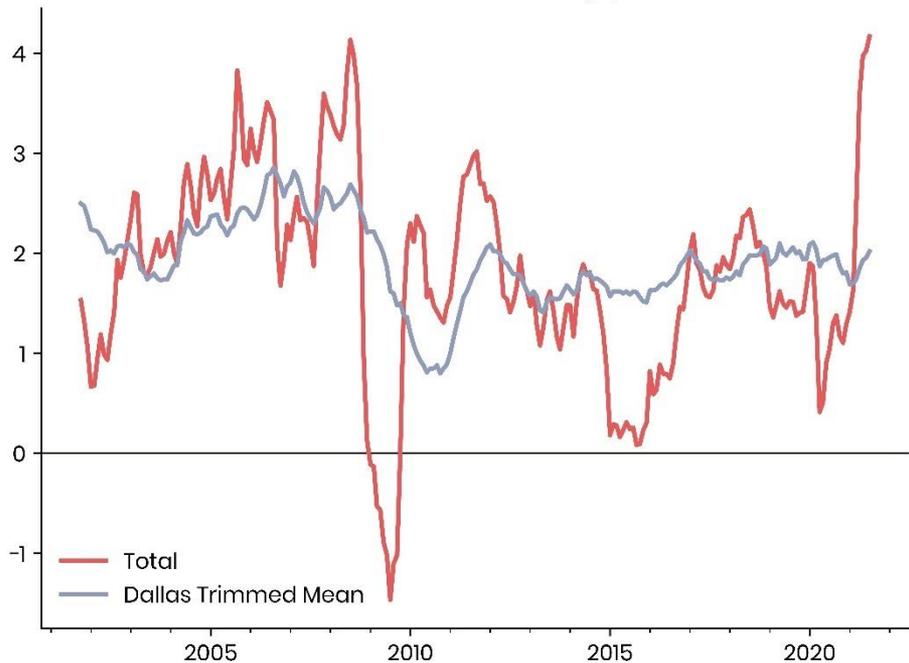


## Inflación de consumidores del mes de agosto en EE.UU. muestra señales de moderación.

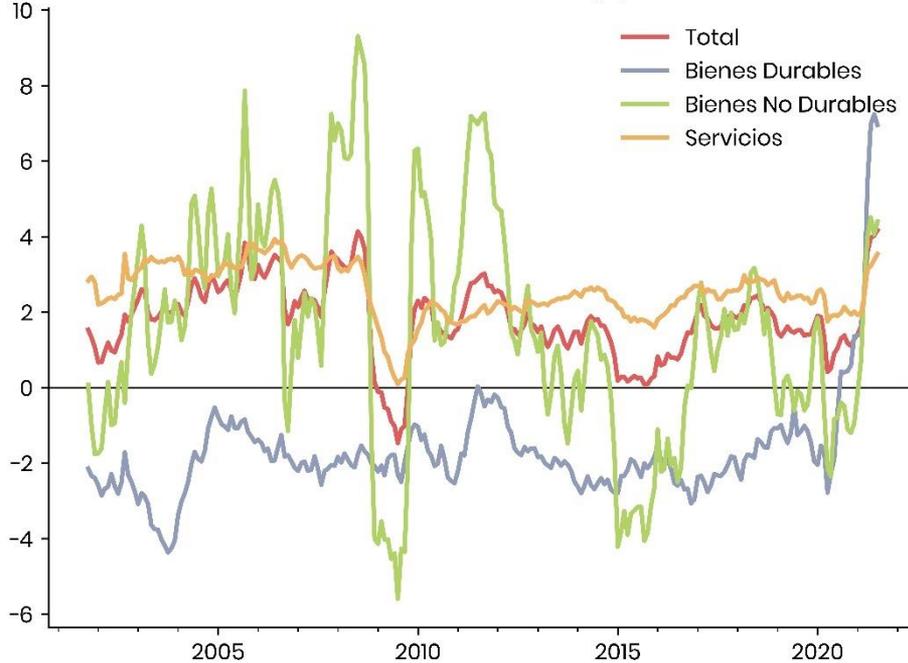


# Escenario base es de una inflación que sería transitoria. Dinámica en bienes durables es clave.

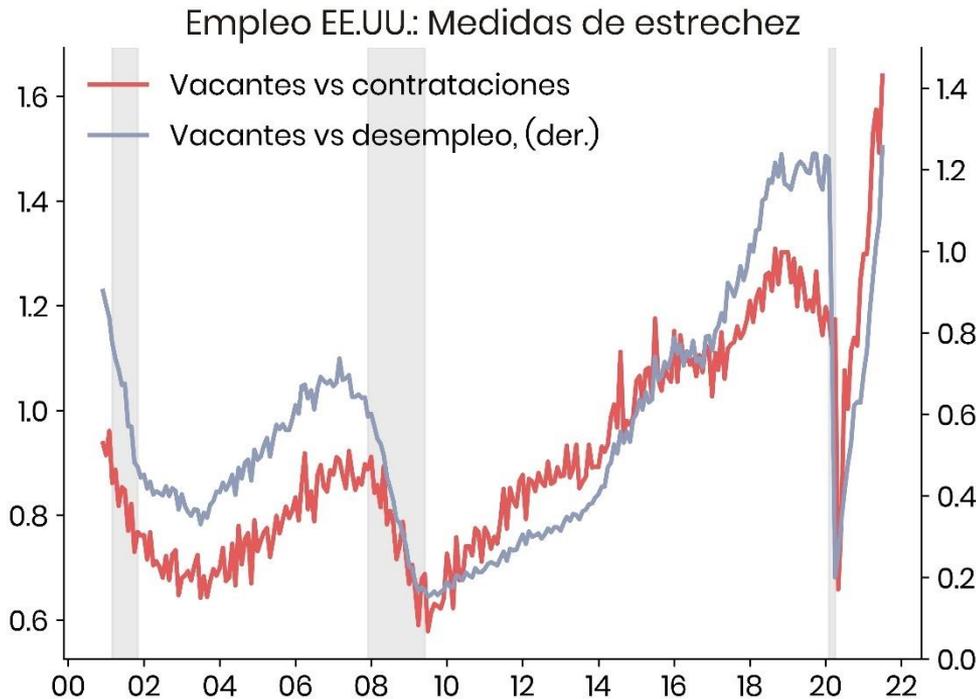
Inflación PCE EE.UU. (%)



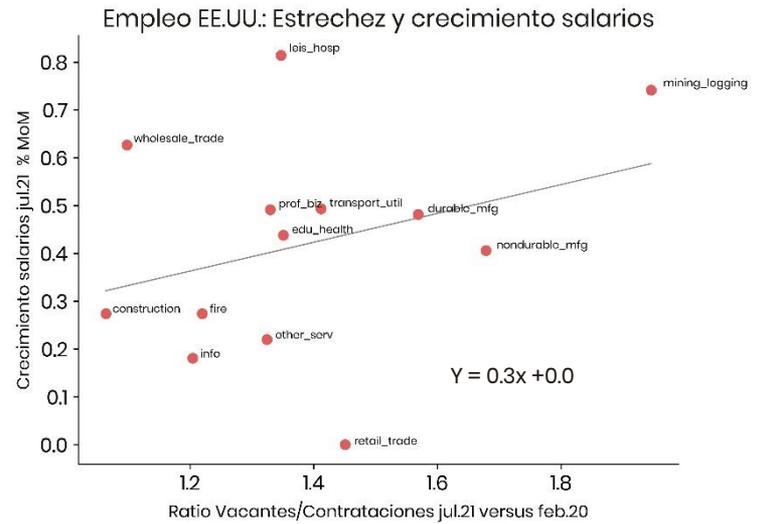
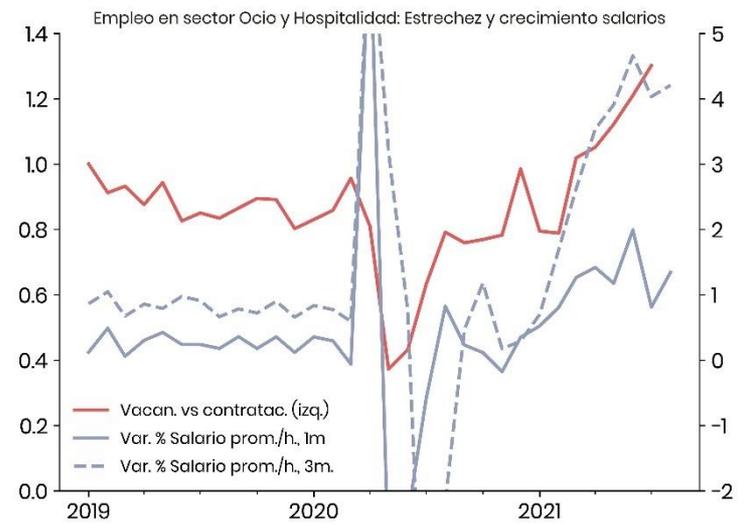
Inflación PCE EE.UU. (%)



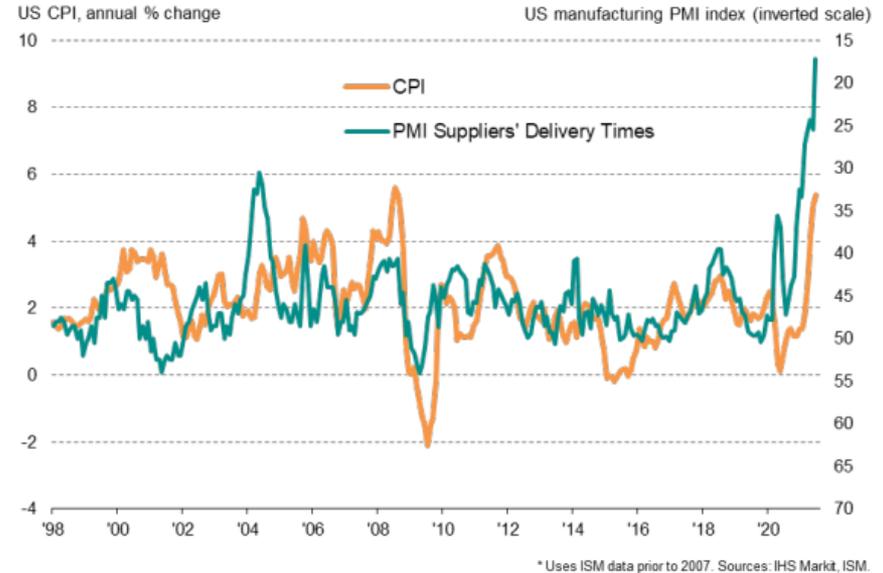
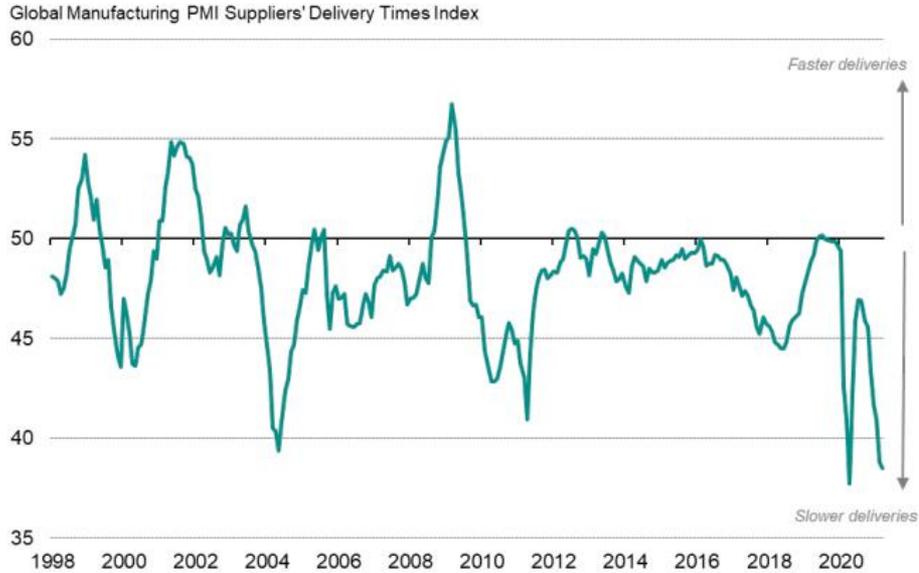
Desajustes en mercado laboral podrían significar mayores presiones de costos, dinámica en ciertos sectores muestra impacto en crecimiento de salarios, sin embargo, una mirada más amplia señalaría efectos, en general, acotados.



Fuente: Fred y Estudios Security.

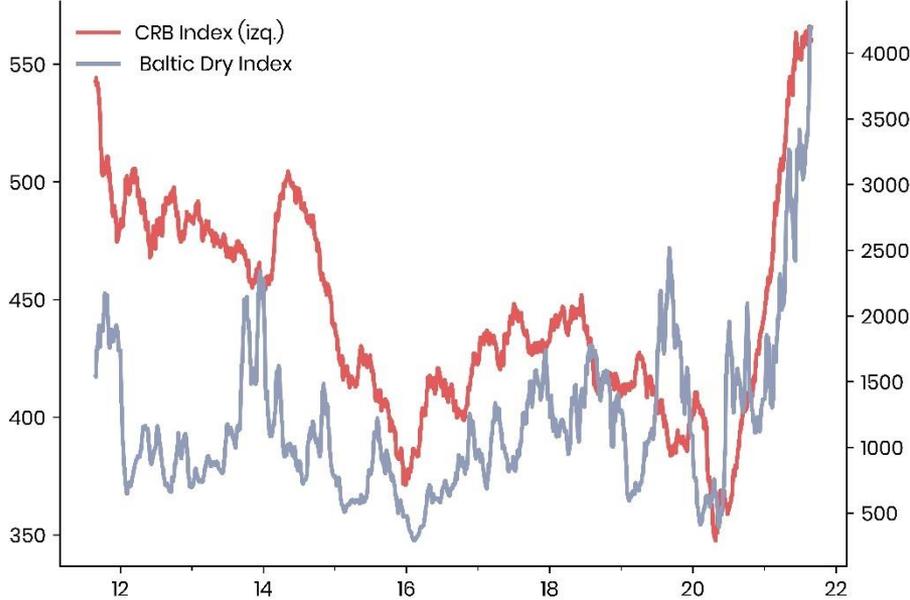


Por otro lado, cuellos de botella en cadenas de suministro globales podrían mantener presión de costos y precios. Tiempos de entrega de proveedores han aumentado.

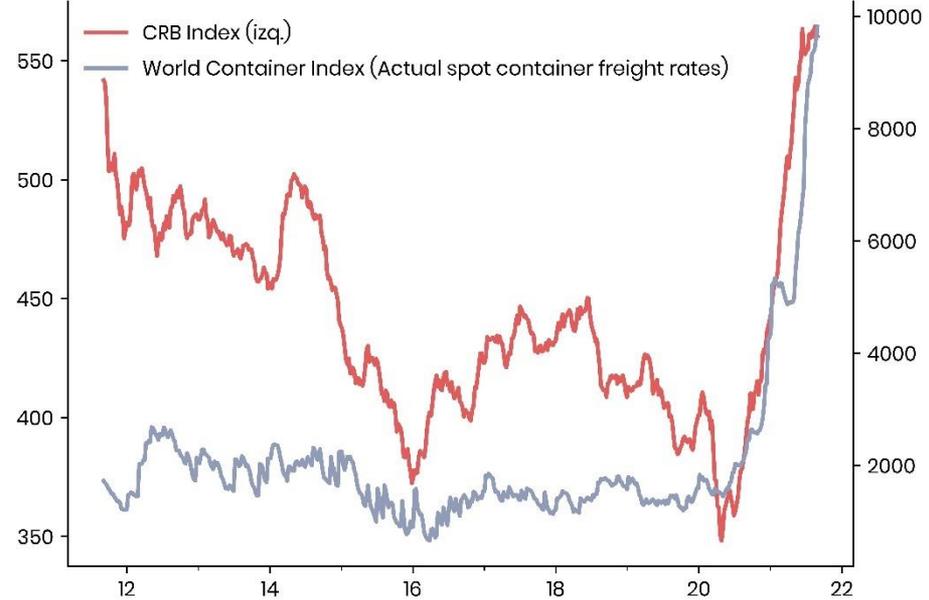


Lo anterior continúa presionando precios de fletes, en una primera etapa impulsados por activación de e-commerce y reapertura de mercados.

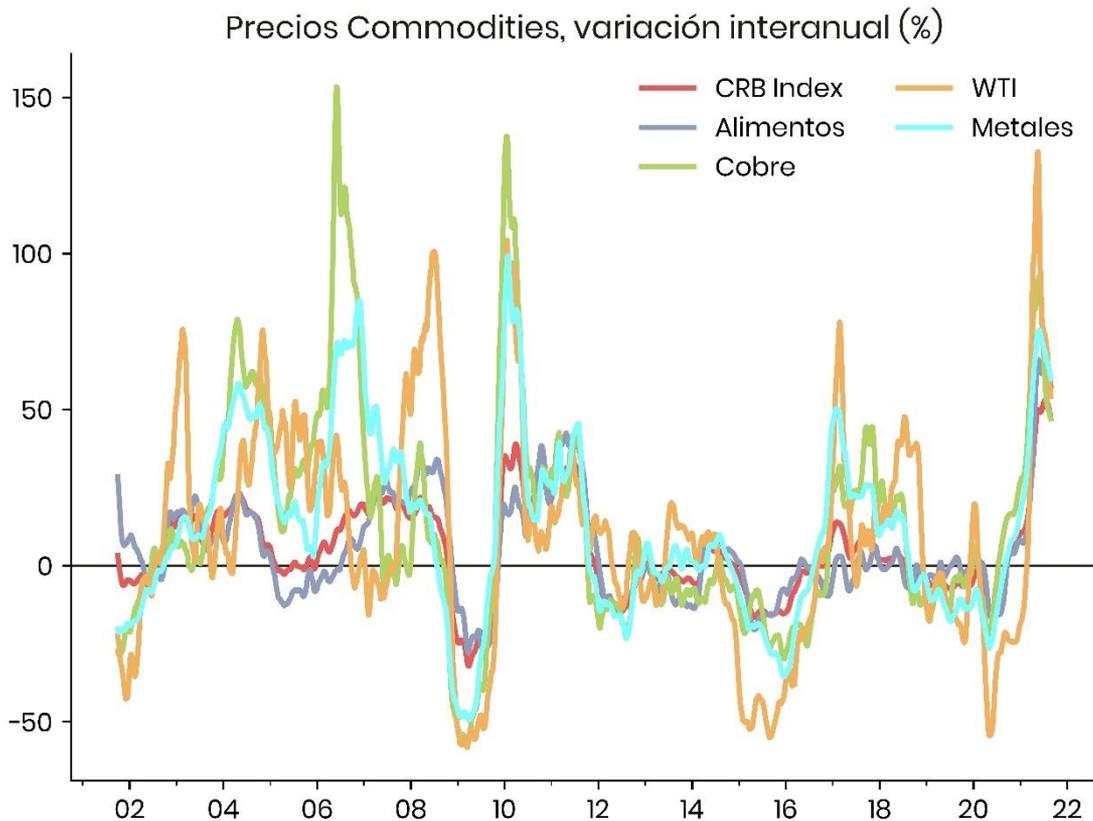
Commodities y Costos de transporte



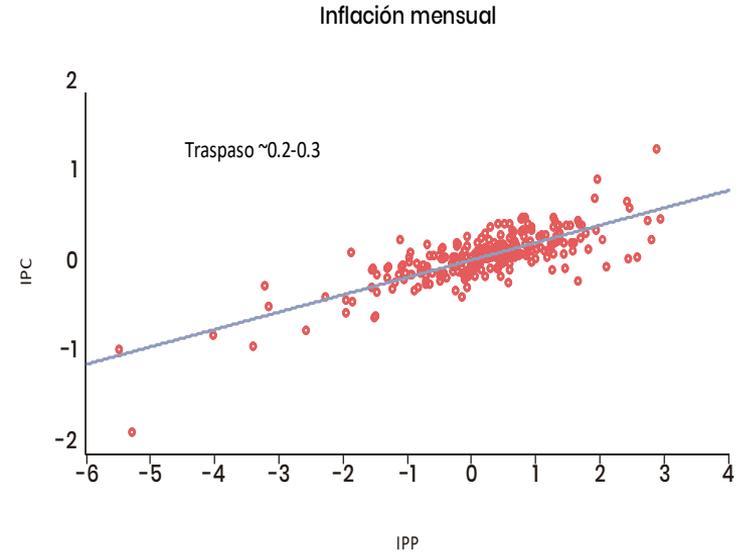
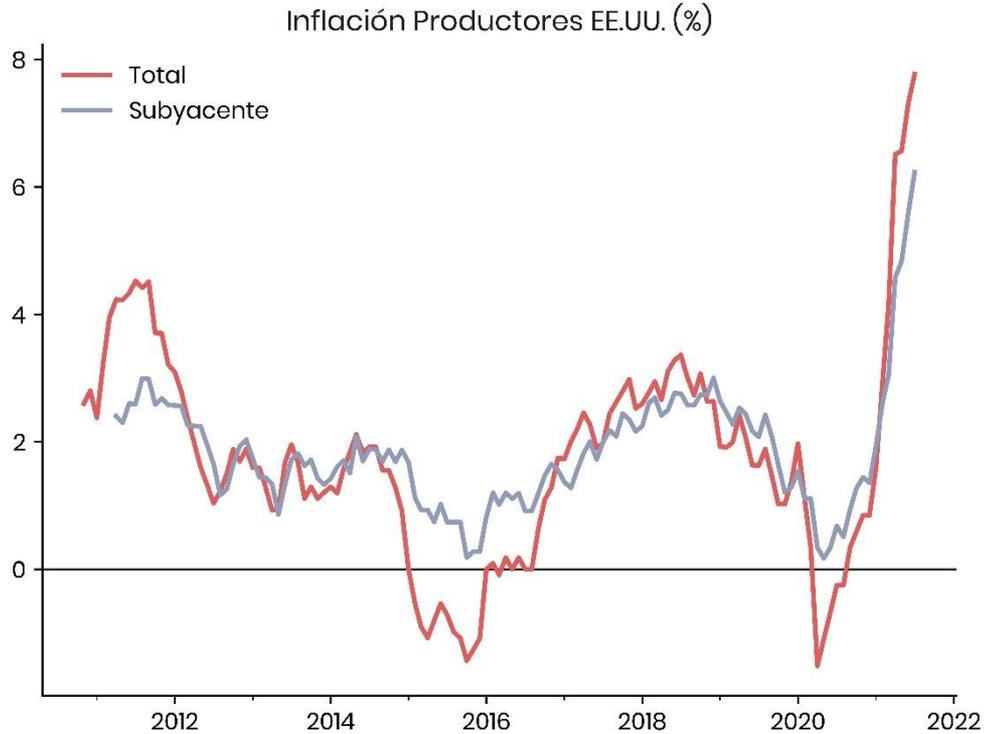
Commodities y Costos de transporte



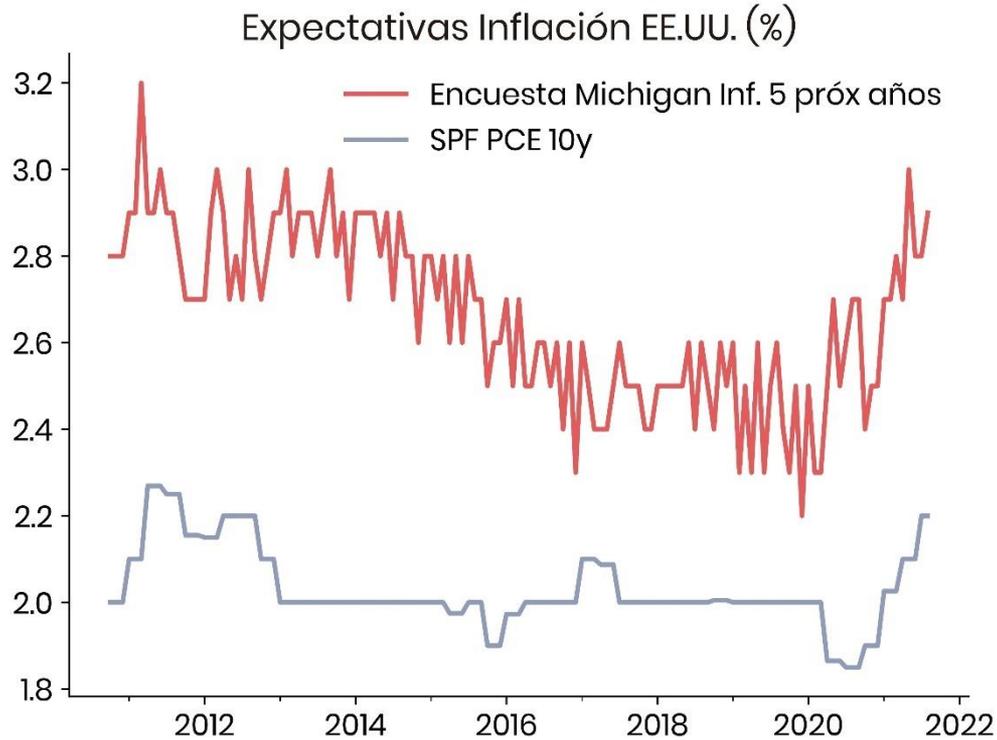
Principales indicadores de *commodities* han presentado alzas récord de la última década, aunque estas se moderan en últimos meses.



# Datos de inflación de productores de agosto siguen mostrando presiones al alza, aunque historia indica que traspaso a consumidores no es demasiado grande.

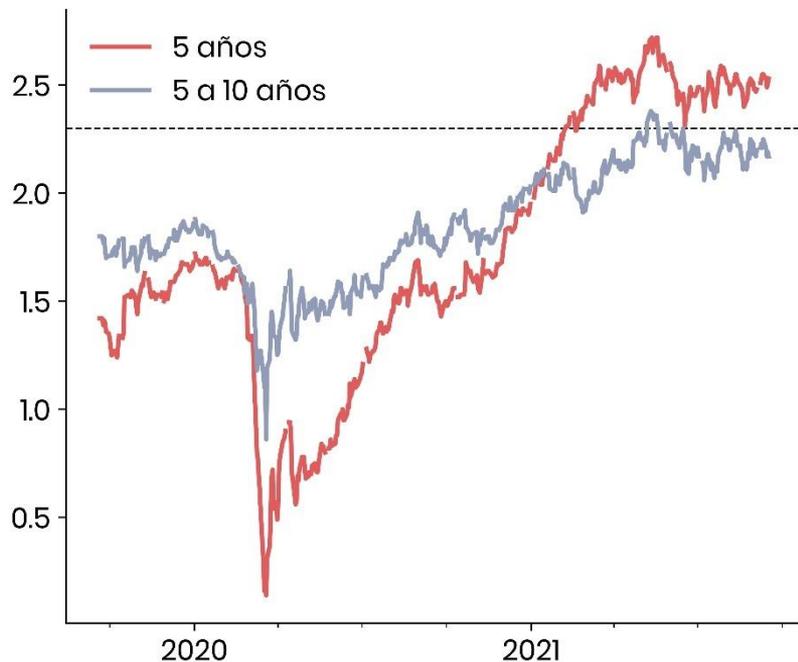
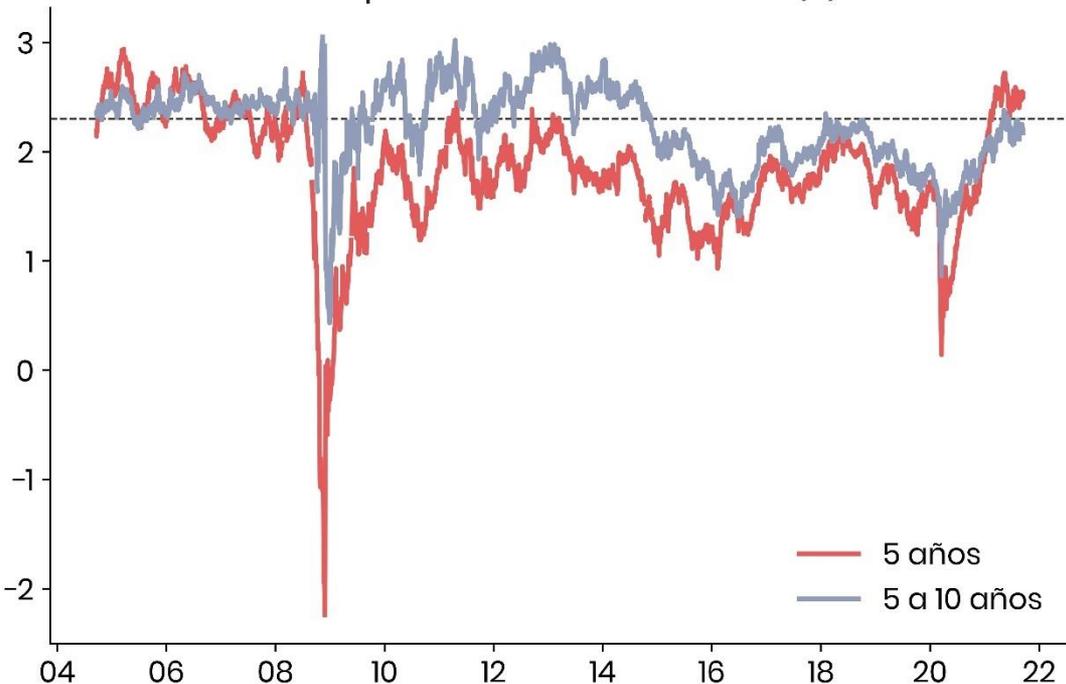


Con todo, expectativas de inflación de largo plazo, basadas en datos de encuestas, pese a alzas durante este año, se encuentran en niveles consistentes con objetivos de política monetaria.

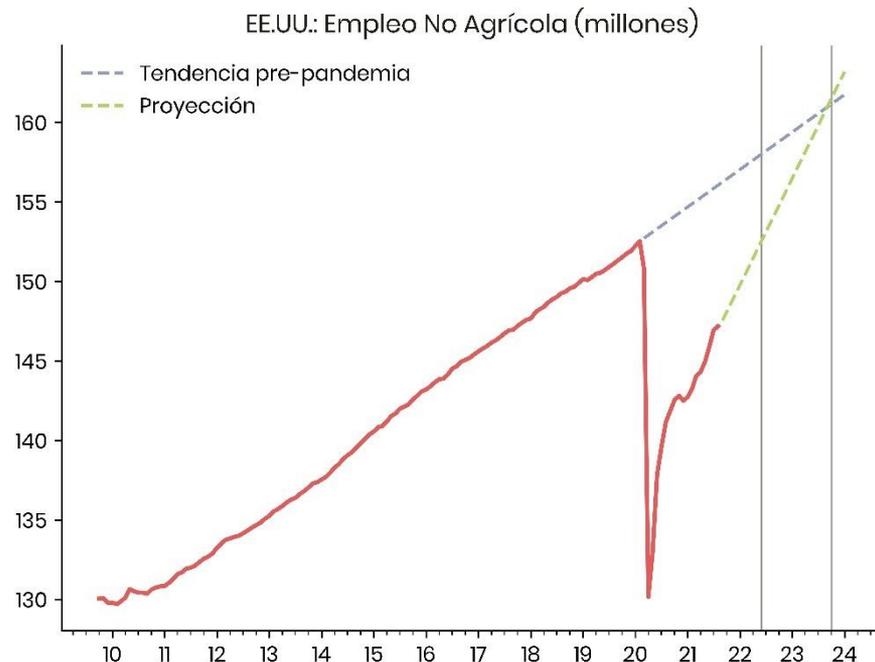
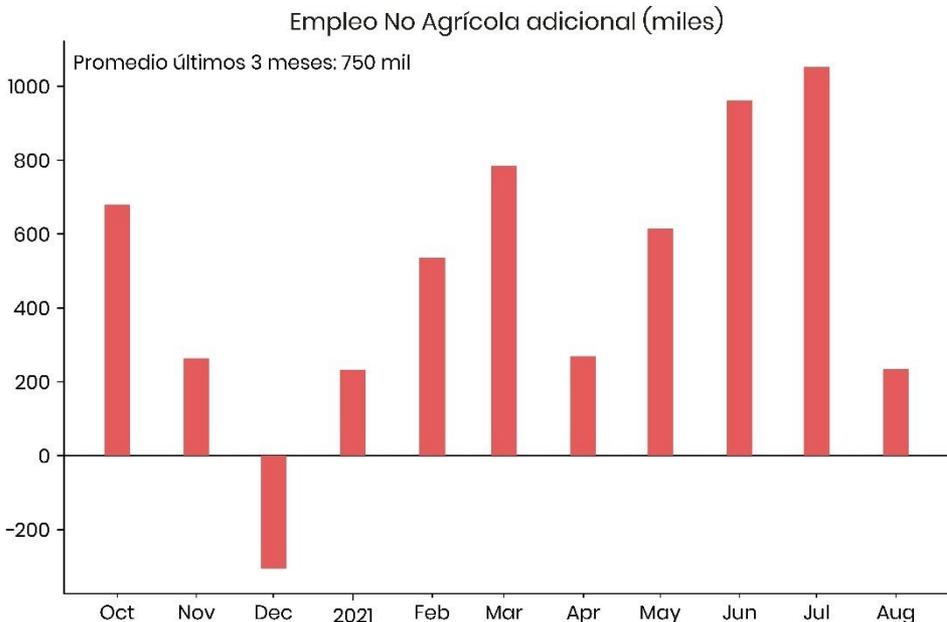


De igual manera, expectativas de inflación de mercado se mantienen relativamente estables en niveles consistentes con objetivos de política monetaria.

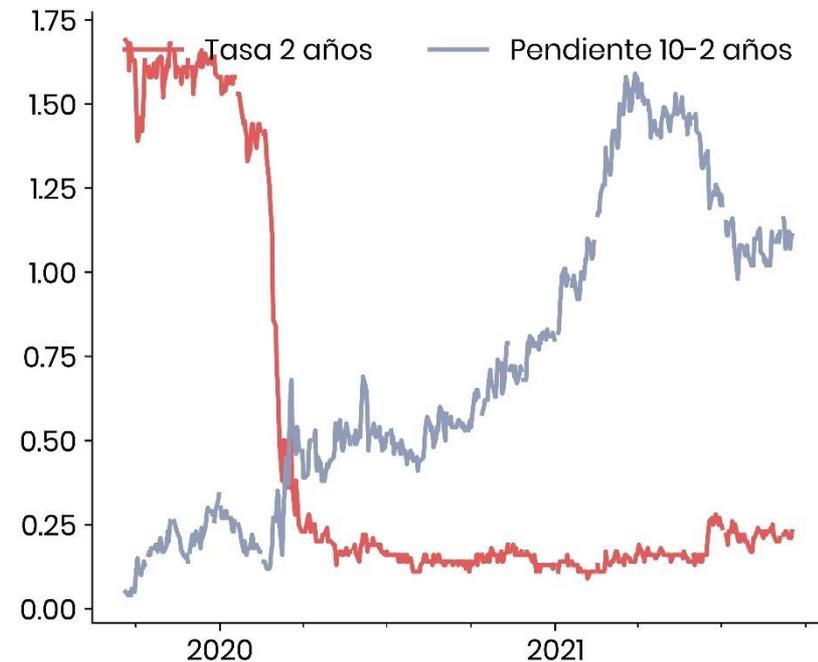
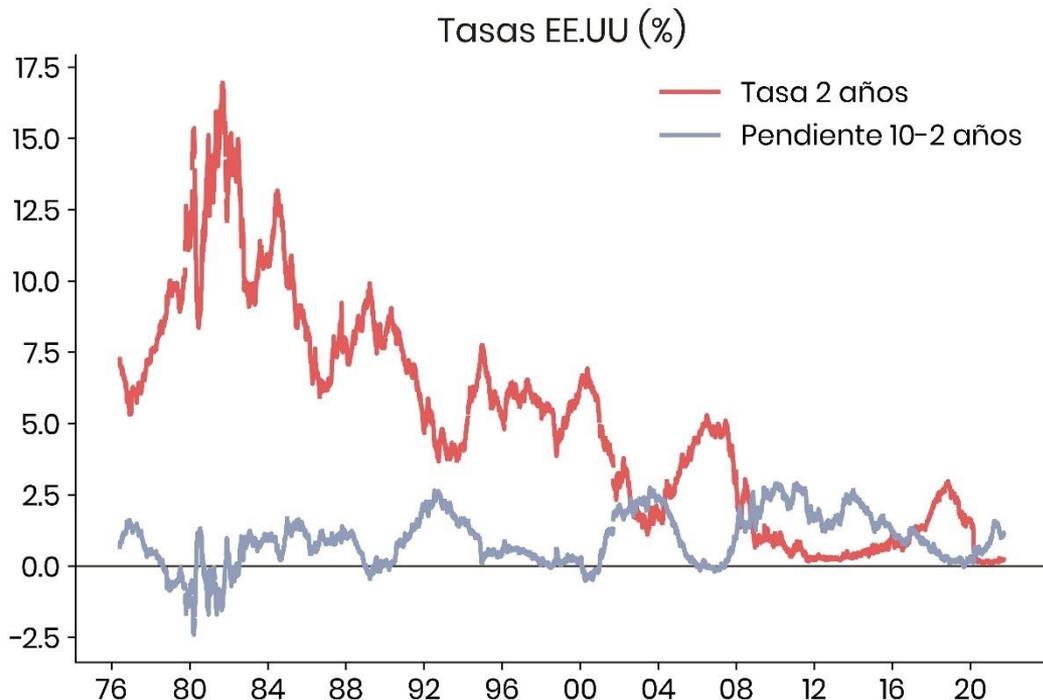
Compensación inflacionaria (%)



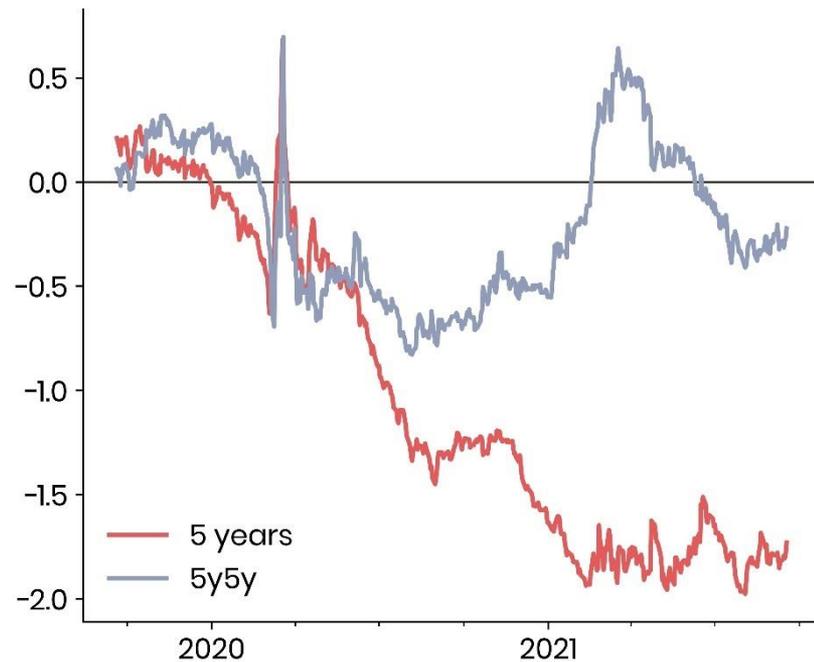
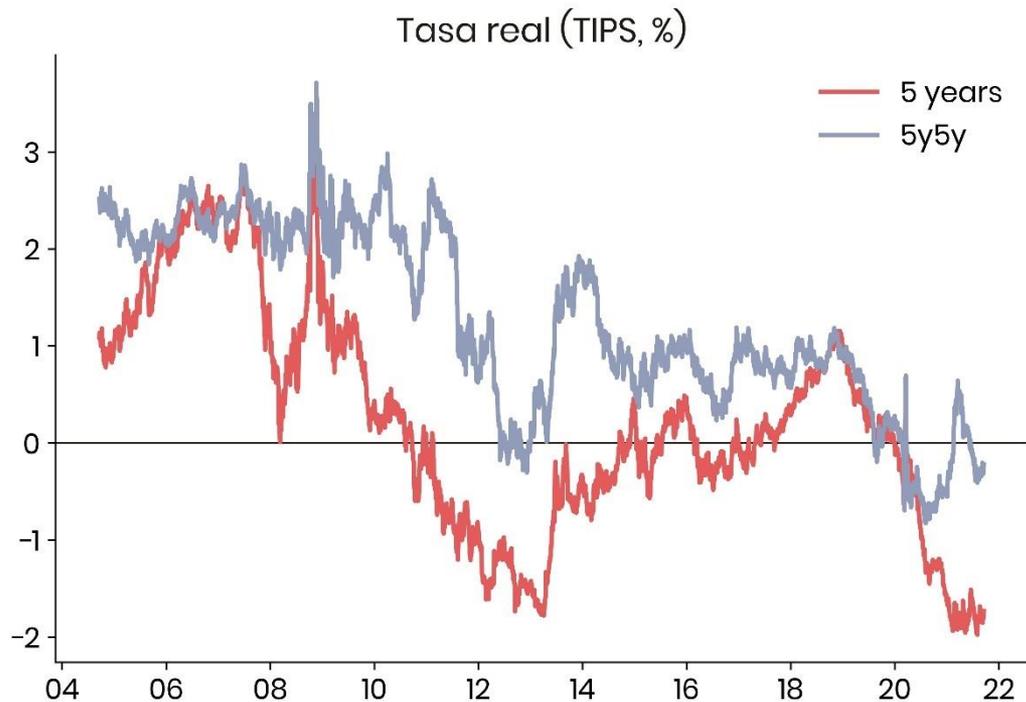
Retiro estímulo por parte de la FED: i) *tapering* hacia el cierre del año (~USD15bn por mes); ii) alta inflación sería transitoria; iii) mercado laboral fuerte, aunque sorprende negativamente en agosto. Vara más alta para subidas de tasa, empleo llegaría al 'máximo' bien en el futuro.



Tasas se mantienen en niveles similares a los de hace un mes. Pendiente se mantiene estable en niveles alcanzados a fines del segundo trimestre.



## Tasas reales siguen en niveles bajos en términos históricos.

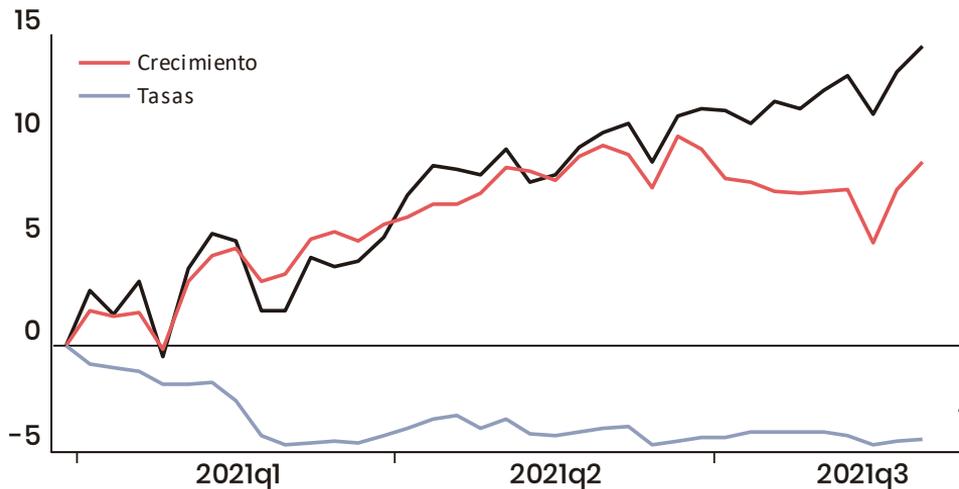


## Bolsas, excluida América Latina, muestran resultados negativos en la semana.

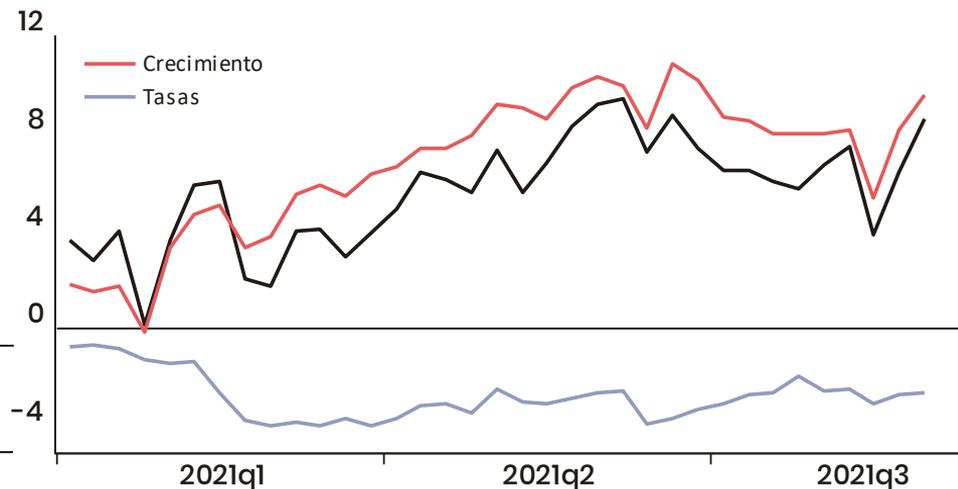
AI	15 de septiembre de 2021	2021	1 sem	1m	3m	6m	12m	24m
<b>Mundo</b>		14.1	-0.8	0.3	2.3	8.9	28	40
<b>Desarrollados</b>		16.3	-0.6	0.2	3.7	10.8	30	42
Estados Unidos		18.8	-0.8	0.1	5.7	12.8	33	53
Eurozona		12.5	-1.1	-1.4	-1.9	8.0	26	29
Reino Unido		10.1	-0.7	-2.3	-4.2	3.6	23	4
Japón		9.7	1.6	8.7	6.7	6.7	25	30
Asia ex Japón*		4.2	-2.2	-3.3	-5.7	-0.6	20	10
<b>Emergentes</b>		-0.2	-1.9	1.3	-6.5	-3.8	16	25
Asia Emergente		-2.8	-2.6	1.6	-7.5	-6.6	13	34
China		-15.8	-5.9	-1.4	-15.2	-18.1	-8	17
India		27.6	1.6	8.4	11.1	19.3	51	59
Corea		-4.1	-0.5	-1.0	-9.1	-5.3	27	52
América Latina		-2.1	1.4	-2.8	-9.4	4.6	20	-11
Brasil		-8.1	1.3	-6.2	-15.9	4.7	11	-19
México		19.1	1.9	2.3	4.9	14.7	50	19
<b>Chile (MSCI)</b>		-3.7	2.4	4.1	-4.8	-17.6	16	-22
<b>Chile (SPIPSA US\$)</b>		-3.1	2.6	3.7	-4.9	-16.1	17	-20
M.Oriente/Africa/Europa (EMEA)		18.1	0.2	2.0	1.4	8.9	31	11

# Bolsa global se ha mostrado al alza incluso con moderación en perspectivas de crecimiento, principalmente impulsada por bolsas de EE.UU.

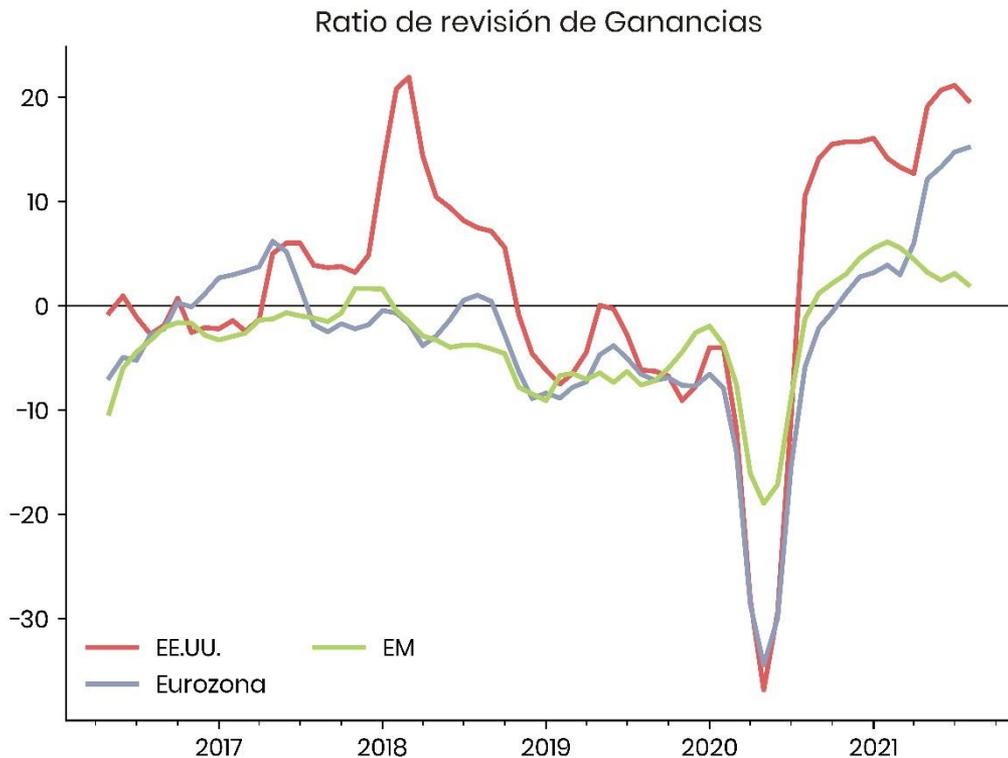
### Descomposición desempeño YTD MSCI global (%)



### Descomposición desempeño YTD MSCI global ex EE.UU. (%)

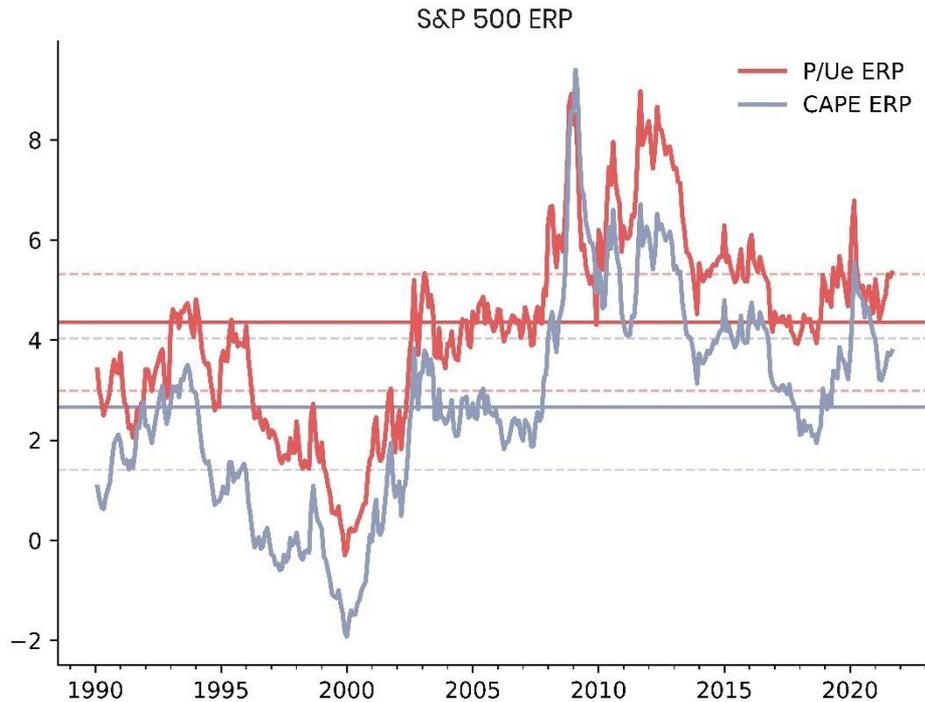
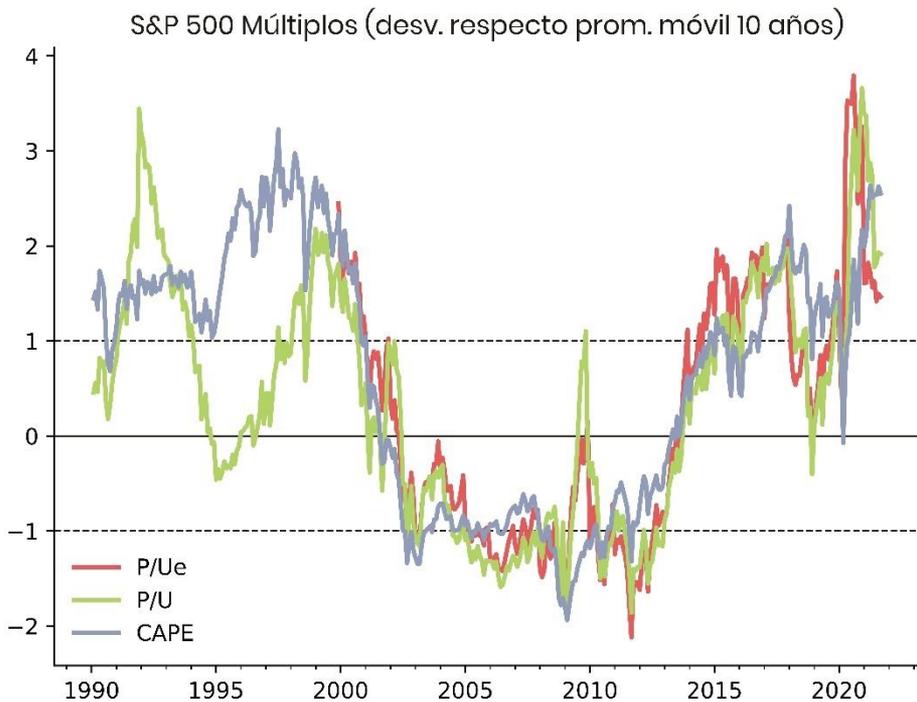


## Revisiones de las ganancias corporativas explicarían en parte mejor comportamiento de EEUU.



Ratio de revisión de ganancias: Media móvil de 3 meses del ratio del número de compañías con revisiones al alza en sus ganancias versus las con revisiones a la baja.

Valorizaciones en EEUU parecen caras, sin embargo, al considerar primas de riesgo, estos tienen espacio para comprimirse (y/o soportar alza de tasas reales).



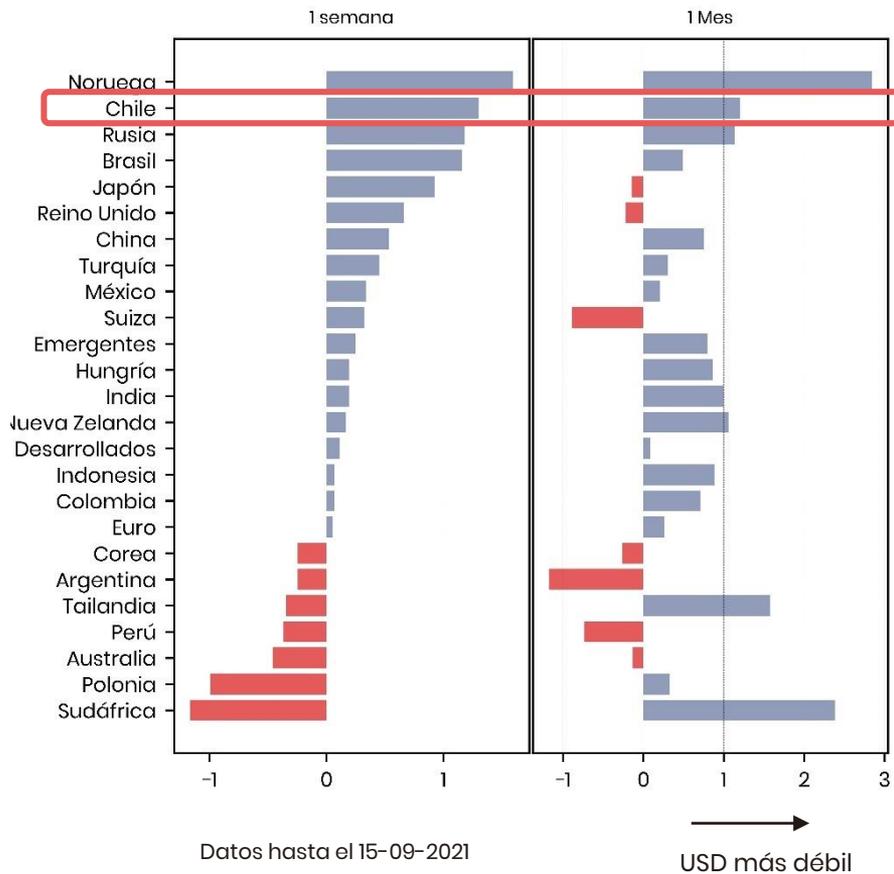
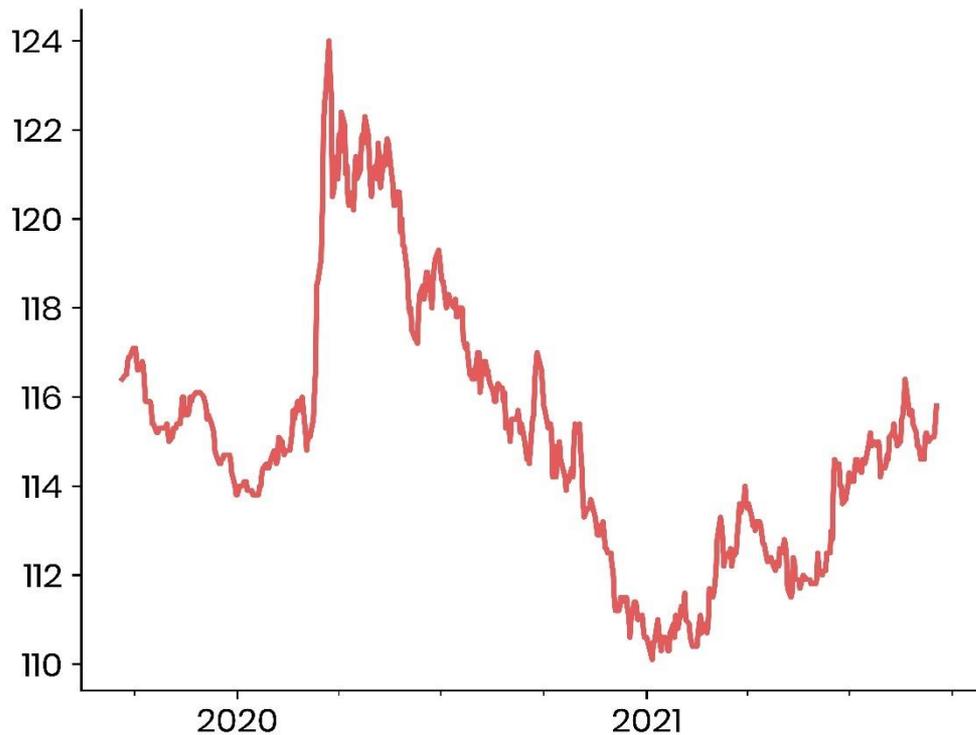
## En la renta fija, en la semana movimientos acotados en tasas y spreads.

15-09-2021	Nivel	YTD	Δ 1W	Δ 1M	Δ 3M	Δ 12m
<b>TASA EE.UU. (cambios en puntos base)</b>						
2 años	0.21	9	-1	1	5	7
5 años	0.80	44	-1	5	1	53
10 años	1.30	39	-3	5	-20	63
<b>SWAPS MONEDA LOCAL (cambios en puntos base)</b>						
Chile 2y	3.82	308	-8	97	159	321
Chile 10y	4.90	237	-12	51	100	260
Brasil 2y	9.58	539	17	68	223	577
Brasil 10y	11.02	382	-1	50	196	315
México 2y	5.89	161	-1	5	52	148
México 10y	7.09	170	7	8	23	144
Alemania 10y	-0.32	26	1	15	-9	17
Francia 10y	0.01	36	0	14	-13	23
Italia 10y	0.74	19	-6	14	-10	-26
España 10y	0.33	29	-3	12	-7	7
Japón 10y	0.67	48	4	10	-9	46
UK 10y	0.04	2	-1	1	-2	2

15-09-2021	Spread	YTD	Δ 1W	Δ 1M	Δ 3M	Δ 12m
<b>Spreads soberanos USD (puntos base)</b>						
<b>Emergentes</b>	322	-10	1	-15	-1	-63
<b>Latam</b>	390	-5	0	-20	0	-61
Brasil	302	41	0	1	34	-12
Chile	160	-1	5	-3	-9	-32
Colombia	292	71	3	-8	28	27
México	354	-19	-2	-27	-6	-126
Perú	187	42	-1	-20	-2	18
<b>Spreads corporativos USD (puntos base)</b>						
<b>Emergentes</b>	309	-12	1	-10	-1	-66
<b>Asia</b>	307	-1	2	-7	3	-36
<b>Europa</b>	384	-11	-1	-7	14	-78
<b>Latam</b>	338	-14	0	-12	-8	-91
Investment Grade	193	-21	1	-10	-18	-83
High Yield	451	-34	0	-12	-16	-119
Brasil	394	-7	2	-6	6	-84
Chile	248	6	1	-11	2	-64
Colombia	349	44	-1	-13	14	-53
México	241	-21	0	-10	-17	-86
Perú	290	19	-5	-35	-21	-36
<b>HG EE.UU.</b>	86	-10	-2	-2	3	-43
<b>HY EE.UU.</b>	277	-83	-5	-28	-9	-213

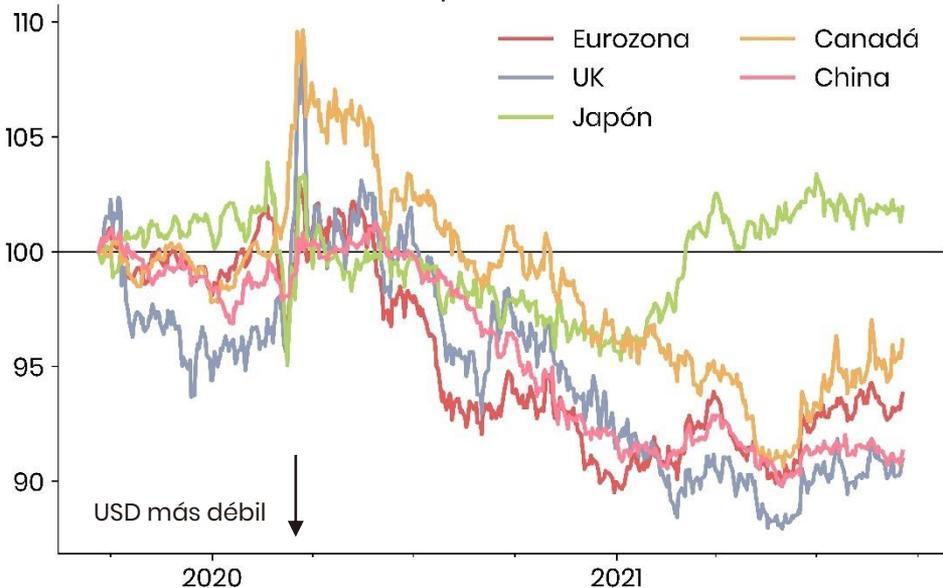
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

# Dólar global continúa fortalecido respecto de monedas emergentes.

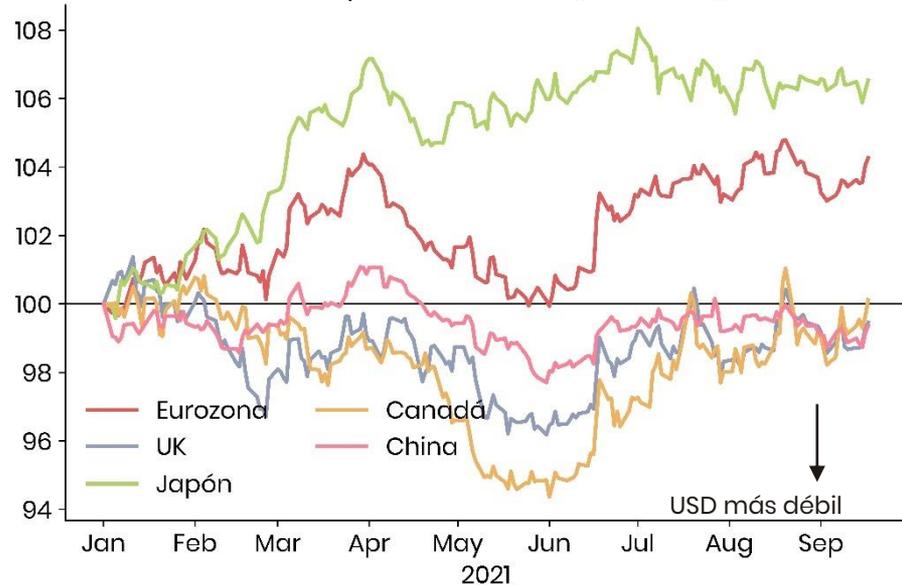


# Fortalecimiento del USD del año es principalmente contra el EUR y JPY, mientras en los últimos meses es más transversal.

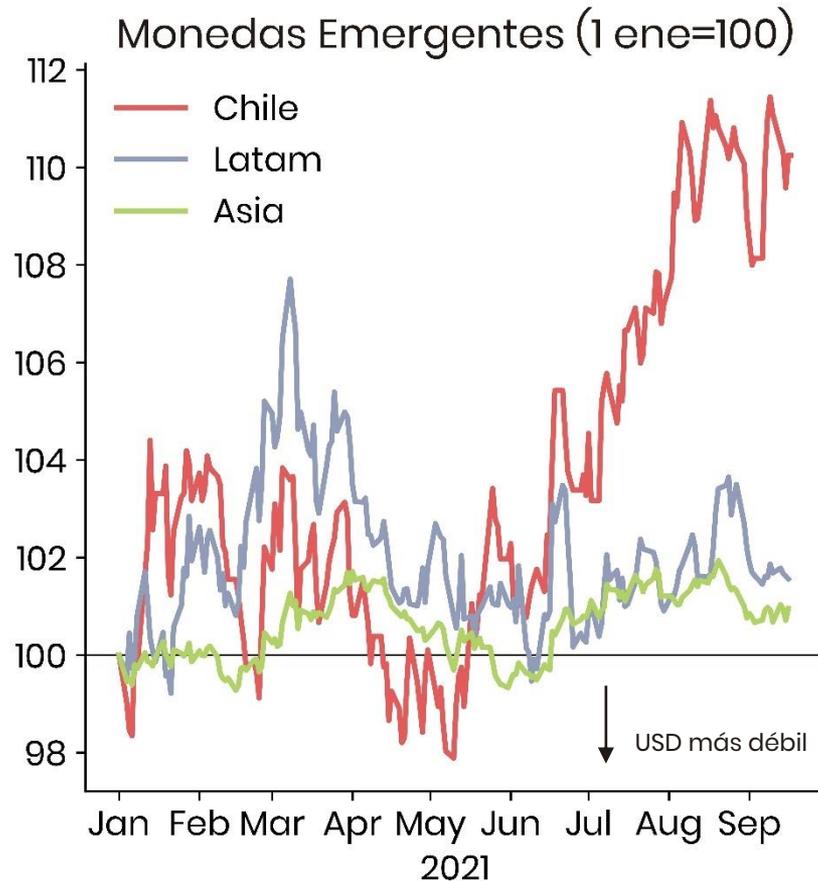
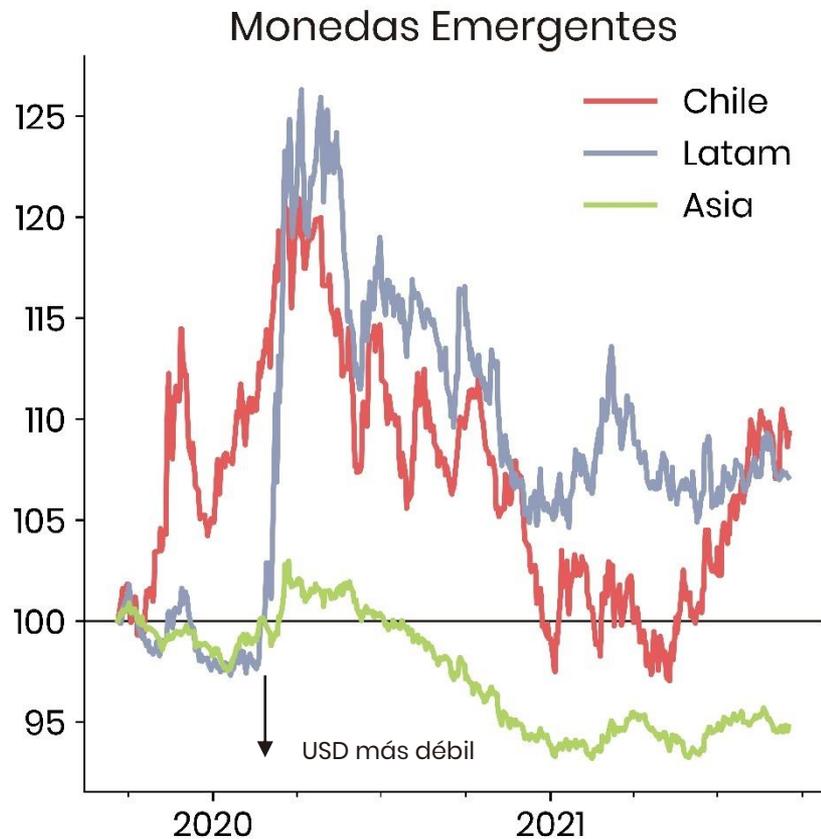
### Desempeño Monedas



### Desempeño Monedas (1 ene=100)

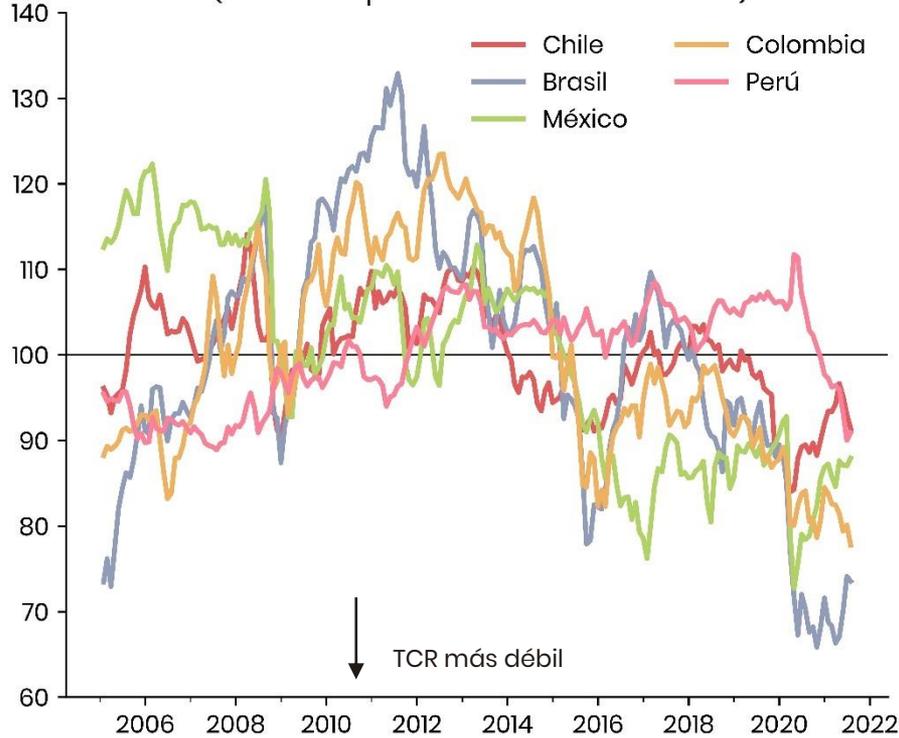


En el año, tipo de cambio local se debilita más que sus pares emergentes, aunque desde el año pasado está alineado con debilitamiento de monedas de América Latina.

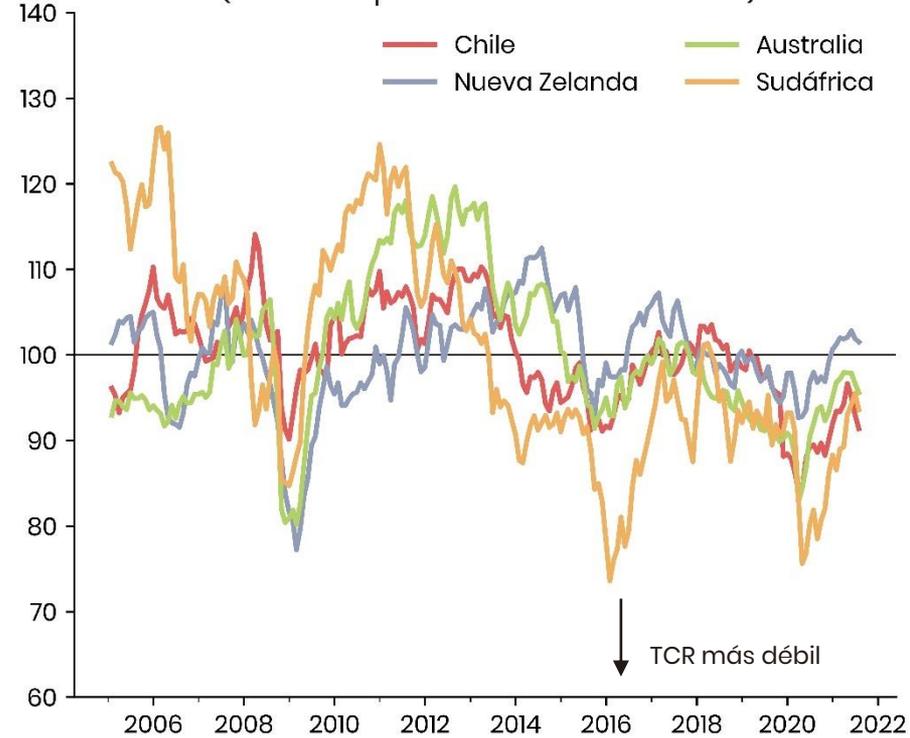


# A nivel de tipo de cambio real (canasta de monedas), la depreciación es generalizada en América Latina (10-25% desviado respecto de promedio histórico).

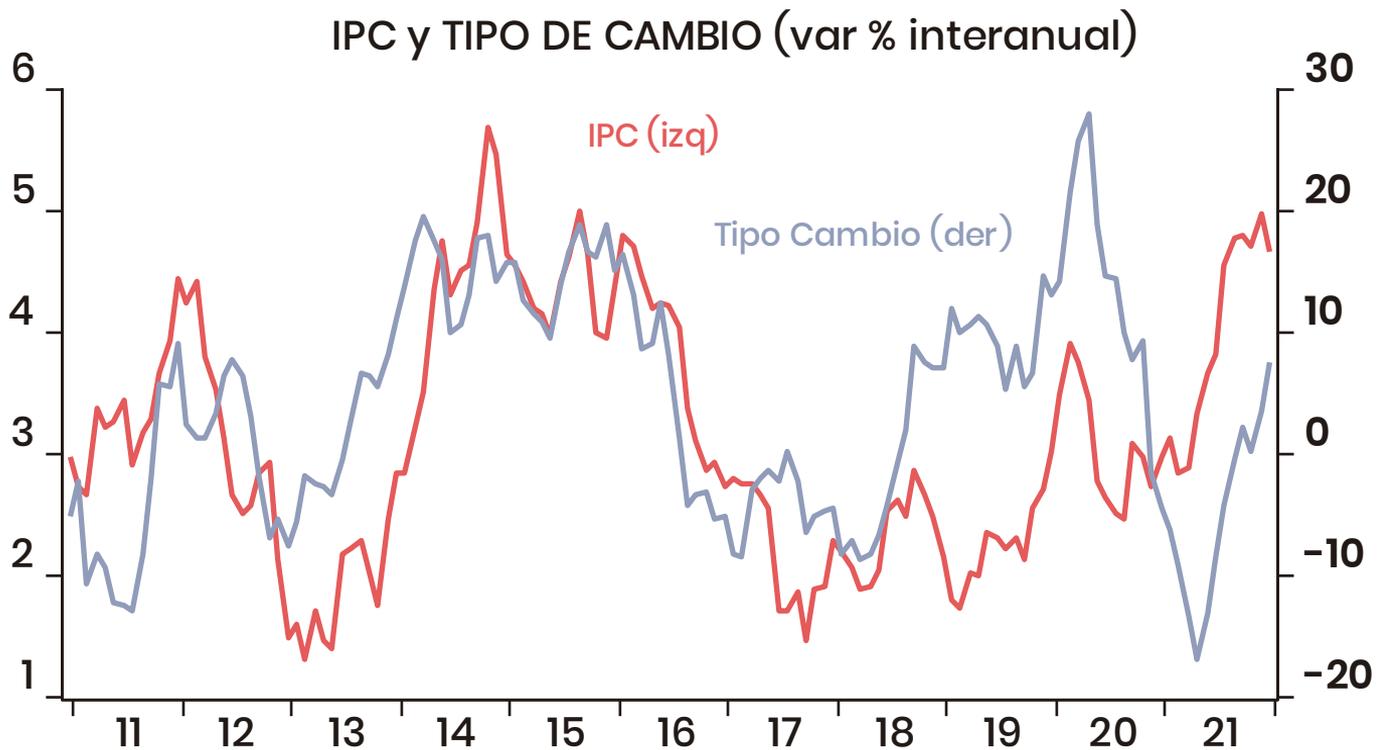
Tipo de cambio real  
(desvío vs promedio 2005-2021 = 100)



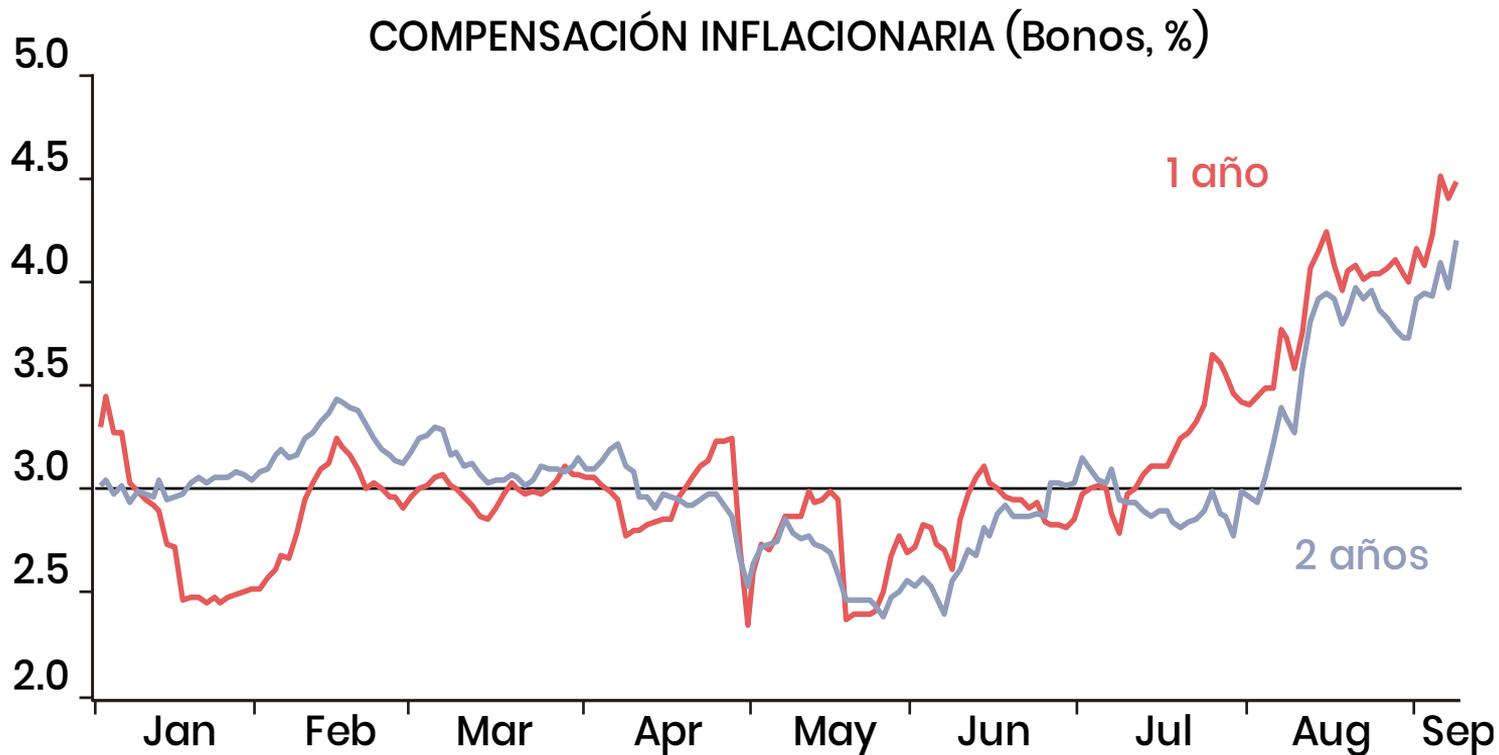
Tipo de cambio real  
(desvío vs promedio 2005-2021 = 100)



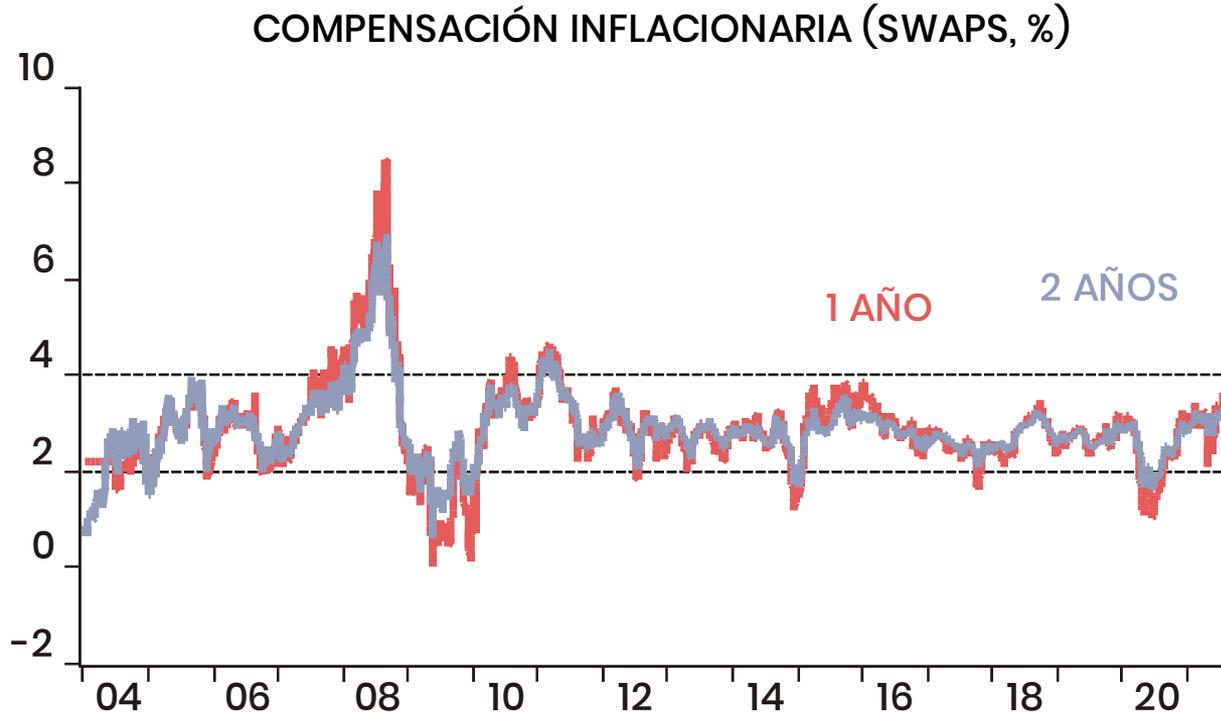
## Evolución del tipo de cambio será clave en la trayectoria de la inflación.



## Alza en la compensación inflacionaria a dos años hasta 4,2%.

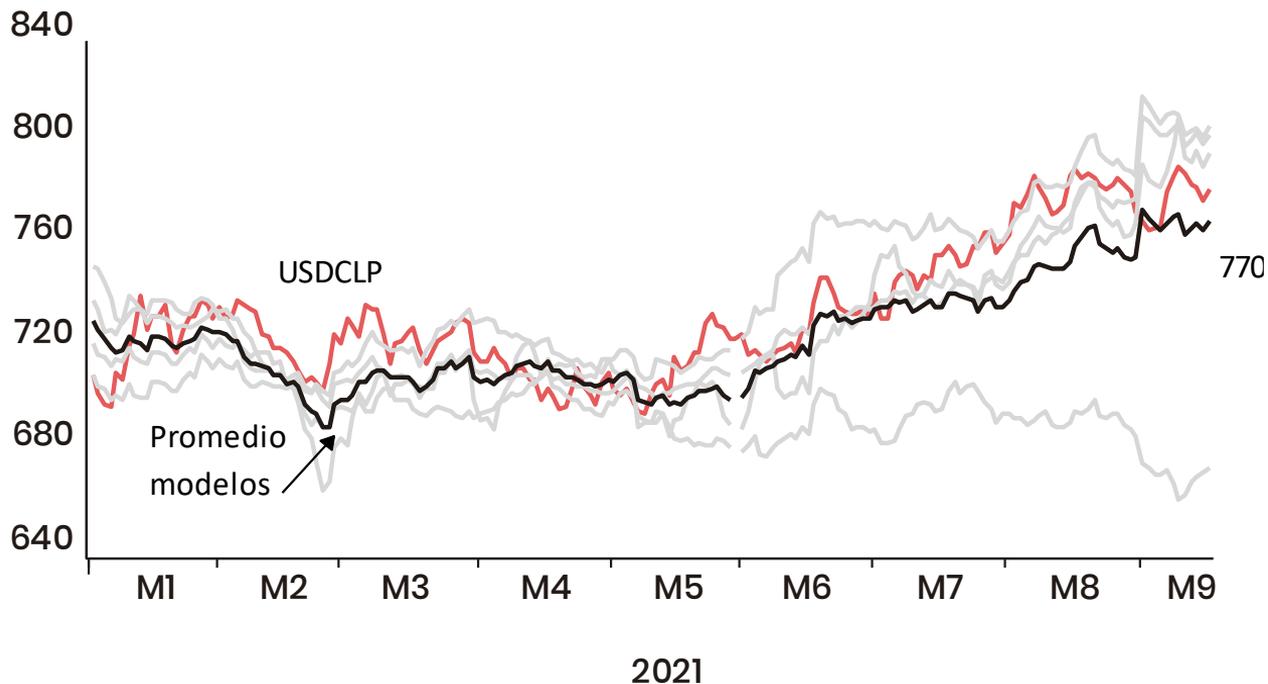


## Perspectiva de más largo plazo para expectativas de inflación.

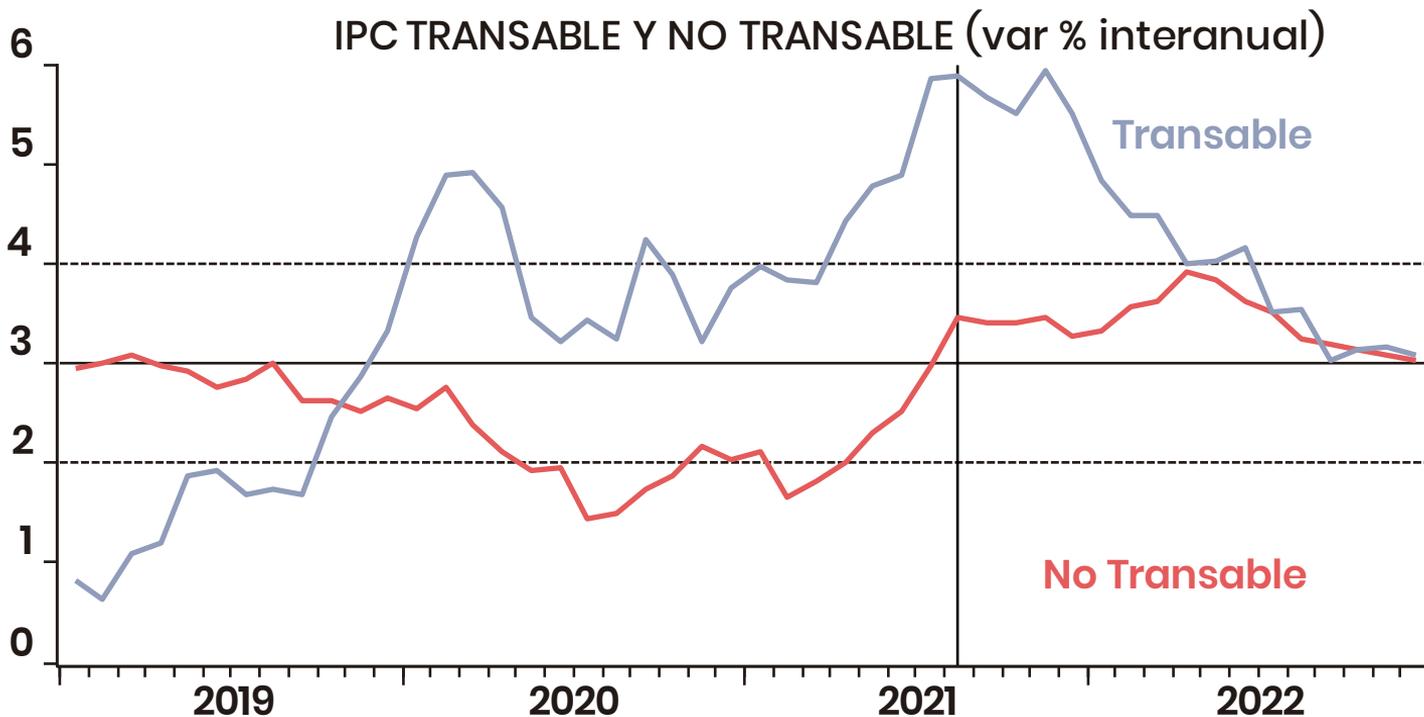


Con respecto al CLP, distintos modelos que incluyen precio del cobre, dólar global, tasas locales y/o primas por riesgo apuntan a niveles en el rango de 780-805. Modelos de más largo plazo se ubican en 670 (15-20% de premio por sobre la historia).

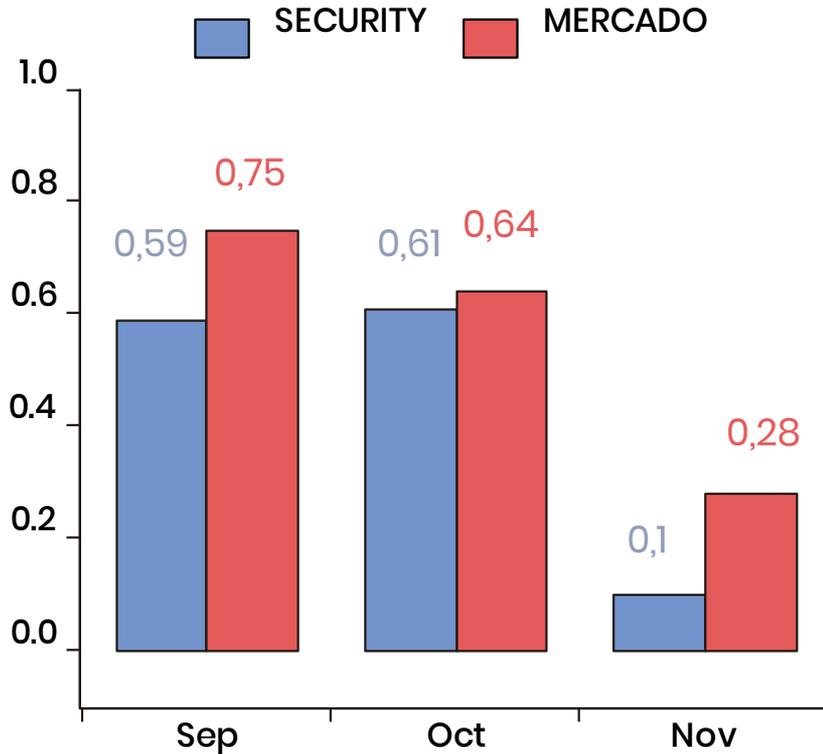
### Tipo de cambio Chile (USDCLP)



En inflación local, componente transable lidera el incremento de los últimos meses, de la mano del tipo de cambio. Sin embargo, también se aprecia aumento en no-transables (servicios).

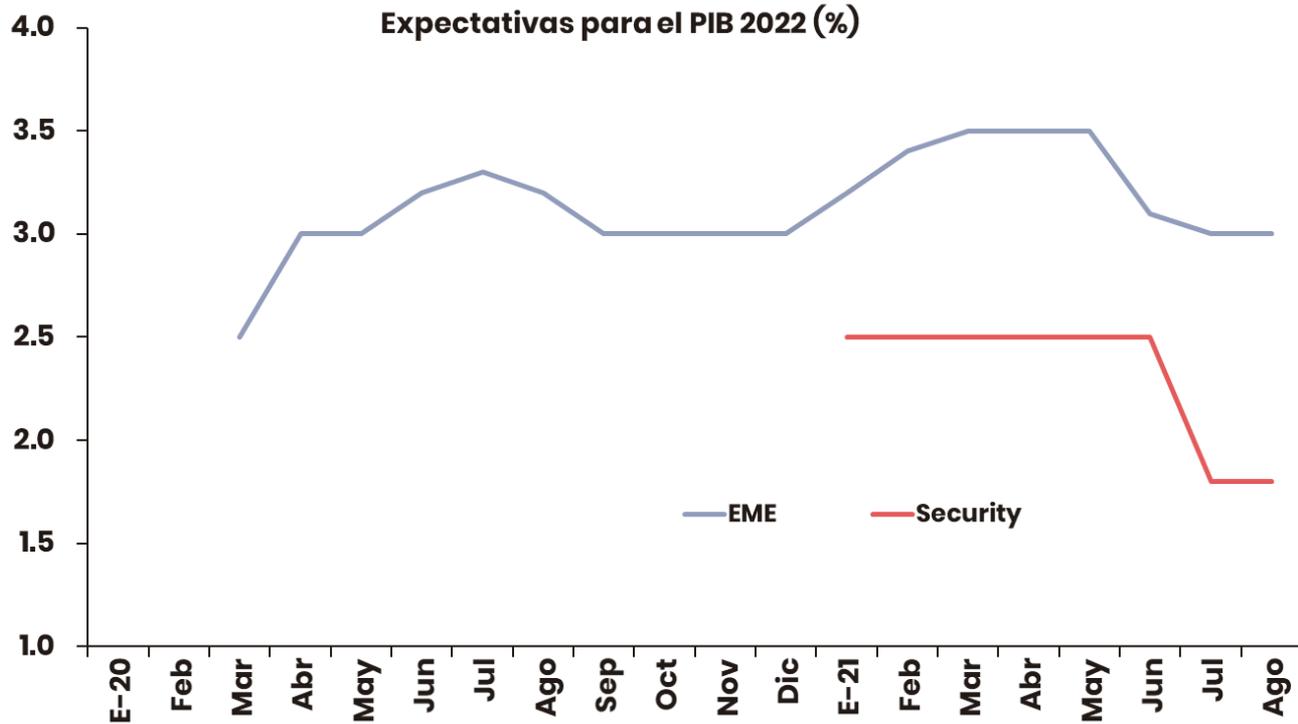


## Expectativas de IPC de corto plazo, marginalmente bajo el mercado.

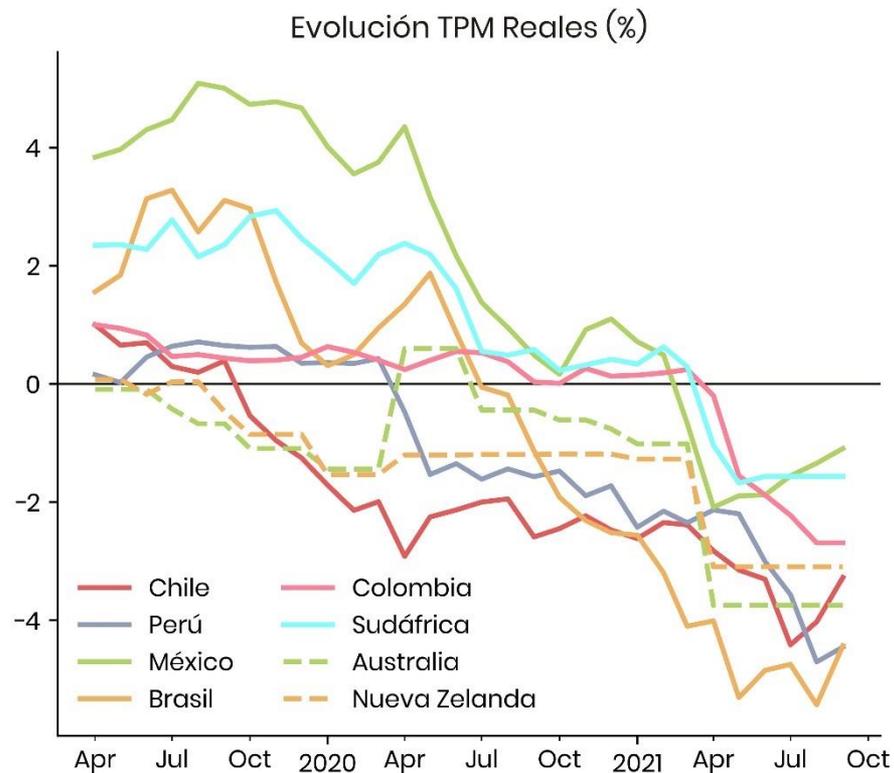
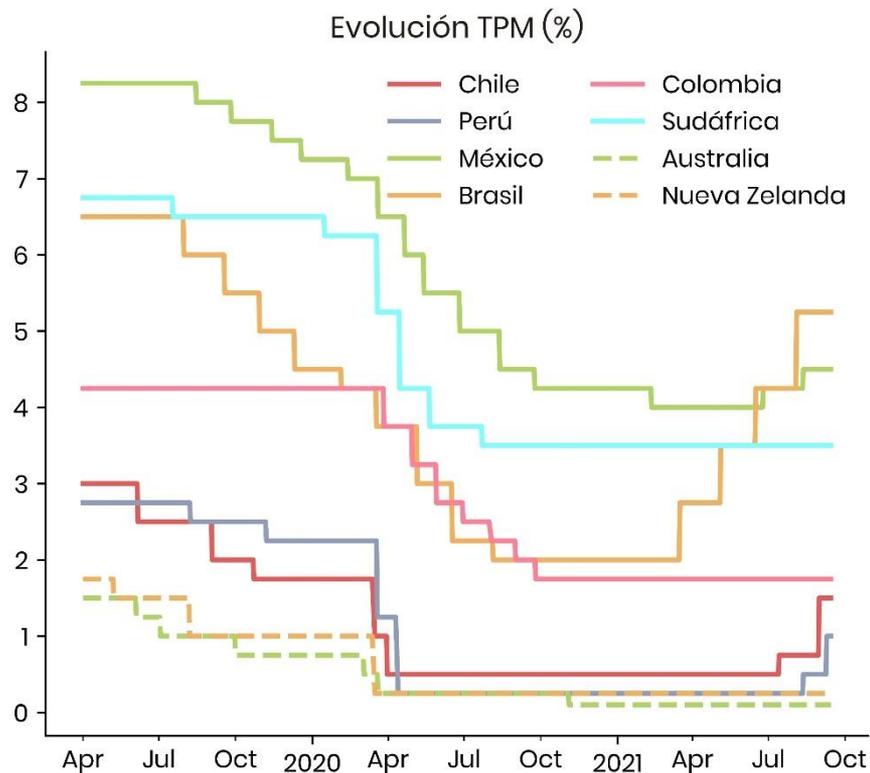


	<b>SECURITY</b>	<b>MERCADO</b>
Prox 3 m	1,31%	1,67%
Prox 12 m	3,5%	4,3%

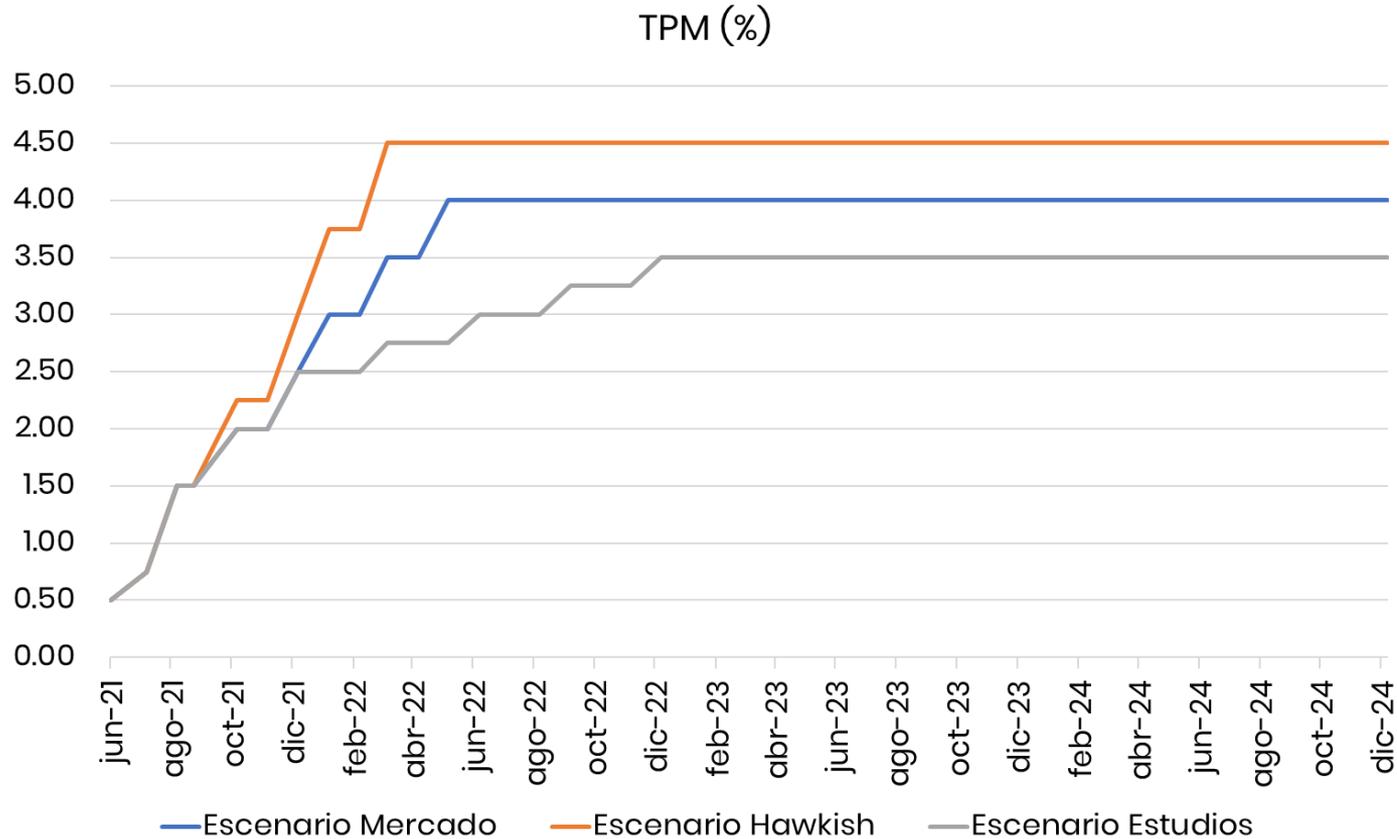
Un punto relevante para el ritmo de normalización de la TPM, junto con las presiones de gasto, costos e inflación, será el perfil de crecimiento hacia 2022-2023.



En comparación, política monetaria fue una de las más expansivas y se encuentra aún muy lejos de la tasa neutral.

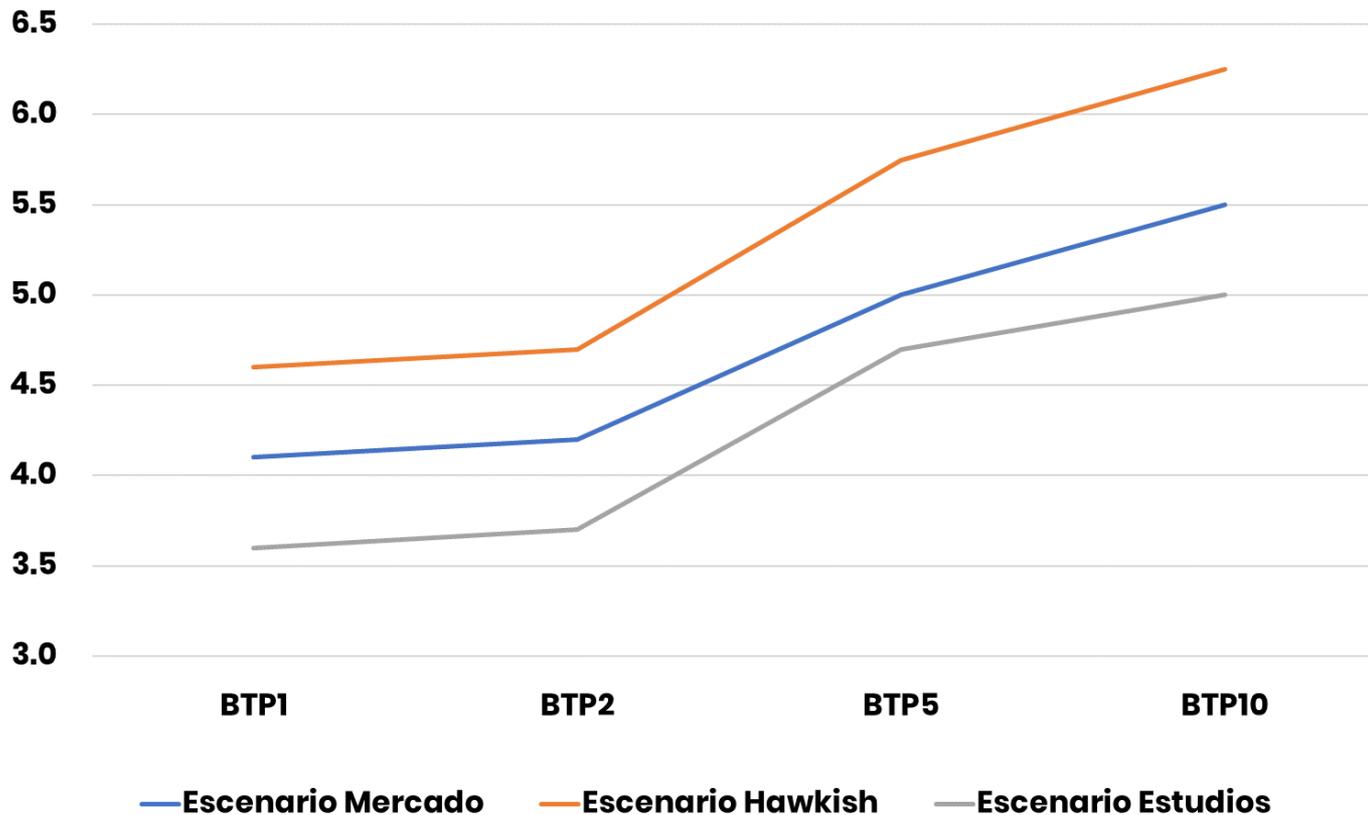


## Escenarios de Política Monetaria (actualizados a septiembre).



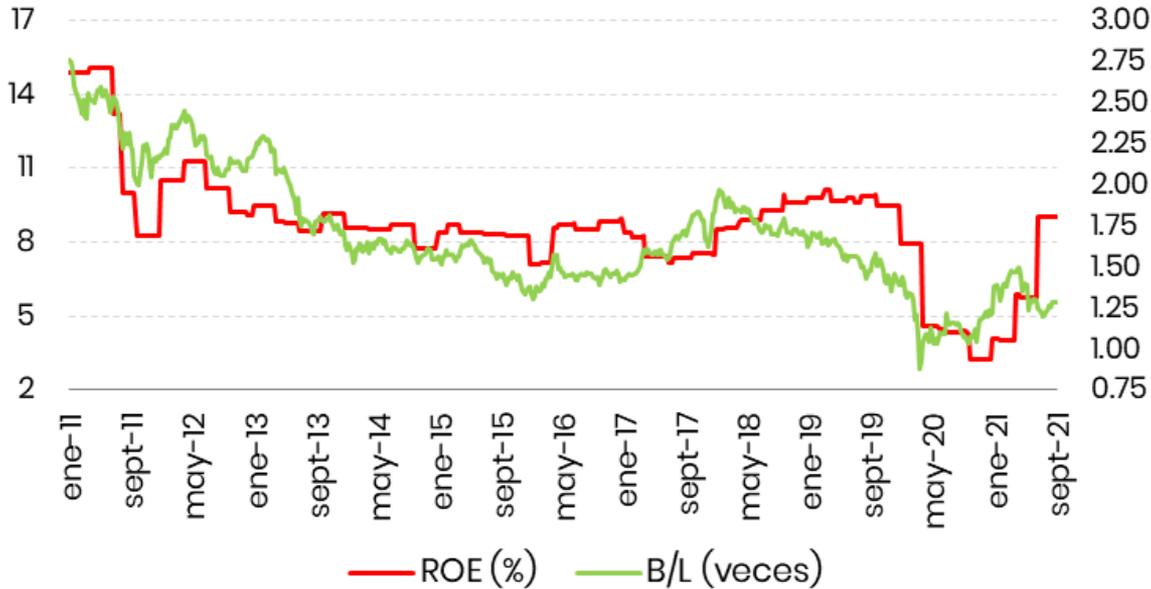
## Escenarios de curvas de rendimiento a diciembre 2022.

### Estructura de Tasas Nominales (%)



Considerando ROE ~7%, coherente con un B/L ~1,5x (según relación histórica), techo del Ipsa ~4.800 pts. Escenario alternativo, bajo incertidumbre política/económica, lleva a valores ~4.300 pts, de darse un impacto permanente en primas por riesgo y menor retorno sobre patrimonio.

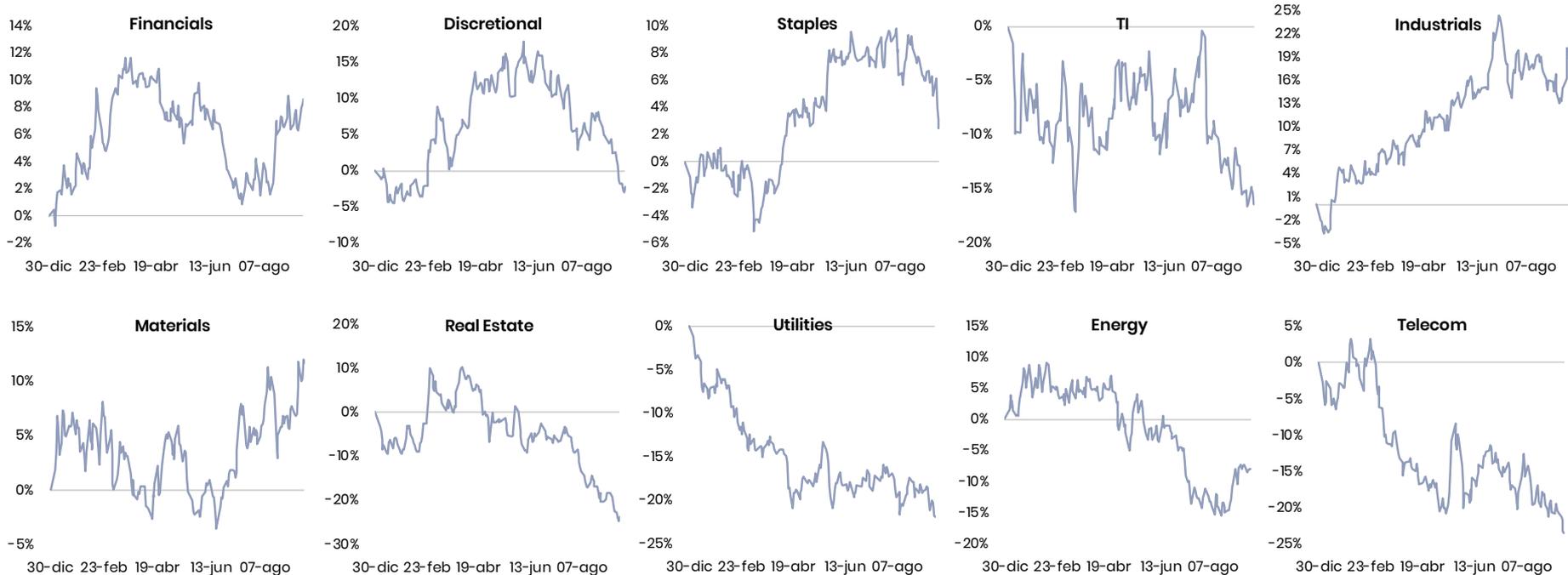
### Bolsa Libro vs ROE (Ipsa)



(\* Datos al 16/sept

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

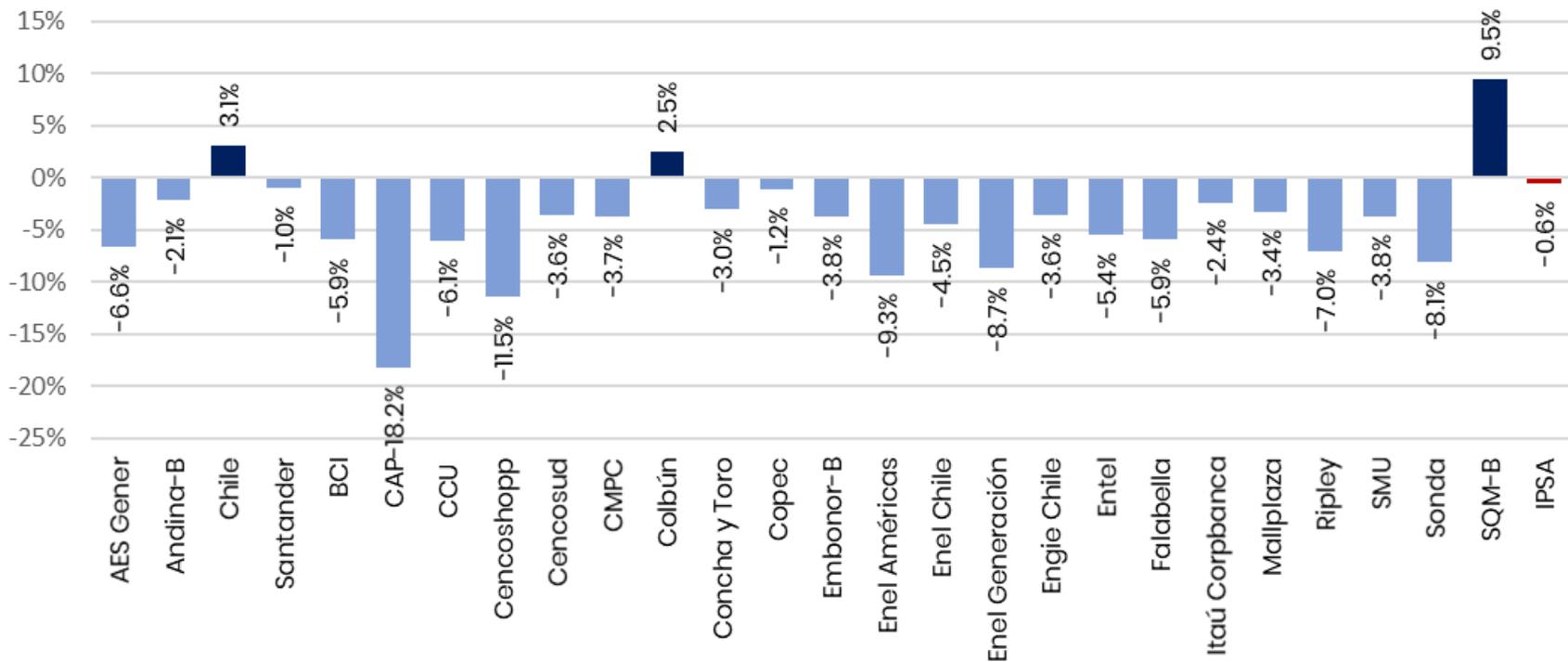
# Desempeño Índices Sectoriales vs Ipsa (YTD)\*



(\*) Diferencial acumulado de retorno respecto al índice Ipsa hasta el 16-sep (base 30-dic).

Fuente: Bolsa de Comercio y Estudios Security.

## Desempeño Acciones bajo Cobertura (MTD)\*



(\* Retorno acumulado del mes hasta el 16-sep.

Fuente: Bolsa de Comercio y Estudios Security.

## Desempeño Carteras Accionarias versus mercado.

### CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY (sep-21)

CAF	Actual	Previa	Δ ptos.	CAT
BSANTANDER	16	16		ANDINA-B
<b>SQM-B</b>	<b>16</b>	<b>13</b>	<b>3</b>	BSANTANDER
CENCOSUD	12	12		BCI
BCI	11	11		CENCOSUD
ENELAM	8	8		CONCHATORO
MALLPLAZA	8	8		MALLPLAZA
ANDINA-B	6	6		
<b>CONCHATORO</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>-1</b>	
<b>COPEC</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>-1</b>	
<b>CMPC</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>-1</b>	
CAP	3	3		
RIPLEY	3	3		
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>		

### DESEMPEÑO CARTERAS\*

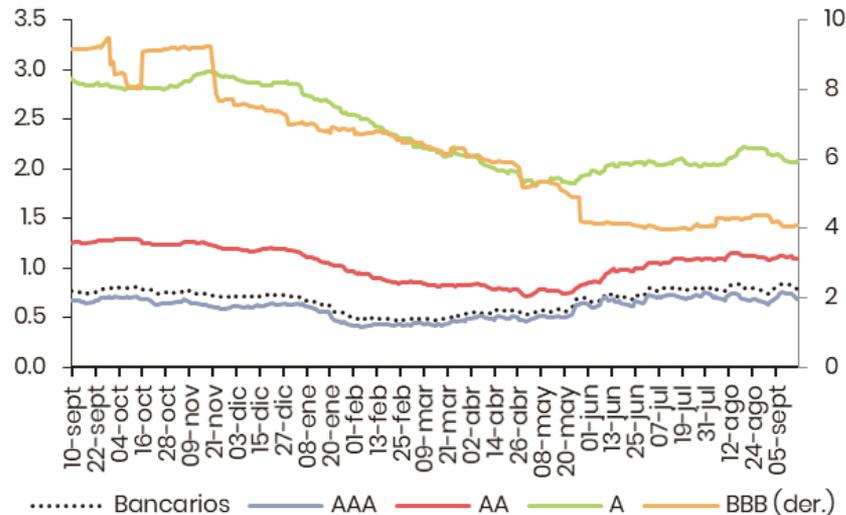
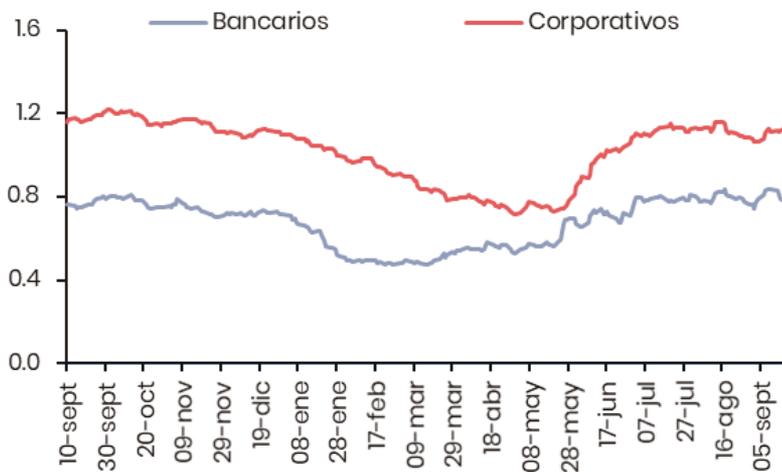


(\*) Retorno acumulado del mes hasta el 16-sep.

Fuente: Bolsa de Comercio y Estudios Security.

Se mantiene algo de presión sobre spreads locales (en particular, de mayor clasificación) ante incertidumbre por avance de 4to retiro. Ceden levemente papeles bancarios.

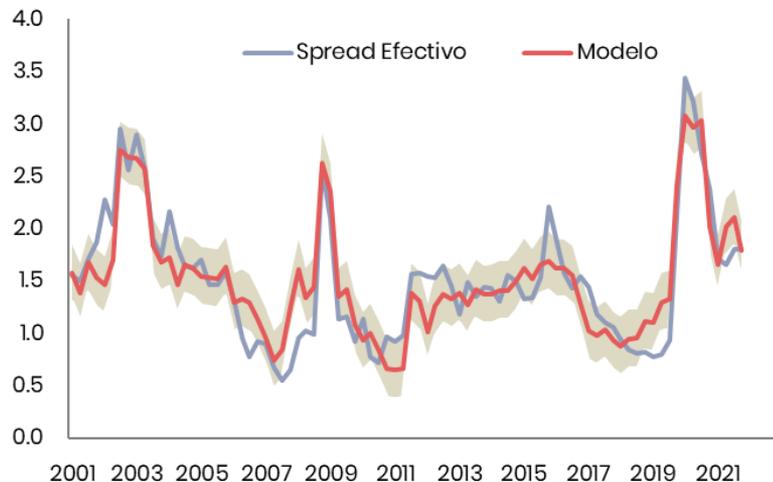
### SPREADS BANCARIOS Y CORPORATIVOS – 12M (PTOS.)



(\* Datos al 16 de septiembre.

Spreads corporativos están mayormente alineados a condiciones financieras de mercado y expectativas de repunte en resultados, entregando un espacio mínimo de caída adicional ante posible mejora de indicadores.

MODELO DE VALORIZACIÓN DE SPREADS CORPORATIVOS LOCALES\* (TRIM)



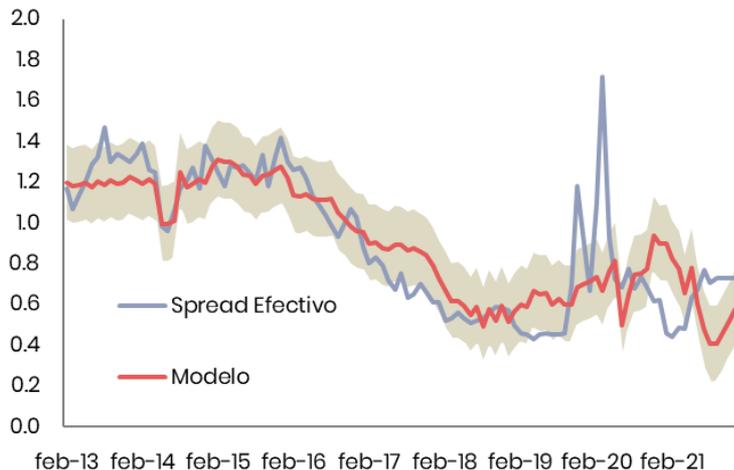
(\* ) Proyección hacia fines de 2021.

- **Modelo reúne spreads de 3-8 años en UF (abarca desde AAA a BBB).**
- **Hoy se encontrarían dentro del rango de 1 desv. estándar,** considerando nuestro escenario base.
- Escenario base incluye:
  - Recuperación gradual de Ebitda tras mínimos en 2T20 (en 2021 se recupera nivel de 2019).
  - Supuesto IPSA cierre 2021: 4.800 pts
  - Supuesto BT-10 cierre 2021: 1,5%
  - Flujos institucionales sin mayores cambios en su exposición a renta fija (Fondo E 15,4% del total en jul-21).

*Ipsa a 4.400 pts y BT10 a 1,3% implican 25 pts adicionales. Spread actual quedaría en límite inferior.*

En el caso de spreads de bonos bancarios, no estarían incorporando recientes mejoras en las métricas de riesgo, aunque son más vulnerables a la aprobación de un 4to retiro. Contarían con el respaldo de compras del BC como medida de liquidez.

MODELO DE VALORIZACIÓN DE SPREADS BANCARIOS LOCALES\* (MES)



(\*) Proyección hacia fines de 2021.

- **Modelo reúne spreads de 3-8 años en UF (concentrado en 7 bancos más grandes).**
- **Valores actuales por sobre el rango de 1 desv. estándar**
- Escenario base incluye:
  - Provisiones bajan de máximos en oct (1,64% vs 1,14% en jul). Esperamos que cifras se normalicen en un nivel ~1,3%.
  - Flujos institucionales estables.
- **Aún quedaría soporte por el anuncio de inyección de liquidez por parte del Banco Central, en el marco de un plan de compra de estos activos por US\$16.000 MM (lleva unos US\$9.000 MM).**

*Nivel de riesgo en 1,5% implica 25-30 pts adicionales. Igualmente, el spread quedaría dentro del rango probable.*

# Recomendación Portafolios Security Septiembre 2021

	Benchmark	Cartera Septiembre	Cartera anterior
Renta Variable	40%	5	5
Renta Fija	60%	-5	-5
<b>Renta Variable Extranjera</b>	<b>80%</b>	2.5	2.5
Desarrollados	48%	5	5
EE.UU.	28%	5	5
Europa	12%	0	0
Japón	8%	0	0
Emergentes	32%	-2.5	-2.5
Asia Emergente	21%	0	0
Latinoamérica	6%	-2.5	-2.5
EEMEA	5%	0	0
<b>Renta Variable Nacional</b>	<b>20%</b>	-2.5	-2.5
<b>Renta Fija Nacional</b>	<b>65%</b>	0	0
Caja	5%	0	0
0 a 1 año CLP	2.5%	0	0
0 a 1 año UF	2.5%	0	0
Gobierno Nominal	7.5%	0	0
1 a 3 años	5%	0	0
Más de 3 años	2.5%	0	0
Gobierno UF	7.5%	0	0
1 a 3 años	5%	0	0
Más de 3 años	2.5%	0	0
Corporativos	45%	0	0
<b>Renta Fija Extranjera</b>	<b>35%</b>	0	0
Desarrollados	22.5%	0	0
Money Market	2.5%	5	5
Investment Grade	10%	-5	-5
High Yield	10%	0	0
Emergente	12.5%	0	0
Corporativos USD	10%	0	0
Soberanos moneda local	2.5%	0	0

## Departamento de Estudios

### **Felipe Jaque**

Economista Jefe

*felipe.jaque@security.cl*

### **Paulina Barahona**

Subgerente Renta Fija Corporativa

*paulina.barahona@security.cl*

### **Paulina Feliú**

Analista de Inversiones

*paulina.feliu@security.cl*

### **Eduardo Salas**

Analista de Macroeconomía

*eduardo.salas@security.cl*

### **César Guzmán**

Gerente Macroeconomía

*cesar.guzman@security.cl*

### **Nicolás Libuy**

Analista de Inversiones

*nicolas.libuy@security.cl*

### **Roberto Valladares**

Analista de Inversiones

*roberto.valladares@security.cl*