



INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios

Febrero 2021

Escenario Macroeconómico Local: Eventual Aumento de la Inflación por Alimentos Sería Transitorio

César Guzmán B.

Gerente de Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

En la medida que avanza el proceso de vacunación en el mundo y en Chile, se afianzan las perspectivas de una recuperación sostenible de la actividad económica. Ello junto a la mantención de los estímulos -monetarios y fiscales- ha llevado a un aumento significativo de los activos de riesgo, incluidos los precios de las materias primas. El cobre ha sido uno de los con mayor incremento, lo que genera una ganancia de términos de intercambio que llevaría a un mejor desempeño del gasto interno. Pero también se ha observado un fuerte incremento de los precios de los alimentos, que ha llevado a parte del mercado a preguntarse si se podría generar un aumento significativo de la inflación, que lleve al Banco Central a comenzar a retirar anticipadamente los estímulos monetarios.

A nuestro juicio, algunos puntos a considerar en el análisis son:

1. El IPC recoge estos shocks de manera significativa en la medida que sean grandes y permanentes, como en 2008 y 2010, y no cuando se revierten rápido como en 2001 y 2004 (gráfico 1).
2. El alza de los alimentos ha sido grande, pero -hasta el momento- todavía es inferior a la del 2006-08 o 2009-10. Medido a través del índice CRB Food, los alimentos han subido 40% desde marzo de 2020 a la fecha frente al 80% de incremento en esos períodos. Además, en términos interanuales el alza en 2008 y 2010 fue de 30% y 40%, respectivamente, mientras que a febrero de 2021 alcanzó a 8%.
3. La división de alimentos de la canasta del IPC subió 20% en 2008, arrastrando al IPC total a 9%, mientras que en 2010 los aumentos fueron de 7% y de 3%, respectivamente.
4. Por otra parte, hay que considerar que los precios de los alimentos en los mercados internacionales son en dólares, lo que se ve compensado en parte con la apreciación cambiaria.
5. Pese a la recuperación de la actividad económica, la economía sigue operando con amplias brechas de capacidad, lo que mantiene contenidas las presiones inflacionarias subyacentes.

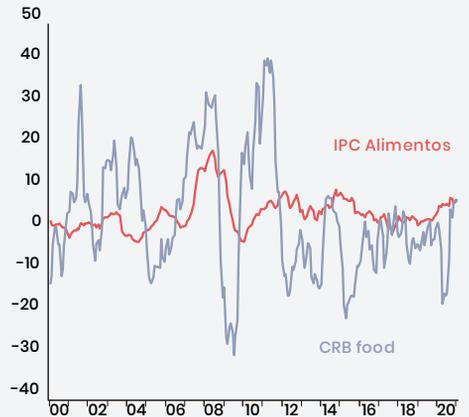
En definitiva, si bien no es descartable que pueda haber un incremento de la inflación arrastrada por alimentos, existen atenuantes que llevarían a que dicho eventual aumento sea más bien transitorio, y por ende no lleve al Banco Central a decretar alzas en la TPM antes de lo previsto.

Todo lo anterior nos lleva a prever que la inflación se ubicaría entre 3% y 3,5% en los próximos 12 a 24 meses, en vez de 2,5%-3% previsto previamente, recordando que a mediados de año se ubicará cerca de 4% debido a la baja base de comparación. Ello está en línea con las compensaciones inflacionarias que siguen en torno a 3% a diferentes plazos (gráfico 2).

Con todo, estas mayores expectativas de inflación han impulsado al alza las tasas de interés de largo plazo, tanto en Chile como en el mundo. Con todo, dicho incremento ha sido rápido, llevando la tasa de convergencia de mercado a 4%, por sobre la neutral estimada por nosotros (3%-3,5%).

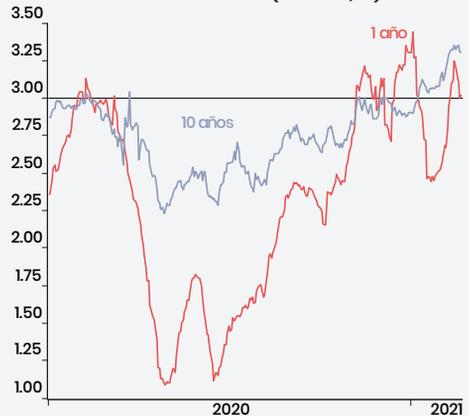
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 1: IPC DE ALIMENTOS Y CRB FOOD (var % interanual)



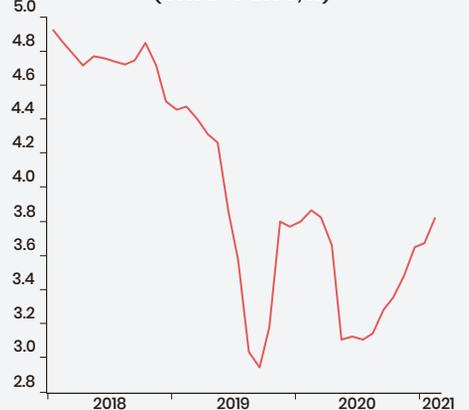
Fuente: Estudios Security, INE, Bloomberg.

GRÁFICO 2: COMPENSACIÓN INFLACIONARIA (bonos, %)



Fuente: Estudios Security, Riskamerica.

GRÁFICO 3: TASAS DE INTERÉS (SWAP 5 en 5, %)



Fuente: Estudios Security, Bloomberg.

Riesgo Corporativo Local: Niveles de Spreads se Ratificarían ante Mejora en Resultados Estimados

Paulina Barahona N.

Subgerente de Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

Los spreads corporativos locales se han presentado con una relativa estabilidad este mes luego de las bajas de enero, en medio de un renovado optimismo por el avance en el proceso de vacunación y mayor demanda por papeles de UF. Si bien este ajuste se observó con más fuerza en papeles A y AA (45 y 30 pts, respectivamente), se presentó de manera generalizada pese a que categorías de menor riesgo ya habían alcanzado niveles pre pandemia. Este flujo hacia este activo tendría origen en el aumento en las expectativas de inflación para los primeros meses del año luego de las últimas sorpresas al alza. Además, se observó mayor liquidez en el mercado, lo que estaría vinculado al segundo retiro de las AFP's.

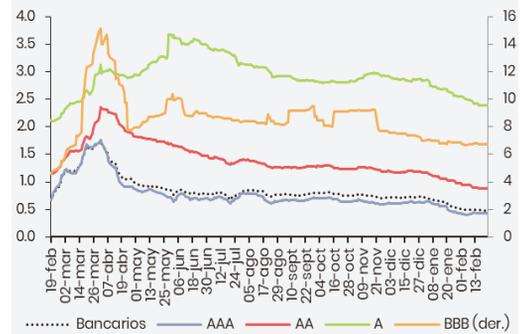
Con esto, el empinamiento en la curva de spreads se ha mantenido respecto al cierre del año, pese a que los segmentos A y BBB continúan en percentiles altos, mientras papeles AAA y bancarios están en mínimos. Este escenario ha mantenido limitada la nueva oferta de emisores corporativos, con sólo cuatro emisiones en lo que va del año (Consortio, Ripley Corp, Tanner y Wenco con UF 7,4 MM en total), concentrando la gran mayoría en el sector bancario (destacando BCI e ItaúCorpbanca). Esperamos que reducciones adicionales de spreads en categorías A y BBB especialmente (que es donde vemos mayor espacio de reversión) estimulen, de cara a marzo, el acceso al mercado de bonos como alternativa de financiamiento.

En relación al flujo de institucionales, en enero hubo aumentos de stock en FFMM's y una leve caída en AFP's. Los fondos de pensiones anotaron un descenso en su exposición a renta fija local de US\$115 millones (-0,1% respecto a dic-20), concentrado en bonos estatales, mientras que los fondos mutuos elevaron dicho stock en US\$1.140 millones netos (+3% respecto a dic-20), con incrementos en todas las categorías de instrumentos, salvo depósitos, cuya compra destacó el mes pasado.

Nuestro modelo de valorización de spreads (concentrado en emisores AAA y AA) refleja que los actuales niveles estarían en su valor justo. Lo anterior, incorporando una mejora en los indicadores de liquidez de una muestra amplia de compañías locales debido a una normalización gradual en su generación de Ebitda. Sin embargo, frente a un optimismo aún mayor en índices financieros locales y externos (tasas, bolsas y monedas), o un repunte más acelerado en resultados corporativos (al disminuir la probabilidad de volver a cierres agresivos en la economía), surgen escenarios que reafirman estos niveles de spreads, o al menos limitan alzas relevantes y, en particular, ratifican oportunidades en clasificaciones menores.

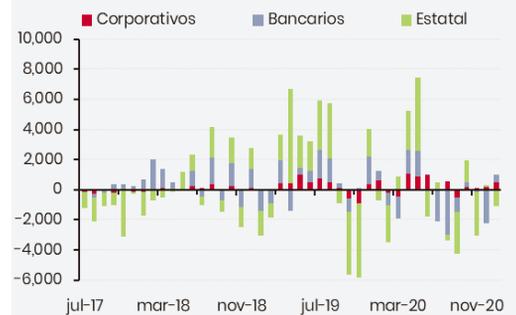
Por esto, mantenemos un sesgo positivo hacia este activo en nuestro portafolio recomendado, aunque en un contexto de disminuciones de spreads más contenidas y selectivas que las observadas en 2020, pero favorable para activos en UF.

GRÁFICO 4: SPREADS BANCARIOS Y CORPORATIVOS POR CLASIFICACIÓN



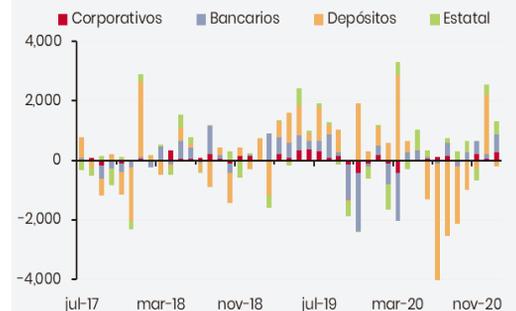
Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

GRÁFICO 5: FLUJOS MENSUALES AFP (EN USD MILLONES)



Fuente: CMF y Estudios Security.

GRÁFICO 6: FLUJOS MENSUALES FFMM (EN USD MILLONES)



Fuente: CMF y Estudios Security.