



INFORME DE RENDA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios

Julio 2021

Escenario Macroeconómico Local: TPM subiría más lento que lo implícito en el mercado

César Guzmán B.

Gerente de Macroeconomía

cesar.guzman@security.cl

En el IPoM de junio, el Banco Central sorprendió al mercado al adoptar un tono menos expansivo para la política monetaria (como lo refleja la tasa swap a 3 meses que estaba en torno a 0,4% hasta fines de mayo)(gráfico 1), indicando que la TPM subiría en el corto plazo, lo que se materializó en la reunión de política monetaria de julio, con un alza de 25pb, situando la tasa referencial en 0,75%.

El escenario base del Banco Central contempla un dinamismo del consumo que llevaría al PIB a crecer 9% este año, lo que a su vez impulsaría la variación interanual del IPC hasta 4,4% a diciembre de este año. En ese contexto, la TPM tendría espacio para seguir subiendo gradualmente 25 pb en cada una de las tres reuniones que quedan en 2021, llevando la TPM a 1,5%, y continuar con ajustes graduales durante 2022 hasta 2,75% a diciembre, como lo refleja el punto medio del corredor de tasas publicado por el ente rector.

Por su parte, **el mercado internalizó alzas más rápidas o de mayor magnitud, con la TPM cerca de 2% a fin de año y de 3,5% a fines del próximo. Nuestra visión, en cambio, apunta a que la TPM iría subiendo más lento que lo planteado por la autoridad, y por ende también más lento que lo implícito en el mercado** (gráfico 2), debido a que proyectamos una recuperación de la actividad económica menos vigorosa y principalmente porque pronosticamos menos inflación.

Por un lado, el panorama sanitario si bien ha mejorado, en ningún caso se ha disipado y todavía hay sectores afectados. Eso sí, las caídas de la actividad económica debido a las restricciones sanitarias este año fueron mucho menores a las de 2020, por lo que las recuperaciones ante una mayor apertura también serían más acotadas. **De esta forma, seguimos proyectando un alza del PIB de 7% este año** (gráfico 3), **mientras que para 2022 corregimos a la baja nuestra proyección desde 2,5% hasta 1,5%-2%**, debido a la moderación del impulso externo, los menores estímulos monetarios y fiscales, y una inversión que seguiría muy contenida por la incertidumbre local.

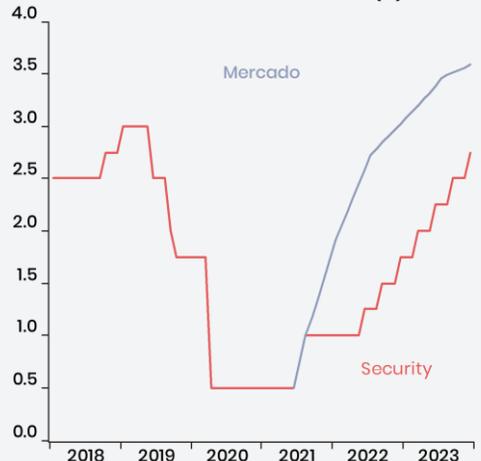
En materia inflacionaria, no se han observado mayores presiones de precios derivadas de un mayor consumo ni tampoco un alza de precios significativa por problemas de stock en algunos productos, principalmente de materiales para la vivienda.

GRÁFICO 1: TASA SWAP (3m, %)



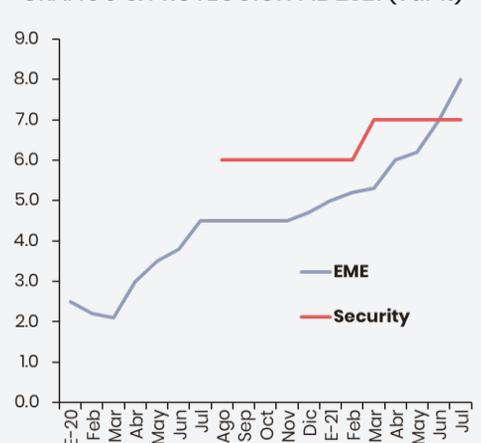
Fuente: Estudios Security, Bloomberg.

GRÁFICO 2: TPM ESPERADA (%)



Fuente: Estudios Security, Bloomberg.

GRÁFICO 3: PROYECCIÓN PIB 2021 (var %)



Fuente: Estudios Security, Banco Central. EME: Encuesta Mensual de Expectativas.

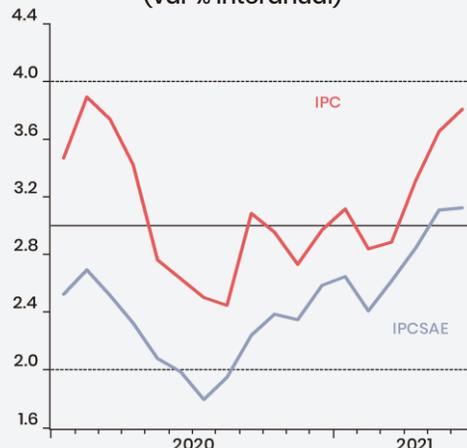
Un tercio de la inflación acumulada en el año respondió al aumento de los combustibles y otra parte por el alza de algunos alimentos. **Pero las medidas de inflación subyacente -más ligadas a la demanda interna- han seguido muy contenidas** (gráfico 4). Mirando hacia adelante, los combustibles -con elevada volatilidad- han seguido subiendo en los mercados globales, lo que agrega unas décimas a nuestra proyección a diciembre de este año que sube desde 3,2% a 3,5%, por debajo del 3,8% implícito en los precios de mercado y del 4,4% previsto por el Banco Central.

Un factor que podría impulsar la inflación en el corto plazo es la depreciación del peso, aunque en torno a \$760 sigue teniendo una variación interanual negativa.

Al respecto cabe señalar que una de las sorpresas de las tendencias globales esperadas para este año tiene que ver con el fortalecimiento del dólar de 3% en el año, tras la depreciación de 2020 (gráfico 5).

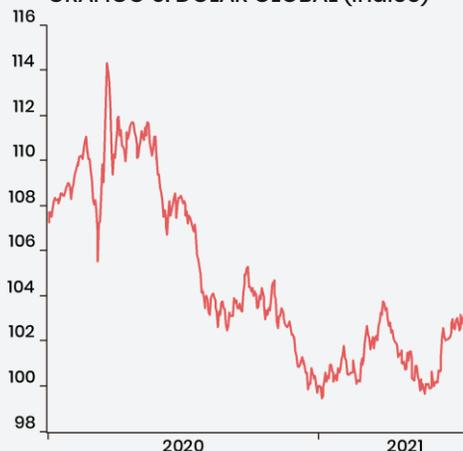
Lo anterior, eleva el valor esperado de un modelo estructural (con diferencial de crecimiento, términos de intercambio, entre otras variables) desde \$630 a \$660. Al incluir el premio por riesgo local, que hemos estimado en torno a 10%, **el tipo de cambio debería ubicarse en torno a \$725**.

GRÁFICO 4: IPC TOTAL Y SUBYACENTE (var % interanual)



Fuente: Estudios Security, INE.

GRÁFICO 5: DÓLAR GLOBAL (Índice)



Fuente: Estudios Security, Bloomberg.

Indicadores CHILE	2020	2021°	2022°
PIB (Var %)	-5.8	7.0	1.8
Tasa de Desempleo (prom %)	10.7	10.0	9.7
IPC dic-dic (%)	3.0	3.5	3.2
TPM (fdp,%, en \$)	0.5	1.0	1.8
BCP-10 base 365d (fdp, % en \$)	2.7	4.5	4.7
BCU-10 base 365d (fdp, % en UF)	-0.1	1.5	1.7
Tipo de Cambio (fdp, \$/US\$)	711	725	700
Indicadores GLOBALES	2020	2021°	2022°
Crecimiento Mundial (PPP, %)	-3.5	5.9	4.3
Cobre (US\$/Libra, prom)	280	420	350
Precio Petróleo WTI (US\$ p/b, prom)	39	67	58
Tasa de Fondos Federales (fdp,%)	0.3	0.3	0.3
Bono del Tesoro EEUU-10 (fdp, %)	0.9	1.7	1.9

Fuente: Estudios Security.

Riesgo Corporativo Local: Alta volatilidad de mercado abrió espacio para arbitraje en deuda corporativa

Paulina Barahona N.
Subgerente de Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

La mayor cuota de incertidumbre que ha predominado en el escenario nacional en los últimos dos meses ha traído consigo variaciones sorpresivas de precios en diversos activos de renta fija. Desde fines de abril se han conjugado varios factores desfavorables para las perspectivas locales: una discusión constitucional y presidencial que presionan los perfiles de deuda pública y la rentabilidad de sectores regulados, un repentino perfil alcista en las estimaciones de inflación, y un Banco Central más hawkish en su último IPOM, con un escenario base más optimista.

Por el lado de las bases, lo anterior se reflejó en alzas bastante relevantes, en particular en tramos más cortos (tanto en UF como en pesos), acumulando una subida de 50-60 p.b. promedio desde fines de abril (moderados en parte con el último dato de inflación de junio – gráfico 6), contrario a la tendencia bajista de Bono del Tesoro en EEUU, dando cuenta del tono más idiosincrático de este movimiento alcista en las tasas. En cuanto a spreads, tanto corporativos como bancarios en moneda local, han mostrado avances entre 30 a 40 pts. en este periodo, con mayor fuerza en emisores de mejor calidad crediticia (a la vez, más líquidos), en un contexto donde también hemos observado incrementos de 30-40 pts. en las primas soberanas de Chile.

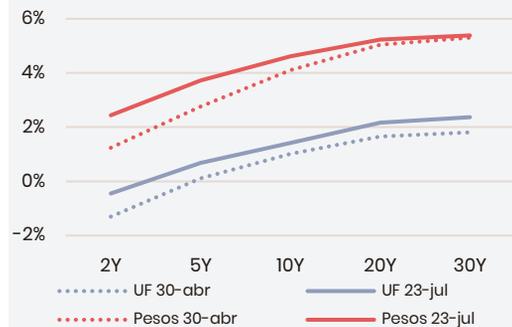
A lo anterior se suma una actividad inusual en términos de flujos, junto a condiciones de mercado muy ilíquidas. A nivel de institucionales, a la oferta relacionada con el tercer retiro de fondos de las AFP's aprobado en mayo, se ha sumado una ola de solicitudes de retiro de aportantes de FFMM como mecanismo de resguardo ante esta volátil coyuntura de tasas (gráfico 7). Mientras, en el ámbito público, Tesorería ha concentrado la mitad de las emisiones de este año en el mercado local, colocando a la fecha cerca de USD 6.700 MM. Si bien, este volumen de oferta ha inyectado aún más presión en las tasas, en la medida que se normalice (lo cual esperamos) sería una variable menos a considerar.

El resultado de esta conjunción de variables efectivamente se plasmó en la exigencia de mayores primas por riesgo, pero no necesariamente en todos los activos. A modo de ejemplo, el bono del gobierno en UF se transa con más premio que un bono de Hacienda en USD (pasado a UF). Y creemos que algo similar podría estar ocurriendo en los papeles de empresas locales en USD, cuyo spread no ha reaccionado como ha ocurrido en los mismos emisores en moneda local, los que incorporarían una prima por riesgo cambiario más elevada a lo habitual (gráfico 8).

Aunque el costo de cobertura cambiaría ha absorbido en parte este incremento en el premio local, de acuerdo a mediciones actuales no sería suficiente, entregando un spread en USD teórico mayor (en 250 pts.) respecto al promedio que se puede extraer de emisores del Cembi Chile (en 170 pts.), excluyendo casos con riesgo de default (gráfico 9).

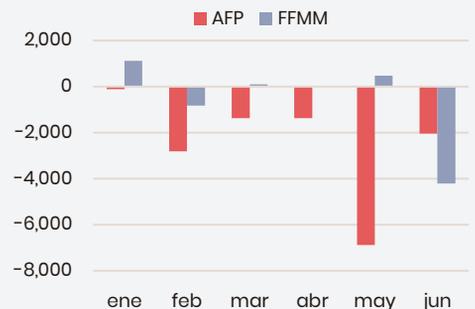
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 6: CURVA DE TASAS LOCALES (UF Y PESOS)



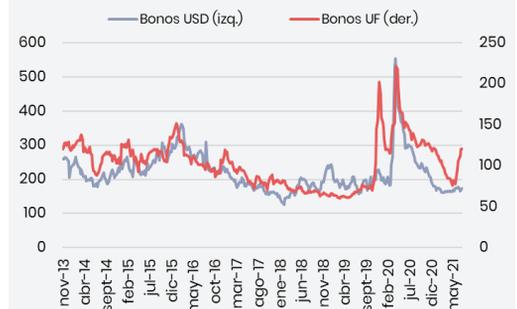
Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

GRÁFICO 7: FLUJOS INSTITUCIONALES EN RENTA FIJA 2021 (USD MM - AFP Y FFMM)



Fuente: Superintendencia de Pensiones, Banco Central, CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 8: SPREADS CORPORATIVOS (BONOS EN UF Y EN USD)



Fuente: Bloomberg, Riskamerica y Estudios Security.
(* Equivale a un promedio de spreads de firmas listadas en el Cembi Chile, excluyendo casos en riesgo de default.

En efecto, los spreads en USD se han mantenido en 170-180 pts. promedio durante todo 2021, sin incorporar la reacción que presentaron sectores como commodities y eléctrico (de alta presencia en el Cembí Chile) en bonos locales, en especial al conocerse mayores avances en la discusión que tomará la Convención Constitucional.

Por lo tanto, estaríamos viendo una oportunidad de arbitraje, el tema es por dónde vendría el ajuste. Una alternativa, más allá de las imperfecciones que pueden presentar estas mediciones, es que sea el costo de cobertura el que se ajuste al arbitraje de tasas entre UF y USD, pero este indicador ha demostrado (especialmente en situaciones de alto stress) mantenerse desalineado y de forma permanente mientras no se normalicen las transacciones de mercado (gráfico 10). Por ello, vemos más probable que el ajuste venga vía spreads, y en menor medida, en una moderación de la tasa base en UF.

La opción de una reducción del spread en UF sería viable si es que hubo alguna sobreacción del mercado, sobre todo en segmentos más regulados, pero en este sentido nuestro modelo de valorización (que incluye métricas financieras y expectativas de mercado) indica spreads más bien alineados a sus fundamentos, eso sí con proyecciones más optimistas que los actuales (gráfico 11). Mientras que la tasa base local podría moderar (dado el perfil más agresivo de alzas en TPM que estaría incorporando el mercado), pero a un nivel más intermedio que el punto de partida.

Ante ello, vemos más probable que la normalización provenga de un alza en los spreads en USD y, en menor medida, de alguna reversión paulatina del retorno en UF (vía spread y/o vía tasa base), a menos que disminuya la prima por riesgo cambiario. Dicho de otra forma, en estos momentos no es trivial la elección de moneda de emisión de deuda corporativa, considerando que existen mejores condiciones de endeudamiento en el mercado externo, con una liquidez que no se ha visto alterada.

GRÁFICO 9: SPREADS EN USD DE EMISORES LOCALES (PTOS.)*



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

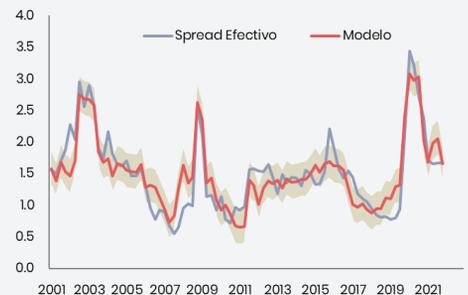
(*) Spread Teórico se extrae de la equivalencia entre un retorno en UF versus un retorno en USD arbitrado, de acuerdo a costos actuales de cobertura.

GRÁFICO 10: COSTO COBERTURA VS DIFERENCIAL TASAS UF/USD (10 AÑOS)



Fuente: Bloomberg, Riskamerica y Estudios Security.

GRÁFICO 11: MODELO DE SPREADS CORPORATIVOS (PTOS.)



Fuente: Bloomberg, Riskamerica y Estudios Security.