



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios  
Septiembre 2021

## Mantenemos cautela frente a riesgos de desaceleración que continúan y nuevos shocks de costos

### Resumen

Durante el mes de agosto la recuperación económica global continuó, pero moderándose de manera más acelerada versus lo anticipado. Una expansión de la variante delta a más países, y medidas restrictivas como respuesta en algunos de ellos, apuntaron también a una revisión a la baja en las expectativas de crecimiento. Por otro lado, la inflación se mantiene elevada y aún no se disipan los riesgos de que esta no resulte del todo transitoria como es anticipado por el consenso, de todas maneras, la respuesta de la FED parece seguir indicando que no existe apuro por reducir fuertemente el nivel de expansividad en su política monetaria. Nuestro escenario base sigue siendo el de una recuperación sólida de la economía, aunque vemos un balance de riesgos que sigue ensombrecido.

### Visión por clase de activo:

- Renta Variable/Renta Fija:** Un escenario global que continúa con crecimiento económico elevado para este año y el próximo, así como condiciones financieras que se mantienen expansivas (principalmente en mercados desarrollados) justifica una sobre ponderación de la renta variable.
- RV Desarrollados/Emergentes:** Un balance de riesgos marginalmente más negativo, por riesgos de inflación que se mantienen y perspectivas de desaceleración que aumentan, así como una pérdida de dinamismo más marcada en la economía china, junto a riesgos de regulación en sectores específicos que se mantienen en esta economía, siguen propiciando un escenario menos favorable para mercados emergentes versus desarrollados.
- Tipo de Cambio:** A pesar de que nuestro escenario base corresponde a un debilitamiento del dólar global como consecuencia de una recuperación económica que se sigue dando y una FED que se mantiene sin subidas de tasa hasta el 2023, una mezcla de factores globales podrían demorar este debilitamiento. Por otra parte, riesgos domésticos locales, como un nuevo retiro de fondos previsionales, mantendrían un tipo de cambio presionado. Esto nos hace recomendar una posición neutral de los activos de renta fija en moneda local versus los instrumentos en dólares.
- RF Local:** Nuestra recomendación de no tener sesgos en términos de monedas (pesos/UF) responde a que el mercado ya tiene internalizado inflaciones que se mantienen elevadas por varios meses, debido al elevado consumo y al mayor tipo de cambio, en línea con las nuevas proyecciones del Banco Central en el IPoM, en un contexto de incertidumbre que se mantendría elevada, lo que a su vez seguiría presionando las tasas largas, por lo que sugerimos neutralidad en términos de duración.
- RV Local:** Creemos que el mayor potencial continúa en compañías ligadas al sector bancario, *retail* y consumo masivo.

**Felipe Jaque S.**  
Economista Jefe  
[felipe.jaque@security.cl](mailto:felipe.jaque@security.cl)

**César Guzmán B.**  
Gerente Macroeconomía  
[cesar.guzman@security.cl](mailto:cesar.guzman@security.cl)

**Paulina Barahona N.**  
Subgerente Renta Fija Corporativa  
[paulina.barahona@security.cl](mailto:paulina.barahona@security.cl)

**Eduardo Salas V.**  
Economista  
[eduardo.salas@security.cl](mailto:eduardo.salas@security.cl)

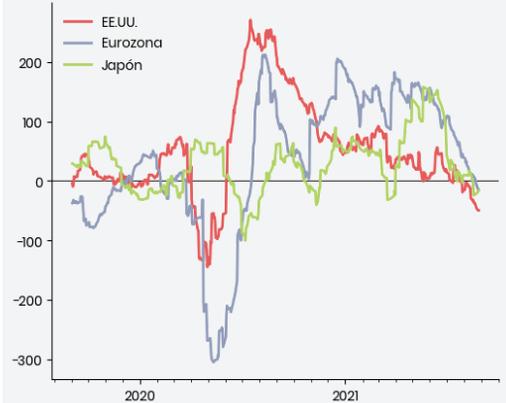
Durante el mes de agosto la recuperación en la actividad económica global continuó, pero de manera más moderada, en línea con los temores anticipados anteriormente ([Portafolios Security agosto 2021](#)), pero de todas maneras con datos de actividad que han sorprendido de manera negativa en algunos países desarrollados o han seguido por debajo lo esperado, como en el caso de China (gráficos 1 y 2). A esto se sumó un empeoramiento de la evolución de la pandemia, con la variante delta expandiéndose a más países y generando como respuestas medidas más restrictivas en algunos de ellos, resultando en efectos negativos en la demanda mundial, y también cortes en las cadenas de suministros globales. En general, **en el mes se observó un moderamiento adicional en las perspectivas de crecimiento.**

**Nuestro escenario base sigue siendo de crecimiento alto a nivel global, este y el próximo año,** en parte porque los factores de empeoramiento en la pandemia debiesen disiparse en el corto plazo y por una respuesta positiva rezagada de la actividad a las condiciones financieras que continúan siendo expansivas, principalmente en mercados desarrollados (gráfico 3). Se espera también eventuales respuestas fiscales y monetarias más expansivas que podrían compensar moderamientos adicionales en la economía china. Sin embargo, es natural esperar que el crecimiento mundial vaya convergiendo a niveles más bajos, sobre todo a partir del próximo año cuando parte del estímulo monetario y fiscal vaya en retirada.

**Por otro lado, la inflación sigue elevada en la mayoría de los países,** haciendo que no se disipen aún los riesgos inflacionarios y de la consecuente respuesta de política monetaria de la FED. En el margen, como consecuencia del desarrollo de la pandemia ya mencionado, se volvió a enfrentar disrupciones de oferta y detención de operaciones a nivel de comercio internacional, resultando, por ejemplo, en impactos en los costos de transporte marítimo (gráfico 4). Un tema también que nos preocupa es la evolución de los márgenes de las compañías a nivel mundial, un deterioro importante de estos en el presente podría resultar en posibles presiones inflacionarias futuras. Si bien el consenso sigue siendo que la inflación será un fenómeno transitorio, más bien como resultado de un cambio en el nivel de precios asociado a las reaperturas, no es descartable que este tipo de shocks impacten de mayor manera.

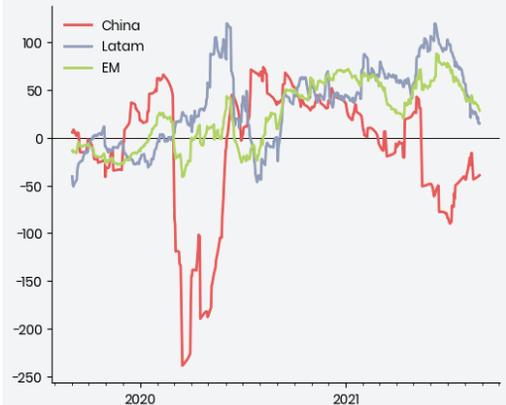
Con todo, los desarrollos del mes en torno a la FED (minutas de la reunión de política monetaria de julio y simposio de Jackson Hole) estuvieron en línea con el escenario base de que el retiro de estímulo se dará de manera gradual: anuncio oficial de menores compras en los últimos meses de este año, el comienzo de este proceso a fines de 2021 o primer cuarto de 2022, y la primera alza de tasas durante 2023. Así, **mayores tasas reales llegarían de manera ordenada sin generar un impacto mayor en los activos.**

GRÁFICO 1: SORPRESAS ECONÓMICAS  
Mercados Desarrollados



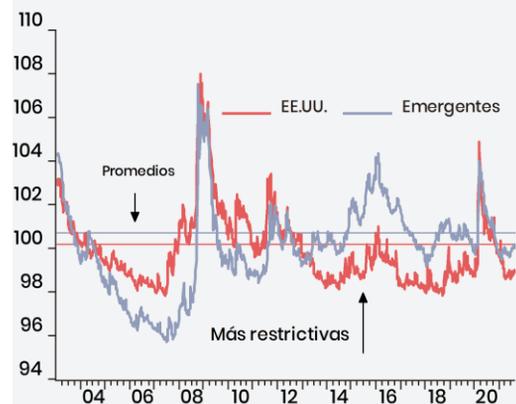
Fuente: Bloomberg, Citi y Estudios Security.

GRÁFICO 2: SORPRESAS ECONÓMICAS  
Mercados Emergentes



Fuente: Bloomberg, Citi y Estudios Security.

GRÁFICO 3: CONDICIONES FINANCIERAS



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Esta configuración de escenario macro justifica aún un posicionamiento favorable en la renta variable, apoyado también por perspectivas de retornos relativos favorables versus la renta fija. **No obstante, con un balance de riesgos que continúa desfavorecido versus escenarios anteriores, en general por preocupaciones inflacionarias que no ceden y perspectivas de crecimiento algo más ensombrecidas, nos hace continuar recomendando mantener un portafolio con riesgos acotados.**

Asimismo, las perspectivas de mercados emergentes versus mercados desarrollados son aún dependientes de la evolución del dólar, riesgo de desaceleración, riesgo cambiario y primas soberanas. Con respecto al dólar nuestro escenario central corresponde a un debilitamiento de este como resultado de la recuperación económica que continúa y una FED que se mantiene sin subidas de tasas hasta 2023. Sin embargo, una recuperación en el empleo en EE.UU. mayor a lo esperado, lecturas de inflación que continúan altas o un desarrollo de la variante delta que no logra quedar atrás podrían demorar aún más este debilitamiento (gráfico 5). Por otro lado, una economía china que no logra mantener el dinamismo, con riesgos regulatorios sobre sectores específicos que se mantienen, también apuntan en la dirección de perspectivas relativas menos favorables para emergentes, por lo que **continuamos sub ponderando estos mercados (en particular Chile y América Latina) versus mercados desarrollados (EE.UU. en particular).**

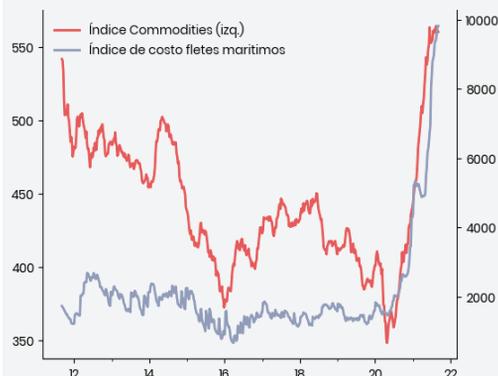
**Respecto a la visión de tasas y duración, esta sigue siendo consistente con alzas graduales.** A los niveles actuales (1,3%) mantenemos duraciones cortas. Respecto a la renta fija internacional corporativa, continuamos en posición neutral, consistente con proyecciones de alzas graduales y moderadas en los niveles de spread, pero compensado por el mayor devengo de estos instrumentos.

A nivel de **renta fija local**, la sorpresa por parte del Banco Central de incrementar la TPM en 75pb, elevó toda la estructura de tasas nominales, mientras que la curva en UF subió menos ante el alza en las expectativas de inflación.

Al estar internalizado en el mercado inflaciones elevadas por un tiempo más prolongado que hace unos meses, **ratificamos nuestra recomendación de mantener una posición neutral entre monedas (pesos/UF).**

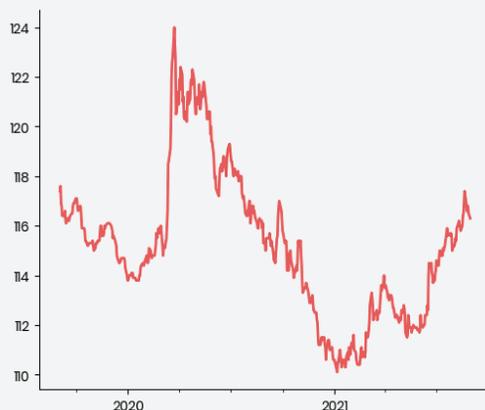
Todo ello en un contexto de niveles de incertidumbre que se mantendrían altos debido a las discusiones de más retiros de fondos previsionales, con proceso constituyente y elecciones presidenciales de por medio, que siguen presionando los perfiles de deuda pública. Por lo anterior, también **seguimos neutrales en términos de duración.**

GRÁFICO 4: COMMODITIES Y COSTOS FLETES MARITIMOS



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: DÓLAR GLOBAL



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: COMPENSACIONES INFLACIONARIAS CHILE (SWAPS, %)



Fuente: RiskAmerica y Estudios Security.

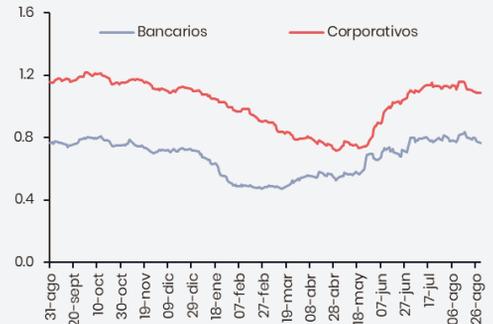
**En renta fija corporativa**, hemos observado una relativa estabilidad a nivel de spread (gráfico 7), esto luego de la presión que trajo consigo la aprobación del tercer retiro de fondos de pensiones y una salida masiva de capital desde fondos mutuos desde mayo, en un contexto de mayor incertidumbre política tras las elecciones de constituyentes y primarias presidenciales. De hecho, en los últimos tres meses, **los institucionales han reducido su exposición en renta fija local en unos US\$ 15.500 millones**, concentrado en papeles de Tesorería y bonos bancarios, absorbidos en parte por el plan de liquidez que el Banco Central aún mantiene vigente.

Pese a este rebote, consideramos que a nivel general los spreads estarían bastante alineados a sus fundamentos (algo más deteriorados en el margen), que incluyen una recuperación en las métricas de solvencia para una muestra de empresas, y condiciones financieras menos presionadas que las actuales (gráfico 8). Si bien, podrían presentarse algunos espacios de reversión en spreads de emisores específicos, por otro lado, se mantiene vigente la posibilidad de nuevas fuentes de riesgo, como por ejemplo, la aprobación de un nuevo retiro de fondos, lo que podría implicar presiones alcistas adicionales al contar con menores herramientas de soporte por parte del ente emisor. Por ello, **nuestra visión para este activo se mantiene neutral**.

Finalmente, **en renta variable local**, pese al positivo reciente desempeño del IPSA, mantenemos una perspectiva acotada para este, en niveles en torno a 4.300 puntos, pero que abren la puerta para justificar valorizaciones cercanas a 4.600 puntos de la mano de un significativo incremento en los resultados de las compañías. Con todo, siguen latentes las presiones ligadas a un mayor riesgo soberano, tasas de interés locales al alza y tipo de cambio. Adicionalmente, siguen los ruidos vinculados a posibles cambios regulatorios que terminen alterando la generación de flujos de las compañías, y con ello sus valorizaciones y rentabilidades.

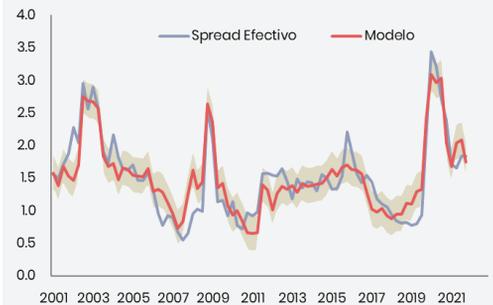
Por ello, creemos que **el mayor potencial continúa en compañías ligadas al sector bancario, retail y consumo masivo**. En el caso del sector commodities, el cual está inserto en mayores riesgos locales, efectuamos algunos ajustes menores. Aumentamos en 3 p.p. la ponderación de SQM-B, para acercarnos a su peso actual en el IPSA, en particular tras el alza del precio del litio en China y las buenas expectativas que han incorporado sus resultados del segundo semestre. A cambio, redujimos en 1 p.p. tanto a CMPC como a Copec, tras precios de celulosa que siguen a la baja. Sólo de manera complementaria, se disminuyó en 1 p.p. a Conchatoro, pero manteniendo un largo importante respecto al benchmark ([Carteras Accionarias Security septiembre 2021](#)).

GRÁFICO 7: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS (PTOS.)



Fuente: RiskAmerica y Estudios Security.

GRÁFICO 8: MODELO SPREADS CORPORATIVOS (PTOS.)



Fuente: RiskAmerica, SP, Bloomberg y Estudios Security.

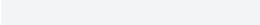
GRÁFICO 9: VAR. A/A EBITDA EMPRESAS BAJO COBERTURA



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

## Visión Activos Estudios 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

	Sobreponderar
	Subponderar
	Posición neutral

## Desempeño Activos: Renta variable y monedas (%)

Al 31-08-2021	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Renta variable (% en dólares)</b>						
<b>Mundo</b>	14.7	2.0	4.2	11	27	45
<b>Desarrollados</b>	16.8	2.1	5.6	13	28	47
EE.UU.	19.9	3.0	8.0	15	30	58
Eurozona	13.9	1.2	1.0	11	29	34
Reino Unido	11.1	-0.9	-2.0	7	23	9
Japón	2.0	0.5	1.3	0	17	27
Asia ex Japón*	6.3	-1.3	-3.1	1	19	17
<b>Emergentes</b>	1.3	1.2	-4.9	-4	19	33
Asia	-1.2	1.2	-6.3	-8	16	42
China	-13.3	-1.5	-14.5	-21	-6	26
Latinoamérica	2.6	-0.3	-1.8	12	30	-2
Brasil	-2.0	-3.9	-4.8	13	23	-9
México	21.2	5.3	5.5	24	59	28
Chile	-1.3	5.4	-3.5	-10	20	-12
EMEA**	17.3	2.2	1.8	12	32	16
<b>Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)</b>						
<b>Desarrollados (DXY)</b>	-3.0	-0.6	-3.1	-2	-1	6
Euro	-3.7	-0.6	-3.6	-2	-1	7
Reino Unido	0.7	-1.0	-3.3	-1	3	12
Japón	-6.4	-0.5	-0.4	-3	-4	-3
<b>Emergentes</b>	11	0.4	-0.9	1	6	8
Argentina	-16.2	-1.0	-3.4	-9	-32	-64
Brasil	0.2	-0.3	1.0	8	5	-24
Chile	-9.0	-1.1	-6.9	-7	0	-7
Colombia	-10.1	3.1	-1.6	-4	-1	-9
México	-1.0	-0.9	-0.9	3	8	0
Perú	-12.9	-0.6	-7.3	-12	-15	-20
China	0.8	0.1	-1.5	0	6	10

\* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

\*\* Europa del Este, Medio Oriente y África.

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

## Desempeño Activos: Renta fija (cambios en puntos base)

Al 31-08-2021	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Swaps moneda local</b>							
<b>EE.UU.</b>							
2 años	0.2	9	3	6	9	8	-130
10 años	1.3	39	13	-29	-14	61	-20
<b>Chile</b>							
2 años	3.1	233	54	138	195	252	124
10 años	4.5	194	31	67	142	227	189
<b>Brasil</b>							
2 años	9.0	482	77	197	310	533	302
10 años	10.4	320	90	132	179	274	264
<b>México</b>							
2 años	5.8	153	-5	57	138	131	-122
10 años	6.9	152	5	11	74	104	0
Alemania 10 años	-0.4	19	9	-20	-5	2	32
Francia 10 años	0.0	32	10	-20	7	8	37
Italia 10 años	0.8	20	13	-16	5	-34	-29
España 10 años	0.3	29	10	-14	1	-4	21
Reino Unido 10 años	0.6	44	8	-17	-14	31	27
Japón 10 años	0.0	0	1	-6	-13	-3	29
<b>Spreads soberanos USD</b>							
<b>Emergentes (EMBIG)</b>	325	-7	-13	4	-6	-74	-55
<b>Latam</b>	394	-2	-14	9	-13	-100	-138
Brasil	295	34	1	34	11	-34	34
Chile	156	-5	-8	-3	0	-41	-5
Colombia	290	69	-2	21	48	19	88
México	369	-5	-12	14	-3	-108	11
Perú	190	46	-16	3	19	25	45
<b>Spreads corporativos USD (puntos base)</b>							
<b>Emergentes (CEMBI)</b>	309	-12	-19	0	5	-69	-50
<b>Asia</b>	302	-6	-24	2	13	-38	-12
<b>Europa</b>	389	-6	-7	12	21	-78	-93
<b>Latam</b>	342	-10	-15	-5	-5	-99	-73
Investment Grade	197	-17	-11	-10	-5	-84	-71
High Yield	455	-30	-17	-17	-23	-135	-100
Brasil	395	-6	-14	6	-7	-103	-25
Chile	253	11	-13	14	28	-63	-23
Colombia	352	48	-9	10	60	-54	37
México	246	-16	-10	-9	-11	-89	-62
Perú	303	32	-28	-9	75	-30	22
<b>HG EE.UU.</b>	87	-9	-1	3	-3	-43	-34
<b>HY EE.UU.</b>	288	-72	-10	-8	-32	-189	-106

Fuente: Bloomberg y Estudios Security