



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Octubre 2021

## Nuevos shocks en China aumentan riesgos de desaceleración

### Resumen

La actividad económica global ha continuado moderándose en septiembre, acrecentando los temores que se vienen dando desde hace un par de meses, con sorpresas económicas que continúan en terreno negativo en casi todas las economías relevantes. Asimismo, hemos visto una intensificación de las presiones por el lado de la oferta, sumándose una situación de escasez eléctrica en China que ha deteriorado las perspectivas de crecimiento del país y pone mayores presiones en los costos y cadenas de suministro globales con el consecuente impacto en mayores riesgos inflacionarios.

### Visión por clase de activo:

- Renta Variable/Renta Fija:** Un escenario global en el cual los riesgos de desaceleración siguen ganando fuerza hace al balance de riesgos cada vez más simétrico, por lo que mantener un nivel de riesgo acotado hace sentido, aunque con sesgos entre regiones.
- RV Desarrollados/Emergentes:** El panorama para mercados emergentes sigue viéndose desfavorecido principalmente como consecuencia del riesgo de desaceleración global que se ha intensificado. Una economía china que presenta dificultades para mantener su ritmo de crecimiento, a su vez que se enfrenta a nuevos vientos en contra; y un dólar que ha continuado fortaleciéndose, son elementos que hacen mantener el balance de riesgos inclinado hacia un desempeño más débil de estos mercados.
- RF Internacional:** Creemos que la desaceleración global que se ha acentuado pone un límite a los niveles al alza que podrían alcanzar las tasas en mercados desarrollados. En los valores actuales para EE.UU. (1,5%) tomamos utilidad de la posición corta que mantuvimos en el segmento Investment Grade versus Money Market, llevando estas dos posiciones a neutrales.
- Tipo de Cambio:** El contexto macro global mantiene un dólar apreciado, mientras que los riesgos de China ponen un peso extra sobre las monedas más expuestas, como es el caso de América Latina. Los ruidos locales, si algo, se incrementan. Así, no esperamos una reversión significativa del CLP/USD en el corto plazo, a pesar de mantener un premio sobre su historia cercano a 15%.
- RF Local:** Si bien las presiones inflacionarias han continuado de la mano del alza del tipo de cambio, están bien internalizadas en el mercado por lo que seguimos sugiriendo no tener sesgos en términos de monedas (pesos/UF). Las tasas de interés han subido anticipando ajustes agresivos de la TPM en el corto plazo, mientras que la parte larga ha seguido presionada por mayor incertidumbre local. Seguimos sugiriendo neutralidad en términos de duración.
- RV Local:** Los ruidos externos nos llevan a ajustar las apuestas en las carteras accionarias locales, reduciendo la exposición a commodities y compensando con una mayor ponderación del sector bancario, en medio de los buenos resultados que se espera se mantengan. Sectores ligados al consumo continúan sobre ponderados. Con todo, estimamos que el IPSA se mantendría en torno a 4.300 puntos, bajo la presión de factores locales.

**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)

**Nicolás Libuy I.**  
Jefe Renta Variable Local  
[nicolas.libuy@security.cl](mailto:nicolas.libuy@security.cl)

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

La actividad económica global ha continuado moderándose en septiembre, intensificando los temores que se vienen dando desde hace un par de meses ([Portafolios Security agosto 2021](#)). A pesar de que en el margen la situación de la pandemia se ha estabilizado y mostrado mejoras importantes en Asia, las sorpresas económicas continúan en terreno negativo en casi todas las economías relevantes. En el último mes se han mantenido las presiones por el lado de la oferta, adicionándose a los problemas de atrasos y paralizaciones en algunos puertos en Asia una situación de escasez eléctrica en China que ha deteriorado las perspectivas de crecimiento doméstico del país. Esto poco después de haber vivido temores de un colapso mayor en la economía y mercados financieros a raíz del potencial *default* de la compañía Evergrande.

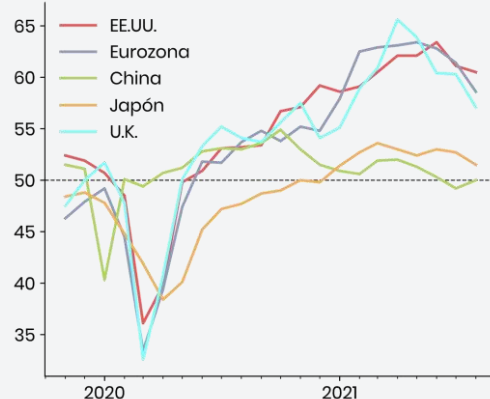
Con respecto a este último tema, asignamos poca probabilidad al escenario en el cual la situación de la compañía escala y se transforma en un problema financiero de mayor envergadura, principalmente porque esperamos que la autoridad maneje la situación de una manera ordenada. Sin embargo, la incertidumbre asociada a este entorno continuaría elevada, implicando menores niveles de inversión de los desarrolladores inmobiliarios y restándole dinamismo a la demanda del sector, **lo que en general resulta en una nueva limitante para el impulso en la economía china.**

Por otro lado, si bien en agosto las presiones inflacionarias parecen haber ido cediendo terreno con un registro más mesurado en algunas economías, las presiones asociadas a cadenas de suministro han resultado ser menos transitorias de lo que se pensaba hasta hace algunos meses. En este sentido, shocks que se reiteran de manera continuada podrían tener un impacto más persistente en las expectativas de inflación. **Nuestra proyección es que la consecuentemente rotación desde el sector manufacturero a servicios (a medida que la reapertura de las economías se sigue dando), además de un retiro del estímulo fiscal en economías desarrolladas, irían haciendo disminuir parte de estas presiones.**

En este mismo tema, en la reunión de política monetaria de septiembre, la Reserva Federal de EE.UU. actualizó sus proyecciones de inflación al alza para este año y levemente al alza para los próximos, junto a un menor crecimiento para este año, además de adelantar las alzas proyectadas de tasas. Se indicó también que muy probablemente el retiro de las medidas no convencionales comenzaría en noviembre (en línea con lo esperado) para terminar a mediados del próximo año. **Creemos que estos eventos están alineados con la narrativa de que el retiro del estímulo se hará de forma gradual y ordenada, en este sentido, el alza en las tasas observados en los días posteriores es coherente con esto y en línea con lo que habíamos anticipado** ([Portafolios Security septiembre 2021](#)).

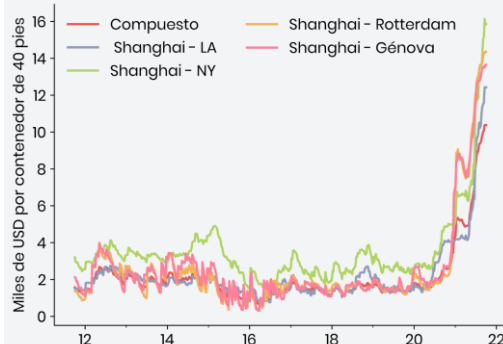
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 1: ÍNDICE PMI MANUFACTURA



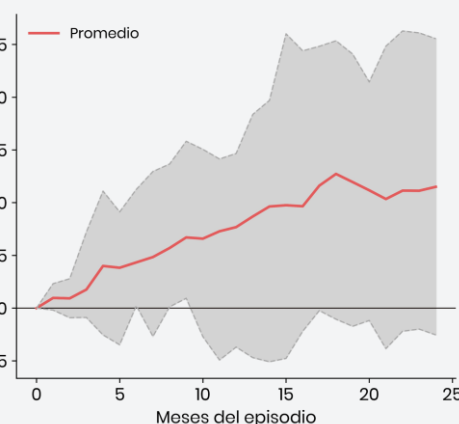
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: COSTO DE FLETES MARÍTIMOS



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: EE.UU. VS OTROS EN EPISODIOS DESACELERACIÓN ISM MANUFACTURA



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Creemos que este escenario macroeconómico hace que el balance de riesgos para mantener una visión positiva de la renta variable por sobre la renta fija se va volviendo cada vez más simétrico, por lo que **nuestra recomendación de mantener un portafolio con riesgos acotados sigue vigente**. De todos modos, **mantenemos nuestra leve sobre ponderación de la renta variable versus renta fija**, ajustando el riesgo a la baja en nuestras ponderaciones dentro de las clases de activos.

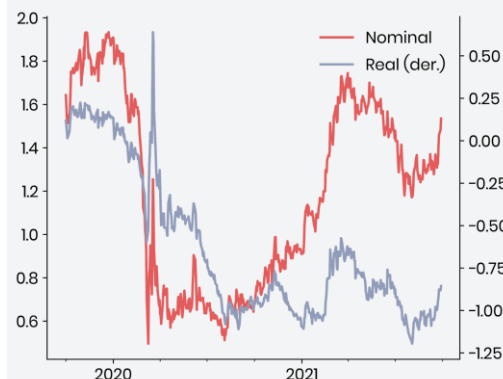
El panorama para mercados emergentes sigue viéndose desfavorecido principalmente como consecuencia del riesgo de desaceleración que se ha intensificado. Un análisis de escenarios pasados de desaceleración en EE.UU. muestra que, en este tipo de escenarios, en promedio, las bolsas de EE.UU. tienden a tener un mejor desempeño versus el resto del mundo. Por otra parte, una economía china que presenta dificultades para mantener su ritmo de crecimiento, a su vez que se enfrenta a nuevos vientos en contra; y un dólar que ha continuado fortaleciéndose, son elementos que hacen mantener el balance de riesgos inclinado hacia un desempeño más débil de las materias primas y los mercados correlacionados con el desempeño de la economía china, por lo que **seguimos subponderando América Latina y Chile versus EE.UU.**

**Por otra parte, creemos que la desaceleración global que se ha acentuado pone un límite a los niveles al alza que podrían alcanzar las tasas en mercados desarrollados.** En los valores actuales para EE.UU. (1,5%) tomamos utilidad de la posición corta que mantuvimos en el segmento Investment Grade versus Money Market, **llevando estas dos posiciones a neutras**. Si bien podría quedar algo de espacio para un *sell-off* adicional a medida que el retiro del estímulo monetario por parte de la FED se sigue dando y sobre todo si las presiones inflacionarias resultan ser un poco más persistentes, el escenario de desaceleración le quita tracción a cualquier alza potencial, esto con mayor convicción a partir del próximo año donde la moderación de la actividad debería seguir acentuada y las presiones inflacionarias cediendo.

En la renta fija local, las tasas de interés han seguido subiendo de manera generalizada, anticipando que el Banco Central llevaría la tasa de política monetaria sobre la tasa neutral en el corto plazo, ante el aumento de las expectativas de inflación, las que a su vez han respondido en gran parte al alza del tipo de cambio.

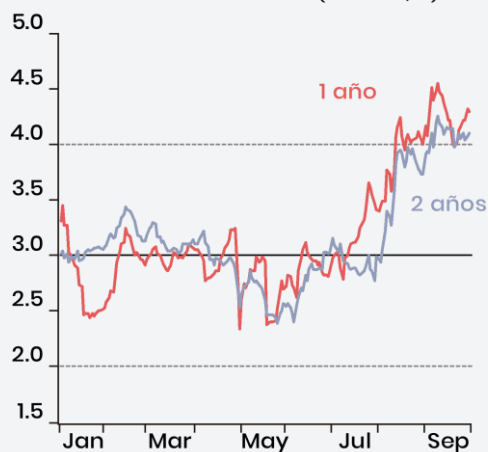
**Con todo, creemos que el mercado tiene plenamente internalizado un escenario inflacionario, por lo que ratificamos nuestra recomendación de mantener una posición neutral entre monedas (pesos/UF).**

GRÁFICO 4: TASAS EE.UU. 10 AÑOS (%)



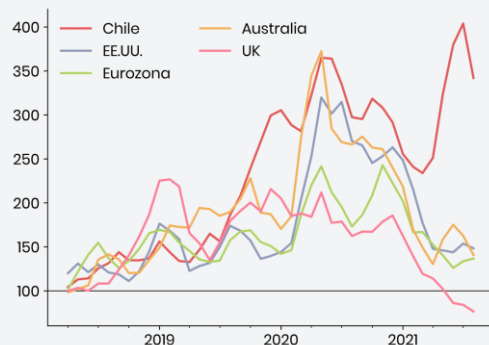
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: COMPENSACIONES INFLACIONARIAS CHILE (SWAPS, %)



Fuente: RiskAmerica y Estudios Security.

GRÁFICO 6: ÍNDICES DE INCERTIDUMBRE DE POLÍTICA ECONÓMICA



Fuente: policyuncertainty.com, CLAPES UC y Estudios Security.

**En tanto, la parte larga de las curvas ha seguido presionada debido a la incertidumbre respecto a un nuevo retiro de los 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.**

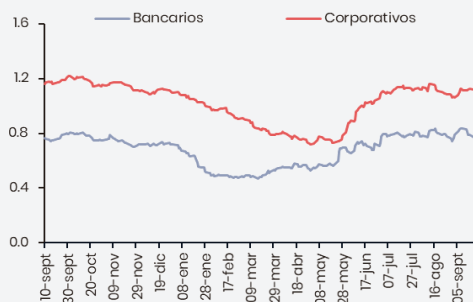
En renta fija corporativa, se ha mantenido una relativa estabilidad a nivel de spread, a pesar del avance en la propuesta de un cuarto retiro de fondos de pensiones. **En episodios previos de retiros, y en particular con el tercero, se observó una salida masiva de capital desde fondos de institucionales que ocasionó alzas importantes de spreads, concentradas en categorías más líquidas.** Lo anterior, incluso con un plan de compras del Banco Central que mantiene su vigencia, lo que no fue soporte suficiente frente a la fuerte oferta predominante.

Considerando estos antecedentes, pero también el positivo avance en las métricas financieras de las compañías locales al cierre del 2T21, **mantenemos una visión neutral para esta clase de activo.** En términos generales, los spreads corporativos estarían alineados a sus fundamentos, que por un lado incluyen alguna mejora en las condiciones financieras luego de las volatilidades recientes, y la concreción de un año de fuerte recuperación en términos de deuda y Ebitda, pero mantiene la posibilidad de nuevas presiones producto de fuentes de riesgo local.

**Finalmente, en renta variable local,** se ha ido fortaleciendo nuestra tesis de cautela, ya no sólo por ruidos locales sino también externos, por lo que **mantenemos una perspectiva acotada para el IPSA** en niveles de 4.300 puntos, pero que podría mejorar hasta 4.600 en caso de un fuerte incremento en los resultados de las compañías y un apaciguamiento de factores de riesgo actuales. Con todo, las presiones sobre riesgo soberano y tipo de cambio, y tasas de interés locales al alza, siguen latentes. Adicionalmente, continúan los ruidos vinculados a cambios regulatorios que alteren la generación de flujos de las compañías, y con ello sus valorizaciones y rentabilidades.

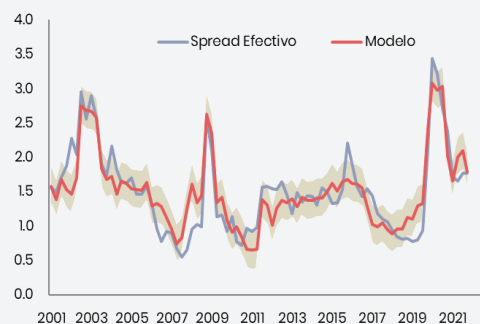
Por ello, creemos que el mayor potencial **continúa en compañías ligadas al sector bancario, retail y exportadoras,** industrias donde mantenemos nuestras principales exposiciones. En el caso del sector commodities decidimos excluir a CAP, para dar espacio al sector bancario, que se vería favorecido con un escenario de mayor inflación. De esta forma, incorporamos a Banco de Chile y tomamos algo de utilidad en Santander, con lo cual aumentamos la ponderación en bancos, dejando levemente subponderado a commodities minero por medio de SQM-B, favorecida por el alza del precio del litio y las buenas expectativas que han incorporado sus resultados del segundo semestre ([Carteras Accionarias Security Octubre 2021](#)).

GRÁFICO 7: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS (PTOS.)



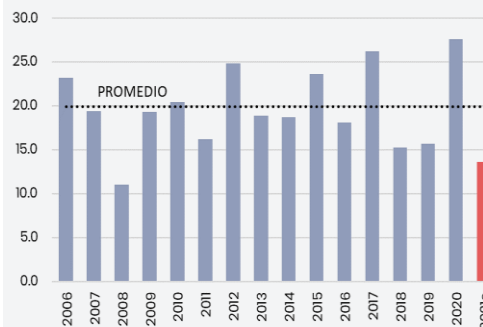
Fuente: RiskAmerica y Estudios Security.

GRÁFICO 8: MODELO SPREADS CORPORATIVOS (PTOS.)



Fuente: RiskAmerica, SP, Bloomberg y Estudios Security.



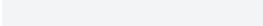
GRÁFICO 9: RATIO P/U – MSCI CHILE (CIERRE DE CADA AÑO)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

## Visión Activos Estudios Security Octubre 2021

	Benchmark	Cartera Octubre	Cartera anterior
Renta Variable	40%	5	5
Renta Fija	60%	-5	-5
<b>Renta Variable Extranjera</b>	<b>80%</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>
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>	<b>-2.5</b>	<b>-2.5</b>
<b>Renta Fija Nacional</b>	<b>65%</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
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>	<b>0</b>	<b>0</b>
Desarrollados	22.5%	0	0
Money Market	2.5%	0	5
Investment Grade	10%	0	-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 30-09-2021	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Renta variable (% en dólares)</b>						
<b>Mundo</b>	9.8	-4.2	-1.5	6	26	36
<b>Desarrollados</b>	11.8	-4.5	-0.4	7	27	38
EE.UU.	14.1	-5.0	0.1	9	29	48
Eurozona	7.9	-5.4	-2.1	3	27	23
Reino Unido	8.4	-3.0	-1.8	3	26	2
Japón	4.3	2.9	4.0	2	20	26
Asia ex Japón*	1.7	-4.3	-5.6	-2	22	10
<b>Emergentes</b>	-3.0	-2.5	-8.8	-5	16	25
Asia	-5.5	-2.4	-10.2	-8	12	34
China	-17.8	-2.8	-18.6	-18	-9	20
Latinoamérica	-9.1	-10.7	-15.0	-2	22	-16
Brasil	-16.3	-14.3	-22.4	-4	14	-25
México	13.7	-4.3	0.9	8	48	15
Chile	-8.7	-6.9	-9.1	-20	16	-23
EMEA**	17.7	1.4	3.1	11	36	16
<b>Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)</b>						
<b>Desarrollados (DXY)</b>	-4.8	-1.7	-1.9	-1	0	5
Euro	-5.6	-1.8	-2.3	-1	-1	6
Reino Unido	-1.4	-2.0	-2.5	-2	4	9
Japón	-8.1	-1.5	-0.5	-1	-6	-3
<b>Emergentes</b>	0.1	-0.6	-0.9	2	5	7
Argentina	-17.3	-1.1	-3.2	-7	-30	-71
Brasil	-5.1	-4.9	-9.2	5	3	-31
Chile	-14.4	-3.9	-10.8	-11	-4	-11
Colombia	-11.3	0.2	-1.5	-2	1	-9
México	-3.7	-2.5	-3.5	0	7	-5
Perú	-14.1	-1.2	-6.9	-10	-15	-23
China	0.8	0.2	0.2	2	5	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 30-09-2021	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Swaps moneda local</b>							
<b>EE.UU.</b>							
2 años	0.3	17	9	4	14	16	-133
10 años	1.5	62	24	8	-20	85	-15
<b>Chile</b>							
2 años	4.3	357	127	176	293	370	267
10 años	5.4	289	100	120	203	312	285
<b>Brasil</b>							
2 años	9.8	563	93	237	306	564	439
10 años	11.1	392	94	207	199	282	382
<b>México</b>							
2 años	6.4	212	61	33	125	191	-26
10 años	7.4	205	52	44	55	158	64
Alemania 10 años	-0.2	38	22	1	8	33	39
Francia 10 años	0.2	50	22	3	19	40	44
Italia 10 años	0.9	36	21	4	18	0	1
España 10 años	0.5	41	16	-3	10	21	32
Reino Unido 10 años	0.9	76	36	22	10	72	53
Japón 10 años	0.1	5	5	1	-2	6	29
<b>Spreads soberanos USD</b>							
<b>Emergentes (EMBIG)</b>	335	3	7	7	-3	-74	-20
<b>Latam</b>	410	15	16	14	3	-76	-73
Brasil	315	55	21	42	25	-31	58
Chile	169	8	13	9	28	-33	4
Colombia	317	97	31	48	76	37	113
México	375	2	7	7	8	-139	36
Perú	194	50	3	11	21	13	42
<b>Spreads corporativos USD (puntos base)</b>							
<b>Emergentes (CEMBI)</b>	316	-5	3	7	9	-70	-26
<b>Asia</b>	317	9	10	14	27	-32	10
<b>Europa</b>	394	-1	8	8	-10	-77	-52
<b>Latam</b>	344	-8	-1	0	-9	-103	-41
Investment Grade	196	-18	-3	-11	-4	-89	-59
High Yield	461	-24	4	0	-29	-146	-47
Brasil	406	4	8	19	-7	-94	12
Chile	245	3	-10	-2	25	-75	-10
Colombia	354	50	1	13	57	-69	54
México	245	-17	-2	-12	-8	-89	-52
Perú	286	15	-25	-4	49	-50	22
HG EE.UU.	84	-12	-3	4	-10	-51	-31
HY EE.UU.	289	-71	1	21	-30	-228	-84

Fuente: Bloomberg y Estudios Security