



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Noviembre 2021

## Un portafolio más protegido frente a presiones inflacionarias persistentes

### Resumen

El alza en los precios de las materias primas ha intensificado los riesgos inflacionarios, a su vez que las preocupaciones de una desaceleración global se han visto confirmadas con cifras de actividad para el tercer trimestre del año que mostraron signos de un menor ritmo de crecimiento, aunque las perspectivas se han ido estabilizando y las expectativas para mercados desarrollados para 2022 se mantienen elevadas versus los niveles previos a la pandemia. Nuestro escenario base es todavía uno en el que las variaciones de los precios de la energía estarían respondiendo principalmente a la mayor demanda, dada por la recuperación de las economías y una incapacidad temporal de la oferta mundial de responder a esta, en parte importante por factores todavía presentes asociados a la pandemia.

### Visión por clase de activo:

**Renta Variable/Renta Fija:** Presiones inflacionarias intensificadas por alzas en las materias primas mantienen elevado el riesgo de un ajuste rápido de las expectativas del mercado respecto al retiro del estímulo monetario, esto mantiene un perfil de riesgos general balanceado, por lo que hace sentido continuar con un nivel de riesgo acotado, aunque con sesgos entre regiones.

**RV Desarrollados/Emergentes:** Una evolución desfavorable de los desbalances en las materias primas de energía, que lleve a un reajuste de las expectativas de política monetaria en mercados desarrollados, nos hace acotar el riesgo con una subponderación de mercados emergentes versus desarrollados. Por otra parte, una economía china que continúa con un elevado nivel de incertidumbre y con una respuesta de mayor impulso por parte de la autoridad todavía ausente, mantienen acotadas las perspectivas para los mercados emergentes.

•**Tipo de Cambio:** Si bien el dólar global ha devuelto algo de la apreciación en el margen, este se mantiene apreciado, mientras que las perspectivas externas ligadas a China se mantienen en terreno débil. En el ámbito local, esperamos que la incertidumbre se mantenga elevada en noviembre. Consecuentemente, vemos al tipo de cambio manteniendo el premio sobre su historia sin una reversión significativa en el corto plazo.

•**RF Local:** En el corto plazo el nivel de incertidumbre es muy elevado debido a la discusión de un nuevo retiro de fondos de pensiones, por lo que seguimos sugiriendo neutralidad en términos de duración y de monedas (pesos y UF).

•**RV Local:** Las menores perspectivas para el próximo año estarían tomando fuerza, a pesar de un buen 2021 en términos de los resultados de las compañías. A su vez, las presiones sobre tasas de descuento a más largo plazo se mantienen elevadas. Por ello, creemos que en este contexto es mejor privilegiar papeles de mayor *market cap*, dando mayor peso a compañías ligadas a *retail*, bancos y materias primas, y manteniendo la subexposición al sector eléctrico.

**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)

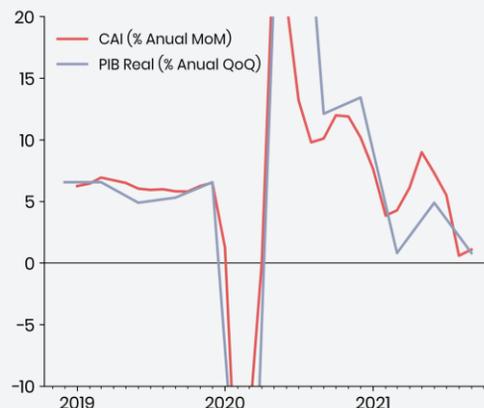
**La incertidumbre respecto a la desaceleración de China continuó elevada durante octubre.** Las cifras del PIB para el tercer trimestre confirmaron un menor ritmo de crecimiento (gráfico 1), impactado por la ola de coronavirus de agosto, la debilidad en el sector inmobiliario como consecuencia de la crisis de solvencia financiera que enfrenta el sector y los impactos de los desbalances en las materias primas de energía que llevaron a ciertas paralizaciones y racionamiento. En el resto del mundo, las perspectivas de actividad han continuado moderándose, pero de manera más gradual y mostrando cierta estabilización. Con respecto a las cifras de actividad, la historia indica que a estos niveles de sorpresas económicas, es menos probable que el mercado continúe sorprendiéndose negativamente de manera importante.

Por otra parte, **los riesgos inflacionarios se han visto intensificados** como consecuencia de las disrupciones en las cadenas de suministro, que continúan elevadas, y el alza en los precios de materias primas de energía (gráfico 2), que, en adición a las presiones dadas por la mayor demanda de bienes asociadas a la recuperación de las economías, también se han visto afectadas por factores ambientales (menores vientos en Europa, inundaciones en China) y de política económica (esfuerzos por descarbonizar las economías).

En este sentido, la evolución de las compensaciones inflacionarias, que han presentado aumentos considerables (gráfico 3), da cuenta de una evaluación por parte del mercado de que **estas presiones inflacionarias adicionales harían a la inflación elevada menos transitoria de lo que se estimaba anteriormente.** Asimismo, la expectativa del mercado respecto al momento en el que los bancos centrales comenzarían con las primeras alzas de tasas también se ha ido adelantando. En EE.UU. las tasas cortas han continuado subiendo, acompañadas de tasas largas que se mantienen estables o a la baja, resultando en cierto aplanamiento *bearish* de la curva.

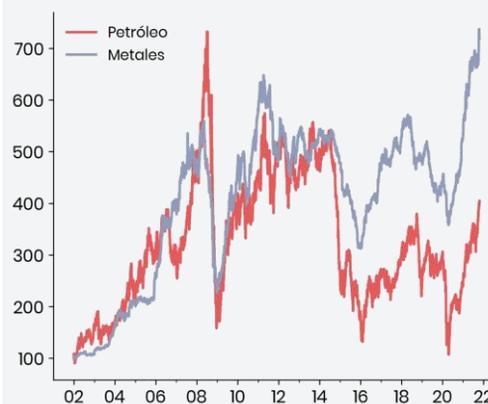
Con respecto al aumento en los precios de las energías, es importante entender la naturaleza detrás de estos movimientos. Los precios pueden reaccionar a una demanda elevada que sobrepasa a la oferta que tarda en responder, o, contrariamente, mayores precios pueden ser la respuesta a una oferta que está restringida o que se piensa estará restringida en el futuro (demanda precautoria). En este sentido, la literatura que ha estudiado el impacto de los **shocks del petróleo** en economías desarrolladas muestra que estos **son inflacionarios independiente de su naturaleza** (gráfico 4). Por su parte, el impacto en la actividad en el mediano plazo es contractivo de igual manera, aunque con un deterioro más rápido en el caso de los shocks que están asociados a oferta o escasez.

GRÁFICO 1: ACTIVIDAD EN CHINA



Fuente: Bloomberg, Goldman Sachs y Estudios Security.

GRÁFICO 2: MATERIAS PRIMAS



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: SWAPS DE INFLACIÓN



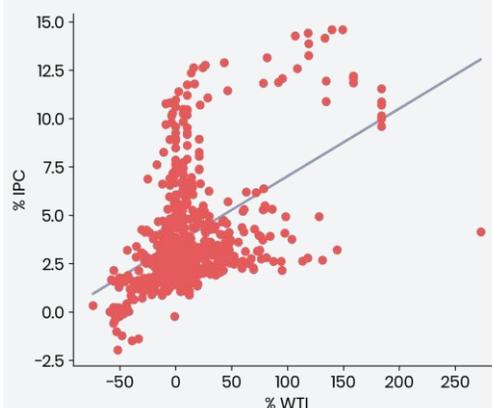
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Para la respuesta de los activos financieros, la naturaleza del shock es aún más relevante. Cuando hablamos **de aumentos en el precio del petróleo por shocks asociados a la demanda, la respuesta de los activos financieros es benigna**: bolsas y tasas de bonos de gobierno soberano suben, dólar se deprecia y las compensaciones inflacionarias de más largo plazo no se ven impactadas. Por el contrario, cuando la **variación en el precio está asociada a la oferta, las bolsas de economías importadoras reaccionan a la baja**, contrariamente, las bolsas de EE.UU. tienen una respuesta acotada. En el caso de las tasas de bonos del tesoro americano, estas también suben, señalando que el aspecto inflacionario del shock de oferta predomina sobre el aspecto recesivo. Por otra parte, las compensaciones inflacionarias de más largo plazo sí se ven impactadas, aunque la respuesta es gradual. Finalmente, la depreciación del dólar es menos clara y de menor magnitud.

**Nuestro escenario base es todavía uno en el que las variaciones de los precios de la energía estarían respondiendo principalmente a la mayor demanda**, dada por la recuperación de las economías y una incapacidad temporal de la oferta mundial de responder a esta, en parte importante por factores todavía presentes asociados a la pandemia. Sin embargo, otros elementos más estructurales, como la menor inversión evidenciada en los últimos años en energías tradicionales, podrían hacer que estas presiones se mantengan por más tiempo. Por otra parte, si bien creemos que la FED y el BCE mirarán más allá de estas presiones inflacionarias transitorias, el riesgo de un ajuste rápido de las expectativas del mercado respecto al retiro del estímulo monetario sigue presente. Consecuentemente, **nuestro posicionamiento se mantiene en línea con el del mes anterior, donde mantenemos un nivel de riesgo acotado, sobre ponderando levemente la renta variable versus la renta fija, y con una preferencia por EE.UU. versus mercados emergentes.**

En la renta fija local, si bien el Banco Central subió la TPM de manera más agresiva que lo esperado por el mercado, las compensaciones inflacionarias han seguido subiendo, de la mano de la depreciación del peso, el alza de los combustibles y los problemas de suministro de algunos bienes. De esta forma, la inflación finalizaría el 2021 cerca de 6%, fluctuando en ese nivel durante la primera mitad del próximo año y comenzar una gradual convergencia hacia el rango meta, que se alcanzaría recién en 2023. Ante este desanclaje en las expectativas de inflación, proyectamos que la autoridad monetaria aumentaría nuevamente la TPM en 125pb en su reunión de diciembre, llevándola a 4%, por sobre el nivel neutral de 3,5%, y otros 50pb en su reunión de enero, equivalente a 100pb sobre dicho nivel. **Eso sí, también prevemos que se quedaría en 4,5% por varios trimestres, contrariamente a lo implícito en los precios de mercado que anticipan alzas hasta 5,5%.**

GRÁFICO 4: INFLACIÓN EE.UU. Y PETRÓLEO



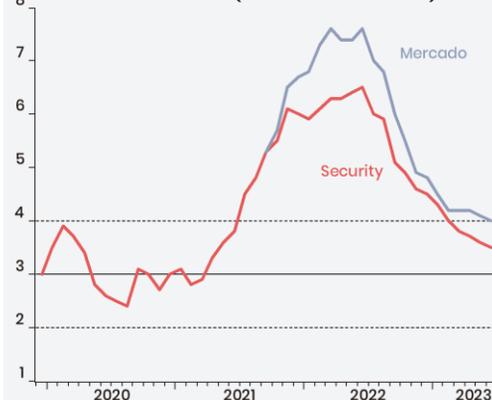
Fuente: FRED y Estudios Security.

GRÁFICO 5: COMPENSACIONES INFLACIONARIAS CHILE (SWAPS, %)



Fuente: RiskAmerica y Estudios Security.

GRÁFICO 6: INFLACIÓN EFECTIVA Y PROYECTADA (var % interanual)



Fuente: ICAP y Estudios Security.

Si bien este escenario es consistente con un aplanamiento adicional de la curva de rendimiento, que implícitamente llevaría a una recomendación de alargar duración, **la incertidumbre respecto a un nuevo retiro de los fondos de pensiones nos llama a la cautela y a mantener la neutralidad.** Lo mismo con respecto a la visión entre monedas, que **si bien estimamos que el mercado está en la parte alta de los escenarios de inflación, las perspectivas seguirán vinculadas a la trayectoria del tipo de cambio, y este al desarrollo político local, por lo que también ratificamos el sesgo neutral entre pesos y UF.**

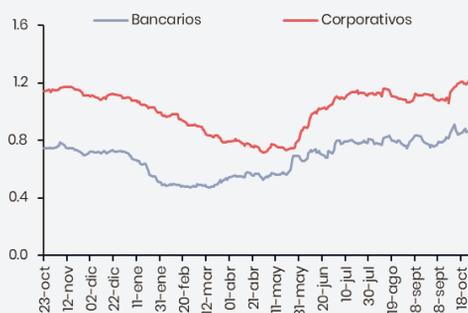
En renta fija corporativa, se observó un leve incremento de spreads en el último mes, ante el avance en el proyecto de un cuarto retiro de fondos de las AFP's. En episodios anteriores, y en particular con el tercero, **se observó una presión de oferta que elevó los spreads entre 40 y 50 pts. en promedio**, lo que nos da una señal del impacto que el exceso de oferta institucional podría provocar de aprobarse la iniciativa. En contraparte, **destaca el positivo avance en las métricas financieras de las compañías locales al cierre del 2T21, y que continuará en el 3T21**, lo que daría cierto soporte o justificaría reversiones de spreads en el mediano plazo.

Ante esto, **mantenemos una visión neutral para esta clase de activo.** En términos generales, los spreads corporativos estarían alineados a sus fundamentos, que incluyen una mejora en las condiciones financieras locales y externas, y la concreción de un año de recuperación en términos de deuda y Ebitda, pero donde se mantiene la posibilidad de nuevas presiones producto de fuentes de riesgo local.

**Finalmente, en renta variable local**, las menores perspectivas para el próximo año estarían tomando fuerza, a pesar de un buen 2021 en términos de los resultados de las compañías. A su vez, las presiones sobre tasas de descuento a más largo plazo se mantienen elevadas, en medio de un mayor premio por riesgo soberano y tasas de interés base, mitigando las perspectivas para la bolsa chilena. **En la medida que no se defina al menos la tendencia de estas variables macro, nuestra mirada seguirá siendo cauta, estimando un IPSA en un nivel más cercano a 4.300-4.400 puntos.** Los resultados de las elecciones presidenciales y parlamentarias, junto con los avances en la discusión del cuarto retiro y anticipo de rentas vitalicias debieran ir despejando parte de los escenarios, aunque el mercado estaría internalizando un periodo de mayor incertidumbre más persistente para los próximos años, inversión muy contenida, y retiro significativo de estímulos monetario y fiscal.

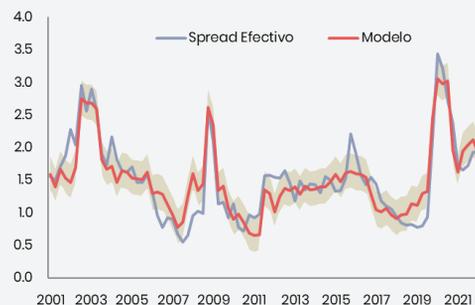
Por ello, creemos que en este contexto es mejor privilegiar papeles de mayor *market cap*, dando mayor peso a compañías ligadas a *retail*, bancos y materias primas, y manteniendo la subexposición al sector eléctrico ([Carteras Accionarias Security Noviembre 2021](#)).

GRÁFICO 7: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS (PTOS.)



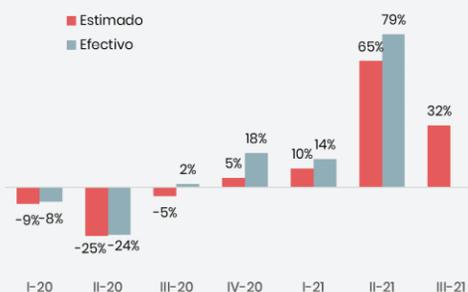
Fuente: RiskAmerica y Estudios Security.

GRÁFICO 8: MODELO SPREADS CORPORATIVOS (PTOS.)



Fuente: RiskAmerica, SP, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 9: VARIACIÓN A/A EBITDA EMPRESAS BAJO COBERTURA



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

## Visión Activos Estudios Security Noviembre 2021

	Benchmark	Cartera Noviembre	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	0
Investment Grade	10%	0	0
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 29-10-2021	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Renta variable (% en dólares)</b>						
<b>Mundo</b>	15.3	4.4	2.1	5	34	39
<b>Desarrollados</b>	18.0	4.8	2.7	7	37	42
EE.UU.	22.0	5.7	4.0	9	39	55
Eurozona	11.9	2.9	-0.7	2	40	24
Reino Unido	12.6	3.9	0.0	2	38	3
Japón	0.6	-3.5	-0.1	0	16	17
Asia ex Japón*	5.0	5.1	-1.8	-4	25	11
<b>Emergentes</b>	-2.1	1.1	-2.4	-7	13	21
Asia	-4.3	1.3	-2.0	-9	8	30
China	-15.2	3.3	-3.8	-17	-12	19
Latinoamérica	-14.0	-5.7	-19.3	-13	15	-25
Brasil	-23.9	-9.6	-28.5	-21	4	-36
México	13.4	0.0	-2.9	4	45	9
Chile	-14.6	-6.2	-10.5	-22	8	-25
EMEA**	20.5	3.5	5.6	9	46	15

## Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)

<b>Desarrollados (DXY)</b>	-4.7	0.2	-2.5	-4	0	4
Euro	-5.8	-0.4	-2.7	-5	-1	4
Reino Unido	0.3	2.0	-2.0	-2	6	6
Japón	-10.5	-1.9	-4.0	-5	-9	-5
<b>Emergentes</b>	0.7	0.6	0.0	0	5	5
Argentina	-18.5	-1.0	-3.2	-7	-27	-68
Brasil	-8.3	-3.4	-10.6	-5	3	-40
Chile	-14.8	-0.7	-7.5	-15	-5	-12
Colombia	-10.1	1.9	2.1	-1	2	-12
México	-2.5	0.7	-2.7	-2	4	-7
Perú	-10.2	3.3	-1.4	-5	-11	-20
China	1.6	1.1	0.8	1	5	9

\* 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 29-10-2021	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Swaps moneda local</b>							
<b>EE.UU.</b>							
2 años	0.5	37	20	29	33	34	-115
10 años	1.6	64	2	29	-8	72	-28
<b>Chile</b>							
2 años	5.2	444	90	265	381	456	361
10 años	5.6	308	26	140	194	324	275
<b>Brasil</b>							
2 años	12.3	808	253	435	572	750	752
10 años	12.2	499	119	296	329	397	538
<b>México</b>							
2 años	7.2	294	78	133	222	268	70
10 años	7.7	230	22	82	85	184	93
<b>Alemania 10 años</b>	-0.1	49	13	36	10	55	26
<b>Francia 10 años</b>	0.3	63	16	39	13	64	34
<b>Italia 10 años</b>	1.3	71	39	60	34	52	18
<b>España 10 años</b>	0.6	58	19	35	15	48	34
<b>Reino Unido 10 años</b>	1.0	86	16	48	20	83	42
<b>Japón 10 años</b>	0.1	8	2	8	0	7	20
<b>Spreads soberanos USD</b>							
<b>Emergentes (EMBIG)</b>	338	5	5	0	11	-62	-4
<b>Latam</b>	413	18	5	6	21	-68	-56
Brasil	348	87	39	59	76	26	112
Chile	179	18	16	13	31	-15	24
Colombia	317	97	2	25	67	53	124
México	368	-6	-4	-8	3	-123	60
Perú	194	49	5	-6	9	32	53
<b>Spreads corporativos USD (puntos base)</b>							
<b>Emergentes (CEMBI)</b>	330	9	13	6	17	-47	3
<b>Asia</b>	335	26	15	12	30	-12	36
<b>Europa</b>	391	-4	-1	-4	12	-73	-34
<b>Latam</b>	357	5	16	2	7	-73	-7
Investment Grade	207	-7	15	-5	5	-57	-30
High Yield	478	-7	21	-1	-6	-116	-5
Brasil	434	33	32	32	35	-41	64
Chile	253	11	11	-6	26	-57	4
Colombia	352	48	0	-6	54	-47	66
México	255	-7	14	-6	0	-61	-24
Perú	278	7	-5	-28	-30	-40	33
<b>HG EE.UU.</b>	87	-9	4	2	-1	-38	-20
<b>HY EE.UU.</b>	287	-73	6	-11	-6	-221	-76

Fuente: Bloomberg y Estudios Security