

Recomendamos no hacer cambios de posicionamiento en momentos de alta incertidumbre

Resumen

- La caída del petróleo se combinó con el coronavirus para llevar a indicadores de volatilidad a los niveles más altos desde la crisis de 2008, lo que anticipa un peor escenario global, pero también tiene elementos de pánico.
- El efecto adverso sobre el sector de energía ha llevado a mayor estrés financiero, particularmente en el segmento *High Yield* de la renta fija, que sufrió una fuerte alza de sus *spreads* de riesgo. Esto se traduce en condiciones financieras más restrictivas, que afectan otros activos y, si el golpe es duradero, las perspectivas de crecimiento.
- El segmento HY es un sustituto de la deuda corporativa de emergentes en dólares, y esta también se ha visto perjudicada. El deterioro de la liquidez en el mercado ha exacerbado los movimientos y permite pensar en que podríamos seguir viendo cambios bruscos en el corto plazo.
- Para evitar una recesión global, será importante que China retome su funcionamiento. En términos históricos las herramientas de la política monetaria son más acotadas, incluso para la Fed. Será necesaria mayor acción por el lado fiscal, lo que por ahora sigue siendo incierto.
- No recomendamos hacer cambios de posicionamiento en momentos de estrés. Todavía esperamos que estos shocks pasen, por lo que esperamos una recuperación de los activos de riesgo en la medida que las perspectivas para la economía global mejoren.

Jorge Cariola G.
Subgerente de Estrategia Global
jorge.cariola@security.cl

La ruptura del acuerdo de producción OPEC ha traído nueva ronda de volatilidad y estrés en el mercado, exacerbando expectativas deprimidas por efecto del coronavirus. La caída del petróleo fue la mayor desde 1991, mientras que indicadores de volatilidad están en los niveles más altos desde la crisis de 2008 (gráfico 1).

Esperamos una recuperación de los precios a mediano plazo, debido a que los actuales (bajo USD\$40 por barril) no son sostenibles para los principales productores a nivel global, incluyendo Arabia Saudita, Rusia y EE.UU. En este último el costo marginal promedio estaría entorno a USD\$50 por barril, pero con alta heterogeneidad entre regiones y dentro de estas.

Un elemento que aumenta la preocupación por este evento en relación a otras sorpresas en el mercado del petróleo es que estos vienen asociadas a un cambio inesperado en la oferta o la demanda. En esta ocasión fueron ambos: el anuncio de mayor producción por parte de Arabia Saudita complementó el *shock* negativo de demanda global producto del avance del coronavirus.

El impacto macro de caídas de esta magnitud debiera ser diferente entre países; para EEUU en particular sería positivo en el neto, pero esta afirmación hoy es menos cierta que años atrás. El efecto directo es favorable para el consumo y para las empresas que utilizan energía como insumo. Sin embargo, en EEUU el consumo de gasolina representa solo alrededor de 3% del ingreso disponible (los combustibles en total representan un aproximado de 7%). Si además se considera que los consumidores en áreas dependientes del petróleo/gas podrían verse negativamente afectados (por ejemplo Texas), el impacto se vuelve incierto, aunque que menores precios aún serían beneficiosos en el neto.

GRÁFICO 1: VIX (%)

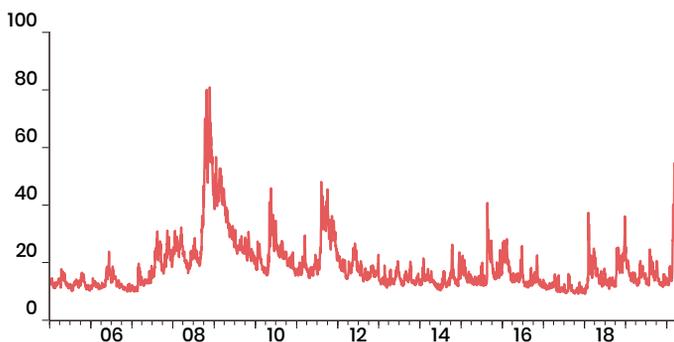
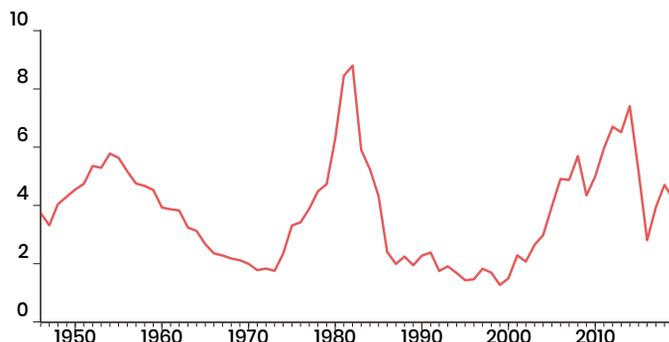


GRÁFICO 2: INVERSIÓN EXPLORACIÓN MINERA (% TOTAL)



Fuente: BEA, Bloomberg, Fed y Estudios Security.

Por otro lado, el impacto es altamente negativo para el sector de producción de energía, que representa 8% del producto, mientras que la inversión en exploración minera es un 4% del total (gráfico 2). Un [estudio](#) reciente encontró que la industria del *shale* explicó alrededor del 10% del crecimiento acumulado entre 2010 y 2015, pese a representar solo el 1,5% del PIB.

El efecto adverso sobre empresas de este sector explica un segundo efecto indirecto, que viene por el lado del mayor estrés de financiero, particularmente en el segmento *High Yield* (HY) en la renta fija. El sector energía representa entre 10%-15% de los emisores de este, y sus *spreads* se han ampliado fuertemente. Febrero mostró un alza de 110 puntos base (pb), lo que equivale a un cambio de 1,5 desviaciones estándar (desde 2005). Solo en la última semana del mes el alza fue de 116pb (3 desviaciones estándar en frecuencia semanal).

Cambios bruscos aumentan el riesgo en un mercado que ya se consideraba frágil. Además, **alzas de *spreads* se traducen en condiciones financieras más restrictivas, que a su vez afectan adversamente otros activos y, si el golpe es duradero, las perspectivas de crecimiento.** Estimamos que un aumento en *spreads* como el del cierre de febrero se refleja en condiciones financieras dos desviaciones estándar más restrictivas, lo que pueden explicar tasas base (de 10 años) 10pb más bajas y en una caída de ~8% en el S&P500.

Nuevos riesgos para activos en emergentes

También existe un riesgo de contagio a los activos del mundo emergente. **El segmento HY típicamente es considerado un sustituto para la deuda corporativa en dólares.** Los *spreads* de ambos (tanto a nivel global como en empresas de Latinoamérica) se mueven en tándem (gráfico 3), con una correlación de cerca de 80% (además, en términos estadísticos cambios en HY causan cambios en emergentes). En base a estas métricas, el *shock* actual estaría mayormente incorporado; **un alza de dos desviaciones estándar en condiciones financieras (más restrictivas), está asociado con un alza de alrededor de 70pb en el CEMBI Latam, que es lo que han subido desde mediados de febrero.**

De aquí hacia adelante, **esperamos que el precio del petróleo recupere solo parte de las pérdidas, lo que aún dejaría a parte del segmento HY expuesto a estrés financiero.** Si a esto se suma que la mayor percepción de riesgo ha deteriorado la liquidez en el mercado, es posible ver movimientos bruscos en el corto plazo.

En los últimos días, **distintas medidas de liquidez/riesgo interbancarias han tenido cambios fuertes. Estos explican el recorte de TPM por parte de la Fed entre reuniones** (en el que mencionó explícitamente su mandato de estabilidad financiera, [Correo Security 3 de marzo](#)), así como el aumento en las inyecciones de liquidez anunciado por la Fed de Nueva York el día lunes.

GRÁFICO 3: SPREAD HY Y CEMBI GLOBAL (PUNTOS BASE)

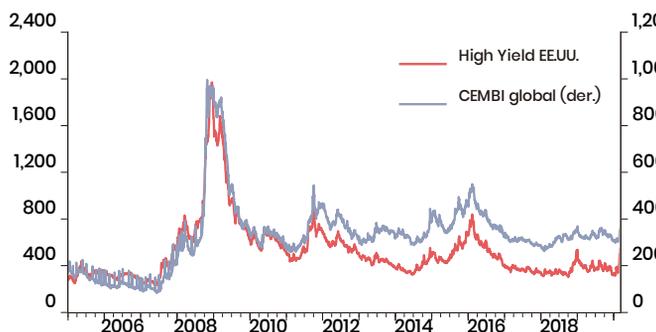
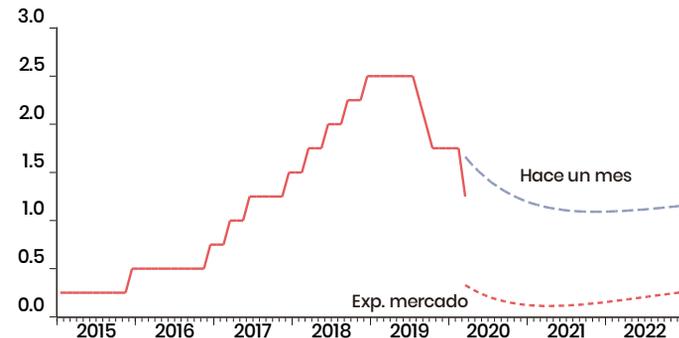


GRÁFICO 4: TPM EE.UU. (%)



Fuente: Bloomberg, Fed y Estudios Security.

Hacia adelante, **a la política monetaria le quedan pocas municiones para actuar, especialmente en el mundo desarrollado fuera de EE.UU.** Para la Fed, los precios de mercado ya incorporan un retorno a una TPM en su piso histórico (gráfico 3), por lo que la probabilidad de que veamos nuevos anuncios de medidas “no convencionales” ha aumentado. Sin embargo, con tasas de largo plazo en sus mínimos históricos (validados además por fundamentos de corto plazo), generar un impacto significativo se hace más difícil, aunque la experiencia en la Eurozona muestra que cero no es un piso para las tasas de largo plazo (gráfico 4).

¿Qué se necesita para que la situación se resuelva?

En búsqueda de evitar una “verdadera” recesión global, será importante que China pueda retomar un funcionamiento más cerca de lo normal, de manera que los cuellos de botella en la cadena productiva se moderen y se pueda contrarrestar el impacto negativo que el coronavirus y la percepción de riesgo traerá sobre el resto del mundo (*Correo Security 28 de febrero*).

También creemos que **en los movimientos abruptos de los últimos días hay elementos de pánico, que también explican la aparente falta de liquidez.** No porque sean irracionales, sino porque han incorporado rápidamente un escenario muy negativo para las compañías y la economía global, lejos de lo que el mismo mercado reflejaba hasta hace poco. La mala noticia es que si bien a veces el mercado “anticipa” el desarrollo de la economía, también puede darse el caso de que lo cause.

Un apretón permanente en las condiciones financieras, justificado o no por los fundamentos, puede terminar generando estrés financiero en las compañías, aumentando la tasa de *defaults* en la renta fija y llevando a un alza en el desempleo, **con impacto negativo sobre el consumo y el resto de la economía. Esto puede ocurrir incluso ante shock transitorios,** como son tanto el coronavirus como la caída en el petróleo (aunque el primero quizá más duradero de lo que esperábamos originalmente, *Portafolios Security marzo 2020*). En esta línea, si China es capaz de retomar un uso de capacidad más cercano al de enero, sería una señal positiva para las perspectivas del resto del mundo.

Menos espacio para la política monetaria

En términos de respuestas de política, la más rápida debiera ser la monetaria. Sin embargo, en términos históricos las herramientas que los bancos centrales tienen a su disposición son más acotadas. Incluso para la Fed, hoy tiene 100pb para recortar (la baja promedio en las últimas tres recesiones fue de 525pb), la curva soberana está plana y con tasas largas en niveles bajos, lo que acota el impacto del *forward guidance* y el premio por plazo, principal objetivo de las compras de activos, se encuentra en mínimos históricos (gráfico 6).

GRÁFICO 5: TASAS 10 AÑOS (%)

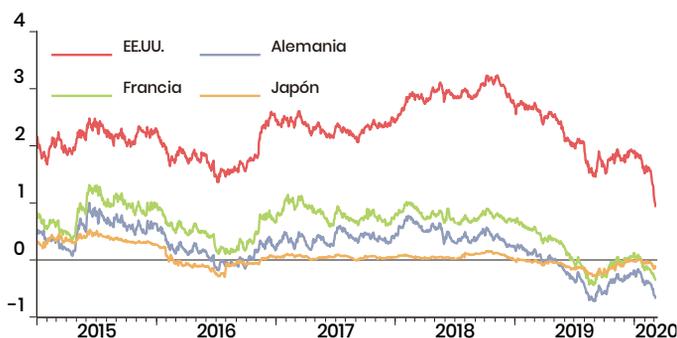


GRÁFICO 6: PREMIO POR PLAZO EE.UU. (PUNTOS BASE)



Fuente: Bloomberg, Fed y Estudios Security. Nota: Premio por plazo es promedio de medidas estimadas por investigadores de la Fed en Washington, Nueva York y San Francisco.

Sin embargo, un segundo rol importante de las autoridades monetarias es el de la estabilidad financiera. En un escenario donde los problemas de liquidez (junto a la percepción de valuaciones altas) han exacerbado los movimientos, **será importante que la Fed y otros bancos centrales cumplan efectivamente su rol en términos de velar por el correcto funcionamiento del sistema de pagos.**

El tiempo para la política fiscal

Un apoyo más decisivo deberá venir por el lado de la política fiscal, inicialmente a través de alivio para el sector privado que pueda verse restringido en sus flujos de caja y posteriormente vía apoyo directo. **La viabilidad de este último tipo de medidas** (que además tienen mayor impacto sobre la actividad en tiempos de tasas de equilibrio más bajas), **dependerá más de consideraciones políticas, lo que las hace más inciertas.**

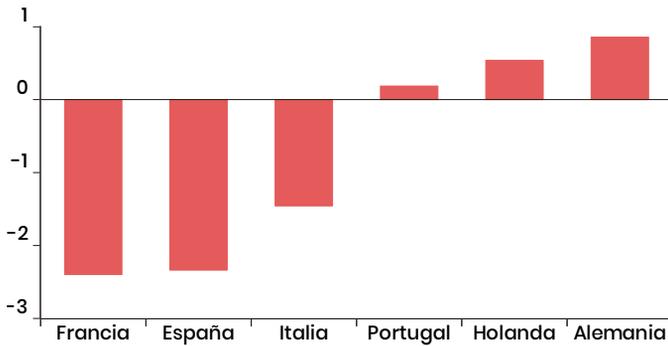
El reciente anuncio de un posible recorte de impuestos a las personas en EE.UU. es una buena noticia en esta línea, aunque no se conocen mayores detalles. China ha implementado medidas y esperamos que se apliquen en Europa, aunque esperamos que esta respuesta sea más lenta y restringida por las diferencias en términos de posición fiscal de sus miembros (gráfico 7), lo que vuelve a resaltar la necesidad de un nuevo marco supranacional en esta área.

Como navegar este escenario

En materia de posicionamiento, **momentos de pánico no son los mejores para hacer cambios bruscos. El impacto negativo de la caída en el precio del petróleo fue exacerbado por la incertidumbre y deterioro de perspectivas para la actividad global del coronavirus. Por lo tanto, creemos que este último sigue siendo el principal tema a tener en cuenta.** Dicho eso, por ahora el principal efecto adverso de la ruptura del acuerdo de producción de la OPEC es el mayor estrés en el segmento *High Yield* y su posible contagio sobre los activos emergentes, particularmente la deuda corporativa en dólares.

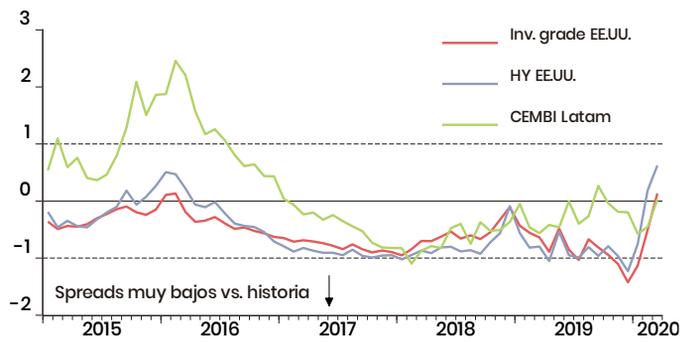
En lo más inmediato, **recomendamos no hacer cambios dentro de un portafolio diversificado.** Aunque la renta variable a sufrido, en una mirada de mediano plazo esperamos una recuperación de las perspectivas para la economía global. En términos de datos, aún no hemos visto lo peor fuera de China, pero con caídas acumuladas de 12% para las bolsas globales desde su *peak*, el escenario incorporado ya es negativo.

GRÁFICO 7: BALANCE ESTRUCTURAL (% PIB POTENCIAL)



Fuente: Bloomberg, FMI y Estudios Security.

GRÁFICO 8: SPREADS RESPECTO A HISTORIA (DESV. EST.)



En la renta fija internacional, mantenemos la preferencia por la deuda corporativa en dólares de empresas Latam por sobre el segmento *High Yield* estadounidense, lo que entrega mayor exposición a duración (si bien esperamos tasas base más altas, no anticipamos un rebote brusco), mejores fundamentos y en torno a su promedio histórico (gráfico 8).

Finalmente, en la parte local, la depreciación del tipo de cambio ha continuado, en línea con el deterioro del panorama externo. Esto debiera seguir poniendo presión sobre la inflación a medida que las empresas continúan traspasando el alza de los últimos meses. Por eso, seguimos prefiriendo la exposición a instrumentos denominados en UF, manteniendo además una duración más corta, anticipando mayor estímulo monetario por parte del Banco Central y a la espera de que las tasas de largo plazo retomen niveles más altos, reflejando el peor panorama fiscal y económico local ([Correo Security 5 de marzo](#)).