



5.6631  
9.334  
4.25647  
7.2235  
5.6631

# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios  
Diciembre 2021

## Balance de riesgos incorpora mayor probabilidad de un retiro anticipado de los estímulos monetarios.

### Resumen

La evolución de la pandemia volvió a ganar revuelo en las últimas semanas como consecuencia del nuevo aumento de casos en Europa y ahora último como resultado del descubrimiento de la variante ómicron. En adición a las perspectivas menos favorable para la actividad, las presiones a la oferta global que se han generado como consecuencia de la misma pandemia podrían verse intensificadas, retrasando con esto una disminución de la inflación global que en los últimos datos muestra señales de ser más persistente y de base más amplia. Adicionalmente, en el margen pareciese que ganó fuerza la probabilidad de un escenario de impacto mayor en los mercados como consecuencia del retiro de los estímulos monetarios, lo que lleva a mantener un nivel de riesgo acotado en nuestro portafolio.

### Visión por clase de activo:

**Renta Variable/Renta Fija:** Expectativas de retorno más acotadas y una volatilidad que se debiese mantener elevada en un entorno donde el balance de riesgos sigue ponderando ritmos de crecimiento vulnerables a sobresaltos en el devenir de la pandemia, así como el retiro del estímulo monetario, llevan a mantener un nivel de riesgo acotado y con sesgos entre regiones.

**RV Desarrollados/Emergentes:** Frente a perspectivas que se ven ensombrecidas por la inflación que demuestra ser más persistente, dudas respecto a la evolución de la pandemia y un retiro del estímulo monetario por parte de los bancos centrales que podría ser algo menos amigable con el mercado, nos hace mantener una preferencia por mercados desarrollados, quienes responderían más positivamente a cualquiera de estos shocks.

**Tipo de Cambio:** Las perspectivas de actividad relativa entre EE.UU. y el resto del mundo, la inflación y la respuesta de los distintos bancos centrales mantienen las perspectivas de un dólar global más fortalecido, que junto con una incertidumbre local que se mantiene elevada, nos hace ver al tipo de cambio manteniendo el premio sobre su historia sin una reversión significativa en el corto plazo.

•**RF Local:** El nivel de incertidumbre se mantendría elevado debido a la elección presidencial y el proceso constituyente, por lo que seguimos sugiriendo neutralidad en términos de duración y de monedas (pesos y UF).

•**RV Local:** Frente a condiciones externas a corto y mediano plazo para mercados emergentes menos favorables, que implican un apetito por estos activos bajo presión, junto a un ambiente donde parte de la incertidumbre local aún se mantiene alta, proponemos cambios en la línea del mes anterior. Esto es, reducir el riesgo agrupado de la cartera recomendada, apostar por compañías de mayor capitalización y mantener sesgos en los sectores bancarios, retail y consumo, donde todavía vemos impulso en los resultados y valorizaciones atractivas.

**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)

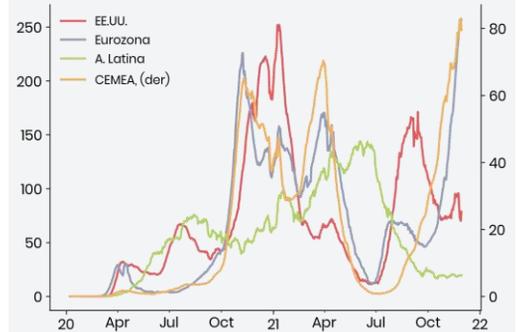
**Eduardo Salas V.**  
Economista Senior  
[eduardo.salas@security.cl](mailto:eduardo.salas@security.cl)

La evolución de la pandemia volvió a ganar revuelo en las últimas semanas como consecuencia del nuevo aumento de casos en Europa (gráfico 1) y ahora último como resultado del descubrimiento de la variante ómicron, que potencialmente sería más contagiosa y resistente a las vacunas que versiones anteriores. Existen elementos que hacen difícil tener una evaluación certera de esta situación por el momento, primero porque su aparición surge en una región con tasas de vacunación bien por debajo los niveles alcanzados en otras regiones, Sudáfrica y el resto de África cuenta con menos de un 25% de la población vacunada, versus alrededor de 80% para países desarrollados; y segundo, porque los científicos han anunciado que tomaría semanas poder tener una evaluación más precisa de la efectividad de las vacunas actuales. No obstante, **creemos que el mercado seguirá atento a los desarrollos de esta nueva variante y la volatilidad se mantendría elevada** a medida que se conoce la rapidez de su propagación o se generan mayores certezas respecto a la efectividad de las vacunas existentes y los tiempos de adecuación de estas, de ser necesarios. Además de que, esto viene a enturbiar un panorama que en términos de perspectivas había mostrado señales de mejora o estabilidad en los últimos meses, donde el debilitamiento que se había empezado a ver a mediados de este año había logrado moderarse (gráfico 2).

Por otra parte, las presiones a la oferta global que se han generado como consecuencia de la misma pandemia podrían verse intensificadas, retrasando con esto una disminución de la **inflación global, que en los últimos datos muestra señales más persistentes** o con efectos de segunda vuelta mayores; y además de base más amplia. Si bien, los principales bancos centrales han señalado que la combinación de efectos en inflación y crecimiento los lleva a tomar un perfil de normalización gradual de las tasas de interés de referencia, a lo que se suma que su objetivo de política monetaria los haría más tolerantes a inflaciones elevadas pero transitorias, estos han comenzado a cambiar el tono. Así, ante escenarios alternativos de i) retiro gradual de la liquidez que es digerible por los mercados, y ii) un remezón mayor en los mercados de un retiro abrupto de estímulos, parece ganar algo de terreno este último.

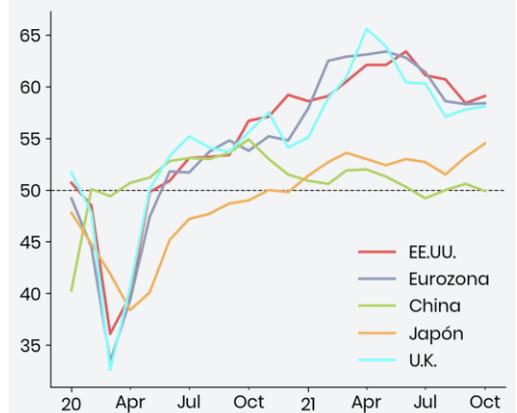
Esto ha ido acompañado de un dólar global que se fortalece frente al euro y otras monedas desarrolladas, lo que, de acuerdo con un análisis de las dinámicas históricas del dólar (gráfico 3) esta fortaleza podría continuar dándose, sobre todo si las dinámicas de normalización de las cadenas de suministro versus la evolución del mercado laboral no mejoran. **Si bien creemos que existen factores de mediano plazo que señalan en la dirección de un dólar global más debilitado, en el corto plazo y como perspectivas para el 2022 la existencia de algún factor que lo facilite se mantendría ausente.**

GRÁFICO 1: NUEVOS CASOS DIARIOS CONFIRMADOS (MILES)



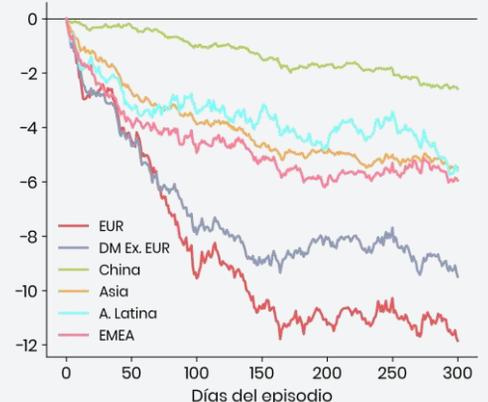
Fuente: OWID y Estudios Security.

GRÁFICO 2: PMI MANUFACTURA (PUNTOS)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: MONEDAS EN EPISODIO DE DÓLAR DÉBIL



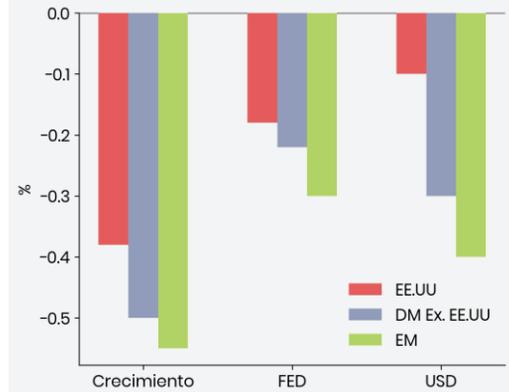
Fuente: Estudios Security.

Con todo, mantenemos el escenario base donde el crecimiento seguiría por sobre los niveles de tendencia anteriores al inicio de la pandemia en casi todas las grandes economías, lo que llevaría al mundo a crecer cerca de un 4% el año 2022, por lo que **seguir sobre ponderando la renta variable hace sentido**. No obstante, **perspectivas de retornos más acotadas y con mayor volatilidad sugieren mantener el portafolio con un riesgo acotado**. Un análisis que descompone el desempeño de las bolsas globales en unos pocos componentes macroeconómicos (crecimiento, respuesta a tasas, dólar global e inflación) indica que las bolsas de mercados emergentes son las que más impactadas se ven ante shocks de crecimiento, tasas y dólar (gráfico 4). En el caso de este último, con un impacto mucho más diferenciado. Por consiguiente, nuestro escenario sigue siendo coherente con una **sobre ponderación de los mercados desarrollados por sobre emergentes, en particular EE.UU versus América Latina y Chile**. Especialmente, versus otras regiones emergentes, para América Latina, el panorama inflacionario más estresado, que se mantiene fuerte, a pesar de los elevados niveles; y perspectivas de incertidumbre local que no mejorarían en el corto plazo, relacionada a procesos electorales y de política económica, dejan a la región algo más vulnerable, en términos relativos, frente al deterioro de los shocks ya mencionados.

Con respecto a la renta fija internacional, las perspectivas de una inflación más persistente y el retiro del estímulo monetario por parte de la FED han empezado a dar señales de repercusiones en esta, con spreads que han visto ampliaciones más allá de la caída en las tasas. En este sentido, creemos que **la tesis de estar invertidos en una clase de activo en dólares y con un componente de devengo importante es preferido**. Así, **sobre ponderamos la renta fija corporativa emergente en dólares versus la soberana en moneda local**. Creemos que esto entrega protección en el caso de monedas locales que pierden algo más de valor, sin tener un impacto negativo considerable en el caso de una reversión del sentimiento de mercado, al aprovechar una eventual compresión de los spreads.

Por su parte, en la renta fija local, durante noviembre las compensaciones inflacionarias de corto plazo se quedaron fluctuando en niveles por sobre el techo del rango meta, reflejando un **desanclaje de las expectativas de inflación, que validaría la perspectiva de un nuevo ajuste de 125pb en la TPM en la reunión de mediados de diciembre**, que la situaría en 4%, por sobre el nivel considerado neutral (3,5%). Adicionalmente, prevemos otros 50 pb en la reunión de enero, para llevar el nivel restrictivo a 100pb, que consideramos será suficiente para moderar el dinamismo de la actividad, y con ello devolver las expectativas de inflación a la meta. Esta visión contrasta con lo implícito en los precios de mercado que anticipan alzas hasta 5,5%.

GRÁFICO 4: IMPACTO SHOCKS SOBRE LA RENTA VARIABLE



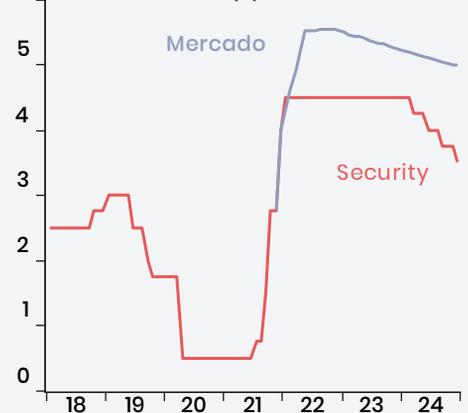
Fuente: Estudios Security.

GRÁFICO 5: COMPENSACIONES



Fuente: RiskAmerica y Estudios Security.

GRÁFICO 6: TPM EFECTIVA Y PROYECTADA (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

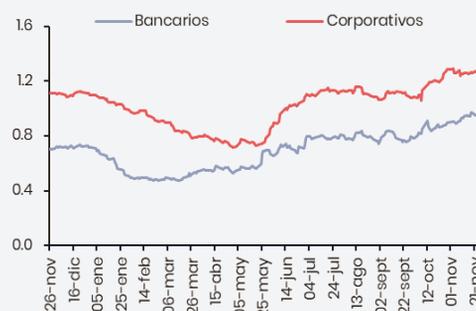
Con todo, en el corto plazo la dinámica de la inflación estará dominada por la trayectoria del tipo de cambio, que ha mostrado una volatilidad mayor desde la semana previa de las elecciones, incertidumbre que se mantendría alta al menos hasta la segunda vuelta, y que será muy distinta para los mercados financieros ante un resultado u otro, pero que no se dispararía debido al proceso constituyente. Por lo tanto, **seguimos recomendando estar neutrales entre monedas (\$/UF)**. Asimismo, las tasas de interés también se mantendrían presionadas por la alta incertidumbre política local, por lo que ratificamos la recomendación de neutralidad en la duración de la cartera.

En renta fija corporativa, **en un escenario político y económico que continúa incierto, hemos observado una relativa estabilidad en los spreads en las últimas semanas**, en un nivel que incluye parte del riesgo asociado a la discusión de un cuarto retiro de fondos de las AFP's y la definición de la segunda vuelta presidencial. Lo anterior **ha primado más que el positivo balance que se rescata de las métricas financieras** de las compañías locales al cierre del 3T21 (con un Ebitda impulsado por las altas condiciones de liquidez), incluso incorporando una normalización de estos indicadores a sus valores históricos.

Ante esto, **mantenemos una visión neutral para esta clase de activo**. En términos generales, los spreads estarían alineados a sus fundamentos, que incluyen una mejora en las condiciones financieras locales y externas, y un año 2022 que modera en parte la recuperación en términos de deuda y Ebitda observada este año, pero donde además se mantiene la posibilidad de nuevas presiones producto de fuentes de riesgo local.

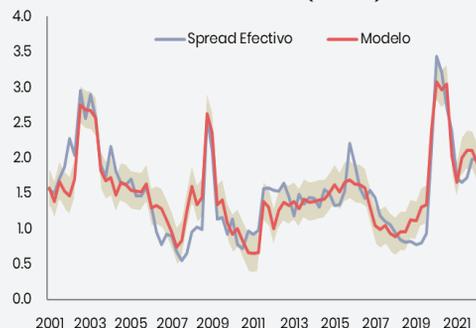
**Finalmente, en renta variable local**, frente a condiciones externas a corto y mediano plazo para mercados emergentes menos favorables, que implican un apetito por estos activos bajo presión, junto a un ambiente donde parte de la incertidumbre local aún se mantiene alta, la discusión de mociones parlamentarias no ha perdido su dinámica que pone presión al mercado, los resultados electorales se mantienen abiertos, y la tendencia que tome la discusión en la Convención Constituyente aún no se sabe si girará hacia un panorama más moderado que surge de los resultados de la primera vuelta presidencial y parlamentaria, proponemos cambios en las carteras en la línea del mes anterior. Esto es, reducir el riesgo agrupado de la cartera recomendada, apostar por compañías de mayor capitalización y mantener sesgos en los sectores bancarios, retail y consumo, donde todavía vemos impulso en los resultados y valorizaciones atractivas. ([Carteras Accionarias Security Diciembre 2021](#)).

GRÁFICO 7: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS (PTOS.)



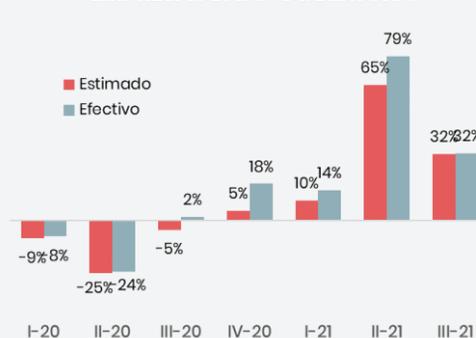
Fuente: RiskAmerica y Estudios Security.

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 Diciembre 2021

	Benchmark	Cartera Diciembre	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%	0	0
Investment Grade	10%	0	0
High Yield	10%	0	0
Emergente	12.5%	0	0
Corporativos USD	10%	2.5	0
Soberanos moneda local	2.5%	-2.5	0

	Sobreponderar
	Subponderar
	Posición neutral

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

AI 30-11-2021	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Renta variable (% en dólares)</b>						
<b>Mundo</b>	12.4	-2.9	-1.9	2	18	34
<b>Desarrollados</b>	15.3	-2.8	-1.4	4	20	36
EE.UU.	20.6	-1.3	0.4	9	25	49
Eurozona	5.9	-6.5	-7.1	-6	10	17
Reino Unido	6.7	-5.8	-4.5	-6	12	-2
Japón	-1.5	-4.2	-2.8	-2	3	11
Asia ex Japón*	-2.0	-7.2	-7.8	-11	3	3
<b>Emergentes</b>	-6.1	-4.1	-5.7	-12	1	17
Asia	-7.8	-3.6	-4.8	-13	-1	24
China	-20.3	-5.6	-5.7	-21	-18	10
Latinoamérica	-16.9	-3.9	-18.4	-20	-7	-24
Brasil	-25.2	-2.9	-23.4	-27	-15	-35
México	5.8	-5.9	-10.9	-8	13	8
Chile	-9.1	6.4	-7.3	-11	2	-5
EMEA**	12.0	-7.1	-3.5	-3	19	8
<b>Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)</b>						
<b>Desarrollados (DXY)</b>	-6.7	-2.3	-3.6	-7	-4	2
Euro	-8.7	-3.0	-4.8	-9	-6	2
Reino Unido	-3.3	-3.4	-4.0	-7	-1	2
Japón	-10.0	0.6	-3.3	-4	-9	-4
<b>Emergentes</b>	0.2	-0.3	-0.5	-2	2	5
Argentina	-20.0	-1.1	-3.3	-7	-24	-68
Brasil	-8.9	0.5	-8.8	-8	-5	-34
Chile	-16.8	-1.8	-6.1	-15	-8	-3
Colombia	-16.7	-6.1	-4.7	-8	-11	-14
México	-9.0	-4.1	-7.6	-9	-8	-11
Perú	-12.3	-1.9	0.4	-7	-13	-20
China	2.1	0.3	1.4	0	3	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 30-11-2021	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	40	1	32	38	38	-109
10 años	1.4	53	-13	16	-15	60	-40
<b>Chile</b>							
2 años	5.1	437	-7	207	342	421	311
10 años	5.3	275	-33	86	148	254	197
<b>Brasil</b>							
2 años	11.7	750	-78	280	464	680	633
10 años	11.4	418	-97	121	230	307	419
<b>México</b>							
2 años	7.0	276	-33	124	181	261	22
10 años	7.5	207	-31	53	66	190	47
<b>Alemania 10 años</b>	-0.3	23	-25	7	-16	23	-7
<b>Francia 10 años</b>	0.0	36	-27	8	-16	34	-2
<b>Italia 10 años</b>	1.0	49	-25	35	12	42	-39
<b>España 10 años</b>	0.4	35	-24	10	-8	32	-9
<b>Reino Unido 10 años</b>	0.8	65	-24	25	4	53	18
<b>Japón 10 años</b>	0.1	4	-4	4	-3	3	10
<b>Spreads soberanos USD</b>							
<b>Emergentes (EMBIG)</b>	363	30	26	35	41	1	38
<b>Latam</b>	444	49	30	50	60	0	30
Brasil	355	94	4	60	93	75	101
Chile	183	23	5	28	24	7	12
Colombia	376	155	58	90	107	131	170
México	403	29	32	35	48	-38	63
Perú	205	60	11	14	18	33	63
<b>Spreads corporativos USD (puntos base)</b>							
<b>Emergentes (CEMBI)</b>	341	20	11	28	32	1	16
<b>Asia</b>	334	26	-4	27	34	15	41
<b>Europa</b>	438	43	49	52	61	23	27
<b>Latam</b>	379	28	23	35	32	-1	6
Investment Grade	219	5	15	20	12	-17	-31
High Yield	515	31	37	58	43	-6	20
Brasil	457	55	22	59	68	30	71
Chile	269	27	20	14	30	5	-19
Colombia	400	96	48	47	57	62	98
México	276	14	23	29	21	-9	-3
Perú	291	20	14	-20	-22	-3	30
<b>HG EE.UU.</b>	99	3	12	12	16	-5	-6
<b>HY EE.UU.</b>	337	-23	50	49	41	-75	-38

Fuente: Bloomberg y Estudios Security