



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Enero 2022

Un 2022 con crecimiento aún elevado, pero con riesgos inflacionarios persistentes

Resumen

Para el 2022 en términos de actividad económica global esperamos tasas de crecimiento que se mantendrían por sobre los niveles de tendencia previos a la pandemia, entre otras cosas por vientos de cola todavía presentes de la normalización post crisis sanitaria; así también, se espera un cambio positivo versus el 2021 en el grado del estímulo que la autoridad china inyectaría a su economía. En este escenario el mayor riesgo sigue siendo la inflación, que de mantenerse las presiones elevadas o frente a un desajuste mayor de las expectativas inflacionarias, obligaría a los bancos centrales a tomar posturas más extremas y acelerar el retiro del estímulo monetario versus lo incorporado en los precios de mercado, generando de esta manera un remezón mayor en las condiciones financieras globales.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: Expectativas de niveles de crecimiento que se mantienen por sobre los niveles de tendencia justifican mantener una sobre ponderación en la renta variable versus la renta fija, sin embargo, un entorno donde las expectativas de retornos son menores y el balance de riesgos sigue ponderando el retiro de los estímulos monetario y fiscal, llevan a mantener un nivel de riesgo acotado, con sesgos entre regiones y hacia activos en dólar.

RV Desarrollados/Emergentes: Frente a la ausencia de señales más claras, por el momento, de que los riesgos inflacionarios van quedando atrás, y por otro lado, que las presiones apreciativas del dólar no se siguen materializando, creemos que sigue siendo óptimo mantener una posición más cauta, con una sobre ponderación de mercados desarrollados versus emergentes.

Tipo de Cambio: Al considerar solo variables externas (dólar a nivel global, diferencial de tasas de interés, premios soberanos, precios de materias primas) se obtienen estimaciones de un tipo de cambio en torno a los \$750. En tanto, el premio local que antes del estallido social era cercano a cero, lo estimamos entre un 15% y un 20%, por lo que el tipo de cambio fluctuaría entre \$860 y \$900 pesos durante 2022, en un escenario de un dólar global estable.

RF Local: El Banco Central endureció el mensaje, y si las expectativas de inflación no ceden, será necesario subir la TPM más allá de la anticipado. Con todo, seguimos sugiriendo neutralidad en términos de duración y de monedas (pesos y UF).

•**RV Local:** Ajustamos nuestras carteras de modo que recojan parte del flujo positivo frente a un impulso adicional para los mercados externos, y un tipo de cambio que se mantendría en estos niveles, aumentando la exposición en papeles de enfoque exportador, mientras que ante un eventual mayor ruido local, la participación en sectores ligados a consumo interno (sector retail, omitiendo real estate) debieran soportar de mejor manera un escenario adverso.

Felipe Jaque S.
Economista Jefe
felipe.jaque@security.cl

César Guzmán B.
Gerente Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Paulina Barahona N.
Subgerente Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

Nicolás Libuy I.
Jefe Renta Variable Local
nicolas.libuy@security.cl

Eduardo Salas V.
Economista Senior
eduardo.salas@security.cl

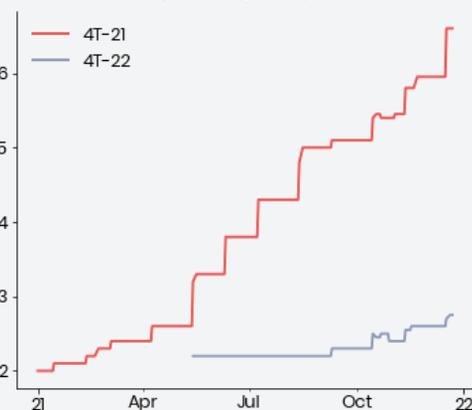
El cierre de **2021 confirmó un buen año para las bolsas globales** en el agregado, aunque con una marcada heterogeneidad, donde los mercados desarrollados tuvieron retornos sobresalientes (destacando EE.UU.), versus los emergentes, que se mantuvieron débiles (ver tabla 1), principalmente por factores idiosincráticos en China, temores de una desaceleración global que se mantuvieron y las presiones inflacionarias que ganaron fuerza a lo largo del año (gráfico 1).

Para el 2022 en términos de actividad económica global **esperamos tasas de crecimiento que se mantendrían, en general, por sobre los niveles de tendencia previos a la pandemia** (gráfico 2), principalmente porque las economías debiesen seguir aprovechando los vientos de cola de reaberturas pendientes (sector servicios), una vez el riesgo sanitario retorne a niveles más normales, un gasto en consumo que seguiría fuerte como consecuencia de los ahorros todavía disponibles y una acumulación de inventarios que se seguiría dando. No obstante, la variante ómicron, a pesar de su baja letalidad, pone una cuota de incertidumbre adicional dados los elevados niveles de contagio y hospitalizaciones en las principales economías desarrolladas, por otro lado, ya a partir de la segunda mitad del año el escenario podría volverse menos favorable a medida que los estímulos monetario y fiscal se vuelven menos propicios. **Este contexto debiese mantener un ambiente positivo para los activos de riesgo**, aunque con retornos menores y mayor volatilidad versus el 2021.

Un elemento positivo es que durante el último mes empezamos a ver las primeras señales de **mayores estímulos por parte de la autoridad china**, así como un cambio en el tono respecto al objetivo de crecimiento para el 2022. Creemos que esto es lógicamente un elemento positivo, principalmente porque era algo ya incorporado en las expectativas del mercado; y si bien aún hay que tener cautela respecto a cuál será el grado final de estímulo y como este se contrapone a las presiones que seguirán pesando sobre la actividad (vulnerabilidades en el sector inmobiliario, política de respuesta frente a la pandemia estricta en términos relativos, desequilibrios en el mercado de materias primas energéticas), esto viene a disminuir la probabilidad de un escenario de debilitamiento mayor. En general, un diferencial de crecimiento entre China y EE. UU. que no se deteriora de sobre manera es importante para nuestra perspectiva de un **dólar que frena la presión apreciativa y que se mantiene estable en estos niveles durante el año** (gráfico 3).

En este escenario **el mayor riesgo sigue siendo la inflación**, que de mantenerse elevada o frente a un desajuste mayor de las expectativas, obligaría a los bancos centrales a tomar posturas extremas y acelerar el retiro del estímulo versus lo incorporado en los precios de mercado, generando así un remezón mayor en las condiciones financieras globales.

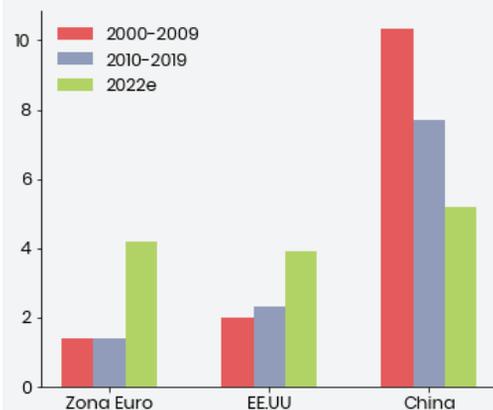
GRÁFICO 1: PROYECCIÓN INFLACIÓN EE.UU. (CPI*, 4T/4T, %)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

* Consenso Bloomberg

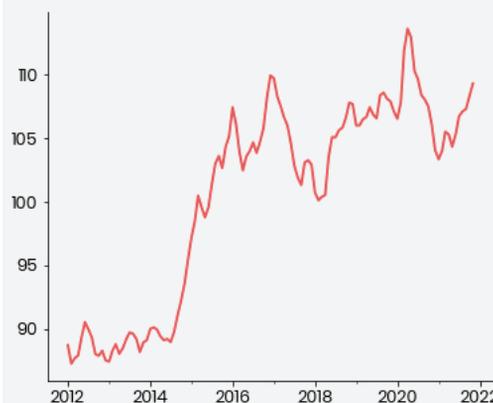
GRÁFICO 2: CRECIMIENTO PIB* (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

*Promedio anual para periodos 2000-2009 y 2010-2019

GRÁFICO 3: DÓLAR GLOBAL (REER, 2006=100)



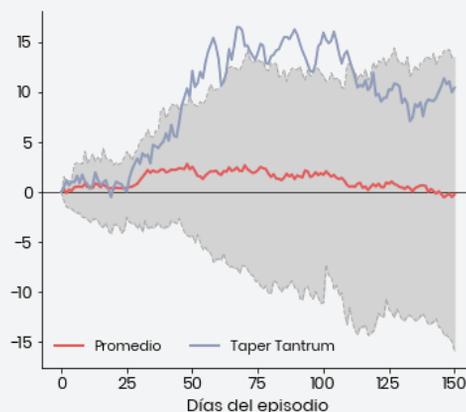
Fuente: FRED y Estudios Security.

Sabemos que en este potencial escenario de riesgo los activos emergentes se ven más castigados en términos relativos. En la historia de episodios de alzas de tasas reales en EE. UU., en promedio, las bolsas de este país lo hacen mejor que las de emergentes, sobre todo, al considerar un escenario extremo donde el remezón en las condiciones financieras es mayor, como por ejemplo el episodio del *taper tantrum* (gráfico 4). En base a esto, **continuamos prefiriendo sobre ponderar mercados desarrollados versus las bolsas emergentes**. Hasta no haber señales más claras de que los riesgos inflacionarios van quedando atrás, y por otro lado, que las presiones apreciativas del dólar no se siguen materializando, creemos que sigue siendo óptimo mantener una posición más cauta.

Para la región de América Latina anticipamos una evolución macroeconómica para el 2022 que será desafiante y que estará influenciada principalmente por (i) el manejo de la política fiscal, que tendrá que sopesar la necesaria consolidación de mediano plazo y el impulso negativo que significaría en lo más próximo; y (ii) el ajuste restrictivo de la política monetaria, que seguiría en los primeros meses del año hasta llegar a niveles por sobre las tasas de políticas neutrales, para hacer frente a los niveles altos y de base extendida en la inflación (gráfico 5), el desajuste de las expectativas inflacionarias y en varias economías las primas de riesgo más elevadas. Todo esto en un contexto donde se pondrá a prueba las capacidades de las economías para responder a un escenario externo que se vuelve algo menos favorable, un calendario político que continúa abultado y el riesgo latente de nuevas infecciones de coronavirus que podrían horadar la inmunidad adquirida. No obstante, existen elementos que hacen pensar que un entorno macroeconómico extremadamente negativo es poco probable: el contexto externo si bien será menos favorable, no es nuestro escenario base que este se vuelva negativo, los precios de materias primas debiesen continuar cercanos a los niveles actuales, elevados en términos históricos; y esperamos se detenga la presión apreciativa en la trayectoria del dólar global. Finalmente, potenciales nuevas olas de coronavirus debiesen tener un impacto menor versus las anteriores. Con todo, **nos mantenemos cómodos con nuestra posición sub ponderada en América Latina y Chile, versus una preferencia por EE.UU.**

Con respecto a la renta fija internacional nuestro escenario central es uno donde **las tasas bases debiesen aumentar gradualmente para terminar el 2022 en torno a 1,9%, para subir no mucho más los próximos años**. En este sentido vemos poco potencial en alargar la duración de la cartera, por lo que a los actuales niveles de tasas (1,5%), alineados con su valor justo (gráfico 6), mantenemos nuestra posición neutral en duración.

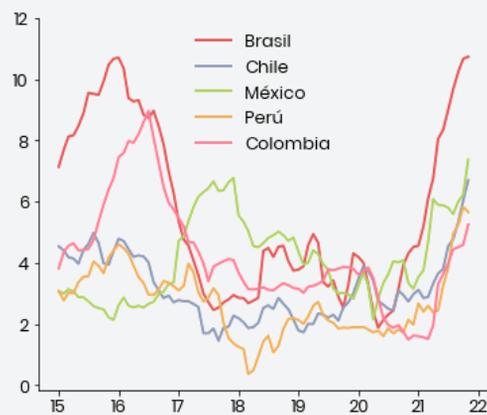
GRÁFICO 4: MSCI EE. UU VS MSCI EM EN EPISODIOS DE ALZA DE TASA REAL 5 AÑOS



Fuente: Estudios Security.

Área gris representa percentil 75 y 25.

GRÁFICO 5: INFLACIÓN AMÉRICA LATINA



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: TASA NOMINAL 10 AÑOS EE.UU. (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Con respecto a la **renta fija local**, si bien durante diciembre las compensaciones inflacionarias de corto plazo bajaron, siguen estando en niveles elevados y por sobre el techo del rango meta del Banco Central, reflejando la permanencia del desanclaje.

Por su parte, la autoridad monetaria en su reunión de diciembre elevó la TPM en 125pb situándola en 4%, y anticipando nuevos ajustes, similar a lo implícito en los precios de mercado.

Además, entregó un mensaje muy restrictivo, dejando entrever que si las expectativas de inflación al plazo de proyección no ceden, podría ir más allá de lo señalado en el corredor. A nuestro juicio, la entidad aplicaría dos ajustes más de 100pb cada uno en la reunión de enero y de marzo, mes en el que se difundirá el próximo IPoM. Con la TPM al 6%, 250 pb por sobre la neutral, la moderación del dinamismo de la actividad, y sin una nueva gran depreciación del peso, prevemos que será suficiente para reencauzar las expectativas de inflación a la meta.

En este escenario, **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**.

Finalmente, a **nivel de la renta variable local** durante el último mes se sumó el resultado electoral de la segunda vuelta presidencial que se consideró menos favorable para el mercado. Si bien, el resultado parlamentario de noviembre eventualmente frena propuestas extremas debido al equilibrio que consiguieron las distintas coaliciones, la discusión en la Convención Constituyente aún deja abierta la posibilidad de cambios en el ámbito regulatorio e institucional que pueden apuntar a un menor retorno para las empresas. Lo anterior, sumado a un 2022 con expectativas de resultados más débiles en consumo y más desafiantes en costos, nos lleva a **mantener una mirada cauta para el mercado local**.

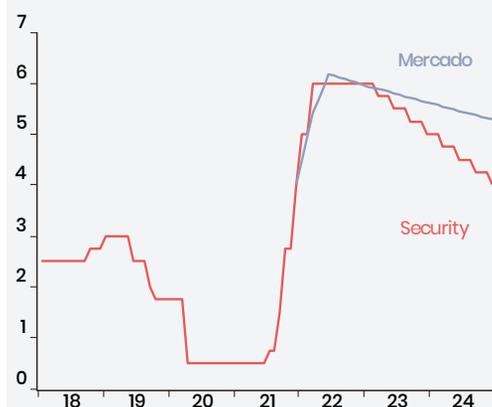
Plasmando esta visión en nuestras carteras recomendadas, y además tomando la utilidad en papeles de buen rendimiento en el mes, decidimos excluir a Cencoshopp y Ripley, e incorporar a cambio a Falabella (con 8pp) y Colbún (con 4pp), particularmente llevando a posiciones más neutrales a los sectores Retail (omitiendo al segmento real estate) y Eléctrico. Por otra parte, ajustamos a posición neutral a SQM-B (-7pp) luego de una fuerte corrección de su ponderación en el Ilsa, elevando de manera alternativa las exposiciones en papeles también de enfoque exportador, como son CMPC (+3pp), Copec (+2pp) y Conchatoro (-1pp). (*Carteras Accionarias Security Enero 2022*).

GRÁFICO 7: COMPENSACIÓN INFLACIONARIA (Bonos, %)



Fuente: RiskAmerica y Estudios Security.

GRÁFICO 8: TPM ESPERADA (%)



Fuente: RiskAmerica, SP, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 9: RATIO PRECIO/UTILIDAD (VECES) – MSCI CHILE



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Enero 2022

	Benchmark	Cartera Enero	Cartera anterior
Renta Variable	40%	5	5
Renta Fija	60%	-5	-5
Renta Variable Extranjera	80%	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
Renta Variable Nacional	20%	-2.5	-2.5
Renta Fija Nacional	65%	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
Renta Fija Extranjera	35%	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	2.5
Soberanos moneda local	2.5%	-2.5	-2.5

	Sobreponderar
	Subponderar
	Posición neutral

Desempeño Activos: Renta variable y monedas (%)

Al 31-12-2021	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	16.8	3.9	6.4	5	17	34
Desarrollados	20.1	4.2	7.5	7	20	37
EE.UU.	25.2	3.8	9.7	10	25	49
Eurozona	11.9	5.6	3.7	1	12	18
Reino Unido	14.0	6.8	5.2	3	14	-2
Japón	-0.1	1.4	-4.2	0	0	12
Asia ex Japón*	1.1	3.2	-0.6	-6	1	4
Emergentes	-4.6	1.6	-1.7	-10	-5	11
Asia	-6.6	1.3	-1.2	-11	-7	18
China	-22.8	-3.2	-6.1	-24	-23	-2
Latinoamérica	-13.1	4.6	-4.4	-19	-13	-27
Brasil	-23.5	2.3	-8.7	-29	-24	-40
México	19.5	12.9	5.1	6	20	15
Chile	-13.6	-4.9	-5.3	-14	-14	-18
EMEA**	14.3	2.0	-2.9	0	14	3
Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)	-6.4	0.3	-1.5	-3	-6	1
Euro	-7.6	1.0	-1.9	-4	-8	1
Reino Unido	-0.9	2.3	0.5	-2	-1	2
Japón	-11.5	-1.4	-3.2	-4	-12	-6
Emergentes	0.8	0.6	0.7	0	1	4
Argentina	-22.1	-1.8	-4.0	-7	-22	-72
Brasil	-7.8	1.1	-2.5	-12	-8	-39
Chile	-19.3	-2.2	-4.3	-16	-19	-13
Colombia	-18.9	-1.9	-6.9	-9	-19	-23
México	-2.9	5.6	0.8	-3	-3	-8
Perú	-10.5	1.6	3.1	-4	-10	-21
China	2.3	0.2	1.5	2	2	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 31-12-2021	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	0.7	61	21	44	48	61	-83
10 años	1.5	59	6	-3	5	59	-41
Chile							
2 años	5.5	479	42	121	297	479	378
10 años	5.4	290	15	1	121	290	250
Brasil							
2 años	11.0	678	-72	115	353	678	570
10 años	10.7	353	-65	-39	169	353	372
México							
2 años	7.4	307	31	95	128	307	68
10 años	7.5	214	7	8	52	214	71
Alemania 10 años	-0.2	40	17	1	3	40	1
Francia 10 años	0.2	55	19	5	7	55	8
Italia 10 años	1.2	69	20	34	38	69	-17
España 10 años	0.6	52	17	11	9	52	10
Reino Unido 10 años	1.0	78	14	3	25	78	16
Japón 10 años	0.1	5	1	0	1	5	8
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)							
Latam	410	15	-34	0	14	15	53
Brasil	318	57	-37	3	44	57	95
Chile	172	11	-12	3	12	11	20
Colombia	370	150	-6	53	101	150	196
México	362	-11	-40	-13	-6	-11	56
Perú	182	37	-23	-12	-1	37	62
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)							
Asia	298	-11	-36	-19	-6	-11	16
Europa	445	51	8	52	60	51	54
Latam	359	7	-21	15	15	7	18
Investment Grade	206	-8	-13	10	-1	-8	-17
High Yield	499	14	-17	38	37	14	46
Brasil	422	20	-35	16	35	20	65
Chile	255	13	-14	10	8	13	-12
Colombia	376	72	-23	22	35	72	107
México	267	6	-8	22	10	6	9
Perú	272	1	-19	-14	-18	1	33
HG EE.UU.	92	-4	-7	8	12	-4	-1
HY EE.UU.	283	-77	-54	-6	15	-77	-53

Fuente: Bloomberg y Estudios Security