



5.6631
9.334
4.25647
7.2235

PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Febrero 2022

Mercados soportarían retiro de liquidez, aunque riesgos se mantienen elevados

Resumen

El comienzo del año ha estado marcado por la debilidad general de los mercados como consecuencia del ajuste en las expectativas respecto al retiro del estímulo monetario por parte de la Fed, el que sería más rápido y temprano que lo anticipado meses atrás. Las últimas novedades de la autoridad monetaria dan cuenta que esta parece evaluar que el espacio para correr riesgos está casi agotado y que es necesario comenzar a actuar. Esto principalmente como resultado de las presiones inflacionarias que han sido más persistentes que lo anticipado y un mercado laboral bien ajustado.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: La debilidad de los mercados de comienzos del año correspondería a una corrección más que al inicio de un mercado bajista, apoyado por un crecimiento que se mantendría elevado y una inflación que comenzaría a ceder a lo largo del año. Durante los últimos cuatro ciclos de alzas de TPM en EE. UU. las bolsas evolucionaron positivamente, aunque con ciertas correcciones a lo largo de estos. Las perspectivas para la renta fija se mantienen poco auspiciosas con tasas de interés que continuarían al alza por el momento.

RV Desarrollados/Emergentes: El riesgo de que las presiones inflacionarias se mantengan elevadas sigue presente, lo que podría obligar a la FED a actuar de manera más agresiva: esta no cerró la puerta a ningún tipo de ajuste y los datos guiarán su actuar. Si bien las bolsas emergentes, liderados por América Latina, han cerrado parte de su brecha con los mercados desarrollados, de darse una contracción más severa de la liquidez, es difícil ver un desacople marcado de emergentes versus desarrollados.

Tipo de Cambio: Si bien parte de la prima por riesgo incorporada en el tipo de cambio ha disminuido en lo más reciente, principalmente como resultado de la disminución en la incertidumbre asociada al manejo político-económico, creemos que parte de esta se mantendría en el mediano plazo, por lo que de darse la estabilidad en el dólar global el tipo de cambio fluctuaría entre \$830 y \$850.

RF Local: El BC parece evaluar que el tiempo se agota para contener las expectativas de inflación. Adicionalmente, los precios de materias primas podrían haber alcanzado su peak en este trimestre y el tipo de cambio se ha apreciado. En este contexto, estimamos que los sesgos entre pesos y UF se mantienen balanceados a mediano plazo. Sin embargo, es probable que las expectativas de inflación de CP continúen presionadas, mientras que el espacio de ajuste para las de más LP es acotado. En términos de duración, si bien las tasas cortas podrían retroceder de darse una presión algo más moderada de la inflación externa en los siguientes trimestres, los niveles de volatilidad aún parecen elevados. Por otro lado, las tasas de mediano y largo plazo continuarían enfrentadas con riesgos al alza provenientes de la posición fiscal futura.

RV Local: Aunque la disminución de la incertidumbre tranquilizó a la clase de activo, en nuestro caso mantenemos una nota de cautela frente a dos aspectos: (1) la discusión en la Convención Constituyente aún deja abierta la posibilidad de cambios en el ámbito regulatorio e institucional; y (2) las valorizaciones objetivo de la bolsa local deberían incluir un descuento respecto a sus promedios históricos, básicamente por la consolidación de mayores primas por riesgo en Chile y la región.

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

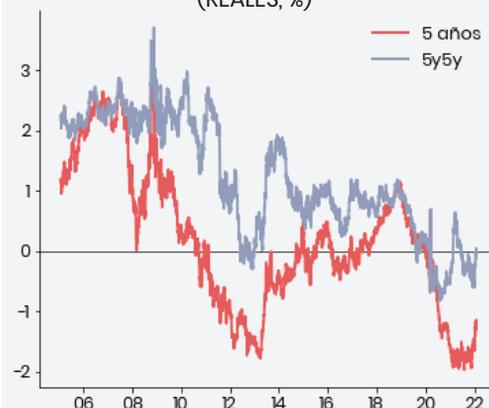
El comienzo del año ha estado marcado por la debilidad general de los mercados, junto con alzas en las tasas reales en EE.UU. (gráfico 1), principalmente como consecuencia del **ajuste en las expectativas respecto al retiro del estímulo monetario por parte de la Fed**, el que sería más rápido y temprano que lo anticipado meses atrás. En el mes las bolsas mundiales cayeron 5% y la tasa de interés base nominal a 10 años en EE. UU. subió 28 pb (ver tablas al final del documento).

Las últimas novedades de la Fed indican que esta parece evaluar que el espacio para correr riesgos está casi agotado y que es necesario comenzar a actuar. Esto principalmente como resultado de las presiones inflacionarias que han sido más persistentes que lo anticipado y un mercado laboral fuerte. Para las presiones inflacionarias, si bien las disrupciones en las cadenas de oferta han cedido algo versus los máximos del año pasado, estas en general todavía se encuentran en terreno preocupante y la evolución de la variante ómicron y la respuesta estricta de algunas economías claves para las cadenas de suministro, señalarían que su normalización podría tardar aun más. La variante ómicron demoraría también el retorno de los trabajadores al mercado laboral, manteniendo las presiones salariales, con salarios creciendo cercano al 5%, sobre todo en los cuartiles de menor ingreso (gráfico 2). Finalmente, en el último tiempo los precios de materias primas retomaron la tendencia alcista, en particular el petróleo (gráfico 3).

Respecto al mercado laboral en EE. UU., la tasa de desempleo ha continuado disminuyendo, incluso llegando por debajo el desempleo 'natural'. La tasa de renuncia, las vacantes disponibles, las cifras de creación de empleo y solicitudes de subsidios por desempleo, todas dan muestras de tener un mercado, que si bien aún no retorna a los niveles previos a la pandemia (recuperación pendiente de la participación laboral), estaría sólido. Las cifras del PIB para el 4Q muestran un diagnóstico similar para toda la economía (gráfico 4). **La Fed mencionó que espera que el mercado laboral y la economía en general, soporten bien un ajuste importante de la política monetaria.**

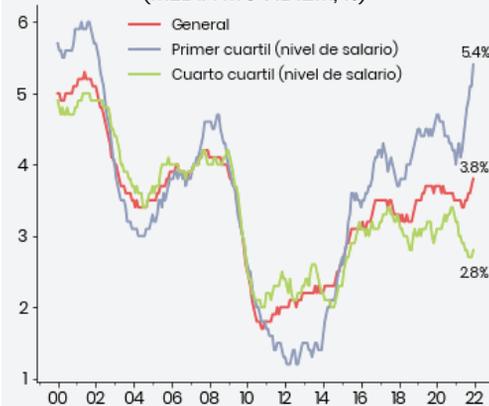
Por otra parte, **la actividad en China**, después de cerrar un 2021 con un crecimiento de 8%, **este año retornaría a la senda de convergencia hacia su nivel de crecimiento de largo plazo (en torno a 5%), y con riesgos a la baja, sobre todo en los primeros meses**, como consecuencia de la política estricta en el manejo de la pandemia frente a la evolución de la variante ómicron en el país y la vulnerabilidad en el sector inmobiliario que aún mantiene afectada la confianza en el sector. Frente a esto, **las autoridades han continuado aumentando el estímulo, y esperamos que esto siga con impulso, para evitar una desaceleración más aguda**, balanceando el objetivo de crecimiento con las prioridades de más largo plazo, asociados a reducir los altos niveles de deuda en la economía.

GRÁFICO 1: TASAS DE INTERÉS EE. UU.
(REALES, %)



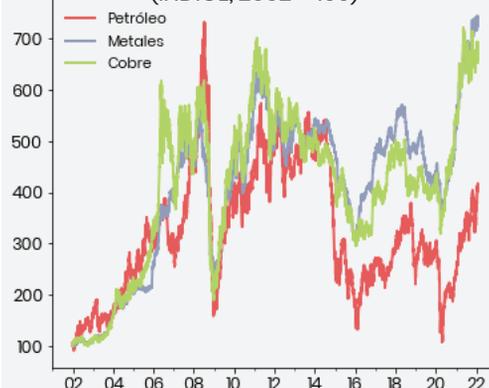
Fuente: FRED y Estudios Security.

GRÁFICO 2: CRECIMIENTO SALARIOS EE. UU.
(MEDIA MÓVIL 12M, %)



Fuente: FRBA y Estudios Security.

GRÁFICO 3: PRECIOS MATERIAS PRIMAS
(ÍNDICE, 2002 = 100)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

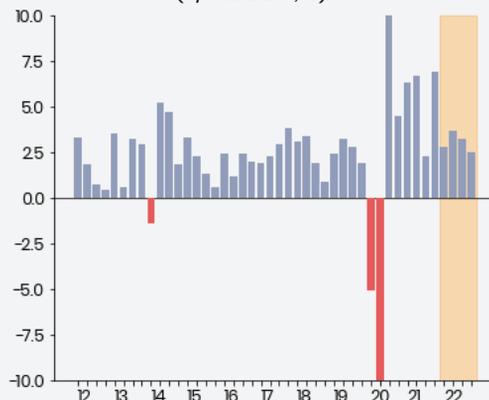
Para la inflación en EE. UU., esperamos que después de unos primeros meses todavía cerca de los máximos esta empiece a disminuir, a medida que las disrupciones causadas por la pandemia se vuelven menos intensas y permiten que se continúe con el proceso de normalización en el consumo de bienes, en las cadenas de suministro globales y la participación laboral; así como por las menores presiones de la demanda asociadas a un impulso fiscal que debiese ser negativo para EE. UU. **Con esto, la política monetaria de la Fed se iría ajustando, sin necesidad de alterar importantemente la trayectoria esperada, hacia niveles neutrales, en conjunto con condiciones financieras globales que se acercan a terreno menos expansivo.** La trayectoria de la política monetaria en EE. UU. debiese mantener la fortaleza relativa del dólar global, con movimientos acotados en este.

Esto, junto con un crecimiento elevados para este año, mantendría un contexto adecuado para los activos de riesgo, aunque con menores retornos y una mayor volatilidad. La historia de los últimos cuatro ciclos de alzas de tasas muestra que las bolsas evolucionan positivamente a lo largo de estos, aunque con ciertas correcciones a lo largo de estos. **Las perspectivas para la renta fija se mantienen poco auspiciosas con tasas de interés que continuarían al alza por el momento.** Históricamente, estas han alcanzado los máximos casi al final del ciclo de alzas de la tasa de política monetaria (gráfico 5).

Con todo, creemos que el riesgo de que las presiones inflacionarias se mantengan elevadas sigue presente, lo que podría obligar a la FED y otros bancos centrales a actuar de manera más agresiva versus lo incorporado en el precio de los activos, llevando con esto a un ajuste de las condiciones financieras globales más abrupto. Si bien los mercados accionarios emergentes, liderados por América Latina, han cerrado parte de su brecha con los mercados desarrollados, a corto y mediano plazo, de darse una contracción más severa de la liquidez por parte de la Reserva Federal, es difícil ver un desacople marcado de nuestros mercados, **por lo que mantenemos nuestra sobreponderación en mercados desarrollados por sobre emergentes.**

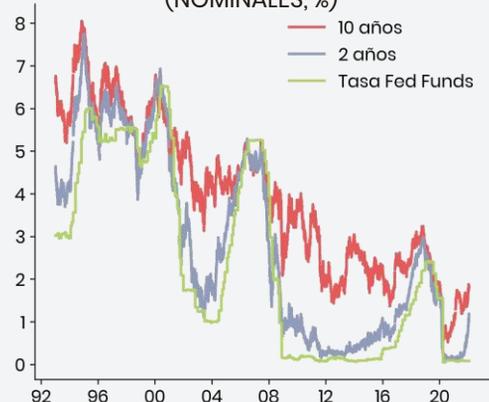
Con respecto a la **renta fija local,** los principales cambios del mes se resumen en un **Banco Central que parece evaluar que el tiempo se agota para lograr contener las expectativas de inflación** en el horizonte de política. Al alza de 150 pb en su última reunión, que sorprendió al mercado, se sumó un comunicado que mostró un marcado sesgo contractivo respecto del último IPOM. Ir por la parte alta del corredor de tasas respondería a la acumulación de sorpresas de inflación y actividad al alza, las que si bien se han ido moderando, aún no se estabilizan. Si algo, la actividad parece moderar su ritmo, pero las presiones en precios de materias primas ligadas a alimentos y combustibles aún no dan espacio, a pesar de la reciente apreciación del tipo de cambio.

GRÁFICO 4: PIB REAL EE. UU.
(T/T SAAR*, %)



Fuente: FRED, Bloomberg y Estudios Security.
* Truncado a -10% y +10%

GRÁFICO 5: TASAS DE INTERÉS EE. UU.
(NOMINALES, %)



Fuente: FRED y Estudios Security.

GRÁFICO 6: COMPENSACIÓN
INFLACIONARIA CHILE (BONOS, %)



Fuente: RiskAmerica y Estudios Security.

La respuesta del mercado fue un incremento de tasas de corto y largo plazo. Las expectativas se movieron hacia el rango de 250 pb de ajuste en la ventana enero-marzo (versus 200 pb antes de la reunión), lo que sí logró moderar las expectativas de inflación hacia el horizonte de política hacia niveles más cercanos a 3,2%.

En este contexto, estimamos que los sesgos de inversión entre pesos y UF se mantienen balanceados a mediano plazo. En esto juega un rol la respuesta del BC, precios de materias primas que habrían alcanzado su peak este trimestre y la compensación de la caída en el tipo de cambio. Sin embargo, es probable que las expectativas de inflación de corto plazo continúen presionadas, reflejado en compensaciones inflacionarias a un año en torno a 5% (gráfico 6), mientras el espacio de ajuste para las de más largo plazo es acotado (ya en 3,2%).

En términos de duración, si bien las tasas cortas podrían retroceder de darse una presión algo más moderada de inflación externa en los siguientes trimestres, los niveles de volatilidad aún parecen elevados. Por otro lado, las tasas de mediano y largo plazo continuarían enfrentadas con riesgos al alza provenientes de la posición fiscal que se genere en los próximos años.

En renta fija corporativa, **el buen escenario de resultados, menor endeudamiento y mayor liquidez en las compañías habrían influido en la estabilidad de spreads que se ha observado desde fines de octubre a la fecha**, incluso en medio de la incertidumbre política local. Si bien, el nivel de transacciones se ha mantenido bajo en los últimos meses, la oferta no sufrió la presión que se esperaba al no aprobarse el cuarto retiro de fondos de pensiones, permitiendo que predominen los fundamentos antes señalados.

Ante esto, **decidimos subir levemente la ponderación en este activo**, como una alternativa de toma de riesgo, pero con una exposición más acotada al escenario externo. Aunque los spreads estarían mayormente alineados a sus fundamentos (donde no se consideran disrupciones en el mercado de renta fija), es posible que los efectos de la alta liquidez que aún prevalece en la economía se extiendan hasta la primera parte de 2022, lo que mantendría una favorable tendencia de márgenes y flujos para las firmas locales, dando espacio a alguna reversión.

Finalmente, a nivel de la renta variable local, aunque efectivamente el anuncio del gabinete del próximo gobierno tranquilizó a la clase de activo, en nuestro caso mantenemos una nota de cautela frente a dos aspectos: (1) la discusión en la Convención Constituyente aún deja abierta la posibilidad de cambios en el ámbito regulatorio e institucional; y (2) las valorizaciones objetivo de la bolsa local deberían incluir un descuento respecto a sus promedios históricos. ([Carteras Accionarias Security Febrero 2022](#)).

GRÁFICO 7: EVOLUCIÓN SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS (12M)



Fuente: RiskAmerica y Estudios Security.

GRÁFICO 8: EVOLUCIÓN EBITDA a/a (EMPRESAS LOCALES BAJO COBERTURA)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

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



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Febrero 2022

	Benchmark	Cartera Febrero	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%	-5	0
0 a 1 año CLP	2.5%	-2.5	0
0 a 1 año UF	2.5%	-2.5	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%	5	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 31-01-2022	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	-5.0	-5.0	-4.2	-1	10	28
Desarrollados	-5.3	-5.3	-4.1	-1	13	31
EE.UU.	-5.7	-5.7	-3.4	1	17	41
Eurozona	-5.0	-5.0	-6.1	-5	8	16
Reino Unido	1.1	1.1	1.7	3	15	3
Japón	-5.0	-5.0	-7.7	-7	-5	8
Asia ex Japón*	-5.6	-5.6	-9.6	-11	-6	0
Emergentes	-1.9	-1.9	-4.5	-7	-11	14
Asia	-3.5	-3.5	-5.7	-8	-16	19
China	-2.9	-2.9	-11.3	-15	-32	0
Latinoamérica	7.3	7.3	7.8	-9	-1	-17
Brasil	12.9	12.9	12.0	-15	-8	-26
México	-7.6	-7.6	-1.8	-4	17	5
Chile	11.5	11.5	12.9	3	-5	-1
EMEA**	2.4	2.4	-3.0	2	16	11
Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)	-0.9	-0.9	-2.8	-5	-6	1
Euro	-1.4	-1.4	-3.4	-6	-8	1
Reino Unido	-0.9	-0.9	-1.9	-4	-2	2
Japón	-0.1	-0.1	-0.9	-5	-10	-6
Emergentes	0.1	0.1	0.5	0	1	5
Argentina	-2.2	-2.2	-5.2	-9	-20	-74
Brasil	4.9	4.9	6.4	-3	3	-24
Chile	5.3	5.3	1.6	-5	-9	0
Colombia	3.0	3.0	-4.8	-1	-10	-15
México	-0.7	-0.7	1.1	-4	-1	-10
Perú	3.9	3.9	3.7	5	-6	-14
China	-0.4	-0.4	0.2	1	1	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 31-01-2022	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	1.2	43	43	65	99	105	-16
10 años	1.8	28	28	21	61	70	26
Chile							
2 años	6.1	61	61	96	361	536	430
10 años	5.5	12	12	-7	139	288	237
Brasil							
2 años	11.7	74	74	-77	346	673	666
10 años	11.4	65	65	-98	187	361	437
México							
2 años	7.5	12	12	10	161	324	89
10 años	7.6	3	3	-21	70	204	95
Alemania 10 años	0.0	19	19	10	49	53	45
Francia 10 años	0.4	23	23	14	55	70	61
Italia 10 años	1.4	11	11	6	73	74	43
España 10 años	0.8	25	25	17	58	67	54
Reino Unido 10 años	1.3	33	33	23	76	98	78
Japón 10 años	0.2	11	11	8	16	12	24
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)	355	14	14	19	17	22	43
Latam	420	9	9	5	12	15	34
Brasil	329	11	11	-22	35	53	91
Chile	185	13	13	7	21	31	16
Colombia	391	21	21	73	99	157	200
México	371	9	9	0	-9	-18	46
Perú	197	15	15	3	-9	55	60
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)	327	12	12	-3	-1	9	10
Asia	310	12	12	-28	-16	5	13
Europa	482	37	37	94	87	94	92
Latam	371	12	12	15	15	17	19
Investment Grade	213	8	8	9	5	2	-25
High Yield	513	14	14	34	41	23	50
Brasil	430	8	8	-5	20	29	57
Chile	261	6	6	12	-4	23	-20
Colombia	412	36	36	61	51	95	120
México	287	20	20	35	32	25	23
Perú	267	-6	-6	-10	-64	6	7
HG EE.UU.	106	13	13	18	19	9	4
HY EE.UU.	342	59	59	56	44	-14	-48

Fuente: Bloomberg y Estudios Security