



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Marzo 2022

Incertidumbre en torno al conflicto Rusia-Ucrania justifica mantener un nivel de riesgo acotado.

Resumen

El escalamiento de la crisis entre Rusia y Ucrania alcanzó niveles significativos en las últimas semanas y no muestra señales de moderación hasta el momento. Los mercados globales han reaccionado con elevados niveles de volatilidad y un aumento en las expectativas de inflación para las principales economías, frente a precios de materias primas que seguirían presionados al alza, así como cadenas de oferta globales que continuarían debilitadas. Esto viene a empeorar un escenario inflacionario que se encuentra bastante complicado y donde las principales autoridades monetarias ya habían indicado que el espacio de tolerancia para actuar estaba prácticamente agotado.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: Un escenario en que el conflicto Rusia-Ucrania no escala hacia una crisis energética y la actividad económica mundial retoma el crecimiento, impulsada por un sector servicios que se sigue beneficiando de las menores restricciones asociadas a la pandemia, permitiría que los activos de riesgo respondan bien, a pesar de tasas de descuento que se vuelven más desafiantes. No obstante, la volatilidad e incertidumbre se mantendría elevada en el corto plazo, lo que lleva a mantener un riesgo bajo.

RV Desarrollados/Emergentes: Los niveles de incertidumbre se mantienen elevados, con un balance de riesgos que incorpora ahora renovadas presiones inflacionarias, además de nuevas presiones negativas para la actividad. Bajo este contexto es preferido mantener posiciones en activos que podrían tener una mejor performance en escenarios donde el apetito por riesgo se mantiene bajo; y que podrían beneficiarse de un dólar global que sigue fortalecido.

Tipo de Cambio: Las presiones adicionales en los precios de las materias primas de combustibles presionarían negativamente los términos de intercambio, aumentando el riesgo de que el tipo de cambio se mantenga depreciado por factores locales como globales.

RF Local: El nuevo repunte en las expectativas de inflación llevarían a una respuesta mayor por parte del Banco Central, con una TPM que llegaría a 8,5% en los próximos meses. Con todo, seguimos prefiriendo los activos reajustables de corto plazo, a pesar de que a mediano plazo estimamos que los sesgos de inversión entre pesos y UF se mantienen balanceados. En términos de duración, ratificamos la recomendación de neutralidad, ya que las tasas cortas reflejan el panorama más restrictivo, mientras que las tasas de mediano y largo plazo continuarían enfrentadas con riesgos al alza provenientes de la posición fiscal.

RV Local: La suma de factores locales y globales nos lleva a mantener cautela para el mercado local, con un target de 4.800 puntos en el mediano plazo, lo que implica valorizaciones objetivo que incluyen un descuento respecto a sus promedios históricos, básicamente por la consolidación de mayores primas por riesgo en Chile y la región. De manera adicional, esperamos un ajuste en la generación de resultados para este año, al sumar una desaceleración en el consumo y expectativas más desafiantes en costos, más allá de una posible extensión de los efectos de alta liquidez en la actividad interna.

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

Durante la última semana de febrero el **escalamiento de la crisis entre Rusia y Ucrania** alcanzó niveles significativos y se encuentra sin señales de moderación hasta el momento. **Los mercados globales han reaccionado con elevados niveles de volatilidad y un aumento en las expectativas de inflación para las principales economías**, frente a precios de materias primas que seguirían presionados al alza, así como cadenas de oferta globales que continuarían debilitadas.

El renovado impulso en los precios de las materias primas responde al rol importante que juega Rusia en su provisión mundial. En términos de la oferta global, esta economía representa el 17% en petróleo, 11% en gas natural, 11% en metales preciosos, 9% en metales industriales, 11% en trigo y 8% en fertilizantes. Por su parte, Ucrania representa el 7% y 22% de la oferta mundial de trigo y maíz, respectivamente. **Bloqueos o cortes en la producción pondrían una carga adicional a los mercados mundiales de commodities que ya venían mostrando niveles ajustados** posterior a la pandemia (gráfico 1).

Esto viene a empeorar un escenario inflacionario que se encuentra bastante complicado y donde las principales autoridades monetarias ya habían indicado que el espacio de tolerancia para actuar estaba agotado.

El mercado ha incorporado aumentos en las expectativas inflacionarias para las principales economías para los primeros años, con swaps de inflación en Europa y EE. UU. en plazos hasta los 5 años que han alcanzado nuevos niveles record (gráfico 2). Está por verse cómo reaccionan las expectativas de los consumidores frente a estos nuevos shocks, lo que debiese ser más relevante para las autoridades monetarias que el shock en sí. En el caso de EE. UU. las proyecciones de los consumidores de largo plazo se mantienen relativamente ancladas (gráfico 3).

Respecto al accionar de la Fed, las perspectivas más desfavorables para la inflación afianzan el escenario base de un retiro de la liquidez que sería más bien rápido, con alzas sucesivas de la tasa de política monetaria durante todo este año y comienzos del 2023. No obstante, el efecto contractivo del conflicto, el que se materializaría principalmente por medio de condiciones financieras globales más restrictivas y precios de combustibles mayores, pone notas de cautela respecto al nivel de restricción que puede alcanzar la política monetaria en esta economía. Esto último está incorporado en los precios de mercado, con tasas implícitas que muestran que la Fed terminaría el ciclo de alzas a fines del 2023, por debajo de lo considerado un nivel neutral. Asimismo, las curvas de rendimiento han continuado aplanándose, con un nivel de aplanamiento a estas alturas del proceso que es notoriamente mayor al de ciclos de ajustes monetarios anteriores. Cabe hacer notar que este shock negativo para la actividad se da en un momento en el que **las principales economías mantienen niveles de crecimiento elevados** y donde en lo más reciente se observan señales de un rebote en las perspectivas posterior a la ola de coronavirus por la variante ómicron. **Esta evolución positiva continuaría a lo largo del año en un contexto donde la crisis Rusia-Ucrania no se transforma en una crisis energética mayor y en el que las condiciones financieras globales no se deterioran de manera abrupta.**

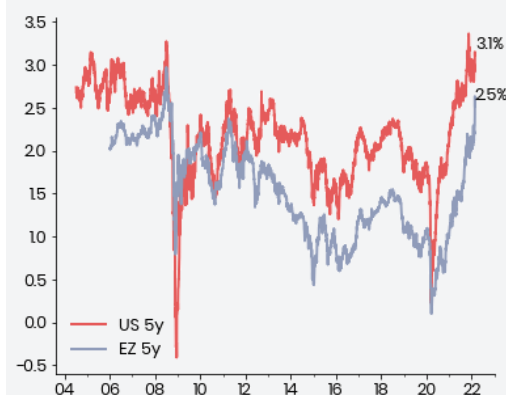
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 1: PRECIOS MATERIAS PRIMAS
(ÍNDICE, 2021 = 100)



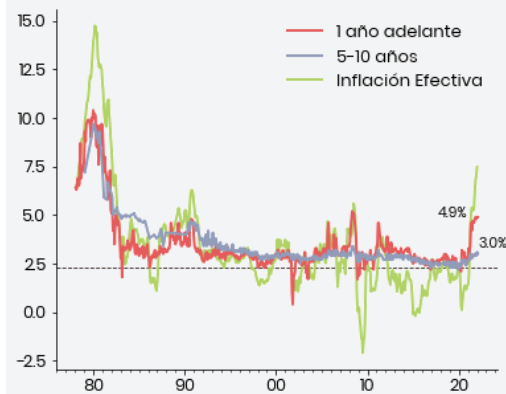
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: SWAPS DE INFLACIÓN (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: EXPECTATIVAS INFLACIÓN
CONSUMIDORES EE. UU. (% MEDIANA)



Fuente: Universidad de Michigan y Estudios Security.

De todos modos, las presiones al alza para el petróleo ponen riesgos adicionales a los términos de intercambios de economías que muestran mayor dependencia en la importación neta de este versus otras materias primas. Un ordenamiento para las principales economías, usando datos de comercio internacional para el año 2019, muestra que **las economías asiáticas y Chile en América Latina aparecen en una posición desfavorable frente a aumentos en el precio del petróleo que son mayores al de otros commodities**. Por otro lado, economías como Noruega, Canadá o Colombia podrían verse beneficiadas en este escenario (gráfico 4).

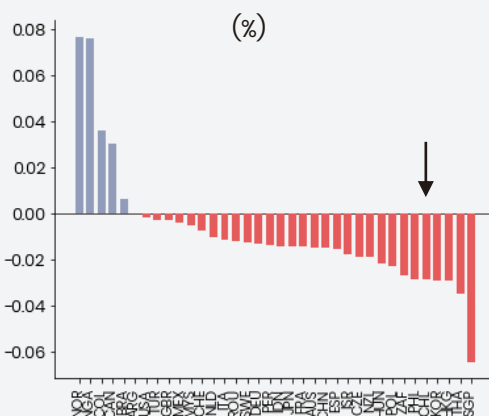
En términos de las implicancias para los portafolios creemos que hay que tener presente que los mercados han ido incorporando de manera rápida los riesgos antes señalados, por lo que, **en una eventual disminución del alcance del conflicto, la recuperación de los activos y una disminución de las mayores primas por riesgo podría ser importante**. Eventos geopolíticos anteriores han tenido un impacto en los mercados, medido como la volatilidad en la renta variable, que tiende a deshacerse relativamente rápido, a diferencia de los eventos de mayor volatilidad que responden a razones financieras (gráfico 5). Por otra parte, desde la perspectiva de un portafolio diversificado, en general este tipo de eventos representan correcciones relativamente menores en ciclos alcistas de mayor plazo.

Asimismo, **un escenario en que el conflicto no sigue escalando, donde la provisión de materias primas no se ve impactada de manera importante; y la actividad económica mundial retoma el crecimiento, alejándose de los escenarios de una desaceleración mayor**, impulsada por un sector servicios que se sigue beneficiando de las menores restricciones asociadas a la pandemia, **permitiría que los activos de riesgo respondan bien, incluso con tasas de descuento que se vuelven más desafiantes. No obstante, la incertidumbre es elevada, con un balance de riesgos que incorpora ahora mayores presiones inflacionarias, además de nuevas presiones negativas para la actividad, por lo que es recomendado mantener todavía un nivel de riesgo acotado**. Bajo este contexto, es preferido mantener posiciones en activos que podrían tener una mejor performance en escenarios donde el apetito por riesgo se mantiene bajo; y que podrían beneficiarse de un dólar global que se mantiene fortalecido. Con esto, ponderar mercados desarrollados como EE. UU. por sobre emergentes sigue siendo una posición recomendada.

Respecto a la renta fija internacional, creemos que en un escenario donde el conflicto bélico mantiene elevada la incertidumbre, pero no se transforma en una crisis energética con impactos mayores en la actividad económica mundial; y en el cual la Fed mantiene una postura de retiro rápido de la liquidez (alzas sucesivas en 2022 e inicios del 2023) frente a un escenario inflacionario que se mantiene desfavorable, **apunta a un aplanamiento de la curva que se sigue dando**. Creemos que el espacio para que las tasas largas puedan moverse de manera pronunciada a la baja en un escenario macro algo menos favorable para el crecimiento se ve limitado por el perfil de alzas incorporado en la parte corta de las curvas, por lo que **alargarse duración no resulta óptimo en este escenario**.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

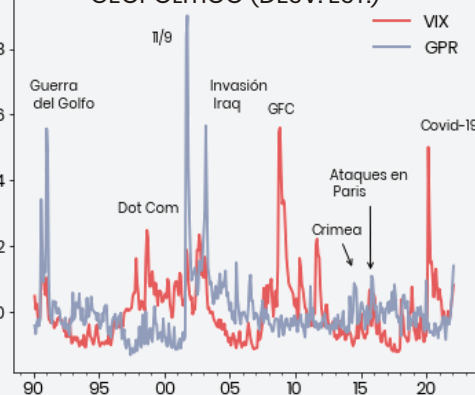
GRÁFICO 4: EXPOSICIÓN* TOT A PETRÓLEO



Fuente: UNCTAD, Comtrade y Estudios Security.

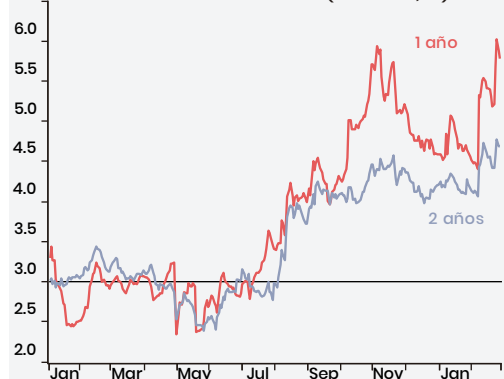
* $(\text{export. de petróleo} / \text{total export. de comm.}) - (\text{import. de petróleo} / \text{total import. de comm.})$. Ponderado por la relevancia del flujo total de comm. en el PIB.

GRÁFICO 5: ÍNDICE VIX E ÍNDICE DE RIESGO GEOPOLÍTICO (DES. EST.)



Fuente: FRED y Estudios Security.

GRÁFICO 6: COMPENSACIÓN INFLACIONARIA CHILE (BONOS, %)



Fuente: RiskAmerica y Estudios Security.

Respecto a la **renta fija local**, lo más relevante es que el escenario se ha seguido tornando más inflacionario, al menos en el corto plazo (gráfico 6). El significativo aumento de los precios de las materias primas, especialmente de los combustibles ante el conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania, pero también de los alimentos, está siendo solo parcialmente compensado por una apreciación del peso, que además ha continuado con una elevada volatilidad.

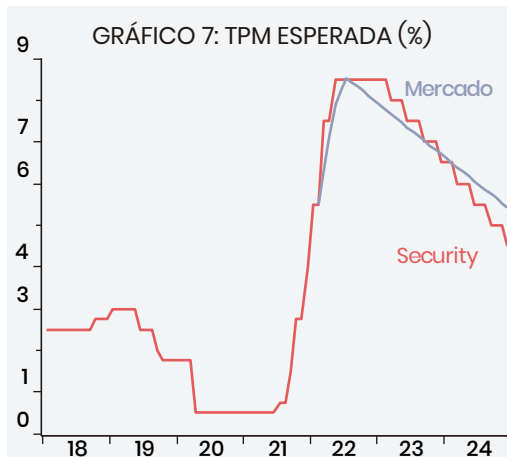
Ante esto, **las expectativas de inflación** retomaron la tendencia al alza, reflejando un desanclaje que está siendo más permanente de lo previsto. En este escenario, la respuesta del Banco Central será mayor a la esperada unos meses atrás. De esta forma, **prevedemos un ajuste de la TPM de 200pb en la reunión de fin de mes, y otros 100pb en la de mayo**, situando la tasa de interés referencial en 8,5%, bastante en línea con las expectativas del mercado (gráfico 7). El tono seguiría siendo restrictivo, es decir, que si las expectativas de inflación no ceden la TPM podría ir más arriba.

En el mediano plazo, la actividad agudizaría la moderación que ya se ha observado hace unos meses, ante el retiro de los estímulos fiscales y las condiciones financieras más restrictivas, lo que debería ir acompañado de una moderación de las expectativas de inflación.

Con todo, **seguimos prefiriendo los activos reajustables de corto plazo**, a pesar de que a mediano plazo estimamos que los sesgos de inversión entre pesos y UF se mantienen balanceados. En términos de **duración**, ratificamos la recomendación de neutralidad, ya que las tasas cortas reflejan el panorama más restrictivo que llevará a cabo el Banco Central, mientras que 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.

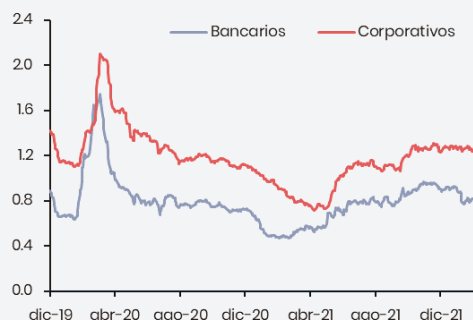
En **renta fija corporativa**, en el último mes se ha observado cierta resiliencia en los spreads locales frente a escenarios más inciertos a nivel local, destacando la discusión regulatoria de cara a la nueva constitución, y externo, con los recientes ruidos geopolíticos (gráfico 8). **Esto fortalece nuestra positiva visión en este activo dentro de los portafolios, al ser una alternativa de refugio frente a un aumento en la incertidumbre, pero también expuesta a inflación y que incorpora posibilidades de mayor retorno**, sustentado en favorables resultados corporativos en los últimos trimestres y niveles de endeudamiento que se acotaron respecto a periodos pre pandemia.

Finalmente, **a nivel de la renta variable local, la suma de factores locales y globales nos lleva a mantener nuestra nota de cautela, con un target de 4.800 puntos en el mediano plazo**, lo que implica valorizaciones objetivo que incluyen un descuento respecto a sus promedios históricos, básicamente por la consolidación de mayores primas por riesgo en Chile y la región. De manera adicional, esperamos un ajuste en la generación de resultados para este año, al sumar una desaceleración en el consumo y expectativas más desafiantes en costos, más allá de una posible extensión de los efectos de alta liquidez en la actividad interna. ([Carteras Accionarias Security Marzo 2022](#)).



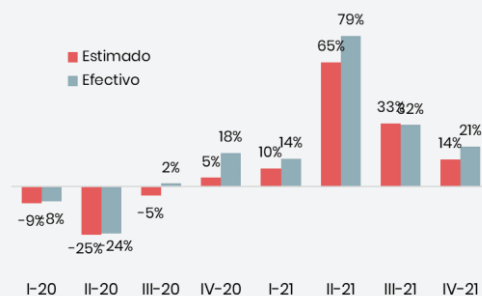
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 8: EVOLUCIÓN SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS (12M)



Fuente: Riskamérica y Estudios Security.

GRÁFICO 9: EVOLUCIÓN EBITDA a/a (EMPRESAS LOCALES BAJO COBERTURA)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Marzo 2022

	Benchmark	Cartera Marzo	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	-5
0 a 1 año CLP	2.5%	-2.5	-2.5
0 a 1 año UF	2.5%	-2.5	-2.5
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	5
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 28-02-2022	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	-7.5	-1.0	-5.4	-6	4	36
Desarrollados	-7.9	-0.9	-5.6	-5	7	39
EE.UU.	-8.6	-1.0	-7.0	-5	10	49
Eurozona	-10.1	-3.9	-5.6	-12	-2	20
Reino Unido	1.1	0.2	6.9	3	11	19
Japón	-6.1	-0.2	-5.3	-8	-8	18
Asia ex Japón*	-3.7	2.3	-1.7	-8	-7	11
Emergentes	-4.9	-1.7	-3.9	-9	-14	16
Asia	-5.8	-1.1	-5.3	-9	-18	19
China	-6.7	-1.5	-10.7	-15	-34	-5
Latinoamérica	12.4	6.8	17.1	-4	7	-1
Brasil	18.0	6.4	19.3	-8	4	-11
México	-0.6	7.5	13.8	0	21	25
Chile	12.0	1.9	6.5	-1	-11	13
EMEA**	-8.1	-8.9	-5.6	-10	0	13

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)	-1.1	0.6	-0.4	-4	-6	1
Euro	-1.2	0.6	-0.3	-5	-7	2
Reino Unido	-0.9	0.0	0.9	-3	-4	5
Japón	0.0	0.0	-1.4	-5	-8	-7
Emergentes	-0.4	-0.2	0.4	0	1	6
Argentina	-4.6	-2.5	-6.5	-10	-19	-73
Brasil	7.5	4.2	7.9	0	8	-15
Chile	6.0	2.1	5.5	-2	-10	3
Colombia	3.3	0.5	2.4	-3	-8	-12
México	0.5	2.0	6.7	-1	1	-5
Perú	5.6	1.9	6.9	7	-3	-9
China	0.7	0.8	1.2	2	2	10

* 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 28-02-2022	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	1.4	70	26	92	122	131	55
10 años	1.8	34	6	31	56	39	71
Chile							
2 años	7.4	189	121	227	438	630	567
10 años	5.8	37	17	49	138	275	258
Brasil							
2 años	11.9	92	17	14	300	597	717
10 años	11.6	91	17	10	146	303	453
México							
2 años	7.9	57	43	82	212	349	140
10 años	7.9	37	32	28	97	173	113
Alemania 10 años	0.2	34	21	48	58	49	77
Francia 10 años	0.6	44	27	59	70	73	94
Italia 10 años	1.8	52	40	70	107	105	62
España 10 años	1.1	58	38	72	85	82	87
Reino Unido 10 años	1.4	43	15	55	81	64	98
Japón 10 años	0.2	12	2	12	17	4	35
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)							
Latam	451	40	22	6	57	44	8
Brasil	336	18	6	-20	41	52	70
Chile	215	44	25	33	60	59	15
Colombia	406	35	12	31	120	163	177
México	398	36	22	-3	30	27	9
Perú	226	44	29	18	35	55	54
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)							
Asia	344	46	29	3	37	55	29
Europa	1588	1143	1103	1158	1202	1220	1124
Latam	399	41	31	24	55	52	3
Investment Grade	253	47	39	38	53	50	-16
High Yield	531	32	20	23	74	53	6
Brasil	456	34	27	0	58	54	25
Chile	297	42	36	34	42	72	-17
Colombia	452	75	57	54	99	159	131
México	316	49	32	50	69	59	23
Perú	302	29	37	13	-9	74	-10
HG EE.UU.	122	30	16	23	35	32	0
HY EE.UU.	359	76	14	28	71	39	-141

Fuente: Bloomberg y Estudios Security