



5.6631
9.334
4.25647
7.2235
5.6631

PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Abril 2022

Materias primas compensan menor crecimiento global, favorable para América Latina.

Resumen

Las presiones inflacionarias continúan elevadas, lo que ha llevado a las autoridades a acelerar el proceso de normalización monetaria. La invasión rusa a Ucrania ha incrementado la incertidumbre de forma significativa, y afectará a la actividad económica, aunque con mayor impacto en la zona del conflicto, y ha puesto mayores presiones sobre los precios de las materias primas y el proceso de normalización de las cadenas de suministro. En este contexto, los activos más sensibles a los precios de materias primas han respondido mejor. Hacia adelante, creemos que se mantiene el riesgo de un deterioro más marcado de las condiciones financieras frente a un retiro más rápido que lo esperado de la liquidez o una aversión al riesgo mayor.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: Una perspectiva todavía positiva para la actividad en el corto-mediano plazo, en donde la economía global seguiría con el impulso positivo de la reactivación del sector servicio y una demanda que se mantendría apoyada todavía por los niveles de ahorro acumulados, justifica mantener una visión favorable para la renta variable versus la renta fija. No obstante, la volatilidad e incertidumbre asociada al conflicto bélico, los aumentos en los precios de las materias primas y el retiro de la liquidez, se mantendría elevada en el corto plazo, lo que lleva a mantener un riesgo bajo.

RV Desarrollados/Emergentes: El balance de riesgos sigue incluyendo una elevada incertidumbre dependiente de los acontecimientos geopolíticos y de la ponderación de los bancos centrales respecto a los impulsos negativos entre actividad e inflación. 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, no obstante, ajustamos la ponderación en el portafolio del segmento América Latina para reflejar la expectativa de un escenario donde los precios de las materias primas seguirían fortalecidos impulsando los términos de intercambio de la región.

Tipo de Cambio: Nuestra expectativa de precios de materias primas (cobre a 440 para este año, versus 400 anteriormente) nos lleva a tener términos de intercambio para Chile algo mejor que nuestro escenario anterior, por lo que el tipo de cambio podría mantener la mayor fortaleza del último tiempo.

RF Local: El Banco Central estima una moderación de la inflación más rápida que lo implícito en el mercado y en nuestro escenario, aunque no ocurriría en el corto plazo (marzo y abril seguirían en torno a 1%). Nuestra expectativa de 6,5% para el IPC a diciembre está por debajo del 7,6% de mercado, aunque por sobre el 5,6% del Banco Central. Para 2023, coincidimos con el BC respecto a que la inflación estará más cerca de 3% que del 4% implícito en el mercado. En este contexto, creemos que las oportunidades en la UF se han acotado de manera importante, por lo que disminuimos nuestra preferencia por bonos corporativos.

RV Local: Considerando perspectivas de inflación local que seguirían elevadas, precios de materias primas que apoyarían resultados al primer trimestre, pero también presionarían los márgenes de algunos sectores, decidimos mantener nuestra sobreponderación en los sectores bancario y *retail*.

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

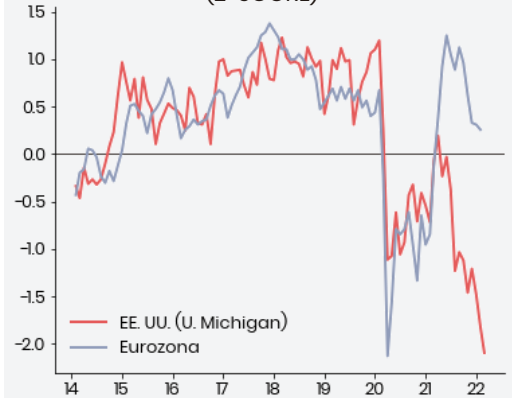
Durante el último mes **las expectativas de los consumidores e inversionistas han disminuido (gráfico 1) y los temores respecto a la posibilidad de una desaceleración mayor de la actividad económica han ido ganando espacio.** Todo esto como respuesta a la incertidumbre asociada al impacto del alza en los precios de las materias primas, el shock de la guerra y la normalización de la política monetaria por parte de los bancos centrales frente a presiones inflacionarias que se mantienen.

Creemos que la probabilidad de que la economía global enfrente un deterioro marcado en el nivel de actividad en el futuro más próximo (un año hacia adelante) se mantiene baja por el momento. Los últimos datos macroeconómicos para EE. UU. muestran un dinamismo aún elevado, con un mercado laboral, perspectivas de los negocios, ventas y nuevos proyectos residenciales (entre otras variables de alta frecuencia) todavía sólidos, a diferencia de lo que se observaba previo a los episodios recesivos anteriores. En general, las economías de occidente seguirían con el impulso positivo de la reactivación del sector servicio y una demanda que se mantendría apoyada todavía por los niveles de ahorro acumulados, lo que se refleja por ejemplo en la sorpresa positiva de los indicadores de perspectivas de actividad (PMI's) para el mes de marzo (gráfico 2).

Con respecto a la inflación, esta ha continuado subiendo a nivel mundial, alcanzando niveles no observados desde varias décadas en muchos países. En EE. UU. las presiones han seguido ampliándose y los temores de una espiral de precios y salarios, así como un posible desanclaje de las expectativas, siguen presentes. En el caso de Europa estas presiones siguen mayormente focalizadas en los componentes ligados a la energía. **Dada la relevancia de Rusia y Ucrania en la producción mundial de materias primas energéticas y algunos productos agrícolas (cereales y fertilizantes), los aumentos de los precios observados en el último tiempo podrían mantenerse por un tiempo más, de no mediar una solución al conflicto.**

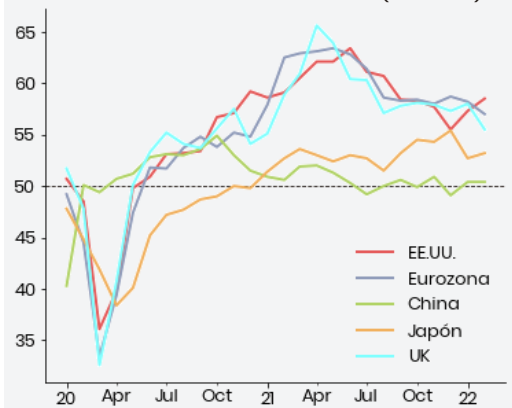
Las cadenas de suministro globales siguen impactadas de manera importante y la guerra pone mayor incertidumbre respecto a si la leve normalización observada en los primeros meses de este año seguiría dándose. Esto último dada la relevancia que presenta Rusia y Ucrania en la producción de algunos materiales, como paladio y gas neón, relevantes para la fabricación de automóviles y semiconductores; así como el impacto de los mayores precios de los combustibles en los costos de fletes marítimos. Finalmente, se suma en el corto plazo las potenciales interrupciones en la actividad en China, como resultado del escenario más adverso de la pandemia con la variable ómicron y la política de tolerancia cero de la autoridad.

GRÁFICO 1: INDICES DE CONFIANZA (Z-SCORE)



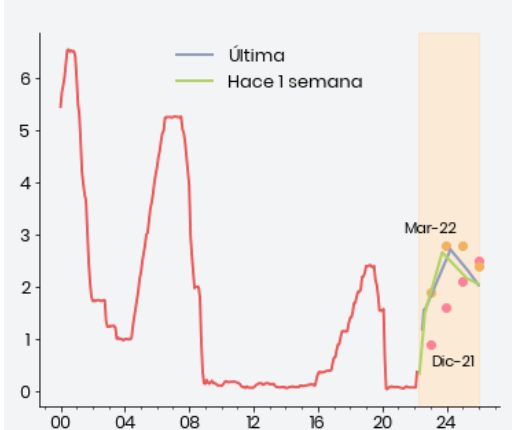
Fuente: Bloomberg, U. de Michigan y Estudios Security.

GRÁFICO 2: PMI MANUFACTURA (PUNTOS)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: TPM EE. UU.



Fuente: FRED y Estudios Security.

Este contexto ha motivado que la Fed y el ECB, aunque este último en menor medida, hayan avanzado hacia una postura de una normalización más acelerada del nivel de liquidez. Las proyecciones de la Fed muestran una tasa de política monetaria que podría subir el próximo año incluso por lo considerado un nivel neutral (gráfico 3). El mercado ha ido incorporando alzas mayores para este año.

Con todo, las bolsas y monedas de América Latina se han fortalecido en lo que va del año, respondiendo a los mejores precios de las materias primas y al impacto positivo en los términos de intercambio (gráfico 4); así como a una corrección del deterioro de 2021. Si bien los premios por riesgo soberano y corporativo se han ampliado algo, estos movimientos han sido menores que el de otros activos de crédito en mercados desarrollados. **Para adelante, ajustamos nuestro escenario para reflejar precios de materias primas que podrían continuar fortalecidos.** Si bien las bolsas y monedas de América Latina han tenido movimientos al alza considerables, estas se mantienen todavía bien castigados versus otras regiones (gráfico 5), por lo que el impulso positivo hacia adelante podría continuar.

Nuestra perspectiva todavía positiva para la actividad justifica mantener una visión favorable para la renta variable versus la renta fija. Asimismo, dentro de la renta variable creemos que EE. UU. sigue siendo el segmento que podría otorgar mayor protección frente a un escenario macro que incluye un balance de riesgos con una elevada incertidumbre y dependiente de los acontecimientos geopolíticos y de la reacción de los bancos centrales al trade-off entre actividad e inflación. **Por otra parte, creemos que el impulso positivo para las materias primas podría mantenerse, incluso en un escenario donde el conflicto bélico se aleje de los escenarios más extremos, lo que podría mantener el mayor optimismo de los inversionistas respecto a las perspectivas de nuestra región, en base a esto, ajustamos la sub-ponderación en la renta variable de América Latina, subponderando ahora Asia Emergente.**

Respecto a la renta fija internacional, creemos que en un escenario donde la Fed mantiene una postura de retiro rápido de la liquidez, frente a un escenario inflacionario que se mantiene desfavorable; y una evolución de la guerra algo más benigno respecto al impacto en la economía mundial, apunta a tasas que podrían seguir la trayectoria al alza, a pesar de lo rápido y temprano en el ciclo que se ha ido incorporando el retiro de la liquidez en las curvas de rendimiento.

A nivel local, en el reciente IPoM de marzo, **el Banco Central pronosticó una moderación de la inflación** mucho más rápida que lo previsto por el mercado y por nosotros. Ello, por cuanto prevé una moderación de la actividad -que es más o menos consensuada- con una reversión de precios externos que apoyaría la caída de la inflación.

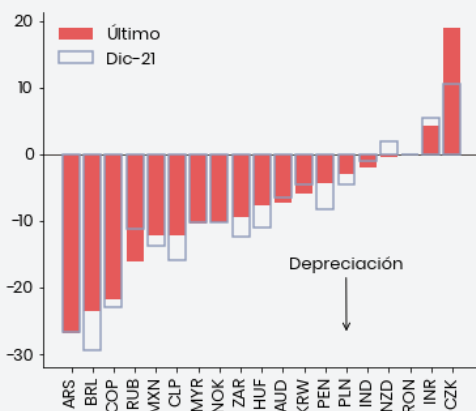
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 4: TÉRMINOS DE INTERCAMBIO AM. LATINA



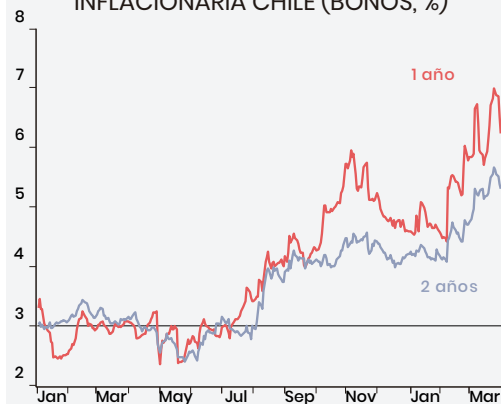
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: TIPO DE CAMBIO REAL (DESVIÓ VS PROM 2005-2022 = 100)



Fuente: BIS y Estudios Security.

GRÁFICO 6: COMPENSACIÓN INFLACIONARIA CHILE (BONOS, %)



Fuente: RiskAmerica y Estudios Security.

Está por verse si se dará o no la significativa moderación de la inflación. No obstante, ello no ocurriría en el corto plazo, ya que hay más consenso respecto a que **en marzo y abril las variaciones del IPC seguirían en torno a 1%. En este contexto, creemos que las oportunidades en la UF se han acotado de manera importante.**

En el mediano plazo, nuestra expectativa de 6,5% para el IPC a diciembre de este año está por debajo del 7,6% implícito en los precios de mercado (era 8,4% antes del IPoM), aunque por sobre el 5,6% previsto por el Banco Central. Para 2023, coincidimos con el ente rector respecto a que la inflación estará más cerca de 3% que del 4% implícito en el mercado.

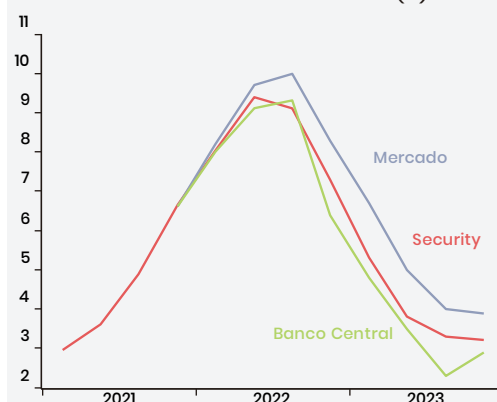
En el escenario del Banco Central, la TPM subiría algo más, pero bastante menos de lo que tenía el mercado antes de conocer el informe. Así, corregimos nuestra expectativa respecto al techo de la TPM en este ciclo desde 8,5% a 8%.

En términos de duración, ratificamos la recomendación de neutralidad, ya que las tasas cortas se ajustaron al panorama 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**, a pesar de mayores ruidos regulatorios, vimos algunas caídas de spreads en la última parte de marzo (gráfico 8) que nos llevan a mirar con más cautela este activo. El reporte de resultados al 4T21 mostró interesantes mejoras anuales de rentabilidad y endeudamiento, **pero en el margen se observa un freno respecto al 3T21**, lo cual al menos nos lleva a mirar con atención los próximos reportes. Por otro lado, **un posible quinto retiro de fondos de pensiones podría tener un efecto adverso en los niveles de spreads**, aunque creemos sería más contenido respecto a otros instrumentos de renta fija. Estos riesgos, junto al reciente desempeño, **nos llevan a modificar nuestra visión a un rango más neutral**, considerando que igualmente su carácter de refugio puede prevalecer en medio de un escenario de mayor incertidumbre.

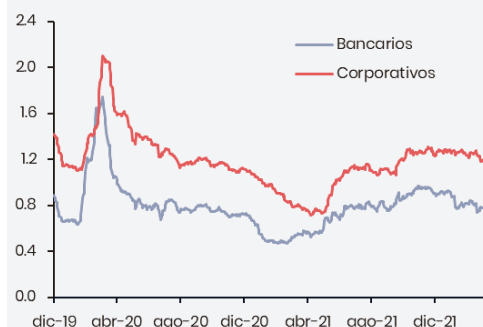
Finalmente, la renta variable local continúa impulsada por unos pocos emisores. Por un lado, la incertidumbre en torno a las propuestas de la CC e iniciativas parlamentarias ahondan el temor sobre la rentabilidad de ciertas industrias en el mediano plazo. Y por otro, las expectativas apuntan a una desaceleración de utilidades, por un freno en el consumo así como por presiones de costos. **De esta forma, mantenemos la cautela, con un IPSA que se ubicaría en el rango de 4.800-4.900 puntos.** (Carteras Accionarias Security Abril 2022).

GRÁFICO 7: IPC ESPERADO (%)



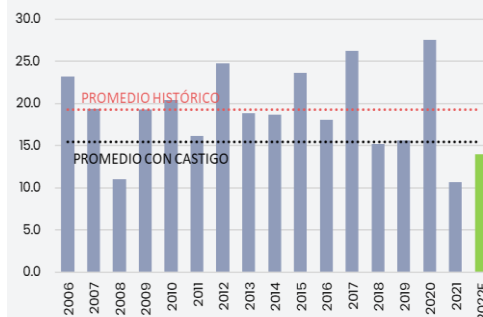
Fuente: Banco Central, ICAP y Estudios Security.

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



Fuente: Riskamérica y Estudios Security.



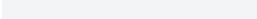
GRÁFICO 9: RATIO P/U (VECES) – MSCI CHILE



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Abril 2022

	Benchmark	Cartera Abril	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%	-2.5	0
Latinoamérica	6%	0	-2.5
EEMEA	5%	0	0
Renta Variable Nacional	20%	-2.5	-2.5
Renta Fija Nacional	65%	0	0
Caja	5%	0	-5
0 a 1 año CLP	2.5%	0	-2.5
0 a 1 año UF	2.5%	0	-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%	0	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 31-03-2022	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	-5.7	1.9	-5.7	0	6	61
Desarrollados	-5.5	2.5	-5.5	2	9	65
EE.UU.	-5.5	3.4	-5.5	4	13	76
Eurozona	-11.8	-1.9	-11.8	-9	-6	43
Reino Unido	0.5	-0.6	0.5	6	9	41
Japón	-7.6	-1.6	-7.6	-12	-8	25
Asia ex Japón*	2.6	6.5	2.6	2	0	49
Emergentes	-7.3	-2.5	-7.3	-9	-13	35
Asia	-8.9	-3.3	-8.9	-10	-17	31
China	-14.2	-8.0	-14.2	-19	-33	-6
Latinoamérica	26.1	12.2	26.1	21	17	70
Brasil	34.3	13.8	34.3	23	15	64
México	8.3	9.0	8.3	14	24	93
Chile	23.7	10.5	23.7	17	-8	54
EMEA**	-14.4	-6.8	-14.4	-17	-9	34
Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)	-2.8	-1.7	-2.8	-4	-5	1
Euro	-2.2	-1.0	-2.2	-4	-6	1
Reino Unido	-2.9	-2.0	-2.9	-2	-5	6
Japón	-5.4	-5.4	-5.4	-9	-10	-12
Emergentes	0.6	0.9	0.6	1	3	10
Argentina	-8.1	-3.3	-8.1	-12	-21	-72
Brasil	14.8	7.9	14.8	13	16	8
Chile	7.4	1.5	7.4	3	-9	8
Colombia	7.3	4.2	7.3	1	-3	7
México	3.0	2.5	3.0	4	3	16
Perú	8.0	2.6	8.0	11	2	-7
China	0.1	-0.6	0.1	2	3	11

* 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 31-03-2022	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	2.3	156	86	156	200	213	206
10 años	2.3	83	49	83	80	58	163
Chile							
2 años	7.1	154	-35	154	276	556	627
10 años	6.0	60	23	60	61	259	329
Brasil							
2 años	11.9	96	4	96	211	520	760
10 años	11.6	82	-9	82	43	237	346
México							
2 años	8.6	120	63	120	215	339	280
10 años	8.2	63	26	63	72	127	115
Alemania 10 años	0.5	72	38	72	74	84	101
Francia 10 años	1.0	77	34	77	82	103	99
Italia 10 años	2.0	80	28	80	113	133	47
España 10 años	1.4	88	29	88	99	111	77
Reino Unido 10 años	1.6	63	20	63	66	76	124
Japón 10 años	0.2	15	3	15	15	13	20
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)	359	19	-63	19	24	27	-223
Latam	410	-1	-41	-1	-1	11	-299
Brasil	294	-23	-41	-23	-21	13	-105
Chile	179	7	-37	7	10	41	-142
Colombia	357	-13	-48	-13	40	125	-32
México	365	3	-33	3	-10	2	-298
Perú	184	3	-42	3	-10	21	-93
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)	336	21	-61	21	20	33	-206
Asia	333	36	-11	36	16	48	-97
Europa	796	350	-775	350	402	396	75
Latam	365	7	-34	7	22	19	-323
Investment Grade	226	20	-26	20	30	29	-251
High Yield	488	-10	-42	-10	27	8	-423
Brasil	417	-4	-39	-4	12	12	-276
Chile	267	12	-30	12	22	49	-335
Colombia	405	28	-47	28	50	111	-280
México	296	29	-20	29	51	47	-230
Perú	259	-13	-43	-13	-27	30	-357
HG EE.UU.	116	23	-6	23	31	25	-156
HY EE.UU.	325	42	-34	42	36	15	-555

Fuente: Bloomberg y Estudios Security