



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Mayo 2022

## Disminuimos el riesgo del portafolio frente a perspectivas para la actividad económica global deterioradas.

### Resumen

El escenario de actividad económica mundial incorpora nuevos vientos en contra, propiciados por el menor dinamismo de la actividad en China, una Eurozona golpeada por el conflicto bélico en Ucrania y un potencial menor consumo en EE. UU. como consecuencia del deterioro de los ingresos reales disponibles. Todo esto al mismo tiempo que las presiones inflacionarias siguen en niveles extremos, con aumentos en los costos laborales y cuellos de botellas en las cadenas de suministro que siguen presentes. La Fed sigue adelante con un retiro rápido y acelerado de la liquidez al mismo tiempo que las condiciones financieras globales se vuelven menos expansivas.

### Visión por clase de activo:

**Renta Variable/Renta Fija:** El balance de riesgos incorpora varios elementos que sesgan a la baja el retorno de la renta variable, y esta se vuelve menos atractiva al considerar alternativas en la renta fija local sin riesgo que tienen implícitos retornos por sobre un 8%.

**RV Desarrollados/Emergentes:** La probabilidad de un retiro de la liquidez global más agresivo es mayor, a diferencia de meses atrás donde una Fed alcanzando un nivel restrictivo era solo parte de los riesgos de cola. Como consecuencia, las condiciones financieras globales podrían volverse más restrictivas e impactar de mayor manera la performance de los mercados emergentes versus desarrollados. Por otro lado, también desfavorecería a los mercados emergentes una consolidación del escenario de desaceleración mayor de la actividad global en conjunto con potenciales menores precios de materias primas.

**Tipo de Cambio:** El USDCLP ha alcanzado máximos del año en los últimos días, fundamentado en parte importante por la fortaleza del dólar global frente al escenario de crecimiento mundial más negativo. Nuestras perspectivas para la moneda apuntan a una depreciación algo menor que los niveles actuales, fundamentado en un dólar global que devuelve algo de la última reacción y de una situación en China que mejora a medida que la pandemia deja atrás los *peaks* de la última ola.

**RF Local:** A nivel local, el panorama inflacionario sigue siendo uno de registros de IPC muy elevados en el corto plazo, por lo que incrementamos la ponderación en los depósitos en UF de muy corto plazo (caja). No obstante, hacia adelante seguimos previendo una moderación de la inflación más rápida que lo implícito en los precios de mercado, lo que nos lleva a ratificar la visión de no sugerir las UF de largo plazo. En este escenario, todo apunta a que el ciclo de alzas de la TPM estaría cercano a su fin. Si bien es cierto que el Banco Central dejaría la puerta abierta a nuevos ajustes de darse nuevas sorpresas, el mercado ya tiene implícito una TPM que llega a 8,5%. En este contexto, aumentamos la ponderación en el segmento bonos nominal de duración corta (1 a 3 años).

**RV Local:** Ajustamos nuestra cartera fundamental para acotar su exposición a eventuales riesgos adicionales en el plano externo, manteniendo la protección a presiones sobre las inflaciones de más corto plazo (aunque con cautela respecto de expectativas de inflación muy elevadas a más largo plazo implícitas), y asumiendo la desaceleración de la demanda interna hacia el segundo semestre del año y 2023.

**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)

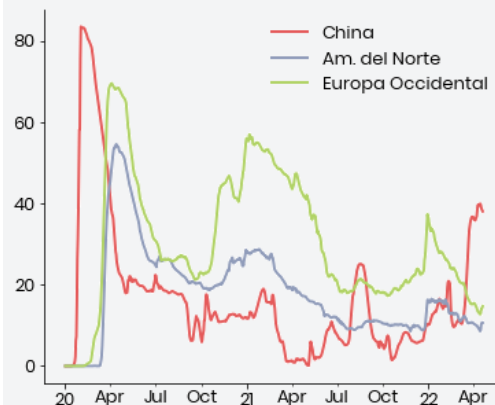
**En China**, nuevos brotes de la pandemia llevaron los casos a niveles máximos desde el 2020 y a paralizaciones de un porcentaje importante del país, bajo la política estricta de la autoridad que no ha mostrado señales de mesurarse (gráfico 1). Esto ha repercutido en un **menor dinamismo de la actividad, con datos de consumo y expectativas para el corto plazo que han disminuido de manera relevante**. Por su parte, la autoridad ha continuado enfatizando la necesidad de mayores estímulos que contrarresten estos nuevos vientos en contra, así como los desafíos más estructurales en el sector inmobiliario que se vienen acarreado desde hace un tiempo. El yuan respondió depreciándose de manera importante, reflejando el menor dinamismo de la actividad, así como la diferencia en las posturas de política monetaria versus la mayoría del resto del mundo, que ha continuado acrecentándose. Todo esto habría ayudado a frenar las presiones alcistas para los precios de las materias primas.

Por su parte **en Europa**, si bien la guerra ha ido perdiendo fuerza como fundamento para los movimientos de los mercados, las señales de moderación en la actividad han continuado a medida que se mantiene la posibilidad de un corte importante en la oferta de combustibles por parte de Rusia, en medio de un conflicto armado que continúa sin señales de moderación. Con todo, **las expectativas de crecimiento para el PIB de la zona se encuentran más de 1% por debajo de los máximos de hace un año y todavía con espacio para mayores reducciones** (gráfico 2).

Asimismo, **en EE. UU. se mantienen las alertas respecto a una mayor debilidad de la economía** frente al retiro de la liquidez por parte de la autoridad monetaria y la pérdida de dinamismo del consumo frente al deterioro causado por la inflación en los ingresos reales disponibles (gráfico 3). Hasta el momento, los consumidores han compensado el menor ingreso real mediante una reducción de las tasas de ahorro, pero si la inflación continúa erosionando el poder de compra, el consumo podría eventualmente reducirse. **Con todo, aunque si bien la probabilidad de una recesión se mantiene todavía baja, fundamentado principalmente por la robustez del mercado laboral, en el margen las señales de una mayor desaceleración se han acrecentado**. Al mismo tiempo el PIB para el primer trimestre mostró una disminución, aunque explicado en parte importante por el componente negativo del sector externo.

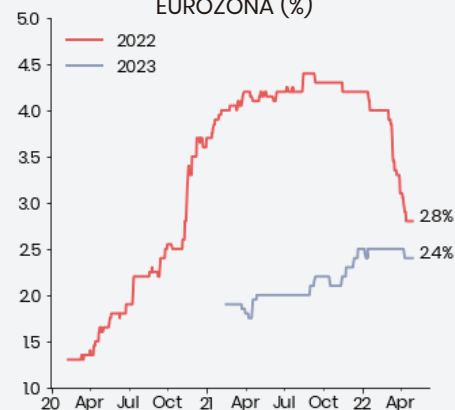
Todo esto en un escenario donde **la inflación ha seguido alcanzando máximos en varias economías y las presiones de costo se mantienen elevadas, con salarios que siguen creciendo a tasas altas (los costos laborales durante el primer trimestre en EE. UU. crecieron a una tasa de 1,4% t/t, máximo histórico) y cadenas de suministro que siguen impactadas por el conflicto en Rusia y las paralizaciones en China**.

GRÁFICO 1: ÍNDICE DE CONFINAMIENTO EFECTIVO



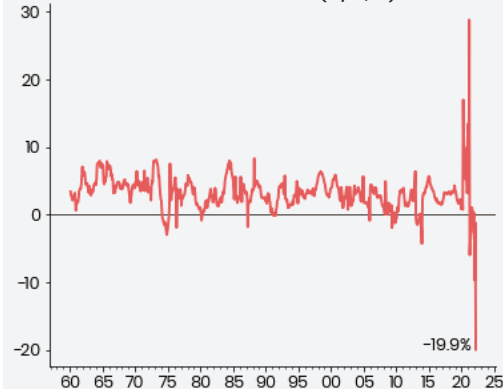
Fuente: Goldman Sachs y Estudios Security.

GRÁFICO 2: CONSENSO CRECIMIENTO PIB EUROZONA (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: INGRESO PERSONAL REAL DISPONIBLE EE. UU. (A/A, %)



Fuente: FRED y Estudios Security.

Como respuesta **la Fed ha enfatizado los riesgos al alza para la inflación, señalando una trayectoria de retiro de la liquidez cada vez más acelerada**, que incluye alzas de 50 puntos base y que incluso podría terminar en una postura de política monetaria restrictiva, con una tasa por sobre la neutral. El mercado ha reaccionado a estos ajustes, esperando una fed funds a fin de año algo por debajo del 2,5%; y las tasas de interés han continuado subiendo de manera importante, mediante el componente real aunque con expectativas de inflación que han seguido al alza (gráfico 4).

En este contexto **creemos que el balance de riesgos incorpora varios elementos que sesgan a la baja el retorno de la renta variable**, principalmente al compararlos con la alternativa de activos sin riesgo en la renta fija local que pagan un interés implícito por sobre el 8%. Esta asignación se ve apoyada también por un tipo de cambio USDCLP que ha alcanzado máximos del año en los últimos días, fundamentado en una parte importante por la fortaleza del dólar frente al escenario de crecimiento global más negativo (gráfico 5). Nuestras perspectivas para el peso chileno apuntan a una moneda algo menos depreciada que los niveles actuales, principalmente por una devolución parcial de la última reacción del dólar y una mejora en la situación en China que se aleja de los *peaks*, por lo que disminuir en este momento la sobreponderación en la renta variable (que principalmente está asignada en la parte internacional) entregaría un retorno adicional que vendría también por el canal de tipo de cambio. **En resumen, tomamos una posición neutral entre renta variable y renta fija.**

A nivel de los sesgos dentro de la renta variable, **el balance de riesgos actual incorpora mayores probabilidades de un retiro de la liquidez global más agresivo**, a diferencia de meses atrás donde la posibilidad de que la Fed alcanzase un nivel restrictivo era parte solo de los riesgos de cola. Esto lleva a esperar condiciones financieras globales que seguirían volviéndose más restrictivas y que podrían impactar de mayor manera la performance de los mercados emergentes versus desarrollados. Actualmente, el apretón de las condiciones financieras se ha dado de manera más marcada en las regiones más impactadas por el conflicto en Ucrania, no obstante, un escenario donde la huida de los capitales hacia activos más seguros se sigue dando podría llevar a un ajuste restrictivo generalizado, al igual como en episodios anteriores del ajuste de la liquidez (gráfico 6). Por otro lado, la desaceleración mayor de la actividad global y el potencial impacto negativo para los precios de las materias primas apuntan también hacia una menor performance de los mercados emergentes en general. **Con todo, sobre ponderar la renta variable en EE. UU. sigue siendo preferido**, financiado con un corto en Asia EM y Chile, que en el último caso se justifica también en las perspectivas para la bolsa local que incorporan un espacio reducido al alza.

GRÁFICO 4: COMPENSACIONES INFLACIONARIAS EE. UU. (%)



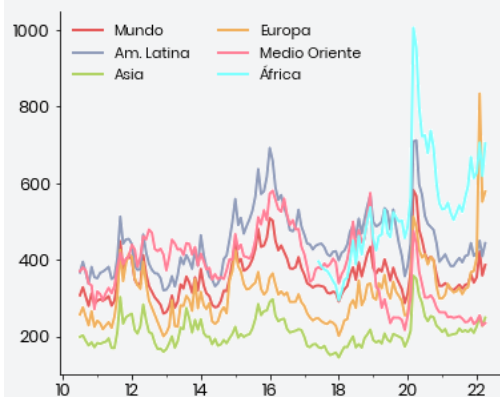
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: DÓLAR GLOBAL



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: SPREADS EMBI



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

**A nivel local, el panorama inflacionario sigue siendo uno de registros de IPC muy elevados en el corto plazo** (próximos tres meses), debido al alza que hubo en los precios de las materias primas (especialmente alimentos y energía) en el primer trimestre, sin descartar nuevas sorpresas como en marzo. Dado lo anterior, **incrementamos la ponderación en los depósitos en UF de muy corto plazo (caja).**

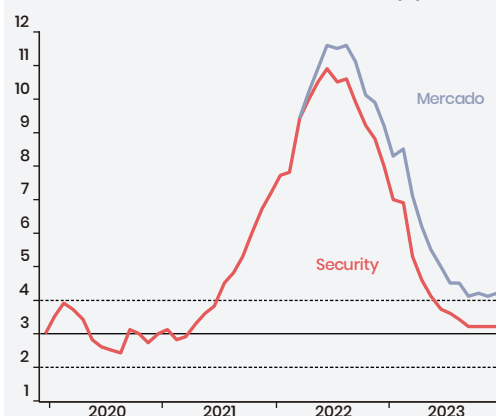
No obstante, hacia adelante seguimos previendo una moderación de la inflación más rápida que lo implícito en los precios de mercado, 3% a diciembre de 2023 frente al 4% del consenso (gráfico 7), **lo que nos lleva a ratificar la visión de no sugerir las UF de largo plazo.**

En este escenario, todo apunta a que el ciclo de alzas de tasas iniciado en julio de 2021 estaría cercano a su fin. Prevemos un último incremento de 100pb en la reunión de mayo, y de ahí en más una mantención de la TPM a la espera que las condiciones monetarias restrictivas surtan efecto en la actividad económica y en la demanda. Si bien es cierto que el Banco Central dejaría la puerta abierta a nuevos ajustes de darse nuevas sorpresas, el mercado ya tiene implícito una TPM que llega a 8,5% (gráfico 8). **En este contexto, aumentamos la ponderación en el segmento bonos nominal de duración corta (1 a 3 años).**

En **renta fija corporativa**, en el último mes se observó una baja en los spreads (gráfico 9), concentrada en emisores de mejor clasificación, en particular tras el rechazo a un nuevo proyecto de retiro de fondos de pensiones. A nuestro juicio, dicho ajuste a nivel corporativo **todavía se mantiene dentro rangos esperables** de acuerdo a resultados estimados y perfil financiero de las firmas locales (que consideran un descenso en la generación de flujos), pero **se escapa un poco en el caso de los bancos**, dado que esperamos alguna normalización al alza en los índices de riesgo de sus carteras, actualmente en mínimos producto de la alta liquidez circulante. Tomando en cuenta, además, la posibilidad de una mayor incertidumbre asociada a cambios regulatorios a través de la convención constituyente o propuestas de reformas del gobierno, **optamos por subponderar levemente nuestra ponderación en este activo respecto al benchmark.**

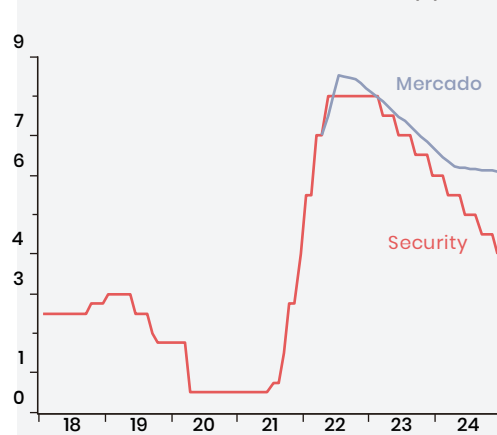
Finalmente, a **nivel de la renta variable local, decidimos ajustar nuestra cartera fundamental para acotar su exposición a eventuales riesgos adicionales en el plano externo, que mantengan su protección a presiones sobre las inflaciones de más corto plazo** (aunque crece la cautela respecto de expectativas de inflación muy elevadas a más largo plazo implícitas en los precios de mercado), **y asumiendo la desaceleración de la demanda interna hacia el segundo semestre del año y 2023.** Ante ello, redujimos levemente nuestra exposición en el sector forestal, y a cambio elevamos la ponderación en Andina-B. ([Carteras Accionarias Security Mayo 2022](#)).

GRÁFICO 7: IPC ESPERADO (%)



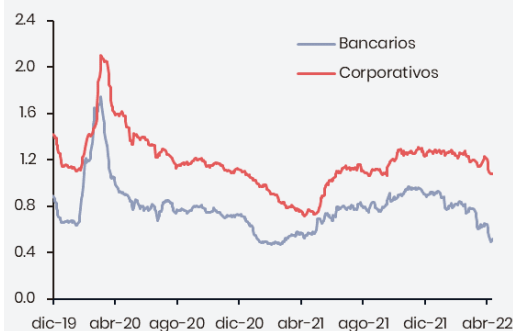
Fuente: ICAP y Estudios Security.

GRÁFICO 8: TPM ESPERADA (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

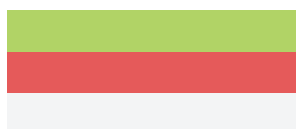
GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

## Visión Activos Estudios Security Mayo 2022

	Benchmark	Cartera Mayo	Cartera anterior
Renta Variable	40%	0	5
Renta Fija	60%	0	-5
<b>Renta Variable Extranjera</b>	<b>80%</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>
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	-2.5
Latinoamérica	6%	0	0
EEMEA	5%	0	0
<b>Renta Variable Nacional</b>	<b>20%</b>	<b>-2.5</b>	<b>-2.5</b>
<b>Renta Fija Nacional</b>	<b>65%</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Caja	5%	2.5	0
0 a 1 año CLP	2.5%	0	0
0 a 1 año UF	2.5%	2.5	0
Gobierno Nominal	7.5%	2.5	0
1 a 3 años	5%	2.5	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
<b>Renta Fija Extranjera</b>	<b>35%</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
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%	0	2.5
Soberanos moneda local	2.5%	0	-2.5



Sobreponderar

Subponderar

Posición neutral

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

Al 29-04-2022	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Renta variable (% en dólares)</b>						
<b>Mundo</b>	-13.4	-9.6	-8.9	-12	-8	33
<b>Desarrollados</b>	-13.5	-10.1	-8.6	-12	-6	35
EE.UU.	-14.2	-11.2	-9.0	-12	-4	40
Eurozona	-18.0	-9.2	-13.8	-18	-17	24
Reino Unido	-3.2	-3.4	-4.2	-2	0	26
Japón	-16.5	-10.9	-12.2	-17	-17	9
Asia ex Japón*	-3.6	-5.7	2.1	-7	-11	28
<b>Emergentes</b>	-12.6	-5.3	-10.9	-15	-21	17
Asia	-13.6	-4.5	-10.4	-16	-24	15
China	-17.7	-4.4	-15.3	-25	-38	-16
Latinoamérica	8.6	-13.5	1.3	10	-5	35
Brasil	14.2	-14.8	1.2	15	-9	28
México	-3.8	-10.2	1.6	1	5	64
Chile	10.6	-10.7	-0.8	12	-12	17
EMEA**	-17.7	-4.0	-19.6	-22	-15	17

## Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)

<b>Desarrollados (DXY)</b>	-7.6	-4.6	-6.6	-9	-14	-3
Euro	-7.8	-5.2	-6.3	-10	-15	-3
Reino Unido	-7.9	-4.6	-6.9	-9	-11	1
Japón	-12.5	-5.6	-12.4	-14	-19	-22
<b>Emergentes</b>	-2.3	-2.4	-2.4	-2	-2	7
Argentina	-12.2	-4.1	-9.8	-16	-23	-73
Brasil	11.5	-3.7	6.9	12	8	8
Chile	-0.3	-8.9	-5.9	-4	-20	-2
Colombia	2.8	-5.4	-0.3	-5	-7	-1
México	0.6	-2.1	1.3	0	-2	15
Perú	4.1	-3.0	0.2	4	-1	-14
China	-4.4	-4.2	-4.1	-4	-3	6

\* 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 29-04-2022	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Swaps moneda local</b>							
<b>EE.UU.</b>							
2 años	2.7	197	35	153	221	253	250
10 años	2.9	139	49	110	133	125	226
<b>Chile</b>							
2 años	7.8	225	-26	164	260	641	704
10 años	6.3	86	4	74	68	262	371
<b>Brasil</b>							
2 años	12.4	144	62	71	15	587	838
10 años	12.1	138	53	73	-8	321	388
<b>México</b>							
2 años	9.2	187	45	175	199	421	431
10 años	9.0	144	69	140	127	212	268
<b>Alemania 10 años</b>	0.9	112	30	93	103	113	143
<b>Francia 10 años</b>	1.5	126	40	104	118	131	150
<b>Italia 10 años</b>	2.8	154	65	143	152	186	100
<b>España 10 años</b>	2.0	141	47	116	136	150	112
<b>Reino Unido 10 años</b>	1.9	92	27	59	85	105	161
<b>Japón 10 años</b>	0.2	16	-2	5	13	13	27
<b>Spreads soberanos USD</b>							
<b>Emergentes (EMBIG)</b>	389	48	-4	33	51	62	-198
<b>Latam</b>	449	39	43	29	36	58	-304
Brasil	304	-14	10	-25	-44	32	-149
Chile	203	31	28	17	24	55	-113
Colombia	393	23	47	2	76	143	-38
México	406	44	53	35	38	42	-289
Perú	230	48	40	33	37	45	-54
<b>Spreads corporativos USD (puntos base)</b>							
<b>Emergentes (CEMBI)</b>	334	19	-64	7	5	22	-182
<b>Asia</b>	328	30	-27	18	-7	23	-96
<b>Europa</b>	726	280	-1200	243	335	347	96
<b>Latam</b>	378	19	14	7	21	28	-279
Investment Grade	242	36	18	29	35	40	-196
High Yield	498	0	11	-14	21	15	-394
Brasil	428	6	12	-2	-7	28	-250
Chile	286	31	24	24	33	59	-214
Colombia	418	42	19	5	66	119	-229
México	308	41	13	21	54	53	-194
Perú	290	17	35	23	12	-18	-242
<b>HG EE.UU.</b>	135	42	19	29	48	46	-69
<b>HY EE.UU.</b>	379	96	52	36	92	86	-379

Fuente: Bloomberg y Estudios Security