



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Junio 2022

## Mayores riesgos de desaceleración económica alejan los temores de una FED más agresiva.

### Resumen

Las peores perspectivas para las cadenas de suministro parecen ir quedando atrás a medida que China comienza a salir de los confinamientos causados por la última ola de coronavirus. Al mismo tiempo, el escenario de desaceleración económica global ha ganado fuerza, lo que podría alejar los temores que la Reserva Federal de EE. UU. se vea obligada a acelerar el tranco de retiro de liquidez, sobre todo al considerar la agresividad del ciclo actual incorporado en el mercado. Así, las perspectivas parecen moverse hacia menores presiones sobre los activos más riesgosos, apoyado principalmente por la idea de un contexto donde el evitar un impacto mayor sobre la actividad, en medio del retiro de estímulos monetarios y fiscales, podría ganar fuerza en las decisiones de política económica en el segundo semestre.

### Visión por clase de activo:

**Renta Variable/Renta Fija:** Las perspectivas parecen moverse hacia menores presiones sobre los mercados, apoyado por la idea de un contexto que podría cambiar el foco a evitar un impacto mayor sobre la actividad. Por otro lado, el menor apetito por riesgo de este año ha llevado a correcciones de las bolsas que se traducen en niveles de entrada atractivos de darse el escenario más benigno para los mercados. Todo esto nos lleva a sobre ponderar nuevamente la renta variable versus la renta fija a nivel general.

**RV Desarrollados/Emergentes:** El apetito por riesgo está lejos de los niveles considerados normales y los riesgos de desaceleración han ganado fuerza, en medio de un contexto donde no es posible descartar todavía la continuación e intensificación del shock a la oferta de alimentos y combustibles y por lo tanto una política monetaria por parte de la FED aún agresiva, esto nos lleva a mantener el sesgo de desarrollados sobre emergentes como medida para acotar el riesgo.

**Tipo de Cambio:** El escenario de desaceleración económica global que ha ganado fuerza y menores temores de que la Reserva Federal de EE. UU. se vea obligada a acelerar el tranco de retiro de liquidez, quitarían presiones sobre el dólar global. Al mismo tiempo la mayor actividad en China frente a las reaperturas podría devolver el impulso a materias primas como los metales. Esto nos lleva a confirmar un tipo de cambio que finaliza el año en niveles cercanos a los 800 CLP/USD.

**RF Local:** A nivel local, el panorama inflacionario sigue siendo uno de registros de IPC muy elevados en el corto plazo, por lo que mantenemos 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 Banco Central subiría una vez más la TPM en 75 pb. En este contexto, mantenemos la ponderación en el segmento de bonos nominal de duración corta (1 a 3 años).

**RV Local:** Decidimos reducir el riesgo de nuestra cartera fundamental para acotar su exposición a eventuales riesgos internos y externos que tienen que ver principalmente con la desaceleración global y la incertidumbre sobre el proceso constituyente en Chile.

**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)

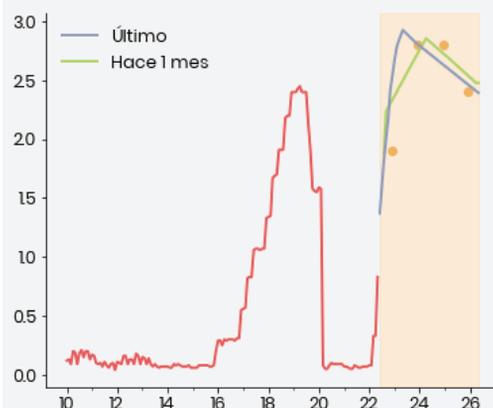
En mayo **la volatilidad de los mercados continuó elevada**, propiciado por las **señales de una economía global que se desacelera en varios frentes**. El deterioro de las condiciones financieras en EE. UU. a raíz del cambio en la postura de la FED frente a los elevados niveles de inflación, ha llevado a una disminución importante en la confianza de los consumidores lo que se suma al deterioro de los ingresos disponibles impactados por la elevada inflación, todo esto ha continuado prendiendo las alertas respecto a la pérdida de dinamismo del consumo interno. Asimismo, las peores condiciones financieras y las exigencias mayores de financiamiento se han reflejado en un sector inmobiliario que se ha debilitado en lo más reciente. **Con todo, las señales de una desaceleración mayor de la actividad económica en EE. UU. siguen sumándose.**

**No obstante, las probabilidades de entrar en una recesión en los próximos doce meses para la economía americana se mantienen bien acotadas**, principalmente fundamentado en la solidez que presenta el mercado del trabajo, donde la creación de empleo se mantiene todavía robusta y sin señales marcadas de un debilitamiento, escenario muy distinto al enfrentado en la mayoría de los episodios recesivos anteriores, donde los empleos habían empezado a disminuir con anticipación. Con todo, **la desaceleración de la actividad ha puesto algo de paños fríos a las expectativas de alzas de tasas de interés por parte de la FED** (gráfico 1).

Asimismo, si bien **las tensiones sobre las cadenas de suministros se mantienen elevadas**, en particular ante los cierres decretados por **China** en su intento por controlar los contagios de Covid, estas han cedido en el margen y se espera que la economía reabra y vuelva a niveles de restricción más normales durante junio. **Después de unas cifras de actividad para el mes de abril con una debilidad bien marcada, las perspectivas en mayo han mejorado** (gráfico 2). Asimismo, las autoridades de ese país han anunciado medidas de estímulo enfocadas mayormente en el mercado inmobiliario e infraestructura, lo que ha dado un respiro a los precios de materias primas más expuestos, como es el caso de los metales.

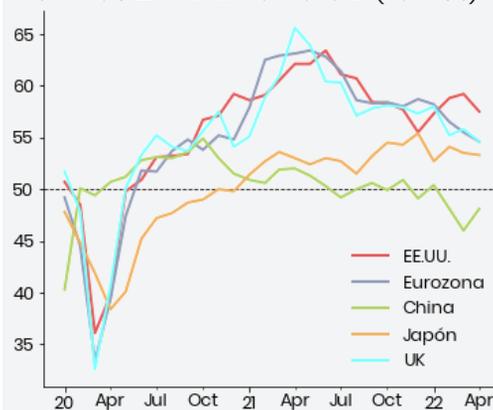
**Con todo, las expectativas de inflación continúan por sobre los niveles objetivo de todos los bancos centrales, pero retroceden luego de alcanzar peaks en los meses previos** (gráfico 3). En EE. UU. la inflación ha mostrado señales incipientes de una moderación y las expectativas de economistas para el 2023 dejaron de aumentar durante el último mes. **En general, el esperable menor impulso de la demanda interna en las distintas economías debiera comenzar a reflejarse también en menores presiones sobre precios**, aunque se podrían ver menores márgenes en las principales industrias ligadas al consumo de bienes y servicios.

GRÁFICO 1: TPM EE. UU. (FED FUNDS)



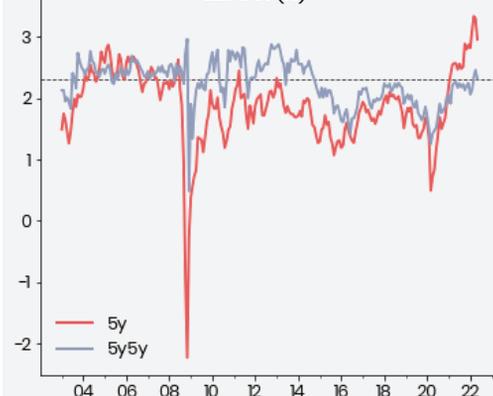
Fuente: FRED y Estudios Security.

GRÁFICO 2: PMI MANUFACTURA (PUNTOS)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: COMPENSACION INFLACIONARIA EE. UU. (%)



Fuente: FRED y Estudios Security.

Esta combinación de cadenas de suministro que mejoran y un escenario de desaceleración económica global que gana fuerza podría alejar los temores que la Reserva Federal de EE. UU. se vea obligada a acelerar el tranco de retiro de liquidez, sobre todo al considerar que el ciclo de ajuste actualmente incorporado en el mercado habla de uno bien agresivo, con expectativas de cambios en las tasas de interés de corto plazo más grandes de las últimas décadas (gráfico 4). Así, las perspectivas parecen moverse hacia menores presiones sobre los activos más riesgosos, apoyado por la idea de un contexto donde el evitar un impacto mayor sobre la actividad, en medio del retiro de estímulos monetarios y fiscales, podría ganar fuerza en las decisiones de política económica en el segundo semestre.

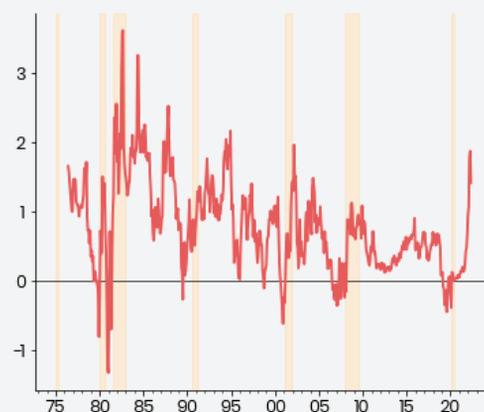
Un punto importante que podría potenciar este escenario más benigno de los mercados tiene que ver con una solución al conflicto en Rusia-Ucrania. La recuperación de los niveles de oferta en mercados de alimentos y energía aliviaría de manera importante las presiones de precios. Por ahora esto es parte de los factores de riesgo.

Por otro lado, el menor apetito por riesgo de este año ha llevado a correcciones de las bolsas que se traducen en niveles de valorización más normales. Si bien para EE. UU. los múltiplos precio/utilidad se encuentran aún por sobre la mediana de los últimos 30 años, la corrección del último tiempo es bastante marcada, asimismo, el premio por riesgo accionario se encuentra en la parte elevada de la distribución de este mismo periodo (gráfico 5), lo que deja a esta bolsa en un nivel de entrada atractivo de darse el escenario más benigno para los mercados. Todo esto nos lleva a sobre ponderar nuevamente la renta variable versus la renta fija a nivel general.

En el caso de la renta fija, si bien las tasas han mostrado una corrección a la baja en lo más reciente, la pendiente de la curva se mantiene baja y el tomar riesgos de duración mayores no entrega grandes premios adicionales. En el caso del crédito, el aumento de tasas y spreads ha llevado al rendimiento de la clase de activo a niveles altamente competitivos con la renta variable (gráfico 6), no obstante los movimientos en lo que va del año más acotados de los spreads versus las correcciones de las bolsas nos llevan a mantener el sesgo neutral para la clase.

A nivel de los sesgos dentro de la renta variable, un apetito por riesgo que está lejos de los niveles de normalidad y donde los riesgos de una desaceleración de la actividad económica han ganado fuerza y en donde no es posible descartar todavía el escenario de una política monetaria todavía agresiva, nos lleva a mantener el sesgo de Desarrollados sobre Emergentes, donde estos últimos sufrirían de manera más marcada un deterioro de estos shocks.

GRÁFICO 4: PENDIENTE 2 AÑOS – 3 MESES  
EE. UU. (%)



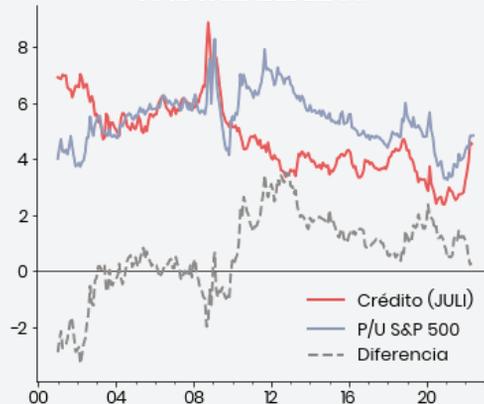
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: PREMIO POR RIESGO  
ACCIONARIO S&P 500



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: TASA DE RENDIMIENTO R. FIJA  
VS R. VARIABLE EE. UU.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

En el **plano local la inflación seguiría muy elevada en el corto plazo**, pero con una moderación hacia adelante algo más rápida y de mayor magnitud que lo implícito en los precios de mercado. El mercado prevé que esta llegaría a casi 13% en agosto vs el 12% nuestro, para converger lentamente a un nivel por sobre el techo del rango meta a mediados de 2024, versus el cerca de 3% nuestro.

**Parte de esta moderación responde a la desaceleración de la actividad y del gasto interno.** De hecho, las cifras de abril apuntaron en esa dirección (el Imacec retrocedió 0,3% en el mes y si bien la minería explica gran parte del desempeño, el resto de los sectores también retrocedieron). Otra parte se debe a que asumimos una baja en los precios de las materias primas.

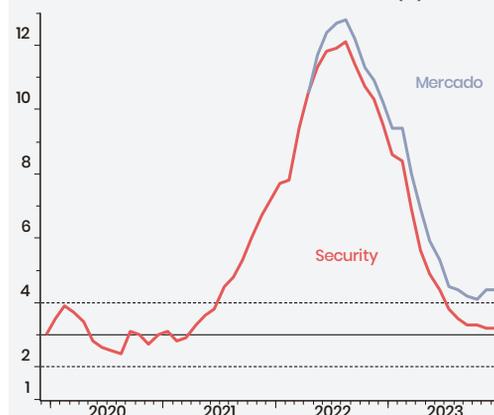
**Todo lo anterior nos lleva a ratificar la visión de sobre ponderar los depósitos en UF de muy corto plazo (caja),** ya que no se puede descartar una nueva sorpresa inflacionaria en los próximos meses ante la dificultad de estimar la inercia. No obstante, **ratificamos la visión de no sugerir las UF de largo plazo.**

Por su parte, el Banco Central realizaría un último ajuste en la TPM de 75pb, para situarla en 9%, y entregaría un mensaje respecto a esperar que las condiciones financieras surtan efecto en la actividad económica y con ello se materialice la moderación de la inflación. En este contexto, **mantenemos la sobre ponderación en el segmento de bonos nominal de duración corta (1 a 3 años).**

En **renta fija corporativa**, en el último mes se observó un leve aumento en spreads, particularmente de emisores más líquidos (gráfico 9), luego de correcciones en marzo y abril ante el rechazo de un nuevo proyecto de retiro de fondos de pensiones. Considerando lo anterior, junto a expectativas de un deterioro marginal en las condiciones de endeudamiento en el caso corporativo, y de normalización en los índices de riesgo de carteras en el caso de los bancos hacia cifras más históricas, **vemos a ambos tipos de emisores dentro de rangos esperables en nuestros modelos de spreads.** Sin embargo, se mantiene vigente **la posibilidad de un aumento en la incertidumbre política local** vinculada a propuestas de cambios regulatorios en el marco del proceso constituyente o reformas del gobierno, que podrían generar una presión a nivel de spreads. Ante ello, **nos mantenemos levemente subponderados en este activo respecto al benchmark.**

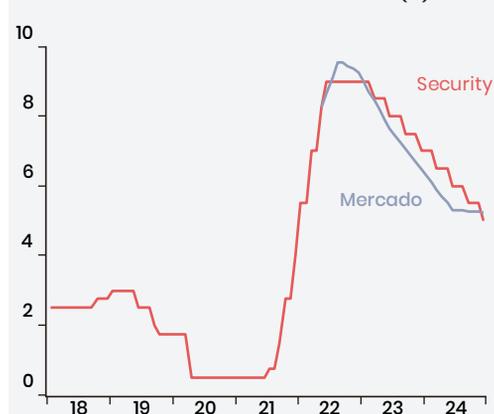
Finalmente, **a nivel de la renta variable local**, decidimos reducir el riesgo de nuestra cartera para acotar la exposición a riesgos relacionados con la desaceleración global y la incertidumbre sobre el proceso constituyente. ([Carteras Accionarias Security Junio 2022](#)).

GRÁFICO 7: IPC ESPERADO (%)



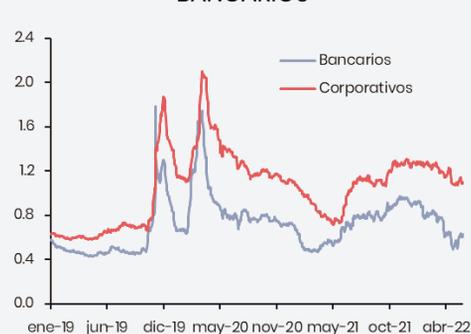
Fuente: ICAP y Estudios Security.

GRÁFICO 8: TPM ESPERADA (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

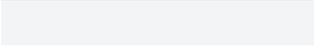
GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

## Visión Activos Estudios Security Junio 2022

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

	Sobreponderar
	Subponderar
	Posición neutral

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

AI 31-05-2022	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Renta variable (% en dólares)</b>						
<b>Mundo</b>	-13.5	-0.1	-6.5	-10	-8	27
<b>Desarrollados</b>	-13.6	-0.2	-6.3	-10	-6	29
EE.UU.	-14.5	-1.0	-6.4	-11	-4	34
Eurozona	-17.1	3.4	-7.8	-12	-18	19
Reino Unido	-1.9	1.4	-2.9	5	-1	27
Japón	-14.2	2.2	-8.6	-13	-15	4
Asia ex Japón*	-4.6	0.1	-0.9	-2	-12	21
<b>Emergentes</b>	-12.5	0.5	-8.0	-11	-22	13
Asia	-13.4	0.4	-8.0	-12	-23	12
China	-17.0	0.7	-11.0	-20	-37	-16
Latinoamérica	15.7	8.0	2.9	21	-4	35
Brasil	21.4	9.2	2.8	24	-10	27
México	0.7	3.6	1.4	14	5	57
Chile	28.0	17.7	14.3	22	8	40
EMEA**	-21.2	-3.8	-14.2	-20	-22	6

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

<b>Desarrollados (DXY)</b>	-6.4	1.9	-5.2	-6	-13	-4
Euro	-6.2	1.8	-4.9	-5	-14	-4
Reino Unido	-7.5	0.6	-6.5	-5	-13	1
Japón	-11.7	1.2	-11.7	-13	-18	-20
<b>Emergentes</b>	-1.8	0.8	-1.4	-1	-3	7
Argentina	-17.0	-3.9	-11.9	-19	-27	-75
Brasil	14.8	6.5	8.0	16	9	12
Chile	3.0	4.5	-3.2	1	-14	-3
Colombia	7.4	6.0	4.2	6	-2	-1
México	3.8	3.9	3.4	9	1	11
Perú	7.2	3.1	1.7	9	3	-9
China	-4.9	0.1	-5.7	-5	-5	7

\* 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)

AI 31-05-2022	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Swaps moneda local</b>							
<b>EE.UU.</b>							
2 años	2.5	181	-19	111	202	240	238
10 años	2.8	135	-15	100	140	125	218
<b>Chile</b>							
2 años	7.8	229	0	40	271	613	722
10 años	6.1	67	-23	30	82	230	400
<b>Brasil</b>							
2 años	12.6	162	8	70	90	554	896
10 años	12.4	163	11	72	98	328	465
<b>México</b>							
2 años	9.0	168	-20	111	199	380	418
10 años	8.5	95	-52	58	102	168	241
Alemania 10 años	1.1	130	17	96	146	130	151
Francia 10 años	1.6	144	16	100	163	146	167
Italia 10 años	3.1	188	29	137	208	221	166
España 10 años	2.2	166	22	108	183	175	166
Reino Unido 10 años	2.1	111	19	68	124	129	185
Japón 10 años	0.2	17	1	5	19	16	23
<b>Spreads soberanos USD</b>							
<b>Emergentes (EMBIG)</b>							
Latam	449	39	-10	-2	5	65	-140
Brasil	310	-8	0	-26	-45	48	-91
Chile	192	20	-18	-24	8	33	-58
Colombia	362	-8	-45	-43	-14	93	52
México	402	39	-13	3	-1	47	-143
Perú	209	28	-31	-17	4	23	3
<b>Spreads corporativos USD (puntos base)</b>							
<b>Emergentes (CEMBI)</b>							
Asia	340	43	11	-4	6	40	-60
Europa	822	377	100	-748	385	446	309
Latam	400	41	19	1	20	53	-159
Investment Grade	252	46	8	-1	32	45	-122
High Yield	534	35	33	3	19	62	-219
Brasil	439	17	8	-17	-18	50	-167
Chile	314	59	28	16	45	75	-84
Colombia	437	61	11	-14	38	95	-65
México	332	65	23	16	56	78	-92
Perú	307	34	13	5	16	-6	-145
HG EE.UU.	130	38	-8	8	31	47	-41
HY EE.UU.	406	123	17	47	69	109	-221

Fuente: Bloomberg y Estudios Security