



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Julio 2022

Temores de recesión se toman los mercados

Resumen

La volatilidad continúa elevada y el apetito por riesgo disminuyó a consecuencia de los temores respecto a la persistencia de la inflación y perspectivas más deterioradas para la actividad económica global. Una respuesta de la Reserva Federal más agresiva en su más reciente reunión de política monetaria, ante cifras de inflación y expectativas cada vez más elevadas, impactó el escenario y materializó los riesgos de cola de un ajuste monetario que se ubica entre los cambios más abruptos de tasas de interés de las últimas dos décadas. El balance entre contención de inflación versus impacto en actividad se inclinó hacia una acción más decidida para devolver las expectativas de inflación hacia niveles más cercanos al objetivo.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: Si bien el balance de riesgos para los portafolios se ha vuelto más negativo, las bolsas ya han incorporado bastante de los mayores riesgos de recesión. Las correcciones año a la fecha se ubican por sobre las caídas promedio en recesiones suaves en el pasado y el aumento de las tasas base ha sido extremo en perspectiva histórica. Frente a esto, creemos que en el escenario donde la economía evita una recesión severa, pero donde siguen los indicios de desaceleración y se van dando las señales de estabilización en la inflación, los temores de una FED que necesita ser más agresiva podrían ir quedando atrás y daría espacio para un respiro para la renta variable.

RV Desarrollados/Emergentes: Las perspectivas más negativas para los precios de las materias primas y la actividad económica en general llevan a mantener la visión positiva en mercados desarrollados por sobre emergentes. En el caso de que los riesgos recesivos continúen intensificándose no vemos espacio para una mejor performance de emergentes.

RF Internacional: Como contrapeso al sesgo positivo en la renta variable y como medida de protección frente a la realización del escenario de recesión más severa, aumentamos la duración de la cartera.

Tipo de Cambio: La depreciación del peso del último mes responde en parte importante a la apreciación del dólar global y la caída en los precios de las materias primas. Las menores perspectivas para la actividad económica global y la respuesta menos robusta de lo esperado por parte de la autoridad china en el estímulo de su economía nos llevan a ajustar los términos de intercambio de aquí a fin de año a la baja versus lo proyectado anteriormente, pero de todos modos con un precio del cobre que terminaría por sobre los niveles actuales. Esto llevaría al tipo de cambio a niveles más cercanos a los 850 que los 800 de nuestro escenario base anterior.

RF Local: La reciente depreciación del peso pone una presión adicional a la ya elevada inflación en los próximos meses. De esta forma, los registros de IPC en el corto plazo seguirían siendo elevados, manteniendo el atractivo de las UF de muy corto plazo. No obstante, las condiciones económicas menos favorables deberían llevar a una moderación de la inflación hacia adelante, más allá de lo que está implícito en los precios de mercado. En un contexto de tasas nominales de mediano y largo plazo que se mantendrían en torno a sus niveles actuales, las tasas en UF podrían subir ante cierta normalización de las compensaciones inflacionarias.

RV Local: Disminuimos la ponderación en aquellos sectores que son más vulnerables a la mayor aversión al riesgo, y a ajustes a la baja en las utilidades.

Felipe Jaque S.
Economista Jefe
felipe.jaque@security.cl

César Guzmán B.
Gerente Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Eduardo Salas V.
Economista Senior
eduardo.salas@security.cl

Paulina Barahona N.
Subgerente Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

Nicolás Libuy I.
Jefe Renta Variable Local
nicolas.libuy@security.cl

María José Castro D.
Economista
maria.castrod@security.cl

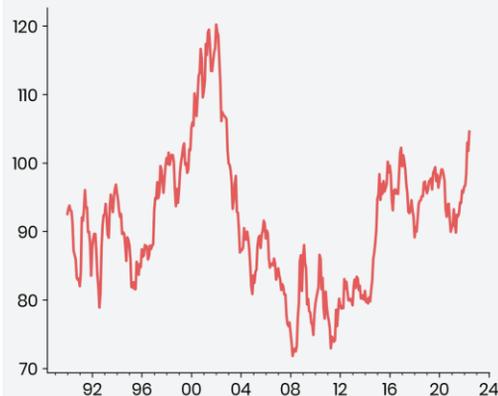
La volatilidad en el último mes continuó elevada y el apetito por riesgo disminuyó a consecuencia de los **temores respecto a la persistencia de la inflación y perspectivas más deterioradas para la actividad económica global**. Los datos de inflación de mayo para EE. UU. sorprendieron al alza y las señales de una mayor inflación en el sector servicio hace pensar que las variaciones de precios podrían continuar elevadas. En este contexto el dólar global se ha apreciado a niveles históricamente altos (gráfico 1), los precios de materias primas han caído con mayor transversalidad, aunque el petróleo en menor magnitud, las bolsas en el neto han continuado corrigiendo a la baja y las tasas después de haber alcanzado nuevos máximos frente a la expectativa de un retiro de la liquidez mayor, han retrocedido ante la expectativa de un enfriamiento de la economía más severo.

El mercado sigue anticipando un ciclo de la FED bien agresivo. En las últimas proyecciones la FED indica que espera continuar con las alzas de tasas hasta llegar a un nivel de 3,5% este año y 3,8% el siguiente (sin descartar que se pueda alcanzar un valor aún más restrictivo en algún momento de 2023). En un principio el mercado estaba alineado con esta trayectoria de tasas, pero en las últimas semanas a medida que los temores de recesión se han ido tomando los mercados las tasas han ido restando alzas y se ha adelantado aún más el primer momento en que la FED se vería obligada a realizar el primer recorte.

Con todo, las condiciones financieras en EE. UU. ya se encuentran en niveles derechamente neutrales: las tasas cortas y largas han alcanzado niveles no vistos desde 2018 y en el caso de las tasas reales estas están bien alineadas con los promedios alcanzados en la última década. Asimismo, los spreads corporativos han corregido al alza, alejándose de los mínimos (aunque sin evidenciar todavía cambios en la misma magnitud de episodios de estrés anteriores), lo que se suma a la corrección de la bolsa y apreciación del dólar global. Todo esto muestra el alineamiento del discurso de la FED con la respuesta del mercado, resultando en condiciones de liquidez ya ajustadas. De hecho, **el movimiento de las tasas de los últimos seis meses se ve extremo en perspectiva histórica** (gráfico 2).

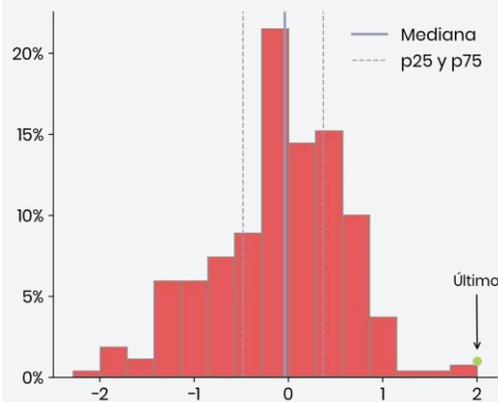
Estos ajustes y la alta inflación están detrás de los aumentos en los temores de una recesión en el corto plazo. Los datos económicos en general han sorprendido a la baja y los indicadores de confianza han alcanzado mínimos históricos, impactados por el menoscabo que ha sufrido el poder adquisitivo, con salarios que decaen en términos reales. Las perspectivas de los negocios también han continuado decayendo. Con todo, **la probabilidad de una recesión en el corto plazo ha aumentado a un 50%** (gráfico 3) al modelarla con datos macroeconómicos, todavía bajo los niveles alcanzado en los meses previos las recesiones anteriores, pero **mostrando un panorama que se vuelve claramente más desafiante**.

GRÁFICO 1: DÓLAR GLOBAL



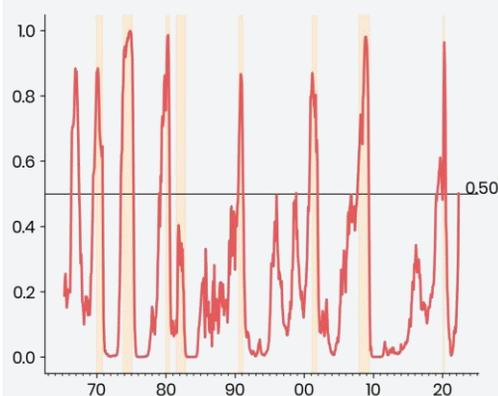
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: VARIACIÓN EN 6M TASA EE. UU. NOMINAL 5 AÑOS



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: PROBABILIDAD DE RECESIÓN EN EE. UU. EN UN AÑO



Fuente: Estudios Security.

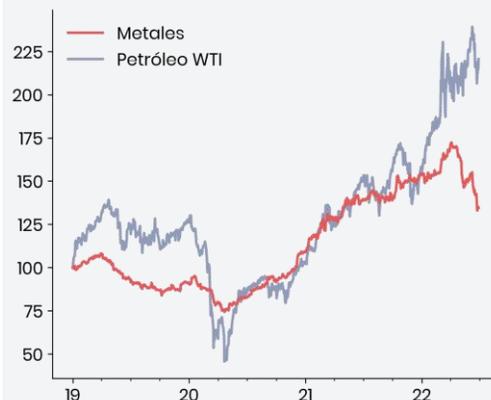
Los precios de las materias primas han evidenciado caídas importantes en las últimas semanas, con un descenso más marcado de los metales versus petróleo y alimentos (gráfico 4). Al analizar la variación de los precios de los commodities en recesiones previas, el movimiento del cobre se ve en línea: este en periodos recesivos cae en promedio poco más de un 20%, versus un 15% actual año a la fecha. Por su parte, menos favorable es la tendencia histórica del petróleo, donde en promedio este ha seguido apreciándose en las recesiones.

En este contexto el balance de riesgos para los portafolios se ha vuelto más negativo. Mayores riesgos de recesión en un ambiente donde las presiones inflacionarias siguen elevadas apuntan a expectativas menores para los resultados de las compañías. Por otro lado, en un escenario donde se evita la recesión las tasas podrían seguir presionadas ante la inflación que continúa elevada y una FED que sigue con la postura agresiva. **No obstante, las bolsas ya han incorporado bastante los riesgos de una recesión.** Tanto el S&P como las bolsas globales han corregido un 20% año a la fecha, versus un 15% de corrección observado en la recesión promedio (gráfico 5, donde se excluyen las recesiones más severas, las que han sido más disruptivas, y no anticipadas, como la actual). Por otra parte, **el aumento de las tasas de los últimos 6 meses es uno de los más extremos de los últimos 20 años.** Frente a esto, **creemos que en el escenario donde la economía evita una recesión, pero donde siguen los indicios de desaceleración y se van dando las señales de estabilización en la inflación, como se ha ido evidenciado en los últimos días con las expectativas de inflación de los mercados a la baja, los temores de una FED que necesita ser más agresiva podrían ir quedando atrás y daría espacio para un respiro de los activos de riesgo.** Otro elemento que apoya este escenario es la continua mejora en las cadenas de suministro globales que han seguido mejorando en el margen.

Si bien mantenemos el sesgo positivo en la renta variable, como medida de protección frente a la posibilidad de realización del escenario de recesión más severa, **aumentamos la duración de la cartera, por medio de una sobre ponderación de la renta fija corporativa investment grade versus money market.** No sorprendentemente, en promedio las tasas caen en las recesiones en torno a 100 pb (gráfico 6). A los actuales niveles de tipo de cambio creemos no resulta óptimo aumentar la exposición en activos en dólares.

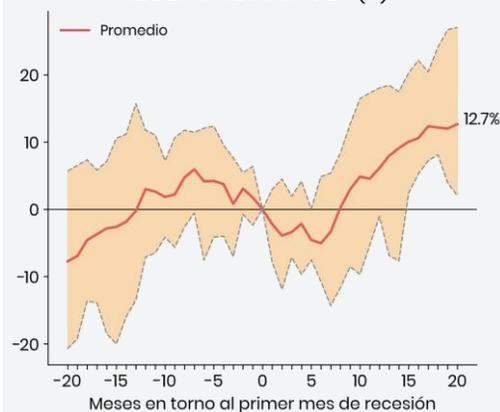
Dentro de los sesgos en la renta variable mantenemos nuestra visión positiva en mercados desarrollados por sobre emergentes, respondiendo a las perspectivas más negativas para los precios de las materias primas y la actividad económica en general. En el caso de que los riesgos recesivos continúen intensificándose no vemos espacio para una mejor performance de emergentes.

GRÁFICO 4: PRECIO COMMODITIES



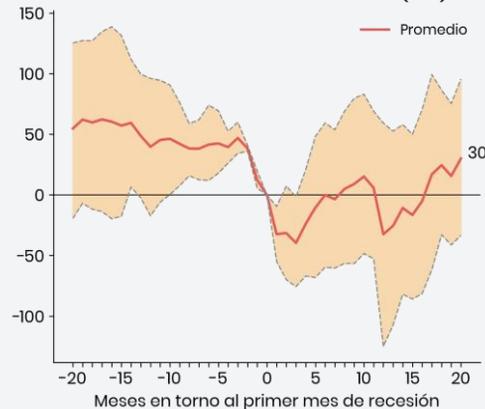
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: RETORNOS S&P 500 EN RECESIONES SUAVES (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: CAMBIO TASA NOMINAL 10 AÑOS EN RECESIONES SEVERAS (PB.)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

A nivel de la renta fija local, la reciente depreciación del peso -que responde mayoritariamente a la fortaleza del dólar a nivel global, pero también a la elevada incertidumbre local (gráfico 7)- pone una presión adicional a la ya elevada inflación en los próximos meses. **De esta forma, los registros de IPC en el corto plazo seguirían siendo elevados, lo que nos lleva a mantener la sobre ponderación en los depósitos en UF de muy corto plazo (caja).**

No obstante, a la larga, la depreciación del peso es un reflejo de condiciones económicas menos favorable, ratificando y profundizando las perspectivas de desaceleración para la actividad económica, lo que a su vez debería llevar a una moderación de la inflación, más allá de lo que está implícito en los precios de mercado. En efecto, a diciembre de 2023 la inflación implícita en el mercado es de 4,8%, muy por sobre el 3% estimado por nosotros (gráfico 8).

Este nuevo escenario también pone presión al Banco Central, que podría tener que subir la TPM algo por sobre lo deslizado en el IPoM de junio, aunque se sigue previendo que más temprano que tarde la TPM tendría que bajar.

En definitiva, en un contexto de tasas nominales de mediano y largo plazo que se mantendrían en torno a sus niveles actuales, las tasas en UF podrían subir ante cierta normalización de las compensaciones inflacionarias, lo que nos lleva a reiterar la cautela sobre estos activos.

En **renta fija corporativa**, hemos visto estabilidad a nivel de spreads en las últimas semanas (gráfico 9), que ha aportado cierto soporte respecto a la volatilidad que han exhibido otros activos. Si bien, esperamos algún deterioro en las condiciones de endeudamiento en el caso corporativo, y una normalización en los índices de riesgo de carteras hacia su media en el caso de los bancos, creemos que estos movimientos serían graduales y bajo el sustento de resultados históricos para varias industrias. **Ambos tipos de emisores se encuentran 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 alguna presión. Ante ello, **mantenemos sin cambios nuestra exposición en este activo respecto al benchmark.**

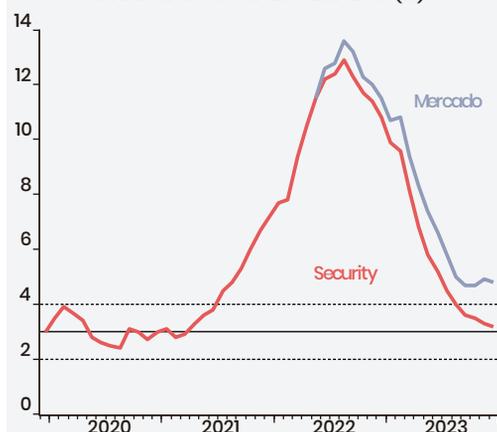
Finalmente, a **nivel de la renta variable local**, disminuimos la ponderación en aquellos sectores que serían más vulnerables a la mayor aversión al riesgo, y a ajustes a la baja en sus utilidades, como por ejemplo el sector bancario. ([Carteras Accionarias Security Julio 2022](#)).

GRÁFICO 7: TIPO DE CAMBIO (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 8: IPC ESPERADO (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

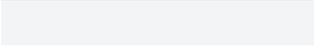
GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Julio 2022

	Benchmark	Cartera Julio	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	-2.5
Latinoamérica	6%	0	0
EEMEA	5%	0	0
Renta Variable Nacional	20%	-2.5	-2.5
Renta Fija Nacional	65%	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
Renta Fija Extranjera	35%	0	0
Desarrollados	22.5%	0	0
Money Market	2.5%	-2.5	0
Investment Grade	10%	2.5	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 30-06-2022	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	-20.9	-9.1	-17.2	-21	-17	14
Desarrollados	-21.2	-9.5	-17.8	-21	-16	16
EE.UU.	-21.7	-9.0	-18.4	-22	-14	21
Eurozona	-26.6	-13.0	-18.4	-26	-25	0
Reino Unido	-10.4	-8.8	-11.6	-10	-8	17
Japón	-21.1	-9.0	-15.2	-21	-21	-4
Asia ex Japón*	-12.6	-9.3	-15.4	-13	-18	7
Emergentes	-18.8	-6.0	-12.9	-18	-27	1
Asia	-18.1	-4.0	-10.8	-17	-27	1
China	-12.3	8.3	0.4	-11	-33	-16
Latinoamérica	-4.2	-17.3	-23.8	-4	-22	9
Brasil	-2.1	-19.1	-27.1	-2	-31	-2
México	-9.2	-11.5	-15.5	-9	-4	47
Chile	5.7	-17.8	-13.6	6	-9	11
EMEA**	-29.6	-10.5	-18.1	-30	-30	-6

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)

Desarrollados (DXY)	-9.4	-3.0	-7.0	-9	-13	-7
Euro	-8.8	-3.2	-6.8	-8	-13	-7
Reino Unido	-11.6	-4.2	-8.5	-11	-14	-2
Japón	-18.0	-6.4	-11.3	-18	-22	-26
Emergentes	-4.1	-2.2	-4.6	-4	-4	5
Argentina	-21.9	-4.7	-12.9	-22	-31	-78
Brasil	6.4	-10.0	-9.5	6	-5	4
Chile	-8.7	-11.8	-17.0	-9	-26	-12
Colombia	-2.0	-5.5	-10.6	-2	-11	-10
México	1.7	-2.7	-1.2	2	-1	12
Perú	4.4	-3.7	-3.0	4	1	-8
China	-5.4	-0.5	-5.5	-5	-4	5

* 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 30-06-2022	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	2.9	220	43	60	219	268	277
10 años	3.0	148	23	62	146	153	232
Chile							
2 años	8.4	286	71	117	286	583	786
10 años	6.4	95	33	31	95	216	432
Brasil							
2 años	13.1	208	55	106	208	560	956
10 años	12.9	213	69	119	213	381	544
México							
2 años	9.5	214	57	72	215	342	510
10 años	8.9	137	53	62	137	189	323
Alemania 10 años	1.4	154	32	71	154	157	183
Francia 10 años	2.0	176	40	88	176	183	209
Italia 10 años	3.4	216	42	127	216	254	209
España 10 años	2.5	198	43	101	198	207	209
Reino Unido 10 años	2.3	129	31	63	128	154	210
Japón 10 años	0.2	16	-1	0	16	17	20
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)	474	134	70	82	133	146	23
Latam	544	134	90	136	132	148	-26
Brasil	377	59	64	86	58	104	-15
Chile	223	51	23	47	51	63	-16
Colombia	472	102	93	124	101	203	153
México	494	131	91	134	129	125	-54
Perú	251	69	35	64	69	68	50
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)	393	78	24	-2	56	84	-35
Asia	367	69	4	18	26	63	-10
Europa	938	493	107	-993	492	552	442
Latam	463	105	52	99	104	120	-59
Investment Grade	288	82	25	63	83	81	-57
High Yield	628	130	84	141	139	167	-76
Brasil	512	91	64	97	90	125	-63
Chile	356	101	27	90	100	109	-14
Colombia	567	191	111	165	191	226	91
México	359	91	18	64	92	101	-35
Perú	357	84	34	98	84	67	-56
HG EE.UU.	155	63	22	39	63	75	5
HY EE.UU.	569	286	157	245	287	300	-57

Fuente: Bloomberg y Estudios Security