



5.6631
9.334
4.25647
7.2235
5.6631

PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Agosto 2022

Escenario macroeconómico seguiría siendo favorable para los mercados, mantenemos la sobre ponderación en la renta variable.

Resumen

Si bien las señales de desaceleración económica se han seguido dando, y la probabilidad de una recesión en el corto plazo ha aumentado, el consenso de mercado parece tener internalizado un escenario macroeconómico negativo. Las tasas han disminuido en lo último, con una inversión de la curva que aumenta ante las señales del enfriamiento económico. El ambiente más benigno del último mes para los mercados podría continuar en el corto plazo a medida que va quedando en evidencia que la FED moderaría el ritmo de ajuste hacia adelante, ante una tasa de política monetaria ya neutral y señales de desaceleración en la actividad que se siguen dando, pero que de todas maneras no significan una recesión aguda. No obstante, los riesgos siguen elevados por lo que se mantiene la cautela en las apuestas del portafolio.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: Se mantiene la perspectiva de que la contracción en la economía en EE. UU. sería más bien suave. Si bien se han visto señales incipientes de un debilitamiento del mercado laboral, este todavía se mantiene sólido y con espacio para disminuir las presiones salariales sin necesariamente aumentar el desempleo en gran medida. Por otra parte, si bien la FED se ha mantenido en una postura de retiro agresivo de la liquidez, los argumentos para esperar una moderación en la velocidad de ajuste siguen estando presentes. Con la postura de la política monetaria ya está en terreno neutral, la FED pondría más foco en el impacto que el retiro de la liquidez genera en la actividad. En consecuencia, esperamos que el ambiente más benigno para los mercados siga presente en el corto plazo, por lo que mantenemos la leve sobre ponderación de la renta variable sobre la renta fija.

RV Desarrollados/Emergentes: El balance de riesgos sigue siendo menos propicio para los mercados emergentes versus desarrollados y empeora en el margen, con menores perspectivas de crecimiento mundial (con riesgos a la baja); el riesgo de un ajuste en las condiciones financieras más abrupto que sigue siendo elevado; y perspectivas para la actividad en China que no logran repuntar del todo, a pesar de los mayores estímulos anunciados, lo que ha mantenido presionados los precios de las materias primas.

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, mantenemos una duración mayor de la cartera.

Tipo de Cambio: Tras la intervención cambiaria del BCCh el USDCLP bajó de los máximos alcanzados a mediados de mes, apoyado por una estabilización del dólar global y un rebote del precio del cobre. Hacia adelante, proyectamos términos de intercambio que se mantendrían cerca de los niveles actuales, con un tipo de cambio que terminaría en 950 el año, por lo que a los niveles actuales mantenemos el sesgo en dólares de la cartera.

RF Local: Se elimina la sobre ponderación en los depósitos en UF de muy corto plazo ya que no esperamos sorpresas al alza adicionales en la inflación, a pesar de registros que seguirían elevados en los próximos meses. Por otro lado, las expectativas de inflación a mediano plazo siguen estando muy altas. Ello por cuanto se ha ido ratificando la desaceleración de la actividad económica, que a la larga va a moderar las presiones de demanda. En la misma línea, en el mercado se sigue anticipando un par de ajustes más en la TPM, no obstante, de materializarse nuestras expectativas de IPC es probable que el BCCh no llegue hasta el 11%. Dado lo anterior, seguimos sobre ponderando los papeles en pesos de corto plazo.

RV Local: Manteniendo el perfil de riesgo, se llevará a neutral SQM por buenos resultados e incorporará Enelchile por su baja valoración de mercado y algo de mejora en el panorama hídrico, esto a cambio de activos que se han mostrado más resilientes.

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

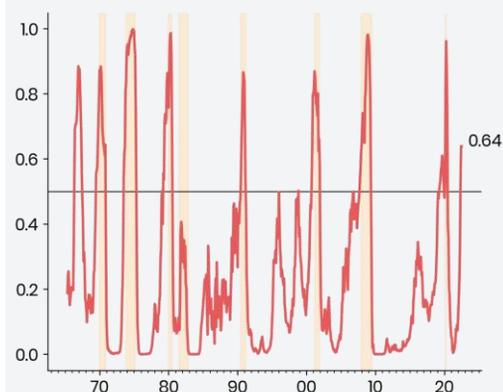
María José Castro D.
Economista
maria.castrod@security.cl

Los mercados estuvieron más estables en julio después de una primera mitad del año volátil y que dejó a las bolsas mundiales con correcciones a la baja en torno a un 20%, transversal entre mercados emergentes y desarrollados. **Si bien las señales de desaceleración económica se han seguido dando, y la probabilidad de una recesión en el corto plazo ha aumentado (gráfico 1), el consenso de mercado ya parece tener internalizado un escenario macroeconómico con crecimiento bajo el potencial e inflación elevada.** En el mes, el ambiente en los mercados fue más benigno ante la creciente expectativa de los inversionistas de que la desaceleración en la demanda agregada se reflejaría en variaciones de precio que disminuyen y una FED que reduce el ritmo de ajustes después de llegar a un nivel por sobre la tasa neutral al término de este año.

En línea con lo esperado a fines de junio, las bolsas en EE. UU. tuvieron mejores retornos versus la Eurozona y mercados emergentes. **La Eurozona sigue enfrentando riesgos de recesión más elevados a consecuencia de posibles cortes en la oferta de energía, y los mercados emergentes han seguido volátiles frente al menor apetito por riesgo general y la incertidumbre en China que se mantiene elevada ante un sector inmobiliario con riesgos financieros reavivados y expectativas de crecimiento que se siguen ajustando a la baja.** También favorable a nuestro posicionamiento las tasas base en EE. UU. disminuyeron en las últimas semanas, principalmente impulsadas por el componente inflacionario de estas, con una inversión de la curva que aumenta en el neto ante las señales del enfriamiento económico.

Hacia adelante, mantenemos la perspectiva de que la contracción en la economía en EE. UU. sería más bien suave. Si bien se han visto señales incipientes de un debilitamiento del **mercado laboral, este todavía se mantiene sólido** y con espacio para disminuir las presiones salariales sin necesariamente aumentar el desempleo en gran medida (gráfico 2). Por otra parte, **si bien la FED se ha mantenido en una postura de retiro agresivo de la liquidez, creemos que los argumentos para esperar una moderación en la velocidad de ajuste siguen presentes.** Ahora que la postura de la política monetaria ya está en terreno neutral (gráfico 3), sería más fácil para la FED considerar en sus decisiones el impacto que el retiro de la liquidez genera en la actividad, toda vez que todo el efecto de la política monetaria todavía no está internalizado en la economía, el mercado y los consumidores no desafían la credibilidad de esta, con expectativas de inflación que han seguido cayendo (gráfico 4); y que la FED reconoce que la agresividad de los últimos ajustes es 'inusual'. **En consecuencia, esperamos que un ambiente más benigno para los mercados se puede seguir dando en el corto plazo, por lo que mantenemos la leve sobre ponderación de la renta variable sobre la renta fija.**

GRÁFICO 1: PROBABILIDAD DE RECESIÓN EN EE. UU. EN UN AÑO



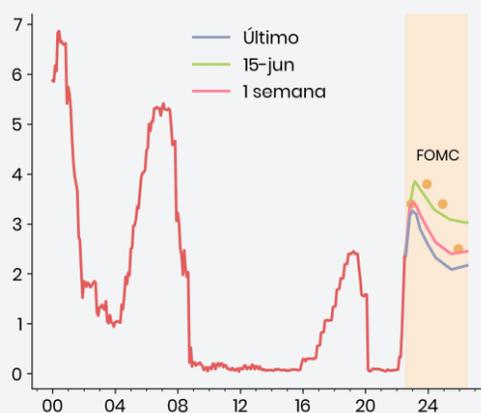
Fuente: Estudios Security.

GRÁFICO 2: VACANTES DISPONIBLES POR DESEMPLEADO EN EE. UU.



Fuente: FRED y Estudios Security.

GRÁFICO 3: FED FUNDS (%)



Fuente: FRED, Bloomberg y Estudios Security.

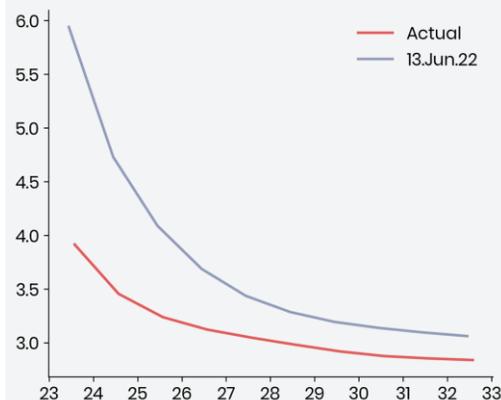
Los riesgos a la baja para la actividad siguen siendo elevados y al mismo tiempo una recesión más profunda no es parte del consenso de mercado.

Las fuentes de las cuales podría venir una realización de estos riesgos son una recesión en la Eurozona propiciada por un corte mayor del gas natural por parte de Rusia; un debilitamiento mayor de la economía China; o una inflación en EE. UU. que no muestra señales de moderación, que realimenta un desajuste de las expectativas y que finalmente obliga a la FED a alcanzar una postura más restrictiva. **Ante esto, mantenemos la protección de la cartera con una mayor duración, sobre ponderando el segmento corporativo IG versus Money Market en dólares.** Creemos que el riesgo de una FED que necesita ser más agresiva iría acompañado de expectativas de recesión que se exageran, por lo que un aumento mayor de las tasas de largo plazo en este escenario lo vemos menos probable.

En este contexto, el balance de riesgos sigue siendo menos propicio para los mercados emergentes versus desarrollados. Al menor desempeño que estos enfrentarían, por el menor apetito por riesgo, perspectivas de crecimiento mundial menores y con riesgos a la baja, un riesgo de retiro de la liquidez global todavía elevado, **se suman perspectivas para la actividad en China que no logran repuntar del todo, a pesar de los mayores estímulos anunciados, como consecuencia de la incertidumbre elevada por los potenciales nuevos confinamientos; los riesgos todavía presentes de una intensificación de la debilidad en el sector inmobiliario; así como las peores perspectivas para el sector externo ante el debilitamiento de los socios comerciales,** esto podría mantener presionados los precios de materias primas hacia adelante, tal como hemos visto en los últimos meses (gráfico 5).

En la renta fija internacional las distintas subclases de activos corporativas mostraron una divergencia en los movimientos de los spreads en el último mes. Los spreads en EE. UU. se contrajeron, en línea con el mejor desempeño de los activos de riesgo, mientras que en la deuda corporativa latinoamericana estos aumentaron casi 70 pb., para solo caer en la última parte del mes. Creemos que este comportamiento diferenciado es más bien una corrección de la diferencia que acumulaban las variaciones de spreads año a la fecha. En el caso de los créditos de EE. UU. los movimientos YTD equivalen a casi una desviación estándar de los últimos 20 años, mientras que los spreads latinoamericanos hasta antes de julio se habían ajustado menos de media desviación estándar (gráfico 6). **Hoy estos parecen más alineados, al igual como ha sido la respuesta de estos en shocks de crecimiento global anteriores, en línea con lo que representa una potencial recesión en EE. UU. y la Eurozona, el fortalecimiento del dólar y la volatilidad de los precios de las materias primas, por lo que nos mantenemos neutrales entre estas clases de activos.**

GRÁFICO 4: CURVA SWAP DE INFLACIÓN EE.UU. (%)



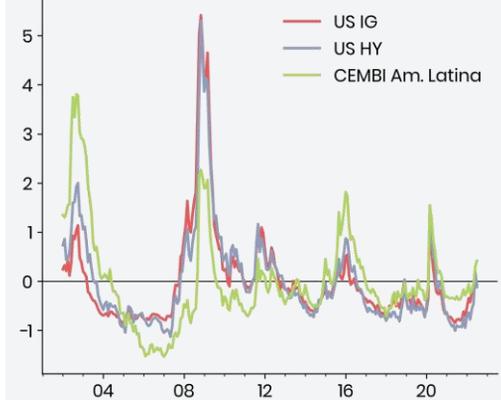
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: COMMODITIES (ÍNDICES)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: SPREADS CORPORATIVOS (DESV. EST.)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

A nivel de la **renta fija local**, si bien los registros de IPC de los próximos meses seguirían siendo elevados, nuestra visión apunta a que **las expectativas de inflación a mediano plazo están muy altas**. Ello por cuanto se ha ido ratificando la desaceleración de la actividad económica, que a la larga va a moderar las presiones de demanda. Por su parte, tras la intervención cambiaria y la debilidad del dólar a nivel global, el tipo de cambio ha retrocedido casi 15% -más de \$100- hasta cerca de \$900, que si bien es algo mayor al promedio de junio, ayudó a revertir en parte las altísimas expectativas que hubo a mediados de julio.

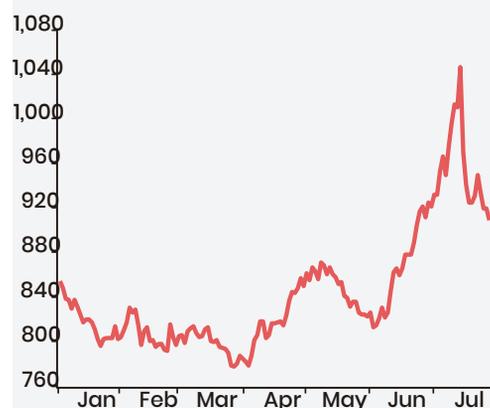
En este contexto de elevadas expectativas de mercado para el IPC en el corto plazo (más de 3,5% acumulado en tres meses), **decidimos eliminar la sobre ponderación en los depósitos en UF de muy corto plazo** (caja). Es decir, solo convendría mantener esa sobre ponderación si se espera que la inflación efectiva se ubique por sobre la expectativa del mercado, lo que es justamente lo contrario a nuestro escenario.

En la misma línea, en el mercado se sigue anticipando un par de ajustes más en la TPM, que llegaría hasta 11% antes de comenzar a bajar. Pero de materializarse nuestras expectativas de IPC **es probable que el Banco Central no llegue hasta el 11%**, recordando que la próxima reunión es en septiembre, con la entrega del nuevo IPoM. **Dado lo anterior, mantenemos la recomendación de sobre ponderar los papeles en pesos de corto plazo, entre 1 y 3 años.**

En **renta fija corporativa**, si bien se observaron movimientos mayores de spreads en julio respecto a otros meses, en particular en papeles más líquidos, en una visión de mayor plazo **este activo se ha mantenido relativamente estable**, dejando de manifiesto su carácter de refugio frente a la mayor volatilidad de otras inversiones. Si bien, la baja en la generación de Ebitda de la segunda mitad de 2022 implicaría algún deterioro en las condiciones de endeudamiento en el caso corporativo, mientras que en el caso de los bancos esperamos un alza en los índices de riesgo de carteras, continuamos pensando que estos movimientos serían graduales y sobre la base de resultados históricos en algunas industrias. **Nuestros modelos de valorización de spreads están mayormente alineados a los valores de mercado**, por lo que no estimamos grandes cambios en la tendencia. Cabe señalar que la incertidumbre política local se mantiene vigente, lo que podría ocasionar alguna presión en caso de noticias disruptivas. Ante ello, **mantenemos una exposición levemente corta** en este activo.

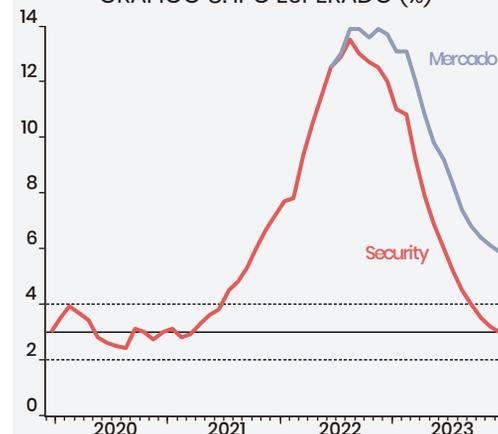
Finalmente, a **nivel de la renta variable local**, manteniendo el perfil de riesgo, se llevará a neutral a SQM por buenos resultados e incorporará Enelchile por su baja valoración de mercado y algo de mejora en el panorama hídrico, esto a cambio de activos que se han mostrado más resilientes (Carteras Accionarias Security Agosto 2022).

GRÁFICO 7: TIPO DE CAMBIO (%)



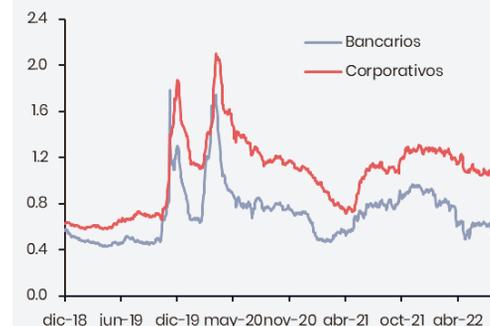
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 8: IPC ESPERADO (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

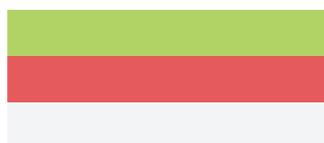
GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Agosto 2022

| | Benchmark | Cartera Agosto | 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% | 0 | 2.5 |
| 0 a 1 año CLP | 2.5% | 0 | 0 |
| 0 a 1 año UF | 2.5% | 0 | 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% | -2.5 | -5 |
| Renta Fija Extranjera | 35% | 0 | 0 |
| Desarrollados | 22.5% | 0 | 0 |
| Money Market | 2.5% | -2.5 | -2.5 |
| Investment Grade | 10% | 2.5 | 2.5 |
| 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 29-07-2022 | YTD | 1 mes | 3 meses | 6 meses | 12 meses | 24 meses |
|--------------------------------------|-------|-------|---------|---------|----------|----------|
| Renta variable (% en dólares) | | | | | | |
| Mundo | -16.5 | 4.5 | -3.6 | -12 | -14 | 13 |
| Desarrollados | -16.1 | 5.3 | -3.1 | -11 | -12 | 17 |
| EE.UU. | -15.7 | 6.7 | -1.8 | -11 | -10 | 23 |
| Eurozona | -24.8 | 1.0 | -8.3 | -21 | -25 | -4 |
| Reino Unido | -8.8 | 0.4 | -5.7 | -10 | -8 | 15 |
| Japón | -16.9 | 4.6 | -0.4 | -13 | -18 | -1 |
| Asia ex Japón* | -9.5 | 2.0 | -6.2 | -4 | -14 | 7 |
| Emergentes | -19.0 | -1.5 | -7.3 | -17 | -23 | -8 |
| Asia | -19.1 | -2.3 | -6.4 | -16 | -23 | -9 |
| China | -18.7 | -7.8 | -1.2 | -16 | -29 | -29 |
| Latinoamérica | -1.0 | 2.0 | -8.9 | -8 | -19 | -1 |
| Brasil | 2.1 | 3.2 | -10.6 | -10 | -27 | -14 |
| México | -9.4 | -1.4 | -5.8 | -4 | -7 | 39 |
| Chile | 14.6 | 7.5 | 3.6 | 3 | 4 | 11 |
| EMEA** | -27.5 | 1.0 | -11.9 | -29 | -27 | -8 |

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)

| | | | | | | |
|----------------------------|-------|------|-------|-----|-----|-----|
| Desarrollados (DXY) | -10.7 | -0.8 | -2.9 | -10 | -15 | -13 |
| Euro | -11.6 | -2.8 | -3.5 | -10 | -17 | -16 |
| Reino Unido | -11.3 | 0.4 | -3.2 | -10 | -15 | -7 |
| Japón | -16.1 | 2.3 | -3.2 | -16 | -22 | -27 |
| Emergentes | -4.4 | -0.4 | -2.1 | -5 | -4 | 3 |
| Argentina | -27.8 | -5.0 | -13.8 | -25 | -36 | -82 |
| Brasil | 7.3 | 0.5 | -4.8 | 2 | -2 | 0 |
| Chile | -6.6 | 2.4 | -6.3 | -13 | -19 | -19 |
| Colombia | -5.3 | -4.1 | -8.3 | -9 | -11 | -16 |
| México | 0.5 | -1.3 | -0.1 | 1 | -3 | 7 |
| Perú | 2.0 | -3.6 | -2.2 | -2 | 0 | -12 |
| China | -6.2 | -0.8 | -1.7 | -6 | -5 | 4 |

* 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 29-07-2022 | Nivel | YTD | 1 mes | 3 meses | 6 meses | 12 meses | 24 meses |
|---|-------|-----|-------|---------|---------|----------|----------|
| Swaps moneda local | | | | | | | |
| EE.UU. | | | | | | | |
| 2 años | 2.9 | 217 | -16 | 20 | 173 | 270 | 277 |
| 10 años | 2.6 | 114 | -45 | -24 | 86 | 137 | 206 |
| Chile | | | | | | | |
| 2 años | 9.3 | 372 | 86 | 148 | 311 | 672 | 874 |
| 10 años | 6.4 | 102 | 4 | 16 | 90 | 224 | 434 |
| Brasil | | | | | | | |
| 2 años | 12.9 | 196 | -25 | 52 | 122 | 501 | 955 |
| 10 años | 12.8 | 211 | -19 | 73 | 146 | 361 | 576 |
| México | | | | | | | |
| 2 años | 8.8 | 143 | -81 | -44 | 131 | 288 | 442 |
| 10 años | 8.1 | 61 | -86 | -83 | 57 | 126 | 256 |
| Alemania 10 años | 0.8 | 100 | -68 | -12 | 81 | 127 | 132 |
| Francia 10 años | 1.4 | 117 | -68 | -9 | 95 | 147 | 156 |
| Italia 10 años | 3.1 | 190 | -35 | 36 | 180 | 249 | 209 |
| España 10 años | 1.9 | 135 | -74 | -6 | 111 | 165 | 158 |
| Reino Unido 10 años | 1.9 | 90 | -50 | -3 | 56 | 130 | 175 |
| Japón 10 años | 0.2 | 11 | -5 | -5 | 1 | 16 | 16 |
| Spreads soberanos USD | | | | | | | |
| Emergentes (EMBIG) | | | | | | | |
| Latam | 520 | 110 | -24 | 71 | 101 | 113 | 1 |
| Brasil | 335 | 18 | -36 | 31 | 6 | 46 | -14 |
| Chile | 223 | 51 | -1 | 20 | 38 | 57 | 9 |
| Colombia | 435 | 65 | -46 | 42 | 44 | 143 | 157 |
| México | 463 | 101 | -32 | 57 | 92 | 88 | -46 |
| Perú | 239 | 57 | -14 | 9 | 42 | 39 | 67 |
| Spreads corporativos USD (puntos base) | | | | | | | |
| Emergentes (CEMBI) | | | | | | | |
| Asia | 407 | 110 | 30 | 79 | 97 | 85 | 49 |
| Europa | 935 | 490 | 27 | 209 | 453 | 540 | 440 |
| Latam | 472 | 113 | 20 | 94 | 101 | 117 | -12 |
| Investment Grade | 299 | 93 | 18 | 56 | 85 | 86 | -21 |
| High Yield | 639 | 140 | 28 | 140 | 126 | 160 | -13 |
| Brasil | 506 | 84 | 7 | 78 | 76 | 104 | -23 |
| Chile | 383 | 128 | 34 | 97 | 121 | 123 | 28 |
| Colombia | 550 | 174 | -8 | 132 | 137 | 192 | 114 |
| México | 378 | 111 | 24 | 70 | 91 | 118 | 10 |
| Perú | 393 | 121 | 51 | 104 | 127 | 87 | -2 |
| HG EE.UU. | 144 | 51 | -9 | 9 | 38 | 59 | 12 |
| HY EE.UU. | 469 | 186 | -80 | 90 | 127 | 171 | -25 |

Fuente: Bloomberg y Estudios Security