



5.6631
9.334
4.25647
7.2235
5.6631

PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios
Septiembre 2022

Mercados continuarán dominados por ciclo de política monetaria en EE. UU.

Resumen

La FED ha seguido priorizando el control de la inflación, manteniendo una postura agresiva, a pesar de la mejor inflación de julio y las perspectivas de que las menores presiones de oferta debiesen ayudar a que esta moderación se siga dando. A este escenario de política monetaria se suma un balance de riesgos para la actividad económica global que sigue complejo ante la situación que enfrenta Europa y nuevos y crecientes ruidos del sector inmobiliario desde China. Así el escenario de un dólar fuerte se afianza, a pesar de estar relativamente internalizado que las economías desarrolladas, incluido EE. UU., enfrentarán una desaceleración de la actividad y una eventual recesión técnica en el mediano plazo.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: Si bien es cierto que hacia fin de año debiésemos seguir viendo inflaciones menores, existen varias señales que hacen pensar en una estabilización de los precios que se da en niveles todavía muy elevados. Ante esto, con una política monetaria que seguiría priorizando el control de la inflación y una FED que ha dado a entender que aspira a un aterrizaje suave de la actividad, pero cuya realización se supedita al control de la inflación, creemos que los riesgos de una recesión causada por la política monetaria son importantes y más evidentes. De todas maneras, seguimos esperando que de darse esta sería más bien suave. Así, vemos un final de año para los mercados que seguiría dominado por el ciclo de política monetaria, lo que justifica moderar aún más el nivel de riesgo, con una posición neutral en el sesgo entre renta variable y renta fija.

RV Desarrollados/Emergentes: El balance de riesgos sigue siendo menos propicio para los mercados emergentes versus desarrollados. El menor apetito por riesgo global se ve exacerbado por el ambiente incierto en China, donde los mayores estímulos anunciados por la autoridad funcionan más bien como una mitigación a la pérdida de impulso general en la actividad, ante la pérdida de dinamismo del sector inmobiliario (y riesgos sistémicos todavía presentes) e incertidumbre por el manejo de la pandemia.

RF Internacional: Mantenemos el sesgo de mayor duración, principalmente como mecanismo de protección ante un escenario de riesgo más negativo para la actividad económica global.

Tipo de Cambio: El tipo de cambio a los actuales \$900 mantiene desvíos en rangos cercanos a 10-15% respecto de la historia, lo que refleja que la incertidumbre se mantiene latente y que el mercado parece tomar cierta posición de cautela frente a un eventual triunfo del Apruebo. Con todo, el resultado del plebiscito debiese definir un cambio de nivel en la paridad USDCLP pero hacia fines de año proyectamos una dinámica del tipo de cambio que seguirá principalmente dominada por los desarrollos externos.

RF Local: La desaceleración de la actividad, que ha seguido dándose, llevaría a una moderación de la tendencia inflacionaria. De esta forma, seguimos previendo una moderación de la inflación más pronunciada que lo implícito en los precios de mercado, y una convergencia al 3% hacia fines de 2023, contrariamente al mercado que prevé un 6,5% a ese plazo. Eso sí, considerando que el domingo será el plebiscito y las probabilidades son muy cercanas al 50% para cada opción (más allá de las encuestas), y la reacción del mercado en el precio de los activos debiese ser en direcciones opuestas según la opción que triunfe, lo razonable desde una perspectiva de portafolio es tomar una posición neutral tanto en monedas como en duración en la renta fija local.

RV Local: Se reducen riesgos y se equilibran a nivel sectorial dado los posibles focos de incertidumbre local, y la configuración más compleja del panorama externo.

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 temores respecto a una contracción de la actividad en EE. UU. se mantienen elevados. La confianza de los negocios disminuyó en agosto, y las señales de enfriamiento en el sector inmobiliario se han seguido dando. Todo esto parcialmente compensado con indicadores de confianza de los consumidores que mejoran levemente, ante señales incipientes de que la inflación se moderaría, respondiendo a la estabilidad observada en el precio de las materias primas (versus los máximos del 2T) y las mejoras en las cadenas de suministro globales. **Con todo, la probabilidad de una recesión en el corto plazo se mantiene elevada, en torno a un 70%, explicada por la todavía elevada inflación, condiciones financieras que se mantienen en niveles restrictivos y niveles de confianza muy bajos** (gráfico 1).

En China, las perspectivas para la actividad se han ajustado a la baja ante la consolidación del menor dinamismo del sector inmobiliario, con un desplome de la confianza de las familias ante las quiebras de un número elevado de desarrolladores que no han podido finalizar sus proyectos. Consecuentemente ha existido una caída importante en los precios de las viviendas en la gran mayoría de las ciudades. Si bien los temas de endeudamiento preocupan no solo en China y esto definitivamente no es un tema solo del último tiempo, **en el caso de China preocupa que los ajustes estructurales en el sector inmobiliario terminen afectando de manera sistémica y con coletazos al resto de las economías emergentes.**

Por último, **los riesgos a la baja para el crecimiento en la Eurozona se han incrementado** ante el shock de energía propiciado por la guerra en Ucrania, que ha generado aumentos importantes en los precios del gas natural (gráfico 2), impactando los ingresos reales disponibles, al mismo tiempo manteniendo la oferta agregada acotada; y con presiones inflacionarias que siguen aumentando. Si bien este riesgo no es sistémico a escala global, como una potencial desaceleración mayor en EE. UU., es un escenario que agrega otro elemento negativo a un balance de riesgos ya cargado a la baja para la actividad global.

En este escenario, **la FED ha seguido priorizando el control de la inflación, manteniendo una postura agresiva,** a pesar de la mejor inflación de julio y las perspectivas de que las menores presiones de oferta (gráfico 3) debiesen ayudar a que esta moderación se siga dando. En la última intervención la FED señaló claramente la necesidad de mantener una postura agresiva por un tiempo adicional ante los riesgos de que la elevada inflación termine modificando las expectativas de largo plazo, por otra parte, se indicó que el buen dato de julio está lejos de ser suficiente para moderar el ritmo y que el mercado laboral probablemente se vería más afectado relajando la postura ahora para luego requerir contraer adicionalmente ante una inflación que no cede. El mercado se ha ajustado a esta expectativa de restricción por más tiempo.

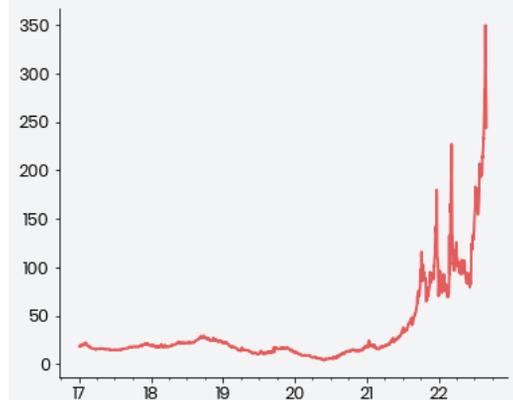
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 1: CONFIANZA CONSUMIDORES EE. UU. (U. MICHIGAN)



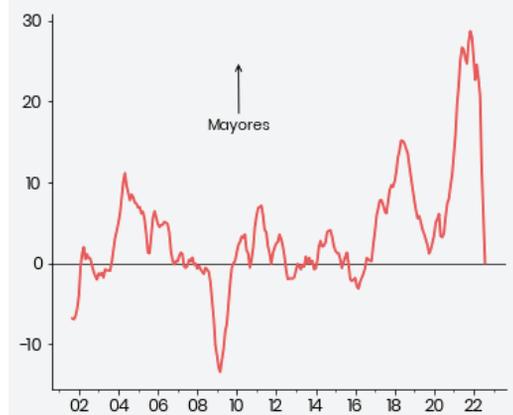
Fuente: U. Michigan y Estudios Security.

GRÁFICO 2: GAS NATURAL EUROZONA (EUR/MWh)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: TIEMPOS DE ENVÍO (PROMEDIO ÍNDICES ENCUESTAS FED REGIONALES)



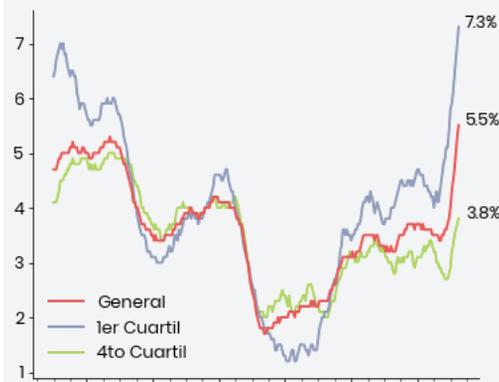
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Respecto a la **inflación**, si bien es cierto que hacia fin de año debiésemos seguir viendo variaciones de precio menores, **existen varias señales que hacen pensar en una estabilización de la inflación que se da en niveles todavía muy elevados**. Las dinámicas de crecimiento de precios en las viviendas y las presiones en el mercado laboral, que todavía muestra señales de mantener un funcionamiento ajustado (gráfico 4), hacen pensar que la inflación más tendencial tardaría un tiempo mayor en ajustarse a la baja. Ante esto, con una política monetaria que seguiría priorizando el control de la inflación y una FED que ha dado a entender que aspira a un aterrizaje suave de la actividad, pero cuya realización se supedita al control de la inflación, creemos que los riesgos de una recesión causada por la política monetaria son importantes y más evidentes. De todas maneras, seguimos esperando que de darse, esta sería más bien suave. **Así, vemos un final de año para los mercados que seguiría dominado por el ciclo de política monetaria, lo que justifica moderar aún más el nivel de riesgo, con una posición neutral en el sesgo entre renta variable y renta fija.**

Por otro lado, el balance de riesgos sigue siendo menos propicio para los mercados emergentes versus desarrollados. El menor apetito por riesgo global se ve exacerbado por el ambiente incierto en China, donde los mayores estímulos anunciados por la autoridad funcionan más bien como una mitigación a la pérdida de impulso general (gráfico 5). En particular, la debilidad del sector inmobiliario impacta negativamente a los ingresos de los gobiernos locales ante las menores ventas de terrenos, por lo que el mayor estímulo fiscal compensa en parte estos menores ingresos pero no logra llevar la economía a una posición ventajosa en el escenario mundial. Ante esto, **mantenemos un sesgo positivo en mercados desarrollados, particularmente en EE. UU. que se posiciona con una economía más resiliente en términos relativos a la Eurozona o Japón. Por su parte, en mercados emergentes mantenemos la posición corta en Asia y Chile. En el primer caso, vemos no del todo incorporados los riesgos a la baja en la actividad para este y el próximo año; y en Chile, un IPSA a niveles de 5400 puntos está por sobre lo que sería una valorización acorde con los fundamentales de mediano plazo estimados.**

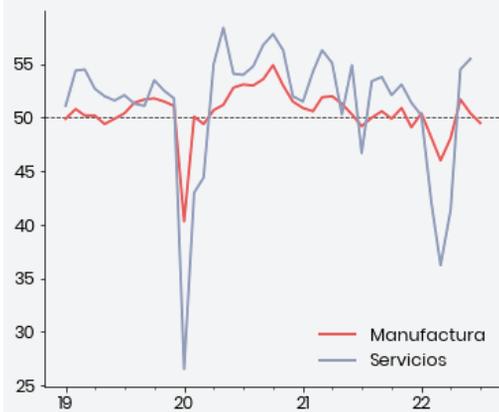
En la renta fija internacional mantenemos el sesgo de mayor duración, principalmente como mecanismo de protección ante un escenario de riesgo más negativo para la actividad económica global. Si bien es cierto que una política monetaria que seguiría con una postura agresiva mantendría las tasas presionadas, vemos más difícil que esto se traspase a tasas de largo plazo que suben importantemente, principalmente por expectativas de tasa Fed Funds que ya están cercanas al 4% (gráfico 6) y señales de recesión para los próximos años elevadas.

GRÁFICO 4: SALARIOS EE.UU., POR NIVEL DE INGRESOS (% A/A, MEDIA MÓVIL 12 M)



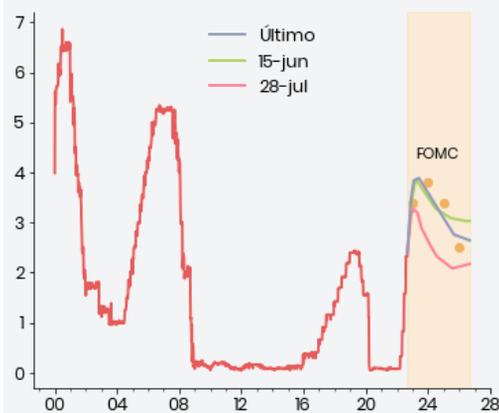
Fuente: FED de Atlanta y Estudios Security.

GRÁFICO 5: PMI's (CAIXIN/MARKIT) CHINA



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: FED FUNDS (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

A nivel local, las cifras conocidas a julio ratificaron el escenario de **desaceleración de la actividad económica**, bastante generalizada por sectores, la cual -acorde a nuestras proyecciones- **continuaría en los próximos meses**, acentuando la moderación del consumo privado. **Dicha caída del gasto llevaría a una moderación de la tendencia inflacionaria**, que alcanzó su peak de 1,5% en marzo y si bien se ha moderado en los últimos meses, lo ha hecho de manera muy gradual (gráfico 7), registrando un 1% en julio. Dichos registros son muy elevados en términos históricos, incluso comparados con el último proceso inflacionario (2008).

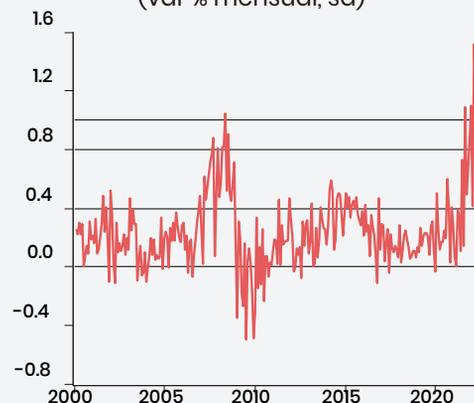
De esta forma, seguimos previendo una moderación de la inflación más pronunciada que lo implícito en los precios de mercado (gráfico 8), y una convergencia al 3% hacia fines de 2023, contrariamente al mercado que prevé un 6,5% a ese plazo.

Eso sí, considerando que el domingo **será el plebiscito y las probabilidades son muy cercanas al 50% para cada opción** (más allá de las encuestas), y la reacción del mercado en el precio de los activos (tipo de cambio, tasas de interés) debiese ser en direcciones opuestas según la opción que triunfe, **lo razonable desde una perspectiva de portafolio es tomar una posición neutral tanto en monedas como en duración en la renta fija local.**

En **renta fija corporativa**, por un lado, a principios de agosto **se materializaron mayores emisiones corporativas**, respondiendo mayormente al cierre de operaciones previo al Plebiscito de septiembre, aprovechando la mayor demanda por institucionales que se había observado en los últimos meses. Pero, por otra parte, desde la segunda quincena **se observaron aumentos de spreads** (gráfico 9), en particular en categorías más líquidas (de menor riesgo) que podría estar vinculado al cierre de posiciones esperando estos resultados, o a nuevos focos de incertidumbre que inyectan reformas como la tributaria o una discusión constitucional posterior. Frente a modelos de valorización de spreads que reflejan algún espacio de reversión al incorporar las recientes alzas, y un escenario abierto en estas elecciones, **optamos por una exposición neutral en esta clase de activo**, pues podría beneficiarse con mayor actividad frente a un mayor optimismo en el mercado o actuar como refugio en caso que aumentaran los ruidos regulatorios.

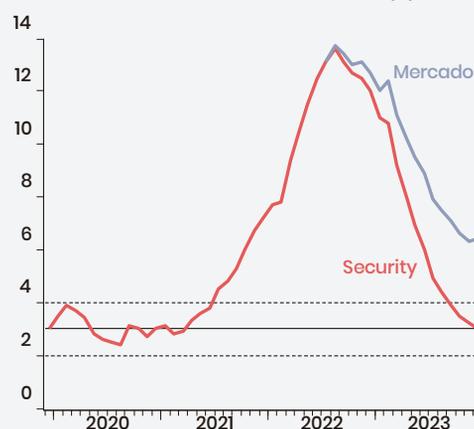
Además de la configuración más compleja en el escenario externo, a nivel local seguirá primando el factor político, independiente del resultado del plebiscito. Por ello, **a nivel de renta variable local**, reducimos riesgos y los equilibramos a nivel sectorial. Para ello, bajamos la exposición en los sectores bancario y consumo, elevándola en forestal ([Carteras Accionarias Security Septiembre 2022](#)).

GRÁFICO 7: TENDENCIA INFLACIONARIA
(var % mensual, sa)



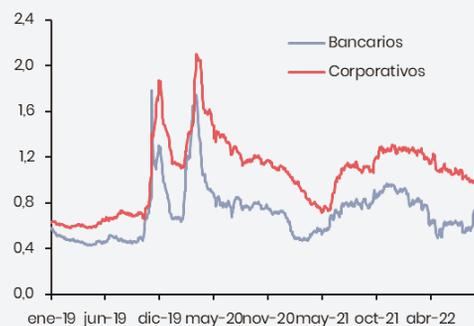
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 8: IPC ESPERADO (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

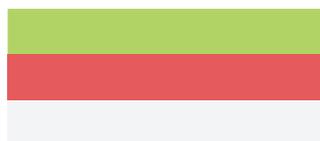
GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Septiembre 2022

	Benchmark	Cartera Septiembre	Cartera anterior
Renta Variable	40%	0	5
Renta Fija	60%	0	-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	0.0
0 a 1 año CLP	2.5%	0	0
0 a 1 año UF	2.5%	0	0.0
Gobierno Nominal	7.5%	0	2.5
1 a 3 años	5%	0	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%	0	-2.5
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 (%)

Al 31-08-2022	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	-18.3	-3.4	-5.5	-12	-17	5
Desarrollados	-18.1	-3.8	-5.2	-11	-16	8
EE.UU.	-17.3	-3.1	-3.3	-10	-14	12
Eurozona	-27.8	-6.3	-12.9	-20	-29	-9
Reino Unido	-12.4	-6.0	-10.7	-13	-10	10
Japón	-18.6	-4.7	-5.1	-13	-20	-6
Asia ex Japón*	-11.0	-3.0	-6.7	-8	-15	1
Emergentes	-19.4	-0.2	-7.9	-15	-24	-10
Asia	-19.9	-0.4	-7.6	-15	-24	-12
China	-21.3	0.3	-5.2	-16	-30	-34
Latinoamérica	2.7	3.0	-11.2	-9	-13	13
Brasil	8.8	5.2	-10.3	-8	-15	5
México	-12.4	-2.2	-13.0	-12	-14	37
Chile	21.3	4.7	-5.2	8	6	27
EMEA**	-27.1	-1.1	-7.5	-21	-29	-6

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)

Desarrollados (DXY)	-13.6	-3.1	-6.8	-12	-17	-18
Euro	-13.1	-2.2	-6.5	-12	-17	-18
Reino Unido	-16.4	-5.5	-8.3	-15	-18	-15
Japón	-20.4	-5.2	-7.8	-20	-26	-32
Emergentes	-5.6	-1.2	-3.8	-5	-6	1
Argentina	-35.0	-5.2	-15.4	-29	-42	-87
Brasil	6.7	-0.3	-9.5	-1	-1	5
Chile	-6.0	-0.6	-9.2	-13	-16	-16
Colombia	-8.8	-3.5	-17.5	-12	-18	-18
México	1.6	1.1	-2.3	1	0	8
Perú	3.7	1.1	-3.8	-2	6	-9
China	-8.5	-1.7	-3.4	-9	-7	0

* 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 31-08-2022	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	3.4	272	54	91	202	324	332
10 años	3.1	163	53	29	129	183	244
Chile							
2 años	9.7	419	52	190	230	665	917
10 años	6.5	109	12	42	72	205	432
Brasil							
2 años	12.2	128	-68	-34	36	323	856
10 años	12.1	133	-78	-30	42	166	440
México							
2 años	9.6	220	80	52	163	374	505
10 años	8.7	121	67	26	84	182	287
Alemania 10 años	1.5	172	77	42	138	192	195
Francia 10 años	2.2	196	83	52	152	219	227
Italia 10 años	3.9	265	91	76	213	313	279
España 10 años	2.7	217	89	51	159	240	236
Reino Unido 10 años	2.8	184	101	73	141	219	250
Japón 10 años	0.2	16	4	-2	3	20	18
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)	438	98	-27	41	16	113	39
Latam	516	106	-9	67	66	123	22
Brasil	317	0	-24	8	-18	22	-11
Chile	229	57	3	37	13	73	31
Colombia	453	83	9	90	47	163	182
México	455	92	-14	53	56	86	-22
Perú	236	55	-8	27	10	46	71
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)	376	61	-39	24	-21	68	-1
Asia	373	75	-34	33	29	70	33
Europa	827	382	-99	5	-743	439	361
Latam	426	67	-43	26	26	84	-15
Investment Grade	258	52	-41	6	5	61	-24
High Yield	588	89	-44	54	57	133	-2
Brasil	466	45	-35	27	11	71	-32
Chile	332	77	-51	18	34	79	16
Colombia	513	137	-32	76	62	161	108
México	351	84	-26	19	35	106	16
Perú	315	43	-75	9	14	12	-18
HG EE.UU.	140	48	-3	10	18	54	11
HY EE.UU.	484	201	20	78	125	196	7

Fuente: Bloomberg y Estudios Security