



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Octubre 2022

El endurecimiento de la política monetaria en EE. UU. mantiene los mercados en tensión

Resumen

A nivel global la amenaza de que la inflación no ceda se mantiene elevada tras la sorpresa al alza del registro de IPC subyacente de EE.UU. en agosto. Ante esto, el endurecimiento de la política monetaria de los bancos centrales de países desarrollados (excluyendo Japón) ha ido creciendo en el último mes, con señales de alzas futuras ante el escenario de riesgo actual. A este panorama de política monetaria más agresiva se suma un entorno externo más deteriorado, encauzado por la crisis energética que enfrenta Europa y la depreciación del yuan (USDCNY).

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: La agresiva postura de la FED, y la sostenida incertidumbre sobre la inflación en el último mes, han contribuido a exacerbar el deterioro del escenario externo, y el menor apetito por riesgo global. Para el corto plazo, el panorama de riesgos nos inclina a mantener una postura neutral respecto del portafolio de referencia entre renta variable y renta fija global, en particular ante los retornos negativos de ambas clases de activos en lo más reciente. La clave será la dinámica de caída en la tasa de inflación subyacente en los próximos meses en EE.UU. A mayor caída, mayor chance de ver una recuperación en ambas clases de activos, en especial en acciones en EE.UU. y renta fija internacional de más largo plazo.

RV EE.UU./Resto del Mundo: El balance de riesgos se torna menos propicio para los mercados emergentes y Eurozona versus EE.UU. Por un lado, los escenarios de riesgo para la economía China, en particular la depreciación de su moneda en el último mes, acompañando esta vez la apreciación global del dólar, pone presión relevante sobre precios de metales y energía. Respecto de la Eurozona, si bien la caída en el apetito por riesgo debiera afectar a todas las regiones, la combinación de política monetaria restrictiva, presiones sobre el gasto público y los riesgos sobre el suministro de energía hacia 2023 ponen mayores presiones en esta región. Ante esto, mantenemos un sesgo positivo en EE. UU. que se posiciona con una economía más resiliente dado las últimas señales. Por su parte, en mercados emergentes mantenemos la posición corta en Asia, y en mercados desarrollados agregamos sesgo negativo en Eurozona.

RF Internacional: Se reduce la exposición a los bonos de alta calidad y mayor duración ante un panorama con riesgos de inflación elevados, en medio de cierto alivio en las valorizaciones, luego del significativo shock registrado en septiembre (tasa del tesoro a 10 años acercándose al 4% en el peak del mes, 75pb de alza en el periodo).

Tipo de Cambio: Si bien se mantiene el riesgo de una apreciación adicional del dólar global en el más corto plazo, hacia el cierre del año se despejaría parte de este factor, en la medida que la inflación mensual ceda. Así, nuestro escenario base considera un tipo de cambio de \$950 al cierre de este año, mientras que a largo plazo convergería a \$900, coherente con una leve recuperación de los términos de intercambio y reversión del dólar a nivel global.

RF Local: Reafirmamos las perspectivas de moderación en la actividad económica, que no solo se agudizaría hacia fin de año, sino que se prolongaría hacia 2023. A su vez, ratificamos que la caída del gasto interno moderaría la variación del IPC el próximo año por debajo del 5,4% implícito en los precios. Asimismo, las expectativas a plazos más largos siguen sin converger a la meta, reflejando un castigo que debería normalizarse en los próximos meses.

RV Local: Bajamos levemente la exposición en mercado externo, con foco en mercado local y de perfil más defensivo en caso de mayor volatilidad externa, dado la configuración en el escenario externo más desfavorable, y el panorama local algo más benigno.

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

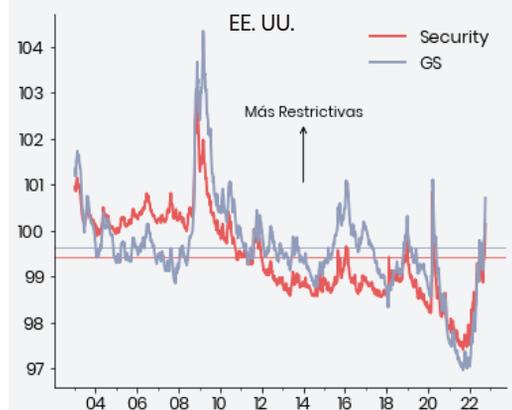
En EE.UU. los indicadores continúan apuntando hacia una desaceleración, lejos aún de un escenario de recesión severa. Las últimas encuestas de negocio y algunas señales en el sector inmobiliario evidencian que el debilitamiento de la economía va en línea con periodos anteriores de desaceleración ordenada de la economía. Adicionalmente, indicadores de confianza y de consumo muestran que los consumidores se encuentran algo más optimistas ante la caída en el precio de los commodities y un mercado laboral aún sólido. **Sin embargo, la probabilidad de una recesión en el corto plazo se mantiene elevada**, en torno a un 75%, explicada por la fuerte inercia de la inflación, condiciones financieras que se han vuelto aún más restrictivas (gráfico 1), y niveles de confianza que si bien han mejorado continúan en niveles muy débiles según una perspectiva histórica.

Si bien en China algunos datos han dado luces de una incipiente recuperación en la actividad económica y se ha visto una suavización en las restricciones, estas no son suficientes para atenuar las preocupaciones relacionadas con el **estrés del sector inmobiliario que han causado una importante corrección a la baja en el mercado de la vivienda que probablemente perdure hacia el mediano plazo**, afectando la riqueza de los hogares. Asimismo, las peores perspectivas de sus socios comerciales seguirán debilitando las exportaciones. Con todo, la depreciación del USDCNY, producto de la brecha que ha generado la política monetaria en EE.UU., mantendría la presión a mediano plazo sobre los mercados de commodities y monedas emergentes expuestas a estos.

Por último, **en la Eurozona los riesgos a la baja para el crecimiento se han incrementado** a pesar del anuncio de la Comisión Europea para compensar el impacto de los altos precios de energía. La caída en los indicadores de confianza de negocios y consumidores (gráfico 2), la reducción de los flujos de gas natural provenientes de Rusia, la posibilidad de un invierno frío y un Banco Central aun más restrictivo siguen adelantando una inminente y severa recesión.

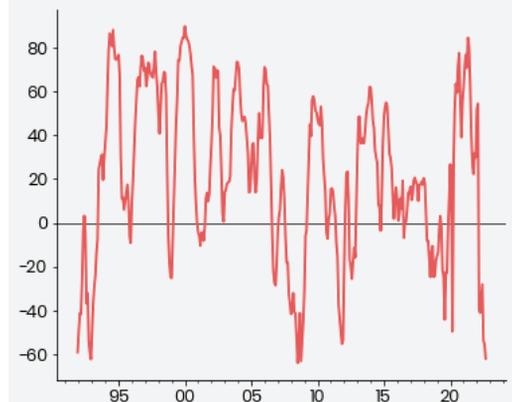
A nivel global la amenaza de que la inflación no ceda se mantiene muy elevada tras la sorpresa al alza del aumento del IPC subyacente de EE.UU. en agosto. Los detalles del informe de inflación en esa economía mostraron que su composición ha rotado cada vez más a **categorías que tienen históricamente inflaciones más persistentes y rígidas**, como por ejemplo la inflación de viviendas (gráfico 3), sugiriendo que está se moderará con cierta lentitud y que posiblemente sean más difíciles de controlar por parte de la FED. En este escenario, **el endurecimiento de la política monetaria de los bancos centrales de países desarrollados (excluyendo Japón) ha ido creciendo en el último mes**, con señales de alzas futuras ante el escenario de riesgo actual.

GRÁFICO 1: CONDICIONES FINANCIERAS



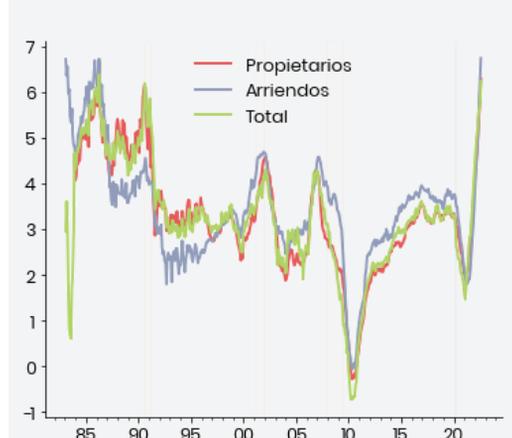
Fuente: Bloomberg, Goldman Sachs y Estudios Security.

GRÁFICO 2: EXPECTATIVA DE CRECIMIENTO ECONÓMICO ALEMANIA



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: IPC VIVIENDAS EE.UU. (%y/y)



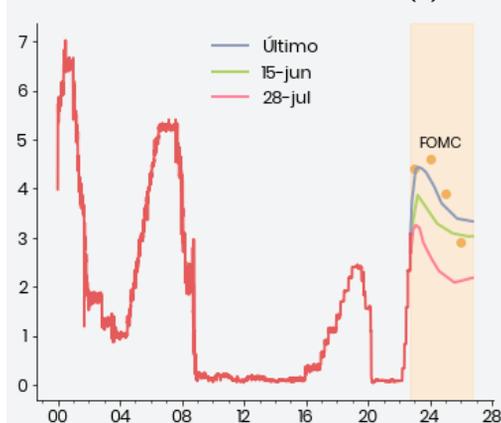
Fuente: FRED y Estudios Security.

En específico, en la reunión de septiembre la **FED reforzó una postura más restrictiva** tras aumentar la TPM en 75 pb junto con un mensaje que reitera que hará lo que sea necesario para controlar la inflación, y una ruta de tasas proyectadas más agresiva, donde el escenario base pasó de 3,4% a 4,4% de tasa de referencia para finales de este año, y de 3,8% a 4,6% para finales del 2023 (gráfico 4). La agresiva postura de la FED, y la fuerte incertidumbre de la inflación, han contribuido a exacerbar el **deterioro del escenario externo**, y el **menor apetito por riesgo global**.

Para el corto plazo, el panorama de riesgos nos inclina a mantener una postura neutral respecto del benchmark (portafolio de referencia) entre renta variable y renta fija global, en particular ante los retornos negativos de ambas clases de activos en lo más reciente. La clave será la dinámica de caída en la tasa de inflación subyacente en los próximos meses en EE.UU. A mayor caída, mayor chance de ver una recuperación en ambas clases de activos, en especial en acciones en EE.UU. y renta fija internacional de más largo plazo. **Por otro lado, el balance de riesgos se torna menos propicio para los mercados emergentes y Eurozona versus EE.UU.** Por un lado, los escenarios de riesgo para la economía China, en particular la depreciación de su moneda en el último mes (gráfico 5), acompañando esta vez la apreciación global del dólar, pone presión relevante sobre precios de metales y energía. Economías como Chile, son de las más expuestas a este escenario, lo que explica en buena medida las caídas de precios de activos locales. Respecto de la Eurozona, si bien la caída en apetito por riesgo debiera afectar a todas las regiones, la combinación de política monetaria restrictiva, presiones sobre el gasto público y los riesgos sobre el suministro de energía hacia 2023 ponen mayores presiones en esta región. Ante esto, **mantenemos un sesgo positivo en EE. UU. que se posiciona con una economía más resiliente dado las últimas señales.** Por su parte, en mercados emergentes mantenemos la posición corta en Asia, y en mercados desarrollados agregamos sesgo negativo en Eurozona.

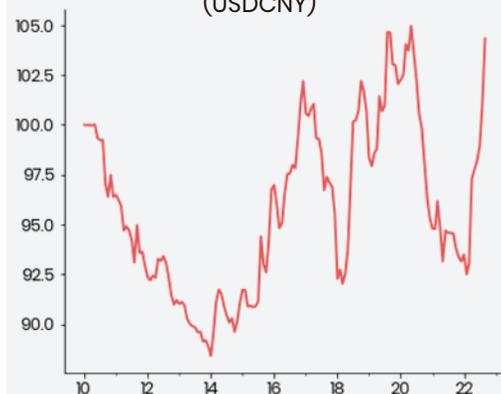
En la renta fija internacional, se reduce la exposición a los bonos de alta calidad y mayor duración, que habíamos incorporado como protección ante un deterioro del panorama macro. La presión al alza por el mensaje más restrictivo de la FED tendió a moderarse en los últimos días donde la tasa del bono de EE. UU. A 10 años retrocede desde 4% a 3,7% (gráfico 6), lo que a nuestro juicio entrega una ventana de salida para esta clase de activo. Dado que los riesgos de inflación se mantienen latentes para el corto plazo, preferimos tomar esta opción y retomar la posición en renta fija internacional de menor duración, la que debiera dar protección al portafolio de cara al cierre del año.

GRÁFICO 4: FED FUNDS EE.UU (%)



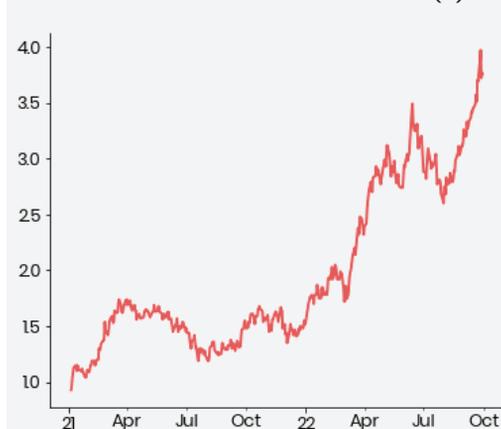
Fuente: FRED y Estudios Security.

GRÁFICO 5: TIPO DE CAMBIO CHINA (USDCNY)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: TASA 10 AÑOS EE. UU. (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

A nivel local, los antecedentes disponibles del tercer trimestre han ratificado la desaceleración de la actividad económica, lo que en un contexto actual de significativo deterioro de las condiciones financieras externas, nos lleva a reafirmar que dicha moderación no solo se agudizaría hacia fin de año, sino que se prolongaría hacia 2023.

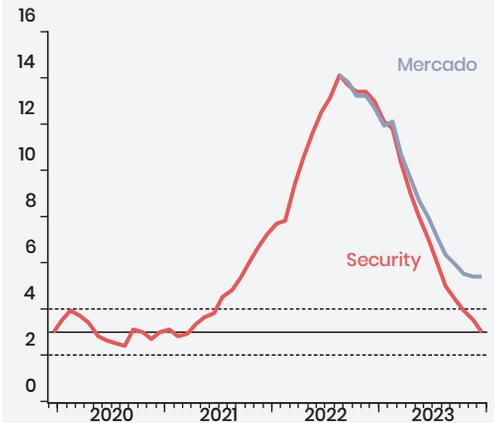
A su vez, también nos lleva a ratificar nuestra visión respecto a que la caída del gasto interno moderaría la variación del IPC durante el próximo año hacia 3%, nivel muy por debajo del 5,4% implícito en los precios de mercado (gráfico 7). Asimismo, las expectativas de inflación a plazos más largos siguen sin converger a la meta de 3% (gráfico 8), reflejando un castigo excesivo a nuestro juicio, por lo que debería normalizarse en los próximos meses.

De esta forma, retomamos la sugerencia de subponderar los papeles reajustables y sobreponderar los papeles nominales -ambos de mediano plazo- en la cartera de renta fija local.

En renta fija corporativa, hemos observado algún rebote en términos de spreads, en particular de categorías de mejor clasificación (gráfico 9), aunque han sido movimientos acotados no sólo en términos históricos sino también al considerar la volatilidad que ha primado en otros activos financieros en el último mes. Lo anterior, y probablemente la menor incertidumbre que se percibe tras conocerse el resultado del Plebiscito de salida, ha implicado un aumento efectivo en las emisiones locales, bancarias y corporativas, e interés de participar de compañías ausentes del mercado por tiempo prolongado. No obstante, los resultados del 2T22 confirmaron nuestras expectativas de leve deterioro en las condiciones de deuda y liquidez de una muestra de compañías, pero que probablemente continúe gradualmente en la segunda mitad del año. Lo anterior se suma a expectativas algo adversas para activos en UF, por lo que optamos por reducir levemente la exposición en esta clase de activo.

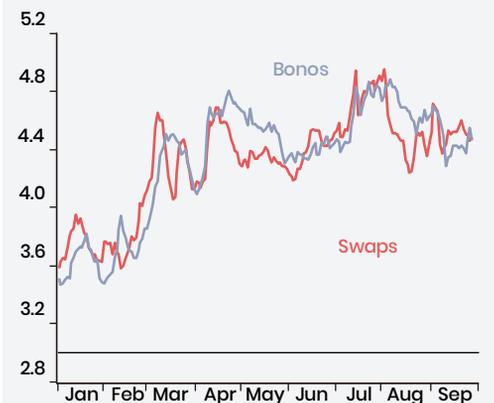
Aunque la nueva configuración en el escenario externo resulta desfavorable para mercados emergentes, creemos que a nivel local (mercado que ha mantenido un castigo idiosincrático relevante desde oct-19) el panorama puede verse algo más benigno. Además, ante valorizaciones excesivamente bajas actualmente, es probable que el descenso en resultados no aleje a la bolsa local de rangos de inversión atractivos. Con todo, a nivel de renta variable local, bajamos levemente la exposición en mercado externo a través de Copec (-1pp), a cambio de un alza en Enelchile (+1pp), con foco en mercado local y de perfil más defensivo en caso de mayor volatilidad externa. En la misma línea, excluimos de la cartera fundamental a Vapores, frente a un comercio internacional que seguiría frenándose, a cambio de Andina-B (+3pp), en busca de potenciar nuestra preferencia por consumo básico. (Carteras Accionarias Security Octubre 2022).

GRÁFICO 7: IPC ESPERADO (%)



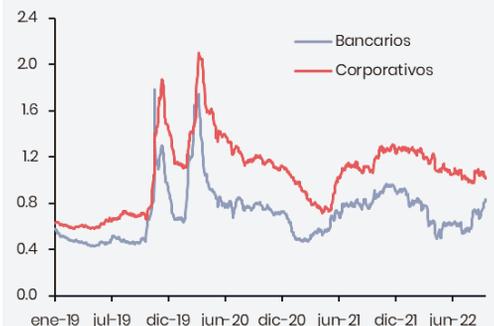
Fuente: INE, ICAP y Estudios Security.

GRÁFICO 8: COMPENSACIÓN INFLACIONARIA (10 años, %)



Fuente: Bloomberg, Riskamerica y Estudios Security.

GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Octubre 2022

	Benchmark	Cartera Octubre	Cartera anterior
Renta Variable	40%	0	0
Renta Fija	60%	0	0
Renta Variable Extranjera	80%	0	2.5
Desarrollados	48%	2.5	5
EE.UU.	28%	5	5
Europa	12%	-2.5	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%	0	-2.5
Renta Fija Nacional	65%	0	0
Caja	5%	0	0
0 a 1 año CLP	2.5%	0	0
0 a 1 año UF	2.5%	0	0
Gobierno Nominal	7.5%	2.5	0
1 a 3 años	5%	0	0
Más de 3 años	2.5%	2.5	0
Gobierno UF	7.5%	-2.5	0
1 a 3 años	5%	0	0
Más de 3 años	2.5%	-2.5	0
Corporativos	45%	0	0
Renta Fija Extranjera	35%	0	0
Desarrollados	22.5%	0	0
Money Market	2.5%	0	-2.5
Investment Grade	10%	0	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 30-09-2022	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	-26.7	-10.3	-7.3	-23	-22	-2
Desarrollados	-26.4	-10.1	-6.6	-23	-21	0
EE.UU.	-25.7	-10.1	-5.1	-23	-18	5
Eurozona	-34.7	-9.5	-11.0	-27	-32	-14
Reino Unido	-21.5	-10.4	-12.4	-23	-17	4
Japón	-27.9	-11.4	-8.6	-22	-31	-17
Asia ex Japón*	-21.7	-12.0	-10.3	-24	-22	-5
Emergentes	-28.9	-11.8	-12.5	-24	-30	-19
Asia	-30.2	-12.8	-14.7	-24	-31	-23
China	-32.6	-14.3	-23.2	-23	-37	-42
Latinoamérica	-3.5	-6.1	0.7	-23	-8	12
Brasil	1.9	-6.3	4.1	-24	-7	6
México	-14.7	-2.6	-6.1	-21	-10	32
Chile	3.8	-15.4	-1.8	-15	-2	14
EMEA**	-34.0	-9.5	-6.3	-23	-36	-13

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)	-17.2	-3.1	-7.1	-15	-19	-19
Euro	-16.1	-2.0	-6.7	-14	-18	-20
Reino Unido	-21.3	-4.2	-8.7	-18	-21	-16
Japón	-25.7	-4.2	-6.5	-19	-30	-37
Emergentes	-8.9	-3.1	-4.7	-10	-8	-3
Argentina	-43.4	-6.3	-17.7	-33	-49	-93
Brasil	3.8	-5.0	-2.7	-12	1	5
Chile	-14.4	-9.2	-5.2	-23	-19	-24
Colombia	-13.3	-4.2	-11.0	-23	-21	-20
México	1.7	0.2	0.0	-1	2	9
Perú	0.4	-4.1	-4.2	-7	4	-11
China	-12.1	-2.9	-6.3	-12	-10	-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 30-09-2022	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	4.2	348	74	128	188	392	408
10 años	3.8	231	70	83	145	228	313
Chile							
2 años	10.3	476	46	190	307	597	967
10 años	6.9	147	30	52	83	148	460
Brasil							
2 años	11.8	83	-58	-125	-19	198	762
10 años	11.8	107	-29	-105	14	69	351
México							
2 años	10.1	280	53	65	138	374	565
10 años	9.2	167	42	31	93	176	334
Alemania 10 años	2.1	229	59	75	146	230	264
Francia 10 años	2.7	253	59	77	165	257	297
Italia 10 años	4.5	329	69	112	239	362	362
España 10 años	3.3	272	58	74	175	284	304
Reino Unido 10 años	4.1	312	137	183	246	315	388
Japón 10 años	0.2	17	2	1	2	17	23
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)	488	147	51	13	95	152	79
Latam	570	160	54	26	162	160	84
Brasil	322	5	5	-54	32	7	-23
Chile	245	73	17	22	69	76	43
Colombia	491	121	43	19	144	174	212
México	509	147	55	15	149	134	-5
Perú	271	89	35	20	84	77	90
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)	411	95	31	18	15	94	25
Asia	403	105	25	36	55	86	54
Europa	825	379	-3	-113	-1107	431	355
Latam	470	111	45	7	106	126	23
Investment Grade	302	96	45	14	77	106	17
High Yield	635	137	49	7	148	174	28
Brasil	520	98	56	8	105	114	20
Chile	381	126	51	24	114	135	60
Colombia	602	225	100	34	200	248	179
México	385	98	16	6	71	120	31
Perú	356	84	41	0	98	70	20
HG EE.UU.	159	67	19	4	43	75	23
HY EE.UU.	552	269	74	-16	228	263	35

Fuente: Bloomberg y Estudios Security