



5.6631
9.334
4.25647
7.2235
5.6631

PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Noviembre 2022

Renta Fija gana peso ante mayor riesgo de recesión.

Resumen

A nivel global, es cada vez más probable que el escenario inflacionario mejore. La desaceleración de la demanda es cada vez más evidente, y la política monetaria restrictiva continuaría contrayéndola. Por otra parte, la evidencia indica que el shock de oferta se ha ido disipando de manera relevante. Así, en términos del actuar de los bancos centrales, tras los aumentos relevantes en las tasas de política monetaria llevados a cabo durante el último tiempo, es factible pensar en una moderación del ritmo de ajuste, ante las señales de que lo peor del escenario inflacionario estaría quedando atrás y de la mayor evidencia de que el retiro de la liquidez está empezando a tener efectos en la actividad económica.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: Las peores perspectivas para la actividad económica apuntan a resultados de las compañías que se debiesen ajustar a la baja en los próximos trimestres, lo que no estaría del todo reflejado en los precios actuales de los índices bursátiles, a pesar de las caídas importantes año a la fecha. Estas caídas serían resultado principalmente de los efectos de mayores tasas de descuento. Por otra parte, en el pasado, los aumentos de las tasas base han sido guiados por el sesgo de la postura de política monetaria. Así, ante una probabilidad mayor de estar cerca de este punto, los escenarios donde las tasas suben para alcanzar nuevos máximos van perdiendo probabilidad. Si bien también es esperable que una FED menos agresiva funcione como un soporte para los activos de riesgo, esto sería contrarrestado por el peor escenario de actividad que seguiría materializándose. Con esto, se vuelve óptimo reducir la ponderación de la renta variable a favor de la renta fija.

RV EE.UU./Resto del Mundo: El balance de riesgos continúa menos propicio para los mercados emergentes y Eurozona versus EE.UU. Por un lado, en China, si bien las cifras del PIB del tercer trimestre mostraron una recuperación, las señales entregadas en el último congreso del partido comunista mantienen las dudas en torno a los riesgos de corto plazo. Respecto de la Eurozona, el panorama para la actividad se mantiene negativo, con riesgos a la baja que vienen del shock energético y de la evolución de la guerra. Ante esto, mantenemos un sesgo positivo en EE. UU. y la posición corta en Asia y Eurozona.

RF Internacional: Las perspectivas apuntan a que estaríamos cerca del techo de las tasas, ante la cercanía del punto de inflexión en la postura de política monetaria de la FED. No obstante, los riesgos de nuevos aumentos en las tasas se mantienen, ante posibles sorpresas adicionales en la inflación, por lo que mantenemos una posición neutral en duración.

Tipo de Cambio: La depreciación del USDCLP está en línea con el movimiento de las variables financieras externas, dólar y tasas de interés, precios de materias primas y primas por riesgo. Seguimos estimando un premio del orden de 10% respecto a los parámetros históricos, castigo que se mantendría en ese nivel durante 2023. La apreciación esperada viene de una visión respecto a que el dólar global habría llegado a su *peak* en los niveles actuales, y se debilitaría gradualmente a partir de fines de este año o principios del próximo.

RF Local: Los factores detrás de la desaceleración siguen plenamente vigentes, los que nos hace prever que la moderación se agudizaría y prolongaría hacia 2023, con una caída del gasto interno que impulsaría a la baja la variación interanual del IPC de manera más rápida que lo previsto por el mercado, la que en todo caso ha venido disminuyendo.

RV Local: Mantenemos la cartera sin cambios. El foco esencial continúa siendo capturar valorizaciones atractivas, pero en sectores que enfrentarían de mejor forma la menor demanda interna, moderando nuestra exposición a firmas dependientes del sector 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

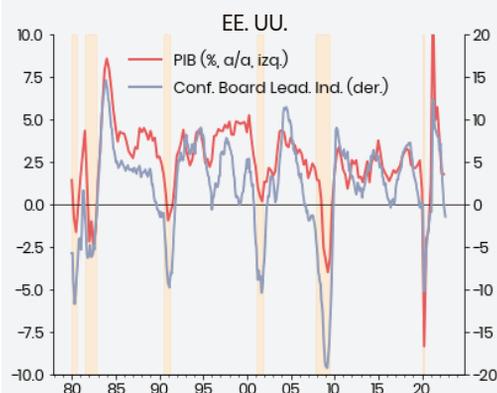
María José Castro D.
Economista
maria.castrod@security.cl

La anticipada desaceleración de la economía en EE. UU. se ha ido evidenciando en los datos. Aun cuando las cifras del PIB para el 3T del año mostraron un crecimiento mejor al de los dos primeros trimestres, estas están apoyadas por un balance externo que rebota a terreno positivo, ante las menores importaciones, lo que no es más que un reflejo de la pérdida de fuerza en la demanda agregada, que también se ha ido evidenciando en las peores perspectivas a nivel empresarial y la menor actividad en el sector inmobiliario. En este último caso, el fuerte deterioro de las condiciones de financiamiento hipotecario ha llevado a una disminución de la confianza a niveles cercanos al 2008, menores ventas y construcción de viviendas, así como caídas importantes en el precio de estas en lo más reciente. En general, la probabilidad de una recesión en EE. UU. en el corto plazo ha aumentado y los indicadores líderes han mostrado más patentemente que el fin del ciclo de expansión de la economía habría llegado (gráfico 1). **De todos modos, esta desaceleración, en términos de magnitud, sigue alineada con la de episodios anteriores y se da con un mercado del trabajo que sigue funcionando de manera robusta** (gráfico 2).

Asimismo, **en la Eurozona el panorama para la actividad se mantiene negativo**, con riesgos a la baja que vienen del shock energético y de la evolución de la guerra. Si bien en el último mes algo ha disminuido la probabilidad de un escenario de desabastecimiento más grave, el potencial impacto de este escenario se asemeja a lo vivido en la crisis financiera, lo que mantiene la confianza de consumidores e inversores en torno a los mínimos históricos. Finalmente, **en China, aun cuando las cifras del PIB del tercer trimestre mostraron una recuperación, las señales entregadas en el último congreso del partido comunista mantienen las dudas en torno a los riesgos de corto plazo: 1. cómo seguiría impactando el manejo restrictivo de la pandemia; y 2. el efecto en la actividad para el próximo año del menor dinamismo del sector inmobiliario** (gráfico 3). En esto último, el impacto viene también por el límite que impone a estímulos adicionales por parte de los gobiernos locales, ante las menores ventas de terrenos. De todos modos, y quizás de una relevancia mayor, las expectativas para los años siguientes se enredan, ante el aparente cambio en el manejo de la economía al que apuntarían las autoridades, con un sentido de desarrollo con objetivos más generales, versus la búsqueda de un crecimiento determinado. **Así, creemos que sigue siendo óptimo preferir EE. UU. por sobre Europa y Asia Emergente dentro de la renta variable.**

Por otra parte, **la inflación global se mantiene elevada** en los últimos registros y siguen las señales de que esta podría continuar con una alta persistencia, dada las variaciones de precios elevadas en arriendos y salarios. En el primer caso, el componente arriendos del IPC ha demostrado reaccionar con lentitud a los cambios en precios de viviendas en el pasado; y en el segundo, las variaciones elevadas de los salarios reflejan en parte

GRÁFICO 1: PIB E INDICADORES LEADING



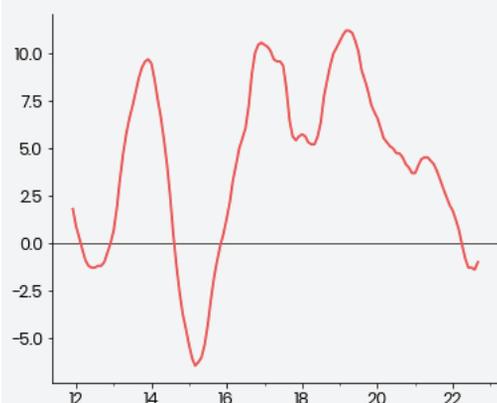
Fuente: Bloomberg, FRED y Estudios Security.

GRÁFICO 2: ISM MANUFACTURA EE. UU (PUNTOS)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: PRECIO PROPIEDADES CHINA (A/A, %)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

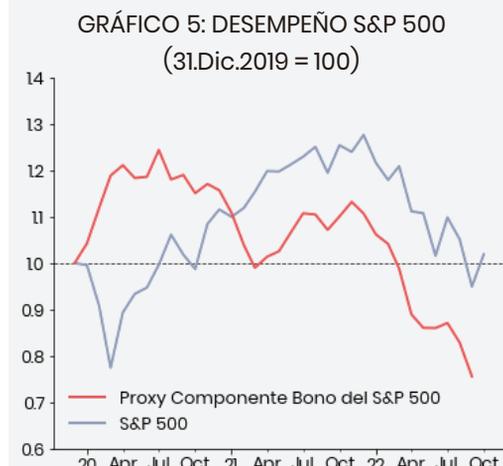
Sin embargo, también **es cada vez más probable que el escenario inflacionario mejore. La desaceleración de la demanda es cada vez más evidente**, y la política monetaria restrictiva continuaría contrayéndola, por otra parte, la evidencia indica que **el shock de oferta se ha ido disipando de manera relevante**, con precios de materias primas que se mantienen bien por debajo los máximos de algunos meses atrás y cadenas de abastecimiento global más normalizadas. **En el caso de las presiones salariales, estás habrían dejado atrás el peak y las expectativas de las compañías ya apuntan a una moderación** (gráfico 4)

Así, en términos del actuar de los **bancos centrales**, tras los aumentos relevantes en las tasas de política monetaria llevados a cabo durante el último tiempo, **es factible pensar que las perspectivas de alzas de tasas habrían tocado techo, ante las señales de que lo peor del escenario inflacionario estaría quedando atrás y de la mayor evidencia de que el retiro de la liquidez está empezando a tener efectos en la actividad económica**. En las próximas reuniones, la FED seguiría subiendo la tasa de política monetaria, de acuerdo con lo anunciado en las últimas proyecciones, pero **es más probable que se modere el discurso, al ir incorporando en la balanza la mayor incertidumbre respecto al impacto que los actuales niveles de restricción monetaria tendrían en la actividad** y estabilidad financiera, esto último de acuerdo con la experiencia que mostró la situación vivida en Reino Unido en torno al sistema de pensiones.

Con esto, **se vuelve óptimo reducir la ponderación de la renta variable a favor de la renta fija**. Las peores perspectivas para la actividad económica apuntan a resultados de las compañías que se debiesen ajustar a la baja en los próximos trimestres, lo que no estaría del todo reflejado en los precios actuales de los índices bursátiles, a pesar de las caídas importantes año a la fecha que han mostrado la mayoría de las bolsas. Estas caídas serian resultado principalmente de los efectos de mayores tasas de descuento (gráfico 5). Por otra parte, en el pasado, **los aumentos de las tasas base han sido guiados por el sesgo de la postura de política monetaria. Las tasas cortas y largas en EE. UU. han dejado de subir una vez que el punto de inflexión en la postura de política monetaria parece más cerca** (gráfico 6). Así, ante una probabilidad mayor de estar cerca de este punto, **los escenarios donde las tasas suben para alcanzar nuevos máximos van perdiendo probabilidad**. Si bien también es esperable que una FED menos agresiva funcione como un soporte para los activos de riesgo, esto sería contrarrestado por el peor escenario de actividad que seguiría materializándose, ante el ajuste monetario que se ha llevado a cabo, en lo que tan solo recientemente se ha empezado a ver un efecto en resultados corporativos menos auspiciosos.

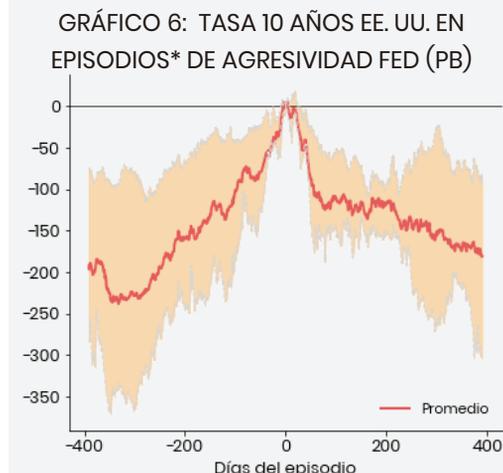


Fuente: Fed de Atlanta, Bloomberg y, Estudios Security.



Componente de Bono de la bolsa se estima siguiendo a Binsbergen, 2021.

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.



*Promedio de evolución tasa 10 años nom. en todos los episodios donde la tasa de 2 años alcanza un máximo local. Fuente: Estudios Security.

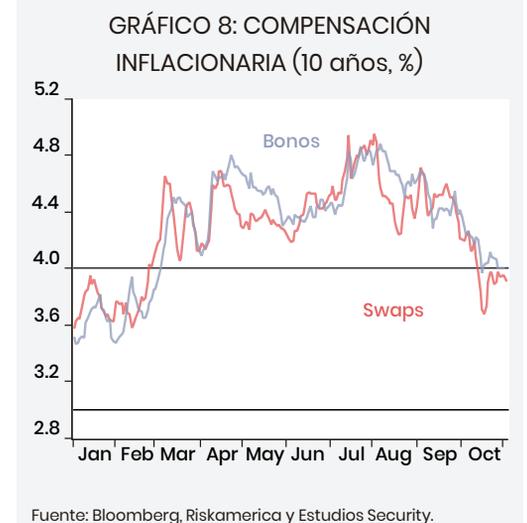
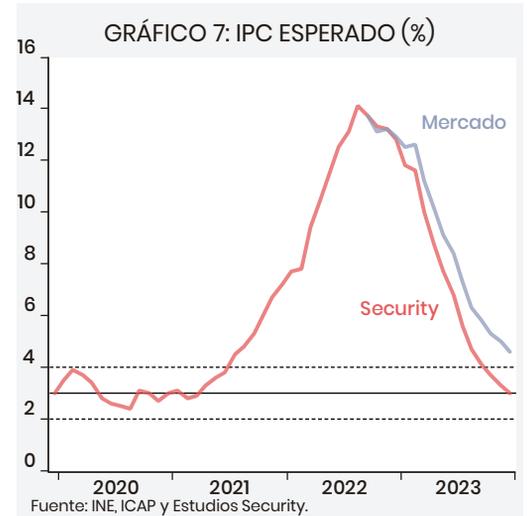
A nivel local, si bien la actividad económica ha mostrado una resiliencia mayor a lo previsto, **los factores detrás de la desaceleración siguen plenamente vigentes**, lo que nos lleva a ratificar la visión respecto a que dicha moderación se agudizaría y prolongaría hacia 2023.

A su vez, seguimos proyectando que **la caída del gasto interno impulsaría a la baja la variación interanual del IPC de manera más rápida** que lo previsto por el mercado, la que en todo caso ha venido disminuyendo. En efecto, la variación implícita a en los precios de mercado a diciembre de 2023 llegó a un *peak* de 6% a mediados de julio, y actualmente se ubica en 4,6%, todavía por sobre el 3% que prevemos nosotros.

De esta forma, **reafirmamos la recomendación 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 **alzas adicionales en términos de spreads**, lo que relacionamos a un escenario más complejo en el ámbito local, que implicaría condiciones de márgenes y endeudamiento más ajustado a nivel corporativo de cara a 2023. A lo anterior se suma una discusión constitucional y de reformas pendiente, lo que ha mantenido comprimidas las emisiones de bonos locales y la participación de inversionistas institucionales. Si bien, por el momento no esperamos deterioros significativos en la solvencia de una muestra amplia de empresas, sí **se está percibiendo mayor riesgo en ciertos sectores más expuestos a la demanda interna**, que en paralelo cuentan con altos compromisos de deuda en el corto plazo y un nivel de apalancamiento mayor respecto a su historia. Una extensión de un escenario macro negativo podría generarles algún stress, por lo será clave monitorear sus condiciones de refinanciamiento. Aunque este activo podría actuar como refugio de mantenerse la volatilidad en renta variable, **por ahora preferimos una visión neutral.**

Más allá de la moderación en utilidades que se pudiera registrar en los próximos trimestres dado las perspectivas macroeconómicas locales hacia 2023, la bolsa chilena ha mantenido un castigo idiosincrático relevante desde oct-19, gatillando valorizaciones excesivamente bajas, que mantendrían rangos atractivos de inversión incluso reconociendo esta corrección en resultados. Con todo, a **nivel de renta variable local** mantenemos la cartera sin cambios. El foco esencial continúa siendo capturar valorizaciones atractivas, pero en sectores que enfrentarían de mejor forma la menor demanda interna, moderando nuestra exposición a firmas dependientes del sector externo, en respuesta a una probable baja en precios de commodities ante un menor crecimiento global. (*Carteras Accionarias Security Noviembre 2022*).



Visión Activos Estudios Security Noviembre 2022

	Benchmark	Cartera Noviembre	Cartera anterior
Renta Variable	40%	-5	0
Renta Fija	60%	5	0
Renta Variable Extranjera	80%	0	0
Desarrollados	48%	2.5	2.5
EE.UU.	28%	5	5
Europa	12%	-2.5	-2.5
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	0
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	2.5
1 a 3 años	5%	0	0
Más de 3 años	2.5%	2.5	2.5
Gobierno UF	7.5%	-2.5	-2.5
1 a 3 años	5%	0	0
Más de 3 años	2.5%	-2.5	-2.5
Corporativos	45%	0	0
Renta Fija Extranjera	35%	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 (%)

Al 31-10-2022	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	-22.3	6.0	-8.2	-10	-22	5
Desarrollados	-21.2	7.1	-7.3	-9	-20	10
EE.UU.	-19.9	7.8	-6.1	-7	-18	15
Eurozona	-28.8	8.9	-7.7	-11	-30	-2
Reino Unido	-17.0	5.8	-10.9	-14	-16	14
Japón	-25.7	2.9	-13.0	-12	-28	-15
Asia ex Japón*	-21.3	0.5	-14.2	-17	-25	-5
Emergentes	-31.2	-3.2	-14.8	-21	-33	-24
Asia	-34.3	-5.9	-18.3	-24	-36	-30
China	-43.9	-16.8	-28.5	-32	-49	-55
Latinoamérica	5.7	9.6	6.0	-1	6	24
Brasil	10.7	8.6	7.0	0	10	18
México	-2.9	13.8	8.3	0	3	48
Chile	8.3	4.3	-6.6	0	10	18
EMEA**	-31.3	4.2	-6.7	-16	-35	-6

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)

Desarrollados (DXY)	-16.6	0.5	-5.8	-8	-19	-18
Euro	-15.1	0.9	-3.9	-6	-17	-18
Reino Unido	-17.6	3.0	-6.7	-9	-19	-12
Japón	-29.1	-2.7	-12.8	-14	-30	-42
Emergentes	-10.0	-0.9	-5.4	-7	-10	-5
Argentina	-52.7	-6.5	-19.0	-36	-57	-99
Brasil	7.5	3.8	0.5	-2	9	10
Chile	-11.4	2.7	-5.7	-10	-16	-23
Colombia	-21.3	-7.1	-15.4	-23	-31	-28
México	3.3	1.6	2.7	3	5	8
Perú	0.4	0.0	-2.3	-4	0	-10
China	-15.3	-2.8	-8.1	-10	-15	-9

* 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 31-10-2022	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	4.5	377	29	159	177	399	434
10 años	4.1	258	27	147	108	250	323
Chile							
2 años	8.7	318	-158	-50	89	353	810
10 años	6.3	91	-56	-6	1	73	400
Brasil							
2 años	11.8	86	3	-110	-68	-64	699
10 años	11.7	97	-10	-113	-54	-65	337
México							
2 años	10.1	278	-1	139	90	276	557
10 años	9.3	178	11	125	32	154	342
Alemania 10 años	2.1	233	4	138	120	224	278
Francia 10 años	2.7	249	-4	135	121	240	303
Italia 10 años	4.5	322	-7	148	162	317	371
España 10 años	3.2	266	-6	139	122	259	311
Reino Unido 10 años	3.5	256	-57	173	164	246	331
Japón 10 años	0.2	18	0	6	2	15	20
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)	469	128	-18	4	79	133	67
Latam	536	125	-34	10	77	121	56
Brasil	298	-20	-25	-44	-12	-53	-24
Chile	232	61	-12	7	23	54	36
Colombia	489	119	-2	45	82	171	225
México	457	94	-52	-12	42	86	-37
Perú	254	73	-17	10	13	61	91
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)	458	142	47	42	122	127	80
Asia	490	193	87	83	161	153	146
Europa	821	376	-3	-105	99	433	351
Latam	472	113	2	3	91	116	41
Investment Grade	295	89	-7	-4	51	91	27
High Yield	644	145	9	12	142	165	51
Brasil	503	81	-17	2	72	68	23
Chile	403	148	22	20	118	154	116
Colombia	610	234	8	65	183	258	205
México	377	109	11	0	67	124	57
Perú	367	95	10	-24	73	90	47
HG EE.UU.	166	68	-1	14	25	76	33
HY EE.UU.	463	153	-80	-17	58	147	-62

Fuente: Bloomberg y Estudios Security