



5.6631  
9.334  
4.25647  
7.2235  
5.6631

# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Diciembre 2022

## Cautela a mediano plazo ante continuo ajuste en perspectivas de utilidades

### Resumen

Las expectativas para el crecimiento en EE. UU. han seguido cayendo, incluso en el sector servicios; y los indicadores líderes siguen anticipando una actividad que se contraería durante el próximo año. En la Eurozona, a pesar de datos menos negativos que lo anticipado, el escenario base sigue apuntando a una recesión y en China anticipamos un crecimiento para el 2023 más cerca del 4% que el 5% de consenso, donde los efectos positivos de una potencial reapertura se darían recién hacia mediados del año y el dinamismo del sector inmobiliario continuaría débil. Por otro lado, el tono de la FED comienza a moderarse. Esto reafirma un escenario base donde la tasa de referencia en EE. UU. se acercaría como techo al 5% en el corto plazo, aunque se mantendría en ese nivel gran parte del 2023.

### Visión por clase de activo:

**Renta Variable/Renta Fija:** La perspectiva negativa para la actividad económica mundial, condiciones financieras altamente restrictivas en buena parte del mundo y un panorama inflacionario que si bien mejora, todavía ameritaría que los bancos centrales estén dispuestos a arriesgar una recesión con tal de moderar el sobrecalentamiento de la demanda, nos lleva a mantener el sesgo favorable en la renta fija versus la renta variable. Esto se ve apoyado por el retorno relativo, que durante este año se ha movido a favor de la renta fija, ante el significativo aumento de las tasas de interés y expectativas a la baja en utilidades de las compañías a nivel global.

**RV EE. UU./Resto del Mundo:** Seguimos priorizando la bolsa de EE. UU., cuya economía podría soportar de mejor manera el embate de la desaceleración económica. Las dinámicas del mercado del trabajo en este país apuntan a que la desaceleración no necesariamente se reflejaría en un aumento significativo del desempleo. En la Eurozona, si bien los datos económicos han estado menos negativos que lo anticipado, el riesgo sigue bien elevado respecto al shock de la guerra y la vulnerabilidad del sistema de energía. Asimismo, el carácter más cíclico de esta región, al igual que Asia Emergente, justifica mantener una postura más cauta en ellas.

**RF Internacional:** La volatilidad que han mostrado los mercados ha alcanzado niveles no vistos desde hace más de una década. Con esto, un dato de inflación o empleo que sorprenda negativamente podría revertir rápidamente el ajuste a la baja en las tasas del último mes. En este sentido, si bien ha disminuido el riesgo a la baja para los retornos de la renta fija, creemos que sigue siendo óptimo mantener un nivel de duración alineado con el *benchmark*.

**Tipo de Cambio:** La volatilidad del tipo de cambio se ha mantenido elevada, con un porcentaje importante de esta explicado por la volatilidad de los fundamentales, lo que a su vez se asocia, entre otros factores, a que los escenarios macro continúan muy abiertos, lo que llama a la cautela en las posiciones que se tome en moneda. Con todo, nuestro escenario base apunta a términos de intercambio que mejorarían durante 2023 a un nivel consistente con un tipo de cambio cercano a los 900.

**RF Local:** Modificamos la recomendación para la cartera de renta fija local, sobreponderando los papeles nominales y subponderando los papeles reajustables, ambos de corto plazo, ante una expectativa de menor inflación que la implícita en el mercado en los próximos meses.

**RV Local:** Disminuimos la exposición a los sectores ligados al ciclo de demanda (retail) mientras que subimos ponderaciones en consumo y eléctrico, y llevamos a neutral nuestra exposición a real estate. Por su parte, sobreponderamos levemente el sector forestal.

**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 noviembre el desempeño de las bolsas fue bien positivo, destacando los mayores retornos de China y la Eurozona. En el primer caso el optimismo vino por los anuncios de una posible moderación en el manejo de la pandemia; así como medidas de estímulo adicionales para contener la crisis del sector inmobiliario. En el caso de la Eurozona las sorpresas positivas en los datos económicos han dado cuenta de que las expectativas habrían estado en exceso pesimistas. Por otro lado, **el dato de inflación de octubre en EE. UU., más bajo que lo anticipado, consolidó la expectativa de un retroceso de la inflación y permitió confirmar la expectativa de una moderación en el ritmo de ajuste de la política monetaria por parte de la Reserva Federal**, lo que se tradujo en una caída de las tasas y un dólar global que revirtió parte de la apreciación acumulada en el año.

Asimismo, **hemos seguido viendo señales de una desaceleración de la actividad económica en EE. UU., con expectativas que siguen cayendo, incluso en el sector servicios** (gráfico 1), así como señales más evidentes del impacto de las condiciones de liquidez menos favorables en el sector inmobiliario; y una moderación inicial del sobrecalentamiento del mercado laboral. Los datos duros han reflejado un consumo que se ha mantenido resiliente hasta el momento y se anticipa que la menor inflación esperada pueda dar un impulso adicional a los ingresos reales disponibles y con ello impulsar adicionalmente el consumo. De todos modos, los indicadores líderes siguen anticipando una actividad que se contraería durante el próximo año. La expectativa de consenso de Bloomberg apunta a una caída en el PIB durante el primer semestre (gráfico 2) y la probabilidad de una recesión dentro de 12 meses, de acuerdo con los datos macroeconómicos, se mantiene en torno a un 70%. En la Eurozona, a pesar de datos menos negativos que lo anticipado, el escenario base sigue apuntando a una recesión y en China anticipamos un crecimiento para el 2023 más cerca del 4% que el 5% de consenso, donde se prevé que la reapertura se daría recién hacia mediados del año y el dinamismo del sector inmobiliario continuaría débil, ante la confianza de los consumidores que no se recuperaría del todo a pesar de medidas de estímulo adicionales.

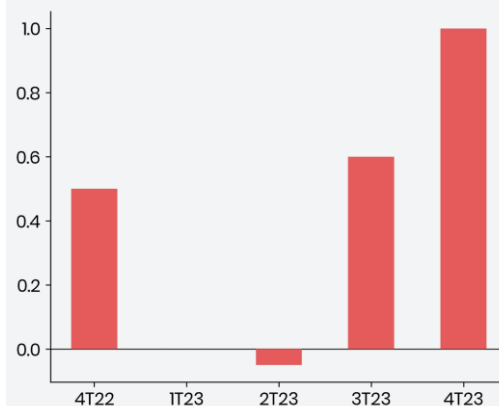
**La perspectiva negativa para la actividad económica mundial, condiciones financieras altamente restrictivas en buena parte del mundo y un panorama inflacionario que si bien mejora, todavía ameritaría que los bancos centrales estén dispuestos a arriesgar una recesión con tal de moderar el sobrecalentamiento de la demanda, nos lleva a mantener el sesgo favorable en la renta fija versus la renta variable.** Esto se ve apoyado por el retorno relativo, que durante este año se ha movido a favor de la renta fija, ante el significativo aumento de las tasas de interés y expectativas a la baja en utilidades de las compañías a nivel global (gráfico 3).

GRÁFICO 1: INDICADORES PMI EE. UU.



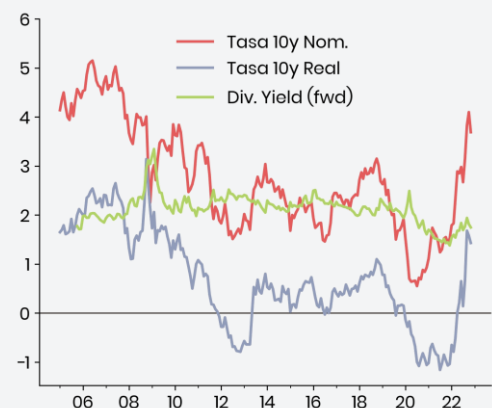
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: EXPECTATIVAS PIB EE. UU. (% SAAR)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: RENDIMIENTO RENTA FIJA Y RENTA VARIABLE EE. UU. (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

**Por otro lado, dentro de la renta variable internacional seguimos priorizando a EE. UU., cuya economía podría soportar de mejor manera el embate de la desaceleración económica.**

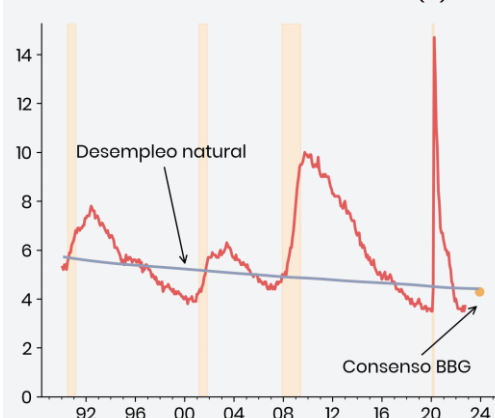
Las dinámicas del mercado del trabajo apuntan a que la desaceleración de la actividad económica no necesariamente se reflejaría en un aumento significativo del desempleo (gráfico 4), el ajuste se daría mediante la caída en las vacantes de trabajo, que a pesar de la moderación de los últimos meses todavía reflejan un nivel de sobrecaentamiento significativo. En la Eurozona, si bien los datos económicos han estado menos negativos que lo anticipado, el riesgo sigue bien elevado respecto al shock de la guerra, la vulnerabilidad del sistema de energía al devenir del clima o nuevas acciones que disminuyan la oferta de energía. Asimismo, el carácter más cíclico de esta región, al igual que en Asia Emergente, justifica mantener una postura más cauta en ellas.

**En la renta fija internacional, si bien la expectativa de una menor inflación disminuye el riesgo de que la FED necesite moverse hacia una posición más restrictiva que lo incorporado por el mercado, que conlleve alzas adicionales en las tasas de interés, los riesgos a este escenario aún se mantienen dependientes de una moderación más evidente de las presiones en el mercado del trabajo, lo que solo se ha visto incipientemente.** El mercado anticipa que la Reserva Federal moderaría la velocidad de alzas de tasas a partir de la reunión de diciembre de este año, para llegar a una tasa terminal de 5% a fines del 1T23, con recortes de tasas que comenzarían a darse durante la última parte del próximo año (gráfico 5), aunque la incertidumbre se mantiene alta respecto al tiempo en que sería necesario mantenerse en este nivel.

Asimismo, la volatilidad que han mostrado los mercados ha alcanzado niveles no vistos desde hace más de una década, fenómeno generalizado en los mercados desarrollados (gráfico 6). Con esto, un dato de inflación o empleo que sorprenda negativamente podría revertir rápidamente el ajuste a la baja que vimos durante el último mes. En este sentido, **si bien ha disminuido el riesgo a la baja para los retornos de la renta fija como consecuencia de los movimientos de la base, creemos que sigue siendo óptimo mantener un nivel de duración alineado con el benchmark.**

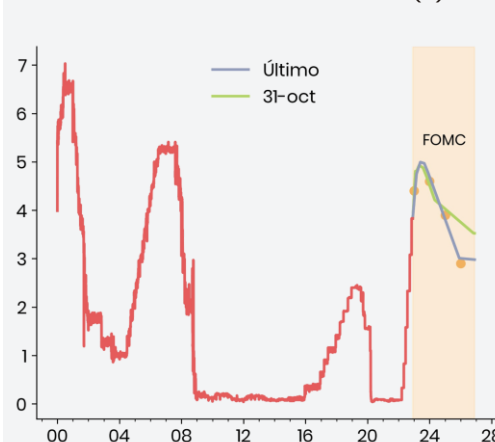
**A nivel local, se ha ido afianzando la visión respecto a que la actividad económica seguirá en una fase de moderación,** más allá de que la magnitud de ésta ha sido algo menor a lo previsto hace unos meses.

GRÁFICO 4: DESEMPLEO EE. UU. (%)



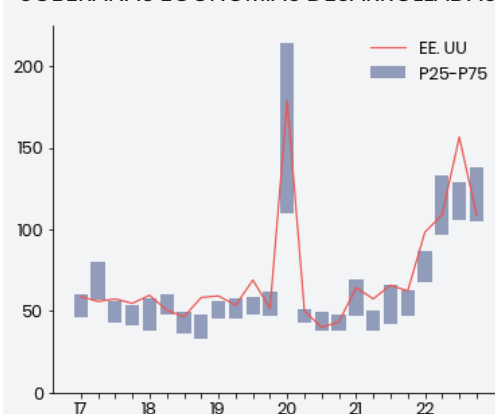
Fuente: FRED y Estudios Security.

GRÁFICO 5: FED FUNDS EE. UU. (%)



Fuente: FRED y Estudios Security.

GRÁFICO 6: VOLATILIDAD TASAS SOBERANAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS



\* Estimación volatilidad de la diferencia diaria anualizada tasas soberanas (pb).  
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Elo, por cuanto los factores que la explican 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, **también se ha ido consolidando en el mercado la expectativa respecto a que la TPM comenzaría a normalizarse en abril de 2023 (junto con el IPoM de marzo), a una velocidad bastante rápida que la llevaría a 6% a diciembre de 2023 y a su nivel neutral a fines de 2024.**

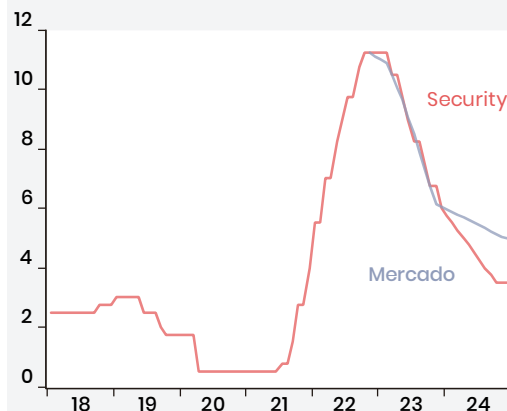
Por su parte, **la variación interanual del IPC seguiría moderándose ante la caída del gasto interno.** No obstante, la inminente normalización de tarifas reguladas (cuenta de la luz y transantiago), nos llevó a incrementar el pronóstico para el IPC a diciembre del próximo año desde 3% a 4%, algo por debajo del 4,5% implícito en el mercado. **Con todo, prevemos menos inflación que el mercado para los próximos tres meses.**

**En este contexto, modificamos la recomendación para la cartera de renta fija local, sobreponderando los papeles nominales y subponderando los papeles reajustables, ambos de corto plazo.**

En **renta fija corporativa**, se observaron **alzas adicionales en spreads** durante noviembre, lo que relacionamos a un escenario más complejo en el ámbito local, que implicaría condiciones de márgenes y endeudamiento más ajustado a nivel corporativo en los próximos meses, además del anuncio del Banco Central respecto de la reversión del programa FCIC, que otorgó liquidez durante la pandemia. A lo anterior se suma una discusión constitucional y de reformas que siguen pendientes, manteniendo comprimidas las emisiones de bonos locales y la participación de 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. Será clave monitorear sus condiciones de refinanciamiento en caso de una extensión de un escenario macro negativo. **Como en paralelo este activo podría actuar como refugio en caso de un escenario de mayor volatilidad, mantenemos una visión neutral.**

A **nivel de renta variable local**, el balance entre las perspectivas para la actividad local y la dinámica de los mercados globales se ha inclinado hacia una mayor cautela respecto de la desaceleración de la demanda interna. Si bien los niveles de valorización dan espacio para una recuperación adicional, las perspectivas de caída de resultados para el 2023 ponen cota a mediano plazo, lo que aún da atractivo a una estrategia que busque reducir la exposición a los sectores más ligados al ciclo de demanda y se proteja con sectores exportadores, utilities y real estate ([Carteras Accionarias Security Diciembre 2022](#)).

GRÁFICO 7: TPM ESPERADA (%)



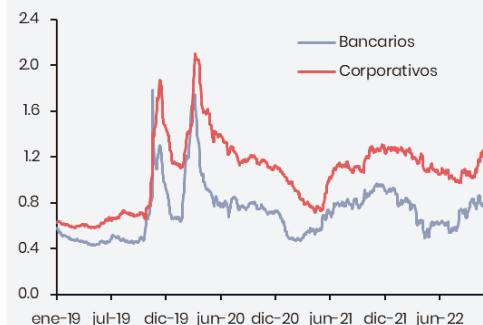
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 8: IPC ESPERADO (prox 3 meses)



Fuente: ICAP y Estudios Security.

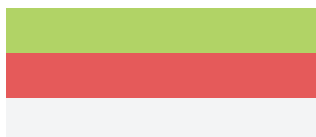
GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

## Visión Activos Estudios Security Diciembre 2022

	Benchmark	Cartera Diciembre	Cartera anterior
Renta Variable	40%	-5	-5
Renta Fija	60%	5	5
<b>Renta Variable Extranjera</b>	<b>80%</b>	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
<b>Renta Variable Nacional</b>	<b>20%</b>	0	0
<b>Renta Fija Nacional</b>	<b>65%</b>	0	0
Caja	5%	0	0
0 a 1 año CLP	2.5%	2.5	0
0 a 1 año UF	2.5%	-2.5	0
Gobierno Nominal	7.5%	0	2.5
1 a 3 años	5%	0	0
Más de 3 años	2.5%	0	2.5
Gobierno UF	7.5%	0	-2.5
1 a 3 años	5%	0	0
Más de 3 años	2.5%	0	-2.5
Corporativos	45%	0	0
<b>Renta Fija Extranjera</b>	<b>35%</b>	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 30-11-2022	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Renta variable (% en dólares)</b>						
<b>Mundo</b>	-16.4	7.6	2.3	-4	-13	2
<b>Desarrollados</b>	-15.8	6.8	2.9	-3	-12	5
EE.UU.	-15.7	5.2	2.0	-2	-12	10
Eurozona	-19.6	12.9	11.3	-5	-15	-6
Reino Unido	-7.7	11.1	5.3	-6	-1	11
Japón	-18.5	9.8	0.2	-6	-17	-15
Asia ex Japón*	-10.2	14.1	0.9	-7	-7	-4
<b>Emergentes</b>	-21.1	14.6	-2.1	-9	-20	-19
Asia	-22.0	18.6	-2.6	-9	-21	-22
China	-27.4	29.6	-7.7	-10	-30	-42
Latinoamérica	4.9	-0.8	2.1	-10	10	2
Brasil	5.5	-4.7	-3.1	-13	8	-9
México	2.4	5.5	16.8	0	16	30
Chile	16.1	7.2	-5.4	-10	10	12
EMEA**	-28.1	4.6	-1.4	-9	-27	-13
<b>Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)</b>						
<b>Desarrollados (DXY)</b>	-10.7	5.0	2.6	-4	-10	-15
Euro	-10.4	4.0	3.0	-5	-9	-16
Reino Unido	-13.7	3.3	2.4	-6	-11	-12
Japón	-21.1	6.2	-0.4	-9	-23	-34
<b>Emergentes</b>	-6.2	3.4	-0.5	-4	-6	-4
Argentina	-62.8	-6.6	-20.7	-40	-66	-106
Brasil	6.4	-1.2	-2.2	-10	7	3
Chile	-5.6	5.1	-0.9	-9	-8	-17
Colombia	-18.7	2.2	-9.2	-23	-21	-34
México	6.1	3.0	4.6	2	11	5
Perú	3.7	3.3	-0.7	-4	5	-7
China	-11.4	3.4	-2.2	-6	-11	-8

\* 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 30-11-2022	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Swaps moneda local</b>							
<b>EE.UU.</b>							
2 años	4.4	364	-13	91	187	385	423
10 años	3.7	220	-38	59	95	226	286
<b>Chile</b>							
2 años	7.5	199	-119	-231	-16	241	661
10 años	5.3	-11	-103	-128	-74	3	258
<b>Brasil</b>							
2 años	13.1	213	126	71	60	140	821
10 años	12.6	184	86	47	40	119	425
<b>México</b>							
2 años	9.9	252	-26	26	95	283	544
10 años	8.6	108	-70	-17	25	115	305
<b>Alemania 10 años</b>	1.9	212	-21	42	90	229	251
<b>Francia 10 años</b>	2.4	221	-28	27	85	239	273
<b>Italia 10 años</b>	4.0	280	-42	21	105	300	342
<b>España 10 años</b>	2.9	238	-28	24	83	255	287
<b>Reino Unido 10 años</b>	3.2	220	-36	45	122	233	286
<b>Japón 10 años</b>	0.3	18	1	3	2	20	22
<b>Spreads soberanos USD</b>							
<b>Emergentes (EMBIG)</b>	416	75	-54	-21	11	53	54
<b>Latam</b>	480	69	-55	-37	25	35	35
Brasil	279	-38	-18	-38	-33	-76	-1
Chile	196	25	-36	-32	-4	13	20
Colombia	439	69	-50	-9	60	63	194
México	423	61	-33	-31	20	20	-18
Perú	222	40	-32	-14	6	17	50
<b>Spreads corporativos USD (puntos base)</b>							
<b>Emergentes (CEMBI)</b>	391	76	-66	12	22	50	51
<b>Asia</b>	391	94	-99	14	29	57	72
<b>Europa</b>	728	282	-94	-100	-103	290	313
<b>Latam</b>	436	77	-36	11	25	57	56
Investment Grade	267	61	-29	9	4	47	30
High Yield	606	107	-38	20	61	91	85
Brasil	480	58	-23	16	31	23	53
Chile	372	118	-31	43	43	103	108
Colombia	532	156	-78	31	76	133	195
México	339	72	-38	-10	-2	63	54
Perú	350	78	-16	36	28	60	57
<b>HG EE.UU.</b>	142	44	-24	-3	1	39	30
<b>HY EE.UU.</b>	455	145	-8	-35	36	88	22

Fuente: Bloomberg y Estudios Security