



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Enero 2023

Renta fija mantiene atractivo ante ruidos de recesión y menor inflación

Resumen

En 2022 un mix de elevada inflación, bancos centrales en modo agresivo y un crecimiento que comenzó a resentirse junto a temores de recesión crecientes llevaron a caídas en la mayoría de las clases de activos. En la primera parte de 2023, muchos de estos elementos seguirían marcando la pauta: la moderación de la inflación continuará, aunque los riesgos siguen elevados, asociados a la inflación de servicios y las presiones salariales. La severidad, y duración de la desaceleración económica ganará espacio en los mercados. Si bien las señales son claras respecto a la desaceleración que se anticipa para EE. UU., el abanico de posibilidades se mantiene amplio, y la probabilidad de una recesión suave sigue alta. Por su parte, China se mantendría desconectada de las trayectorias macro de occidente, con una reactivación de su economía gracias a la reapertura y el foco en el crecimiento que han mostrado las autoridades en los últimos meses, aunque no ajeno de ruidos macro. Sin lugar a duda los cambios en la postura de la FED continuarán marcando el tono de los mercados durante 2023. En este sentido, el punto de pivote de la política monetaria marcará el fin en las presiones de tasas. De todos modos, por el momento es muy pronto para cantar victoria y los recortes anticipados por el mercado podrían no materializarse si la inflación se mantiene por sobre los objetivos a medida que avanza el año, incluso si la economía muestra en los datos la desaceleración anticipada.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: El peak de la inflación y el cambio esperado en la postura de la FED debiesen significar un desempeño más atractivo de la renta fija durante 2023. Al mismo tiempo, condiciones financieras todavía restrictivas mantendrían la volatilidad de las bolsas, a medida que la desaceleración de la actividad económica golpea los resultados de las compañías y la liquidez se mantiene más restringida. Con todo, considerando las perspectivas de riesgo-retorno sigue siendo óptimo mantener una sobre ponderación de la renta fija versus la renta variable.

RV EE. UU./Resto del Mundo: El mejor panorama en la Eurozona versus lo anticipado hace algunos meses nos lleva a tomar una posición neutral en esta región. Por otro lado, si bien las perspectivas han mejorado en China tras los anuncios del término de la política cero covid, el panorama macro en esta economía sigue teniendo bastante ruido, y los elevados retornos que han mostrado las acciones chinas en los últimos meses justifican mantener por el momento una posición menos favorable en estos activos, teniendo como contraparte una sobre ponderación en EE. UU., donde si bien el escenario de desaceleración económica debiese llevar a retrocesos en las utilidades, los niveles alcanzados en los índices con las caídas de 2022 no serían del todo incongruentes con este escenario.

RF Internacional: El nivel de retorno esperado que tienen los índices corporativos emergentes en dólares sigue alto (tanto por base como spread) y permite pensar en retornos positivos para la clase de activo en la mayoría de los escenarios de tasa base de cara al 2023. Por otro lado, ante expectativas de un punto de inflexión de la FED durante 2023 creemos se vuelve óptimo tomar algo de duración en papeles con bajo riesgo de crédito relativo.

Tipo de Cambio: En el corto plazo el tipo de cambio se movería en el rango de los 850-880, en línea con los movimientos de los últimos meses, que han seguido mostrando una elevada volatilidad de los fundamentales, pero que dan cuenta de un castigo histórico de aproximadamente 10%, el que se encuentra en la parte baja del castigo registrado desde 2019. Hacia 2023 el escenario base proyecta caídas de los precios de materias primas, pero que de todos modos significarían una mejora en los términos de intercambio versus los mínimos de 2022.

RF Local: Eliminamos la sobre ponderación en los papeles nominales de corto plazo, y tomamos una posición neutral en UF, ante inflaciones de mercado en torno al rango objetivo, y alineadas con nuestras expectativas en todos los plazos. Por otro lado, la caída en la parte larga de la curva nos parece excesiva, por lo que recomendamos mantener un nivel de duración alineado con el benchmark.

RV Local: La desaceleración económica para la primera mitad del año hace prever correcciones relevantes de resultados, por lo que el Ipsa debiera concentrar su reajuste en valorizaciones, hoy bastante castigadas, hacia la segunda mitad de 2023.

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

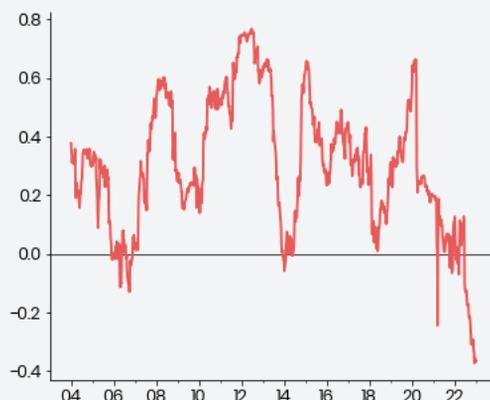
María José Castro D.
Economista
maria.castrod@security.cl

2022 fue un año bien desafiante para los inversionistas. La inflación era una preocupación que venía desde 2021 pero que se vio exacerbada con la guerra en Ucrania. Los Bancos Centrales llevaron a cabo aumentos de las tasas de política monetaria en una magnitud no vista desde hace décadas y han demostrado su determinación para llevar la inflación hacia las metas. Entretanto, el crecimiento comenzó a resentirse y los temores de una recesión fueron ganando fuerza, al mismo tiempo que China seguía enredada con sus temas internos. **Los mercados financieros no pudieron evitar verse afectados por estos desarrollos, con caídas en los índices no vistas desde la crisis de la pandemia y donde los bonos no pudieron actuar como una fuente efectiva de diversificación,** ante la fuerte correlación entre los activos en el ambiente macroeconómico deteriorado (gráfico 1).

A pesar de que hay señales bastante potentes de que el peak de la inflación en EE. UU. se habría alcanzado en junio de 2022 y que debiésemos continuar viendo una moderación en esta durante 2023, **la inflación seguirá siendo un motor fundamental del comportamiento de los mercados.** La moderación que se anticipa es consistente con la desaceleración en la demanda proyectada, no obstante, hasta el momento, las principales caídas de la inflación han venido por el lado de la oferta, particularmente en términos de las mejoras en las cadenas de abastecimiento globales y los menores precios del transporte. Por otro lado, **la inflación del sector servicio se ha mantenido elevada, más difícil de controlar y con una gran incertidumbre todavía respecto a la trayectoria futura, principalmente por lo ajustado del mercado laboral, que ha mantenido alta la inflación de salarios** (gráfico 2). Aunque hay señales más claras de moderación en la inflación de alojamiento, se mantiene una mayor incertidumbre en el resto de los componentes de servicios.

La severidad y duración de la desaceleración en EE. UU. y la Eurozona seguirán teniendo un papel clave. En la Eurozona, en lo último, los datos de actividad han estado por sobre lo anticipado y los peores riesgos de hace algunos meses parecen haberse disipado. De todos modos, desde una perspectiva relativa, los riesgos a la baja siguen siendo más abultados en esta región. En EE. UU. las perspectivas de los negocios han seguido empeorando y sorprendiendo a la baja, aunque por su parte, la confianza de los consumidores ha mejorado. Los datos efectivos de consumo se mantienen resilientes, a pesar la sorpresa a la baja en noviembre, y el mercado laboral sigue todavía robusto, con tasas de creación de empleo elevadas (gráfico 3). Este panorama contrasta con la desaceleración observada en el sector inmobiliario, donde el efecto de mayores tasas de interés se ha sentido con fuerza, así como en la demanda de bienes durables e intenciones de gasto en capital. **Con todo, si bien las señales son claras respecto a la desaceleración que se anticipa para EE. UU., el abanico de posibilidades respecto a la severidad y duración de esta se mantiene amplio, y parece ser que los escenarios de una recesión suave siguen teniendo más probabilidad, explicado en parte importante por la fortaleza que se anticipa pueda seguir mostrando el mercado laboral.**

GRÁFICO 1: CORRELACIÓN RETORNO SEMANAL S&P 500 Y CAMBIO EN TASAS.



* Cambio en tasa nominal 10 años.

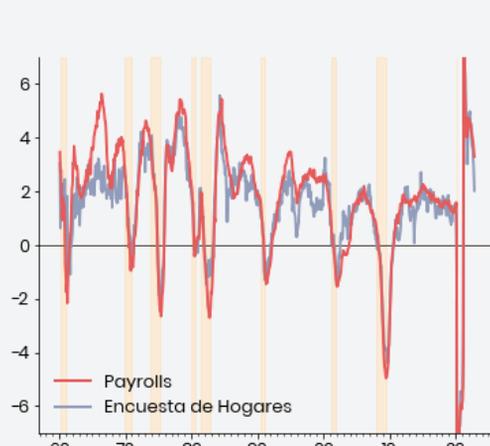
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: SALARIOS Y EXPECTATIVAS DE ENCUESTAS – EE. UU.



Fuente: Bloomberg, Fed de Atlanta y Estudios Security.

GRÁFICO 3: EMPLEO EE. UU. (A/A %)



Fuente: FRED y Estudios Security.

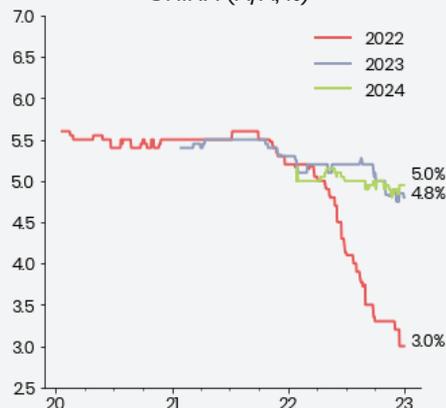
En este contexto de inflación y desaceleración en las economías de occidente, **la geopolítica seguirá funcionando como un driver relevante de la economía global**, principalmente por el rol que tendrá el conflicto en Ucrania en las perspectivas para la crisis energética, así como en el precio de alimentos. Por otro lado, sorpresas podrían venir por el lado de la relación entre China y EE. UU. En particular, **China seguiría durante 2023 desconectada de las trayectorias macro de occidente, con una reactivación de su economía que vendría dada por la reapertura y el foco en el crecimiento que han mostrado las autoridades en los últimos meses** (gráfico 4). Esto hace prever un aumento significativo en el consumo privado. De todos modos, el ambiente macro en ese país se mantendría en la primera parte del año con harto ruido, por la turbulencia que seguiría generando el salir de la política cero covid, la pérdida de dinamismo del sector inmobiliario (gráfico 5), las dudas respecto a la capacidad de las autoridades de seguir aumentando el estímulo de crédito que recibe la economía y los efectos en el sector externo de la desaceleración mundial.

Sin lugar a duda los cambios en la postura de los bancos centrales (y particularmente la FED) continuarán marcando el tono de los mercados durante 2023. En este sentido, **a medida que las presiones inflacionarias vayan quedando atrás los aumentos de tasas se detendrán, probablemente alrededor del término del primer trimestre del año.** La FED ha hecho notar que los cambios en las políticas afectan la economía con desfases, los que pueden ser largos y variables, haciendo prever que el ciclo llegaría a su fin en un par de reuniones adicionales. De todos modos, los recortes anticipados por el mercado (gráfico 6) podrían no materializarse si la inflación se mantiene por sobre los objetivos a medida que avanza el año, incluso si la economía muestra en los datos la desaceleración anticipada. En la visión de la FED, mantener una postura agresiva por el momento eliminaría la necesidad de actuar más agresivamente posteriormente, y con esto creando un daño mayor.

El peak de la inflación y el cambio esperado en la postura de la FED debiesen significar un desempeño más atractivo de la renta fija durante 2023 que 2022 y retornar el carácter diversificador de esta en un portafolio. Al mismo tiempo, condiciones financieras todavía restrictivas mantienen el atractivo de la renta fija versus la renta variable, que durante la primera mitad del año podría continuar volátil a medida que la desaceleración de la actividad económica golpea los resultados de las compañías y la liquidez se mantiene más restringida.

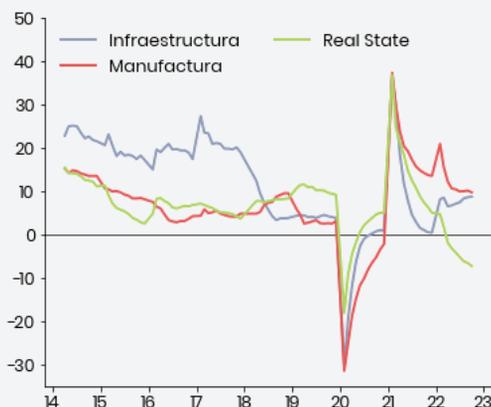
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 4: CONSENSO CRECIMIENTO CHINA (A/A, %)



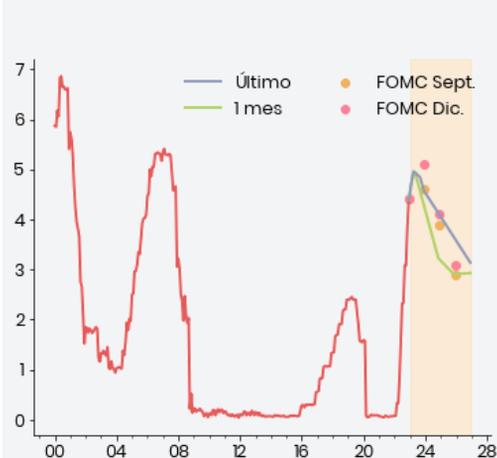
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: INVERSIÓN CHINA (A/A, YTD, %)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: FED FUNDS EE. UU. (%)



Fuente: FRED, Bloomberg y Estudios Security.

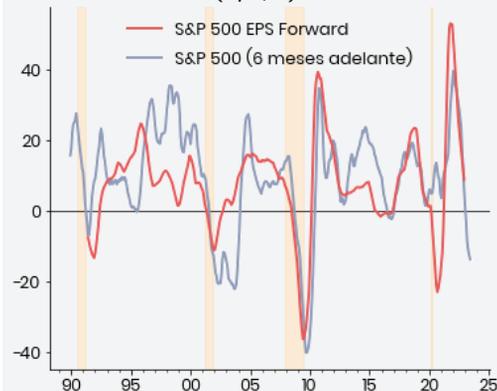
No obstante, **creemos que un ajuste a la baja en las utilidades esperadas no necesariamente debiese ir acompañado de ajustes marcados a la baja en los índices accionarios, después de todo, las caídas de 2022 significan niveles para las bolsas que podrían ser consistentes con estas menores utilidades** (gráfico 7), sobre todo considerando un escenario de tasas base menor, a medida que la desaceleración es más evidente. Con todo, desde un punto de vista riesgo-retorno sigue siendo óptimo comenzar el año con una sobre ponderación de la renta fija versus la renta variable.

Los riesgos para este escenario vienen de una renovada volatilidad de las tasas (gráfico 8) ante una inflación que sorprende al alza. Por su parte, los mercados son prospectivos y es probable que el sentimiento mejore antes que los datos muestren que las economías están en una trayectoria de mejora, lo que se reflejaría en un panorama para los activos de riesgo que se vuelve más positivo a lo largo del 2023.

Dentro de la renta variable, como medida adicional de reducción del riesgo, así como justificado por el mejor panorama en la Eurozona versus lo anticipado hace algunos meses, llevamos a una posición neutral el sesgo en esta región. Al mismo tiempo, si bien las perspectivas han mejorado significativamente **en China tras los anuncios del término de la política cero covid, creemos que el panorama macro en esta economía sigue teniendo bastante ruido, y los elevados retornos que han mostrado las acciones chinas en los últimos meses justifican mantener por el momento una posición menos favorable en estos activos,** teniendo como contraparte una sobre ponderación en EE. UU., donde si bien el escenario de desaceleración para la actividad económica debiese llevar a retrocesos en las utilidades, los niveles alcanzados en los índices con las caídas de 2022 no serían del todo incongruentes con este escenario para las utilidades.

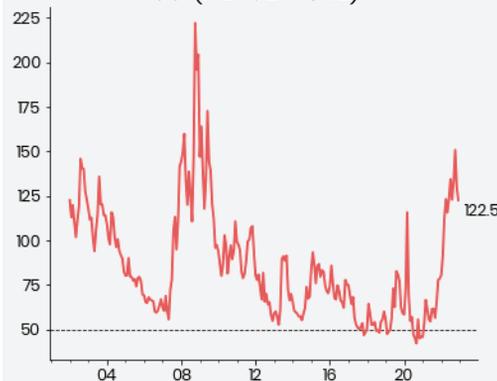
En la renta fija internacional, el spread de los **activos emergentes en dólares** continúa en la parte alta de los niveles alcanzados en las últimas décadas, al mismo tiempo que **el nivel de retorno esperado que tienen los índices se ha vuelto muy atractivo (gráfico 9) y permite pensar en retornos positivos para la clase de activo en la mayoría de los escenarios de tasa base de cara al 2023.** Por otro lado, ante expectativas de un punto de inflexión de la FED durante 2023 creemos se vuelve óptimo tomar algo de duración en papeles con bajo riesgo de crédito relativo (renta fija corporativa de América Latina). **Así, sobre ponderamos la renta fija corporativa en dólares versus el money market en dólares.**

GRÁFICO 7: S&P 500 Y EPS FORWARD (A/A, %)



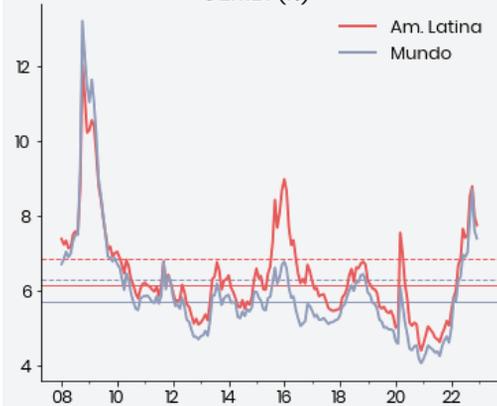
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 8: VOLATILIDAD RENTA FIJA EE. UU. (ÍNDICE MOVE)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 9: RENDIMIENTO AL VENCIMIENTO CEMBI (%)



* Línea sólida es la mediana, línea punteada es el percentil 75.

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

A nivel de renta fija local, en los últimos meses hemos observado **importantes caídas en las expectativas de mercado para el IPC** tanto de corto como largo plazo, acercándolas a niveles coherentes con la meta del Banco Central. Con esto, nuestras expectativas de inflación se encuentran sin diferencias con el mercado, las cuales proyectan una moderación de la inflación que se dará de manera más marcada a principios del segundo trimestre del **2023** ante un gasto aún más resentido, que permitirá **cerrar el año con una variación interanual de 4%**. **En este contexto de expectativas de mercado en torno al rango objetivo, y alineadas con nuestras expectativas en todos los plazos** (gráfico 10), decidimos eliminar la sobreponderación en los papeles nominales de corto plazo, y **tomar una posición neutral en UF/CLP**.

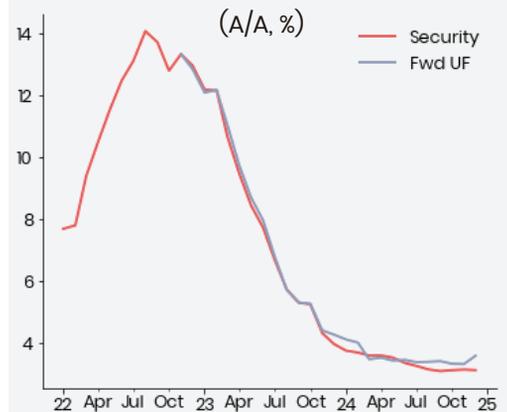
Por otro lado, la caída en la parte larga de la curva nos parece excesiva, considerando el panorama fiscal 2023 y las elevadas tasas externas que se espera se mantengan durante casi todo el próximo año (gráfico 11). Dado lo anterior, **recomendamos mantener un nivel de duración alineado con el benchmark**.

En **renta fija corporativa**, se observó **alta volatilidad en el mes, y finalmente una tendencia alcista en spreads** en la última parte del año, lo que relacionamos a un escenario más complejo en el ámbito local de cara a 2023, que implicaría condiciones de márgenes y endeudamiento más ajustado a nivel corporativo, lo que podría presionar en mayor medida a emisores de riesgo. Lo anterior, sumado a una discusión constitucional y de reformas que siguen pendientes. La mayor oferta vinculada a emisiones se concentró en papeles bancarios, lo que también explicaría esta reciente evolución. 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 sectores más expuestos a la demanda interna**, que además 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 la renta variable local, la desaceleración económica para la primera mitad del año hace prever correcciones relevantes de resultados, por lo que el Ipsa debiera concentrar su reajuste en valorizaciones, hoy bastante castigadas, hacia la segunda mitad de 2023, cuando se aprecien señales claras de reactivación. Esto, además, acompañado de una agenda con discusión regulatoria y constitucional que se mantendría en los primeros meses del año. Si estos procesos avanzan sin alterar el escenario base, esperamos que la recuperación gradual de utilidades acerque al Ipsa a los 6.000 puntos de aquí a 12 meses, lo que igualmente implica mantener cierto castigo idiosincrático respecto a su historia ([Carteras Accionarias Security Enero 2023](#)).

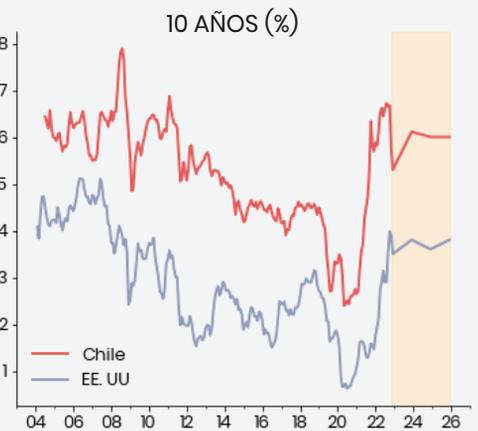
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 10: EXPECTATIVA IPC CHILE



Fuente: ICAP y Estudios Security.

GRÁFICO 11: TASAS NOMINALES



Fuente: FRED, Riskamerica y Estudios Security.

GRÁFICO 12: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Enero 2023

	Benchmark	Cartera Enero	Cartera anterior
Renta Variable	40%	-5	-5
Renta Fija	60%	5	5
Renta Variable Extranjera	80%	0	0
Desarrollados	48%	2.5	2.5
EE.UU.	28%	2.5	5
Europa	12%	0	-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	2.5
0 a 1 año UF	2.5%	0	-2.5
Gobierno Nominal	7.5%	0	0
1 a 3 años	5%	0	0
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	0
Renta Fija Extranjera	35%	0	0
Desarrollados	22.5%	-2.5	0
Money Market	2.5%	-2.5	0
Investment Grade	10%	0	0
High Yield	10%	0	0
Emergente	12.5%	2.5	0
Corporativos USD	10%	2.5	0
Soberanos moneda local	2.5%	0	0

	Sobreponderar
	Subponderar
	Posición neutral

Desempeño Activos: Renta variable y monedas (%)

Al 30-12-2022	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	-19.8	-4.0	9.4	1	-20	-6
Desarrollados	-19.6	-4.3	9.4	2	-20	-3
EE.UU.	-21.0	-6.0	6.6	1	-21	0
Eurozona	-19.2	0.0	23.0	9	-19	-11
Reino Unido	-7.8	-0.2	17.3	3	-8	4
Japón	-17.9	0.7	13.8	4	-18	-18
Asia ex Japón*	-10.3	0.3	15.1	3	-10	-10
Emergentes	-21.8	-1.6	9.2	-4	-22	-26
Asia	-22.1	-1.0	10.5	-6	-22	-28
China	-22.1	5.2	13.4	-13	-22	-41
Latinoamérica	0.0	-4.7	3.6	4	0	-14
Brasil	1.8	-3.6	-0.3	4	2	-22
México	-5.1	-7.4	11.1	4	-5	11
Chile	20.5	3.8	16.1	14	20	4
EMEA**	-30.4	-3.1	5.5	-1	-30	-21

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)	-7.9	2.3	7.7	1	-8	-15
Euro	-6.2	3.5	8.2	2	-6	-15
Reino Unido	-12.2	1.0	7.2	-1	-12	-13
Japón	-14.6	5.4	8.9	3	-15	-28
Emergentes	-4.4	1.6	4.1	0	-4	-4
Argentina	-72.4	-5.9	-20.2	-41	-72	-110
Brasil	5.1	-1.4	1.3	-1	5	-2
Chile	-1.4	4.1	11.4	7	-1	-21
Colombia	-19.2	-0.4	-5.2	-17	-19	-42
México	4.7	-1.5	3.1	3	5	2
Perú	4.6	1.2	4.5	1	5	-5
China	-8.5	2.3	3.0	-3	-9	-6

* 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 30-12-2022	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	4.4	366	3	19	147	366	427
10 años	3.8	232	13	3	86	232	290
Chile							
2 años	7.6	212	13	-264	-74	212	691
10 años	5.3	-8	3	-156	-104	-8	281
Brasil							
2 años	12.7	169	-44	86	-39	169	848
10 años	12.6	188	4	80	-25	188	541
México							
2 años	9.9	252	-1	-29	37	252	557
10 años	8.7	120	12	-47	-16	120	334
Alemania 10 años	2.6	274	62	45	119	274	313
Francia 10 años	3.1	290	69	37	114	290	345
Italia 10 años	4.8	359	79	30	143	359	428
España 10 años	3.6	307	69	35	109	307	360
Reino Unido 10 años	3.7	268	49	-43	140	268	345
Japón 10 años	0.4	35	17	18	19	35	40
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)							
Latam	493	81	13	-77	-51	81	87
Brasil	314	-5	35	-8	-63	-5	53
Chile	207	36	11	-38	-16	36	48
Colombia	430	59	-9	-61	-42	59	209
México	444	80	21	-65	-49	80	59
Perú	251	69	29	-20	0	69	107
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)							
Asia	373	32	-19	-30	6	32	66
Europa	705	259	-23	-119	-233	259	309
Latam	422	63	-14	-48	-41	63	72
Investment Grade	260	55	-7	-42	-28	55	48
High Yield	584	95	-21	-51	-44	95	100
Brasil	480	58	1	-39	-32	58	82
Chile	340	84	-32	-41	-16	84	99
Colombia	507	131	-25	-94	-60	131	204
México	326	59	-13	-39	-33	59	66
Perú	343	70	-7	-13	-13	70	77
HG EE.UU.	138	41	-4	-29	-26	41	35
HY EE.UU.	481	172	26	-62	-106	172	94

Fuente: Bloomberg y Estudios Security