



5.6631
9.334
4.25647
7.2235
5.6631

PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Febrero 2023

Con vientos a favor, todo depende de la Reserva Federal

Resumen

El 2023 comenzó con noticias positivas para el crecimiento global, lo que ha alejado los temores respecto a una recesión global más severa. Esto ha estado apuntalado por la consolidación de la reapertura en China y la resiliencia de la actividad en la Eurozona, ante el caso exitoso del manejo de la crisis energética. En EE. UU., si bien los datos han mostrado cierta pérdida de impulso de la economía en la última parte del 2022, nuestro escenario base sigue apuntando hacia una resiliencia de la economía, propiciada por un rebote en el consumo y el relajamiento de las condiciones financieras de la última parte. Con todo, creemos que los principales riesgos vienen por el lado de la política monetaria, donde si bien la inflación debiese continuar cediendo, el panorama respecto a la trayectoria hacia los niveles objetivos no está exento de sobresaltos y los bancos centrales continuarían poco dispuestos a arriesgar el control de los precios.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: Si bien el panorama global se ha vuelto menos negativo para la renta variable, creemos que desde un punto de vista riesgo-retorno sigue haciendo sentido mantener una posición favorable para la renta fija. A nuestro juicio, sigue faltando un elemento clave que permitiría disipar gran parte de los riesgos que limitan un retorno más atractivo de las bolsas globales, es decir, señales más evidentes de que los riesgos de política monetaria han quedado atrás.

RV EE. UU./Resto del Mundo: Si bien un entorno donde el dólar global sigue perdiendo fuerza, de acuerdo con nuestro escenario base, funcionaría como un viento de cola a favor de la performance de las bolsas emergentes y el resto del mundo versus EE. UU., creemos que el escenario mantiene riesgos elevados a la baja para la economía global y los activos de riesgo por lo que, como nota de cautela adicional, mantenemos nuestra leve sobre ponderación de EE. UU. sobre Asia Emergente, en el que en el caso de la última región, el significativo aumento desde los mínimos desde octubre ya reflejaría en parte importante las mejores perspectivas en China.

RF Internacional: Seguimos viendo atractivo en la deuda emergente en dólares, donde creemos que el elevado retorno actual sigue entregando una fuente importante de protección en los escenarios donde el entorno macro puede enredarse, pero al mismo tiempo los spreads mantienen espacio para ganancias ante una economía global que está recibiendo vientos a favor.

Tipo de Cambio: La apreciación relevante del USDCLP de los últimos meses ya habría incorporado un cúmulo de noticias positivas que van haciendo más difícil sostener ganancias adicionales para la moneda local. El aumento del precio del cobre habría incorporado el optimismo ligado al escenario de crecimiento mundial, que lo deja vulnerable a señales de agresividad mayores por parte de los bancos centrales o una inflación que se mantiene errática en los próximos meses. Al mismo tiempo, la prima por riesgo histórica que venía incorporando el tipo de cambio desde octubre de 2019, que se ha sido entre un 10%-20% desde ese año, ha alcanzado niveles cercanos al 5% en lo más reciente, lo que creemos también tendría espacio para devoluciones de enredarse el panorama de discusiones legislativas en los próximos meses.

RF Local: Conservamos la posición UF/CLP alineada con el benchmark, ante expectativas de mercado con pocas diferencias con las nuestras a mediano plazo, y cercanas al rango objetivo. En términos de duración, mantenemos la recomendación de neutralidad, con tasas largas que se ubican bastante más abajo que su valor justo de acuerdo con los fundamentales. Por último, el reciente comportamiento en spreads corporativos y la calidad crediticia de las industrias de mejor clasificación nos lleva a sobre ponderar este activo.

RV Local: Considerando que la incertidumbre política local continúa vigente, pero frente a un escenario externo algo más benigno, decidimos potenciar levemente la ponderación en el sector exportador, manteniendo medida en industrias enfocadas en demanda interna.

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

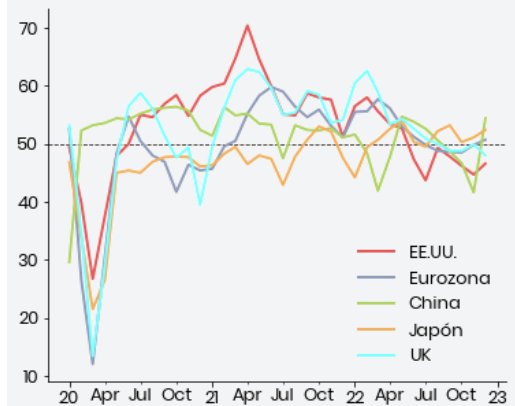
María José Castro D.
Economista
maria.castrod@security.cl

El 2023 comenzó con noticias positivas para el crecimiento global que han alejado los temores respecto a una recesión global más severa (gráfico 1). La consolidación de la reapertura en China, que se ha dado con menores sobresaltos y más rápido que lo anticipado, ha afianzado las expectativas de un crecimiento que rebotaría importantemente este año. En la Eurozona, el caso exitoso del manejo de la crisis energética, apoyado por un clima más propicio, una economía que habría sido más resiliente en la última parte del año, así como el impulso que viene por el repunte de China, han alejado los temores de una recesión en los próximos trimestres, escenario base de muchos hace tan solo unos meses.

En EE. UU., si bien los datos han mostrado cierta pérdida de impulso de la economía en la última parte del 2022, que se vio reflejado en una caída abrupta de los indicadores ISM en diciembre, **nuestro escenario base sigue apuntando hacia una resiliencia de la economía, propiciada por un rebote en el consumo y el relajamiento de las condiciones financieras de la última parte.** Los niveles de confianza de los consumidores han mejorado versus los mínimos alcanzados hace unos meses (gráfico 2) y la moderación que se anticipa en la inflación debería seguir funcionando como un viento de cola para los ingresos reales y con ello el consumo. Todo esto en una economía donde el mercado laboral sigue funcionando relativamente bien, con una demanda todavía por sobre la oferta, y con una reasignación de trabajadores entre industrias que ha permitido seguir creando empleos mes a mes. **Asimismo, si bien las condiciones financieras siguen en nivel restrictivo, estas se mantienen en los niveles alcanzados a mediados del año pasado (gráfico 3), haciendo prever que lo peor del efecto negativo en el crecimiento de este ajuste podría ya haber quedado atrás.**

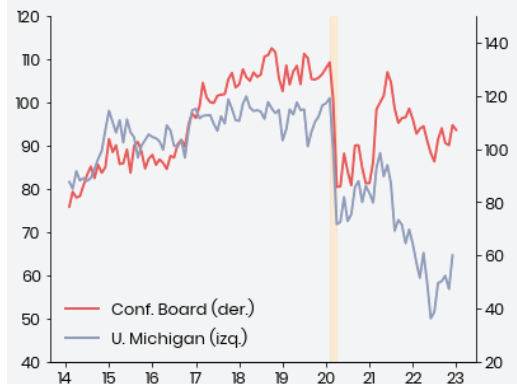
Con todo, los riesgos a este escenario más favorables son fácilmente identificables y vendrían por una parte de un crecimiento que se enreda en China o la Eurozona, por ejemplo, como consecuencia de shocks ya conocidos, como un recrudecimiento de los temores de escasez de energía, o una autoridad china que continúa hipotecando crecimiento para lograr objetivos de política económica. **No obstante, creemos que los principales riesgos vienen por el lado de la política monetaria,** donde si bien la inflación debiese continuar cediendo, el panorama respecto a la trayectoria hacia los niveles objetivos no está exento de sobresaltos y **los bancos centrales continuarían poco dispuestos a señalar de manera anticipada recortes de tasas y con ello arriesgar el control de los precios, toda vez que las presiones salariales siguen todavía muy fuertes.** Por el momento, las posturas de política monetaria seguirían agresivas y desafiarían la expectativa del mercado acerca de recortes de tasas que se darían este año en EE. UU., manteniendo nublado el panorama para los activos de riesgo.

GRÁFICO 1: INDICADORES PMI – SERVICIOS



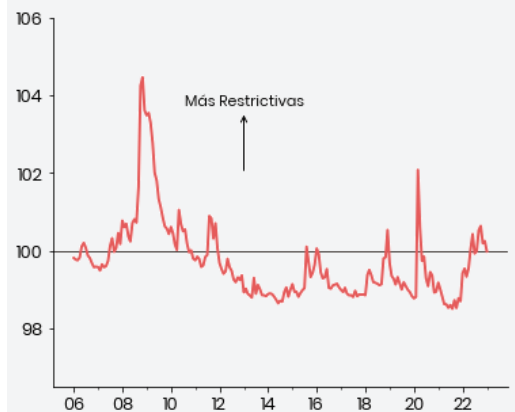
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: CONFIANZA CONSUMIDORES – EE. UU.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: CONDICIONES FINANCIERAS – EE. UU.



Fuente: Estudios Security.

Con esto, **si bien el panorama global se ha vuelto menos negativo para la renta variable, creemos que desde un punto de vista riesgo retorno sigue haciendo sentido mantener una posición favorable para la renta fija.** A nuestro juicio, sigue faltando un elemento clave que permitiría disipar gran parte de los riesgos que limitan un retorno más atractivo de las bolsas globales: señales más evidentes de que los riesgos de política monetaria han quedado atrás. En el pasado, los puntos mínimos de las bolsas se han dado de manera paralela a la incorporación de mayores recortes de tasas en las expectativas del mercado, con caídas en las tasas de dos años (gráfico 4), señal no evidente por el momento.

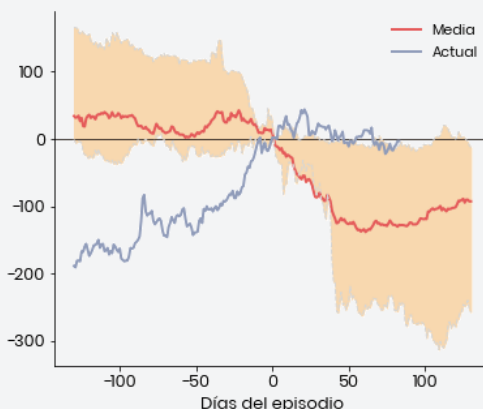
Dentro de la renta variable, en el comienzo del año hemos presenciado retornos más favorables en la Eurozona y Asia Emergente, en línea con las noticias más positivas en estos índices. Estos movimientos han significado aumentos desde los mínimos de más de 50% y 30% para China y la Eurozona, respectivamente, lo que a nuestro juicio incorporaría en gran medida el escenario más favorable para estas regiones, donde para la Eurozona cada vez se vuelve más difícil que los datos sorprendan al alza (gráfico 5) y las valorizaciones en China se han acercado ampliamente a los valores históricos. Con todo, **si bien un entorno donde el dólar global sigue perdiendo fuerza funcionaria como un viento de cola para las bolsas emergentes y el resto del mundo versus EE. UU., como nota de cautela adicional a este escenario con riesgos a la baja relevantes, mantenemos nuestra leve sobre ponderación de EE. UU. sobre Asia Emergente.**

En la renta fija corporativa internacional seguimos viendo atractivo en la deuda emergente en dólares, donde creemos que el elevado nivel de interés al rendimiento sigue entregando una fuente importante de protección en los escenarios donde el entorno macro se enreda, pero al mismo tiempo los spreads mantienen espacio para ganancias ante una economía global que sigue recibiendo vientos a favor.

Finalmente, la apreciación relevante del USDCLP de los últimos meses ya habría incorporado un cúmulo de noticias positivas que van haciendo más difícil sostener ganancias adicionales para la moneda local. El aumento del precio del cobre habría incorporado un optimismo bien cuantioso respecto al escenario de crecimiento mundial, que lo deja vulnerable a señales de agresividad mayores por parte de los bancos centrales o una inflación que se mantiene errática en los próximos meses. Al mismo tiempo, la prima por riesgo histórica que venía incorporando el tipo de cambio desde octubre de 2019, que se ha sido entre un 10%-20% desde ese año, ha alcanzado niveles cercanos al 5% en lo más reciente, lo que creemos también tendría espacio para devoluciones de enredarse el panorama de discusiones legislativas en los próximos meses. Esto nos hace mantenernos cautos en el peso chileno a estos niveles, con un rango objetivo de 820-850.

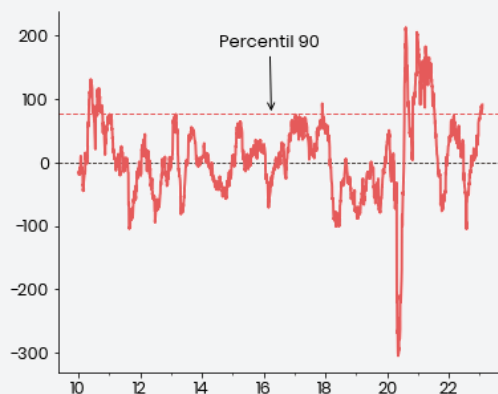
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 4: TASA 2 AÑOS EE. UU. EN TORNO A LOS MÍNIMOS DEL S&P 500



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: SORPRESAS ECONÓMICAS EUROZONA



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: MODELO USDCLP



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

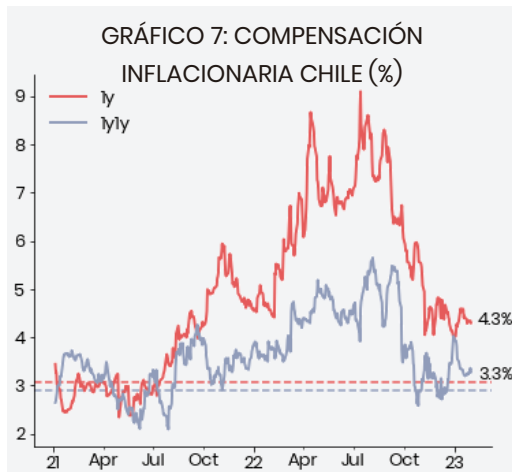
PORTAFOLIOS SECURITY

A **nivel de renta fija local**, si bien la tendencia inflacionaria está por sobre los niveles coherentes con la meta, la última cifra reflejó que esta continúa la lenta convergencia. Con todo, esperamos seguir viendo moderaciones en los registros mensuales que se darán de manera más sostenida a partir del 2T23, y, que permitirán una inflación anual de 4% al cierre de este año, para luego bajar al 3% a fines del 2024. Estas perspectivas están bastante en línea con lo que está implícito en los precios de mercado (gráfico 7), con diferencias sutiles que se explican por unos meses en específico. En este contexto, de expectativas de mercado con pocas diferencias con las nuestras, y cercanas al rango objetivo, **conservamos la posición UF/CLP alineada con el benchmark.**

En términos de **duración, mantenemos la recomendación de neutralidad**, ante tasas largas que se ubican bastante más abajo que su valor justo de acuerdo con los fundamentales que incluye variables macroeconómicas y financieras (gráfico 8), por lo tanto, creemos se mantienen los riesgos al alza para la parte larga de la curva.

En **renta fija corporativa, se observó mayor estabilidad en el mes, frenando la tendencia alcista en spreads** de la última parte de 2022, lo que relacionamos a un escenario algo más benigno a nivel externo que podría apoyar el desempeño macro local, que (de ratificarse) podría moderar las implicancias que manejábamos en márgenes y endeudamiento a nivel corporativo. Por otro lado, se ha observado una disminución en la oferta, que durante noviembre y diciembre concentró montos elevados, lo que fue especialmente notorio en papeles bancarios, aliviando dicha presión en las últimas semanas. Si bien, por el momento no esperamos deterioros significativos en la solvencia de una muestra amplia de empresas, preferimos **sugerir medida en sectores más expuestos a la demanda interna y con un perfil de riesgo mayor**, que además cuenten con altos compromisos de deuda en el corto plazo y un nivel de apalancamiento mayor respecto a su historia. **No obstante, el reciente comportamiento en spreads y la calidad crediticia del resto de las industrias de mejor clasificación nos lleva a sobreponderar este activo en los portafolios del mes, privilegiando duraciones más cortas.**

A **nivel de la renta variable local**, considerando que la incertidumbre política local continúa vigente, pero frente a un escenario externo algo más benigno, decidimos potenciar levemente la ponderación en el sector exportador, manteniendo medida en industrias enfocadas en demanda interna, donde por el momento privilegiamos compañías con enfoque más resiliente a la actividad (que presentaría mayor debilidad en el primer semestre), pensando en un Ipsa que hoy está castigado pero que concentraría su ajuste en valorizaciones hacia la segunda mitad de año, cuando observemos señales claras de reactivación. (Carteras Accionarias Security Febrero 2023).



Fuente: ICAP y Estudios Security.



Fuente: FRED, Riskamerica y Estudios Security.



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Febrero 2023

	Benchmark	Cartera Febrero	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	2.5
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%	0	0
Renta Fija Nacional	65%	0	0
Caja	5%	-2.5	0
0 a 1 año CLP	2.5%	0	0
0 a 1 año UF	2.5%	-2.5	0
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%	2.5	0
Renta Fija Extranjera	35%	0	0
Desarrollados	22.5%	-2.5	-2.5
Money Market	2.5%	-2.5	-2.5
Investment Grade	10%	0	0
High Yield	10%	0	0
Emergente	12.5%	2.5	2.5
Corporativos USD	10%	2.5	2.5
Soberanos moneda local	2.5%	0	0

	Sobreponderar
	Subponderar
	Posición neutral

Desempeño Activos: Renta variable y monedas (%)

Al 31-01-2023	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	7.1	6.9	10.6	2	-10	-1
Desarrollados	7.0	6.8	9.3	1	-9	3
EE.UU.	6.5	6.5	5.3	-1	-10	5
Eurozona	11.1	9.8	25.5	16	-6	1
Reino Unido	6.0	6.0	17.5	5	-3	11
Japón	5.3	5.3	16.5	1	-9	-14
Asia ex Japón*	8.6	8.6	24.4	7	4	-2
Emergentes	7.9	7.9	21.6	4	-15	-24
Asia	8.6	8.5	27.5	4	-13	-27
China	11.7	11.8	52.3	9	-12	-40
Latinoamérica	9.7	11.4	3.7	10	2	1
Brasil	6.6	9.9	-2.0	5	-4	-12
México	17.0	15.6	14.2	24	17	40
Chile	8.4	8.4	20.6	13	17	12
EMEA**	2.3	1.8	3.6	-3	-30	-19
Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)	1.4	1.4	8.5	3	-6	-12
Euro	1.7	1.7	9.0	5	-3	-11
Reino Unido	2.2	2.2	6.4	0	-9	-11
Japón	1.4	1.4	12.5	1	-13	-24
Emergentes	2.5	2.5	7.4	2	-2	-1
Argentina	-5.6	-5.6	-19.2	-42	-78	-113
Brasil	4.1	5.2	1.6	2	4	7
Chile	6.7	6.7	15.1	10	0	-9
Colombia	3.8	3.8	5.5	-9	-18	-31
México	3.4	3.4	4.9	8	9	7
Perú	-1.1	-1.1	3.5	1	0	-6
China	2.3	2.3	7.8	0	-6	-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)

AI 31-01-2023	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	4.2	-19	-19	-29	130	304	410
10 años	3.5	-30	-30	-55	92	175	245
Chile							
2 años	7.3	-31	-31	-137	-187	119	655
10 años	5.3	-5	-5	-105	-111	-26	263
Brasil							
2 años	12.8	12	12	94	-15	107	780
10 años	13.1	44	44	134	21	167	528
México							
2 años	9.8	-6	-6	-33	106	233	557
10 años	8.4	-33	-33	-91	33	84	288
Alemania 10 años	2.3	-27	-27	14	152	228	280
Francia 10 años	2.8	-35	-35	7	142	233	303
Italia 10 años	4.3	-54	-54	-17	131	294	367
España 10 años	3.4	-28	-28	13	152	255	322
Reino Unido 10 años	3.3	-33	-33	-20	153	203	301
Japón 10 años	0.5	7	7	25	31	32	44
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)							
Latam	465	-27	-27	-69	-60	46	61
Brasil	307	-8	-8	9	-35	-22	30
Chile	206	-2	-2	-27	-20	21	52
Colombia	430	0	0	-60	-15	38	195
México	409	-35	-35	-47	-59	38	20
Perú	257	6	6	3	13	60	115
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)							
Asia	331	-41	-41	-159	-76	21	27
Europa	614	-91	-91	-207	-312	132	226
Latam	414	-8	-8	-58	-55	43	60
Investment Grade	254	-6	-6	-41	-45	41	42
High Yield	573	-11	-11	-71	-59	60	84
Brasil	484	3	3	-19	-17	54	83
Chile	339	-1	-1	-64	-44	78	100
Colombia	508	0	0	-102	-37	95	190
México	310	-15	-15	-66	-67	23	48
Perú	345	1	1	-22	-46	78	84
HG EE.UU.	125	-13	-13	-41	-27	15	22
HY EE.UU.	430	-49	-51	-33	-50	67	47