



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Marzo 2023

## Fortaleza de la actividad mantiene mercados en tensión

### Resumen

En lo último se ha afianzado el escenario más favorable para la actividad económica global con señales de que las economías seguirían siendo resilientes al ajuste restrictivo de la política monetaria. Al mismo tiempo, estas dinámicas han venido acompañadas de lecturas de inflación y perspectivas respecto a las presiones inflacionarias que empeoran. Este mix de noticias irremediamente ha llevado a que los riesgos de peores perspectivas de política monetaria se intensifiquen y la tensión se haya renovado en los mercados de renta fija. Asimismo, el panorama para la renta variable vuelve a enfrentar vientos en contra, en medio de este riesgo por parte de los bancos centrales y con riesgos de un shock mayor para la actividad económica que solo se postpone para más adelante, mientras no existan señales más evidentes de una moderación mayor de la inflación.

### Visión por clase de activo:

**Renta Variable/Renta Fija:** El panorama para la renta variable vuelve a enfrentar vientos en contra, en medio de riesgos de mayor agresividad de los bancos centrales y con riesgos de un shock mayor para la actividad económica que solo se postpone para más adelante, mientras no existan señales más evidentes de una moderación mayor de la inflación. Con esto, seguimos viendo un panorama global menos favorable para la renta variable versus la renta fija. Adicionalmente, si bien el encuadre económico en el último mes se ha movido a uno donde las perspectivas para la inflación empeoran, lo que podría seguir presionando las tasas de interés, creemos que los niveles actuales de las tasas base más largas ya incorporarían en buena medida nuestro escenario central para el 2023, por lo que los riesgos para las tasas son más simétricos.

**RV EE. UU./Resto del Mundo:** Los retornos acumulados en Asia Emergente habrían llevado las valorizaciones a niveles ya elevados en perspectiva histórica, a pesar de la corrección del último mes; y estos ya incorporarían bastante bien las mejores perspectivas macroeconómicas de la región. Seguimos creyendo que una sobre ponderación de EE. UU. sobre Asia Emergente hace sentido como nota de cautela adicional a un escenario con riesgos a la baja relevantes.

**RF Internacional:** Mantenemos la sobre ponderación en los bonos en dólares de compañías de América Latina, si bien no esperamos ganancias que vengan por compresiones adicionales de los spreads, vemos ya menos riesgos al alza en las tasas y el nivel de rendimiento esperado sigue alto en perspectiva histórica, con riesgos de crédito que relativamente son favorables.

**Tipo de Cambio:** En la última parte del mes el USDCLP retomó los valores en torno a los \$820, en línea con el escenario externo. En un contexto en que el dólar global se mantiene en torno a los niveles actuales, acompañado de un precio de cobre que ya ha revertido parte de las alzas de principio de año, y un premio local estable en torno al 5%, consideramos que no hay mucho espacio para devoluciones y ratificamos nuestra proyección de \$825 para el mediano plazo para el peso chileno.

**RF Local:** Nuestra perspectivas de inflación están un punto por debajo de lo que está implícito en los forwards UF a cierre de año, explicado principalmente por una menor inflación para los próximos 3 meses. Ante esto, modificamos la recomendación para la cartera de renta fija local, sub ponderando los papeles reajustables de corto plazo.

**RV Local:** Los vientos externos más favorables, mayor preocupación por persistencia y volatilidad de la inflación, junto con las presiones en tasas de interés nos lleva a mantener un riesgo muy controlado a nivel agregado en las carteras de renta variable local.

**Felipe Jaque S.**  
Economista Jefe  
[felipe.jaque@security.cl](mailto:felipe.jaque@security.cl)

**César Guzmán B.**  
Gerente Macroeconomía  
[cesar.guzman@security.cl](mailto:cesar.guzman@security.cl)

**Eduardo Salas V.**  
Economista Senior  
[eduardo.salas@security.cl](mailto:eduardo.salas@security.cl)

**Paulina Barahona N.**  
Subgerente Renta Fija Corporativa  
[paulina.barahona@security.cl](mailto:paulina.barahona@security.cl)

**Nicolás Libuy I.**  
Jefe Renta Variable Local  
[nicolas.libuy@security.cl](mailto:nicolas.libuy@security.cl)

**María José Castro D.**  
Economista  
[maria.castrod@security.cl](mailto:maria.castrod@security.cl)

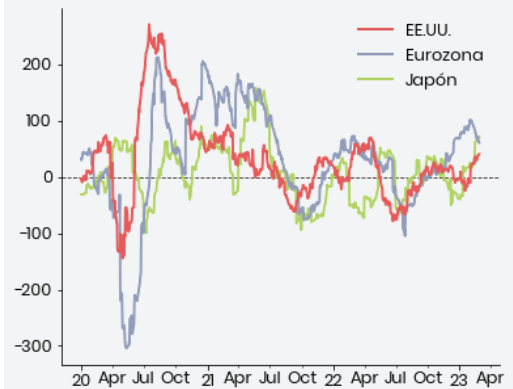
**En febrero se afianzó el escenario más favorable para la actividad económica global con señales de que las economías seguirían siendo resilientes al ajuste restrictivo de la política monetaria.** Las sorpresas positivas para la actividad se dieron principalmente en el mercado laboral y el consumo privado en EE. UU. (gráfico 1), lo que sirvió para despejar ampliamente las dudas respecto a la pérdida de impulso que se había visto en los últimos meses en este país. Esto se suma a las señales más positivas que veníamos recibiendo desde fines del 2022 en China por la reapertura, y por el manejo exitoso de la crisis energética en la Eurozona.

**Al mismo tiempo, estas dinámicas han venido acompañadas de lecturas de inflación y perspectivas respecto a las presiones inflacionarias que empeoran.** En enero vimos una mayor inflación en EE. UU. que los meses anteriores y la moderación que veníamos viendo en las lecturas mensuales ahora es menos evidente, al mismo tiempo que la inflación del sector servicios sigue muy alta. Hasta el momento la moderación de la inflación ha venido principalmente por el lado de los precios de bienes (gráfico 2). El carácter más persistente y menos volátil de la inflación de servicios, y el peso que esta representa en la canasta del IPC, sigue manteniendo la preocupación elevada respecto a qué tan fácil será lograr la moderación de los precios, sobre todo con estas señales de una economía más pujante.

**En el frente de la inflación las principales preocupaciones siguen viniendo por el lado del mercado laboral, donde vemos una oferta de trabajo que se mantiene por debajo de la demanda y con presiones salariales que, si bien se moderan, son todavía muy altas para ser consideradas coherentes con la estabilidad de precios.** En este sentido, es especialmente preocupante el buen desempeño que ha seguido mostrando la economía, ya que cuesta pensar en un sector privado que disminuye el ritmo de contratación sin enfrentar caídas mayores en las ganancias.

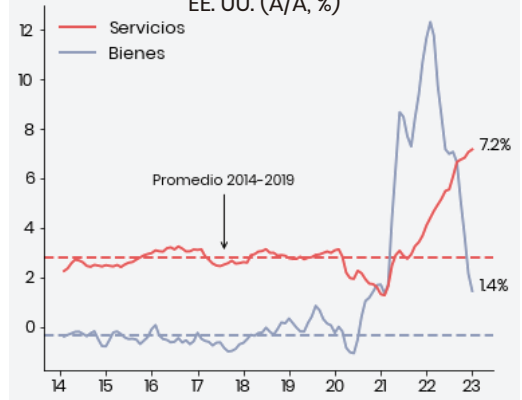
**Este mix de noticias irremediablemente ha llevado a que los riesgos de política monetaria se intensifiquen** y la tensión se haya renovado en los mercados de renta fija, con aumentos en las expectativas de los perfiles de tasa de política monetaria que se han acercado y superado lo proyectado por los bancos centrales a fines del año pasado; y con ajustes restrictivos adicionales en las condiciones financieras, las que de todos modos se mantienen por debajo de los máximos alcanzados durante el 4T del año pasado, manteniendo el riesgo de que estas necesiten seguir ajustándose al alza (gráfico 3). **Al mismo tiempo, el panorama para la renta variable vuelve a enfrentar vientos en contra, en medio de riesgos adicionales de agresividad de los bancos centrales y con riesgos de un shock mayor para la actividad económica que solo se postpone para más adelante, mientras no existan señales evidentes de una moderación mayor de la inflación.**

GRÁFICO 1: SORPRESAS ECONÓMICAS  
MERCADOS DESARROLLADOS



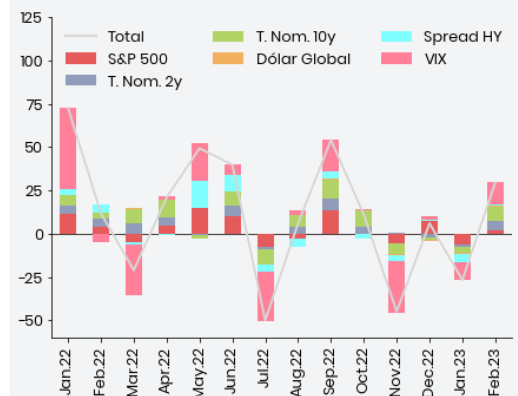
Fuente: Citi y Estudios Security.

GRÁFICO 2: INFLACIÓN SUBYACENTE IPC  
EE. UU. (A/A, %)



Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

GRÁFICO 3: COMPOSICIÓN CONDICIONES  
FINANCIERAS - EE. UU.



Fuente: Estudios Security.

Con esto, **seguimos viendo un panorama global menos favorable para la renta variable versus la renta fija**. Si bien las mejores perspectivas para la actividad económica podrían poner un límite inferior mayor a los ajustes a la baja en las ganancias de las compañías, siguen estando ausentes las señales de moderación en la inflación que permitirán disipar los riesgos de una mayor restricción en la política monetaria. Por el momento, la resiliencia de la economía podría significar que tan solo se pospone el ajuste de la demanda para más adelante con un efecto negativo mayor en la economía.

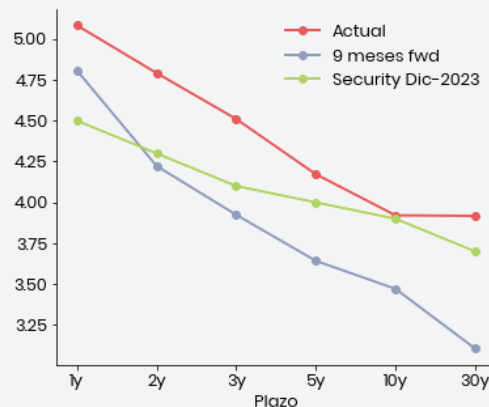
Adicionalmente, si bien el encuadre económico en el último mes se ha movido a uno donde las perspectivas para la inflación empeoran, lo que podría seguir presionando las tasas de interés, **creemos que los niveles actuales de las tasas base más largas ya incorporarían en buena medida nuestro escenario central para el 2023, por lo que los riesgos son más simétricos** (gráfico 4), limitando el espacio para mayores pérdidas relativas de la renta fija. Consecuentemente, también seguimos recomendando mantener una posición neutral en

Dentro de la renta variable en febrero vimos una corrección a la baja mayor en Asia Emergente, después de aumentos significativos desde octubre hasta enero, en línea con la idea de que los retornos acumulados habrían llevado las valorizaciones a niveles ya elevados en perspectiva histórica (gráfico 5) y que ya incorporarían bastante bien las mejores perspectivas macroeconómicas de la región. **Seguimos creyendo que una sobre ponderación de EE. UU. sobre Asia Emergente hace sentido como nota de cautela adicional a un escenario con riesgos a la baja relevantes.**

**En la renta fija corporativa internacional mantenemos la sobre ponderación en los bonos en dólares de compañías de América Latina**, si bien no esperamos ganancias que vengan por compresiones adicionales de los spreads, vemos ya menos riesgos al alza en las tasas bases y el nivel de rendimiento esperado sigue alto en perspectiva histórica, con riesgos de crédito que en términos relativos son favorables.

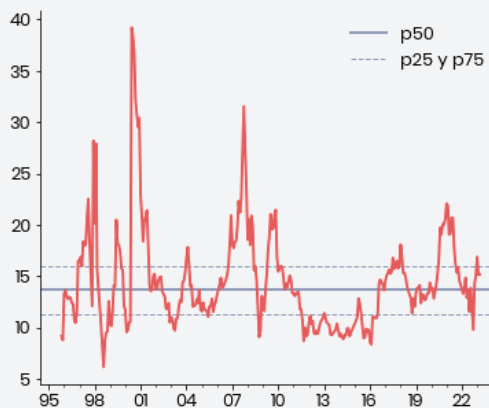
Durante el mes el USDCLP se ubicó en niveles por debajo de los \$780, dando cuenta de una fuerte sobre apreciación de nuestra moneda según nuestro modelo de arbitraje de corto plazo. Sin embargo, en lo último retomó los valores en torno a los \$820, en línea con el escenario externo. En un contexto en que el dólar global se mantiene en torno a los niveles actuales, acompañado de un precio de cobre que ya ha revertido parte de las alzas de principio de año (gráfico 6), y un premio local estable en torno al 5%, **consideramos que no hay mucho espacio para devoluciones y ratificamos nuestra proyección de \$825 para el mediano plazo para el peso chileno.**

GRÁFICO 4: CURVAS TASAS DE INTERÉS NOMINALES EE. UU.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: MÚLTIPLO PRECIO UTILIDAD ESPERADA CHINA MSCI



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: COBRE (\$US/LIBRA)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

# PORTAFOLIOS SECURITY

A **nivel de renta fija local**, las sorprendidas cifras de IPC de enero mostraron una persistencia inflacionaria mayor a la esperada, lo que nos llevó a revisar al alza nuestras estimaciones para la primera parte del año. Sin embargo, para el segundo semestre, seguimos anticipando una moderación importante debido a la apreciación del tipo de cambio, la caída de los precios externos y la moderación en el alza de salarios. Este proceso sería a un ritmo similar al último episodio desinflacionario, sin llegar a valores negativos, y permitirá cerrar el 2023 con una inflación anual de 4,5%, medio punto por sobre nuestra expectativa previa (gráfico 7).

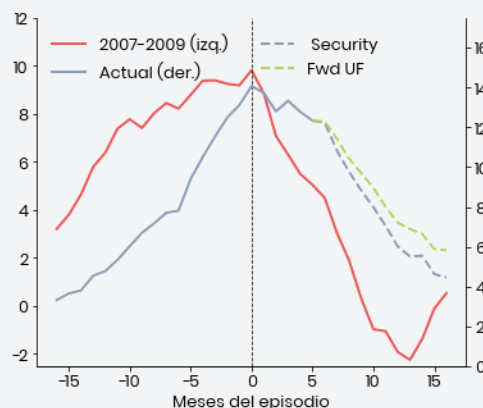
Con todo, nuestras perspectivas de inflación están un punto por debajo lo que está implícito en los forwards UF a cierre de año, explicado principalmente por una menor inflación para los próximos 3 meses. En este contexto, modificamos la recomendación para la cartera de renta fija local, **subponderando los papeles reajustables de corto plazo**.

Si bien, tras los ajustes al alza de la trayectoria esperada de la tasa de política monetaria se observaron aumentos importantes en la parte larga de la curva, estas todavía se encuentran por debajo de su valor justo (gráfico 8). en consecuencia, **mantenemos nuestra recomendación de neutralidad en términos de duración**.

**En renta fija corporativa, la relativa estabilidad que se observó en los spreads durante el último mes permitió compensar en parte la presión alcista en las tasas base**, consecuencia de una inflación que estaría siendo más persistente que lo contemplado. A pesar de esto, un escenario de actividad que podría ser más favorable a nivel externo apoyaría un desempeño macro local que moderaría las implicancias negativas que manejábamos en márgenes y endeudamiento a nivel corporativo, como también en la calidad de riesgo de las carteras bancarias, ratificando nuestro escenario de reversión de spreads. No obstante, aunque por el momento no esperamos deterioros significativos en la solvencia de una muestra amplia de empresas, preferimos **mantener cautela en sectores más expuestos a la demanda interna y con un perfil de riesgo mayor**, que además cuentan con altos compromisos de deuda en el corto plazo y un nivel de apalancamiento mayor respecto a su historia. Así, **mantenemos nuestra sobreponderación en esta clase de activo, haciendo hincapié en la calidad crediticia de los emisores y sugiriendo menor duración**.

Los vientos externos más favorables, mayor preocupación por persistencia y volatilidad de la inflación, junto con las presiones en tasas de interés nos lleva a **mantener un riesgo muy controlado a nivel agregado en las carteras de renta variable local**, con un leve sesgo hacia sectores externos y cautela sobre las industrias más expuestas al ciclo local, donde tomamos exposición a consumo habitual. ([Carteras Accionarias Security Marzo 2023](#)).

### GRÁFICO 7: IPC CHILE (A/A, %)



Fuente: BCCh, ICAP y Estudios Security.

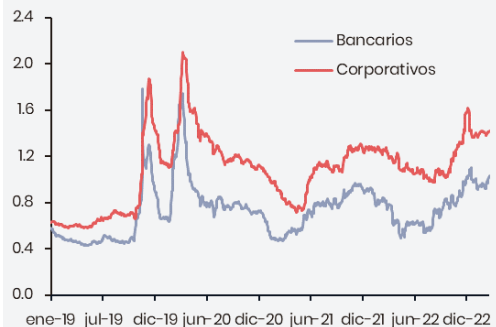
\* Mes 0: IPC (a/a) alcanza su peak.

### GRÁFICO 8: TASAS NOMINALES 10 AÑOS CHILE (%)



Fuente: Dipres, FRED, Bloomberg y Estudios Security.


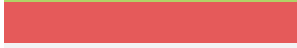
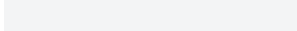
### GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS CHILE



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

## Visión Activos Estudios Security Marzo 2023

	Benchmark	Cartera Marzo	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%	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
<b>Renta Variable Nacional</b>	<b>20%</b>	0	0
<b>Renta Fija Nacional</b>	<b>65%</b>	0	0
Caja	5%	-2.5	-2.5
0 a 1 año CLP	2.5%	0	0
0 a 1 año UF	2.5%	-2.5	-2.5
Gobierno Nominal	7.5%	2.5	0
1 a 3 años	5%	2.5	0
Más de 3 años	2.5%	0	0
Gobierno UF	7.5%	-2.5	0
1 a 3 años	5%	-2.5	0
Más de 3 años	2.5%	0	0
Corporativos	45%	2.5	2.5
<b>Renta Fija Extranjera</b>	<b>35%</b>	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 (%)

AI 28-02-2023	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Renta variable (% en dólares)</b>						
<b>Mundo</b>	3.9	-2.3	1.9	1	-10	-6
<b>Desarrollados</b>	4.3	-1.6	1.7	2	-9	-2
EE.UU.	3.8	-1.1	0.4	-2	-10	-1
Eurozona	10.2	-0.7	10.3	23	-1	-3
Reino Unido	5.6	-0.8	6.2	9	-4	6
Japón	1.7	-3.9	1.1	4	-11	-18
Asia ex Japón*	1.2	-7.4	3.9	3	-5	-12
<b>Emergentes</b>	0.8	-7.7	3.6	-3	-18	-29
Asia	1.1	-8.2	5.0	-2	-17	-32
China	0.1	-11.3	14.5	-3	-18	-46
Latinoamérica	2.7	-5.8	2.0	-2	-9	-2
Brasil	-3.3	-8.5	-1.4	-12	-17	-13
México	16.6	-0.7	8.6	24	11	35
Chile	6.4	-0.8	14.5	5	15	2
EMEA**	-2.2	-5.3	-3.7	-8	-26	-26

## Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)

<b>Desarrollados (DXY)</b>	-1.3	-2.5	1.7	4	-8	-15
Euro	-0.6	-2.5	2.0	6	-6	-14
Reino Unido	0.6	-2.3	0.6	3	-11	-15
Japón	-3.2	-4.5	1.8	2	-18	-28
<b>Emergentes</b>	0.3	-2.4	2.7	2	-4	-3
Argentina	-11.3	-5.7	-18.3	-43	-83	-119
Brasil	1.3	-2.1	2.7	-4	-1	7
Chile	3.7	-1.9	9.5	7	-4	-15
Colombia	-0.1	-4.3	-0.4	-11	-23	-34
México	6.0	2.4	5.2	8	10	11
Perú	0.3	1.5	1.4	1	0	-4
China	-0.5	-3.1	3.9	0	-10	-7

\* 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 28-02-2023	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Swaps moneda local</b>							
<b>EE.UU.</b>							
2 años	4.8	40	54	33	137	337	467
10 años	3.9	8	36	21	80	208	247
<b>Chile</b>							
2 años	8.1	49	82	66	-174	71	702
10 años	5.6	26	28	26	-105	-20	256
<b>Brasil</b>							
2 años	12.7	0	-20	-109	23	77	674
10 años	13.4	80	22	9	130	177	480
<b>México</b>							
2 años	10.8	92	90	92	122	286	635
10 años	9.0	22	46	36	23	106	279
Alemania 10 años	2.6	8	33	66	114	247	297
Francia 10 años	3.1	0	34	65	99	247	320
Italia 10 años	4.5	-36	16	41	68	272	377
España 10 años	3.7	3	29	69	100	252	335
Reino Unido 10 años	3.7	4	38	61	111	231	295
Japón 10 años	0.5	8	2	25	26	31	35
<b>Spreads soberanos USD</b>							
<b>Emergentes (EMBIG)</b>	414	-12	-1	-6	-18	-9	83
<b>Latam</b>	476	-17	11	-15	-39	26	70
Brasil	293	-21	-13	2	-29	-43	9
Chile	203	-4	1	2	-23	-12	47
Colombia	444	14	16	6	0	38	202
México	418	-27	3	-14	-31	19	46
Perú	241	-10	-13	15	5	14	70
<b>Spreads corporativos USD (puntos base)</b>							
<b>Emergentes (CEMBI)</b>	348	-30	-6	-53	-33	-50	44
<b>Asia</b>	330	-43	-6	-79	-51	-14	41
<b>Europa</b>	602	-104	-97	-136	-227	-969	234
<b>Latam</b>	416	-6	2	-22	-11	17	69
Investment Grade	256	-4	5	-14	-2	3	54
High Yield	577	-8	-3	-29	-12	46	99
Brasil	478	-2	-9	-7	12	23	76
Chile	346	6	11	-29	15	48	121
Colombia	532	25	41	5	29	80	240
México	311	-15	1	-29	-40	-5	54
Perú	347	3	6	0	31	45	119
<b>HG EE.UU.</b>	128	-10	3	-12	-16	-2	32
<b>HY EE.UU.</b>	422	-57	-4	-41	-56	45	68

Fuente: Bloomberg y Estudios Security