



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Abril 2023

A pesar de la calma tomamos cautela

Resumen

La situación del sistema bancario si bien no ha seguido escalando en nuevas instituciones en apuros financieros, está lejos de haber visto disipados los riesgos. Las preocupaciones siguen respecto a las presiones que enfrentarían los bancos ante perspectivas para los depósitos que siguen poco favorables. Un gran porcentaje de los depósitos sigue sin estar asegurado, se mantienen las presiones por el lado de las mayores tasas de interés en el segmento money market, y la confianza respecto a la liquidez de los bancos de menor tamaño está más debilitada. Todo esto significa mayores costos de financiamiento para los bancos, menores niveles de intermediación bancaria y una mayor cautela general de los consumidores, autoridades y mercados. Con todo, ganan fuerza los vientos en contra para la actividad económica y las presiones des inflacionarias. Más aún, con esto ganan fuerza los escenarios de cola, donde el estrés bancario podría terminar impactando a un nivel más sistémico, global y con repercusiones mayores en la actividad económica.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: Los activos de riesgo en general estarían incorporando un escenario más optimista que el escenario base y el que se deduce de los movimientos de las tasas base. Consecuentemente, la elevada incertidumbre y una probabilidad de riesgos de cola mayores llevan a mantener una posición más defensiva y se mantiene la posición sub ponderada de la renta variable versus la renta fija.

RV EE. UU./Resto del Mundo: Mantenemos una posición defensiva dentro de los sesgos de la renta variable, donde seguimos valorando el carácter menos cíclico de EE. UU. que debiese responder de mejor manera en un escenario más adverso.

RF Internacional: Llevamos a neutral la ponderación del segmento corporativo emergente en dólares y sub ponderamos el segmento corporativo de mayor riesgo en EE. UU. (High Yield), tomando una posición larga en la caja en dólares. Los spreads del segmento High Yield si bien han subido algo, se mantienen muy por debajo de lo que se podría considerar elevado en términos históricos y no estarían reflejando los mayores riesgos de quiebra de las compañías en un ambiente macroeconómico que se ha vuelto más complejo.

Tipo de Cambio: Los factores externos han estado dominando la dinámica de la moneda local, y en este sentido, nuestra postura más cautelosa en el escenario externo, sumado a que el nivel actual del tipo de cambio da cuenta de una sobre apreciación versus los fundamentales de arbitraje de corto plazo, nos llevan a proyectar una depreciación en el mediano plazo.

RF Local: El estrés en el sistema bancario en EE. UU y Europa ejerce un sesgo a la baja sobre el panorama macroeconómico local, por lo que pierden probabilidad los escenarios de crecimiento del PIB para el 2023 por sobre el 0%, inflación sobre el 5% y una TPM que termina el año por sobre la mediana del corredor del último IPOM. Si bien el mercado ha ido incorporando parte de los efectos de este shock externo, creemos que se mantiene elevado el riesgo de que la situación evolucione a un escenario más complejo, por lo que recomendamos evitar no solamente las UF de corto plazo, sino que también de mediano plazo, y sobreponderar los papeles en pesos.

RV Local: Ajustamos levemente las carteras para reducir su exposición a eventuales shocks a mercados. En particular, continuamos con una sobreexposición al sector forestal y reducimos la exposición al sector minero, de manera de lograr un portafolio más protegido ante escenarios más extremos.

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

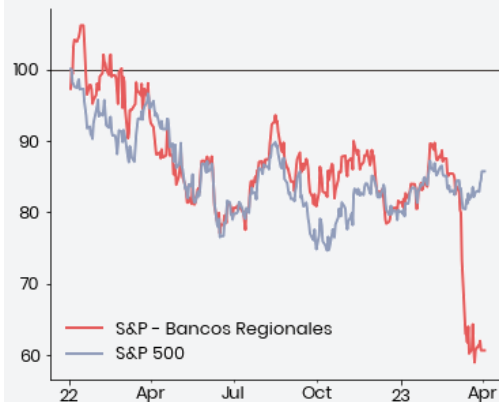
El panorama macroeconómico global se vio fuertemente sacudido en marzo a raíz de las quiebras de los bancos en EE. UU., que llevaron a **estrés financiero en el sistema bancario** como un todo y que también se expandió a Europa y terminó con la adquisición de Credit Suisse por parte de UBS. **La situación**, si bien no ha seguido escalando en nuevas instituciones en apuros financieros, **está lejos de haber visto disipados los riesgos y mantiene a los mercados en tensión** (gráfico 1). Las preocupaciones siguen respecto a las presiones que enfrentarían los bancos ante perspectivas para los depósitos que siguen poco favorables. Un gran porcentaje de los depósitos sigue sin estar asegurado, se mantienen las presiones por el lado de las mayores tasas de interés en el segmento *money market*, y la confianza respecto a la liquidez de los bancos de menor tamaño está más debilitada. Todo esto significa mayores costos de financiamiento para los bancos, menores niveles de intermediación bancaria y una mayor cautela general de los consumidores, autoridades y mercados.

Hasta el momento, independiente de si la situación sigue escalando o no, **los efectos más evidentes son una reducción del crédito total disponible en las economías**, con bancos que se volverían más cautos y exigentes en los estándares de crédito, frente a la atención y medida del mercado y autoridades. Estos ajustes vendrían a intensificar las presiones en los requerimientos de crédito que ya se habían vuelto más restrictivos, de la mano del ajuste en las condiciones financieras (gráfico 2). Estas últimas, han enfrentado presiones restrictivas por el lado de los spreads de crédito principalmente, aunque ha habido un fuerte componente compensatorio por el lado de la caída en las tasas de interés. **Con todo, ganan fuerza los vientos en contra para la actividad económica y las presiones desinflacionarias.**

Más aún, con esto ganan fuerza los escenarios de cola, donde el estrés bancario podría terminar impactando a un nivel más sistémico, global y con repercusiones mayores en la actividad económica. Para nadie es ajeno como esto ha traído recuerdos de los meses previos a la quiebra de Lehman Brothers en 2008. Después de todo, esto sacó a la luz una regulación más laxa de lo que se pensaba anteriormente en un sector significativo de los bancos americanos, mucho más vulnerables al nuevo orden de la política monetaria. Lo que podría traer coletazos adicionales a una fuente significativa de los préstamos totales de la economía, sobre todo en el sector real estate.

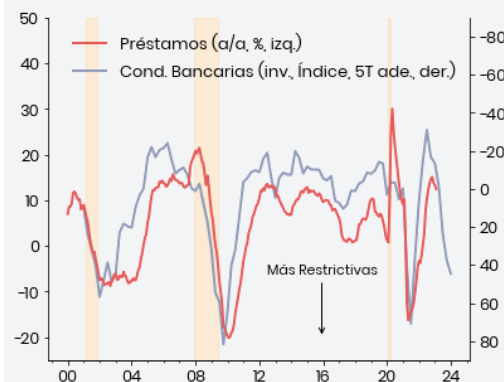
Es importante considerar que hasta el momento las autoridades han reaccionado de manera oportuna para mitigar y contener el estrés. Las medidas de apoyo de liquidez por parte de la FED se han utilizado a una escala considerable e incluso se crearon nuevas herramientas que permiten pedir prestado usando como garantías los instrumentos financieros que han perdido valor a raíz de los aumentos de las tasas de interés (gráfico 3).

GRÁFICO 1: DESEMPEÑO BURSÁTIL BANCOS EE. UU. VS S&P 500.



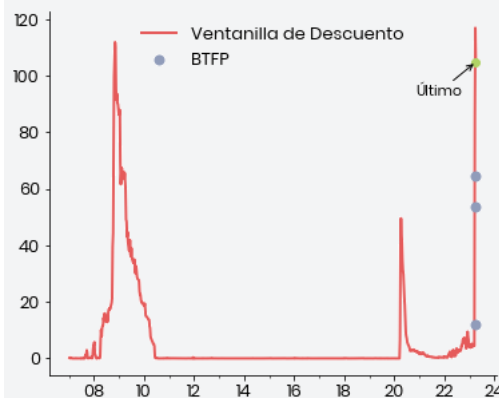
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: CONDICIONES BANCARIAS Y PRÉSTAMOS EE. UU.



Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

GRÁFICO 3: PRÉSTAMOS RESERVA FEDERAL EE. UU. (USD, MILES DE MILLONES)



Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

Si bien esto no es totalmente distinto del panorama que se veía a principios de la gran crisis financiera, sí es cierto que **las autoridades parecen haber aprendido la lección de que cualquier respuesta tiene que ser potente, oportuna, rápida y contundente.**

Al mismo tiempo, el mercado y la misma FED han reconocido a este shock como sustituto de aumentos en la tasa de política monetaria.

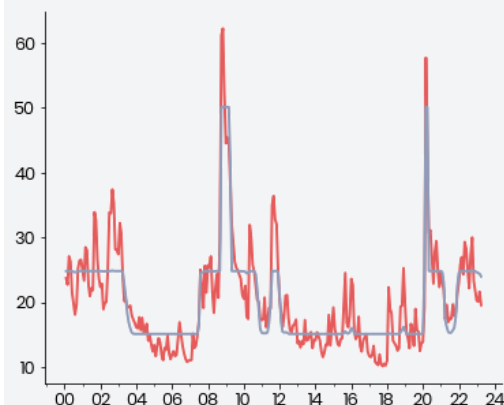
La FED se privó de adelantar alzas mayores en la TPM más allá de lo ya anunciado en diciembre, a diferencia de las señales que se estaban enviando a comienzos de marzo y que el mercado ya había incorporado. Esto consolida la proximidad del fin del ciclo de alzas. Incluso, el mercado ya tiene incorporado recortes de tasas que serían de 75 pb este año a partir de junio.

Como contraparte, la respuesta de las bolsas ha sido más bien acotada, con una performance que soportó la incertidumbre elevada de mediados de marzo y que incluso se recuperó en los últimos días. La volatilidad implícita si bien subió, no alcanzó a llegar a niveles de estrés mediano y en lo último se ha devuelto por debajo de los 20 puntos (gráfico 4). Al mismo tiempo, los activos de riesgo en general estarían incorporando una probabilidad de recesión mucho menor que los modelos macroeconómicos y que los movimientos de las tasas base (gráfico 5). **Consecuentemente, la elevada incertidumbre y una probabilidad de riesgos de cola mayores llevan a mantener una posición más defensiva en los portafolios y se mantiene la posición sub ponderada de la renta variable versus la renta fija.**

Como medida adicional de disminución de riesgo, a nivel de la renta fija internacional llevamos a neutral la ponderación del segmento corporativo emergente en dólares y sub ponderamos el segmento corporativo de mayor riesgo en EE. UU. (High Yield), tomando una posición larga en la caja en dólares. Los spreads del segmento High Yield si bien han subido algo, se mantienen muy por debajo de lo que se podría considerar elevado en términos históricos y no estarían reflejando los mayores riesgos de quiebra de las compañías en un ambiente macroeconómico que se ha vuelto más complejo (gráfico 6).

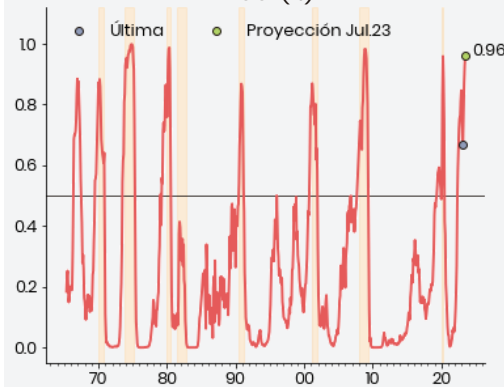
El tipo de cambio tuvo una fuerte depreciación en marzo a raíz de los eventos externos, alcanzando su máximo cierre del año. Sin embargo, en los últimos días recuperó completamente la pérdida, y actualmente se ubica cerca del piso mínimo en el que ha estado fluctuando los últimos meses. Esto muestra como los factores externos han estado dominando la dinámica de la moneda. De todas formas, a nuestro juicio este nivel da cuenta de una sobre apreciación versus los fundamentales de arbitraje de corto plazo. Adicionalmente, **nuestra postura más cautelosa en el escenario externo nos llevan a proyectar una depreciación en el mediano plazo.**

GRÁFICO 4: ÍNDICE VIX



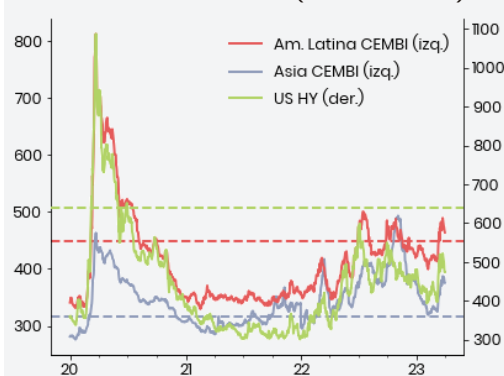
*Línea azul representa estimación de los 3 estados del VIX.
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: PROBABILIDAD DE RECESIÓN
EE. UU. (%)



*Proyección en base a movimiento de las variables en episodios de estrés bancario anteriores.
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: SPREADS (PUNTOS BASE)



* Línea punteada representa percentil 85, desde el año 2002.
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

PORTAFOLIOS SECURITY

Abril, 2023

En el **plano local**, el estrés en el sistema bancario en EE. UU y Europa ejerce un sesgo a la baja sobre el panorama macroeconómico, por lo que pierden probabilidad los escenarios de crecimiento del PIB para el 2023 por sobre el 0%, inflación sobre el 5% y una TPM que termina el año por sobre la mediana del corredor del último IPOM.

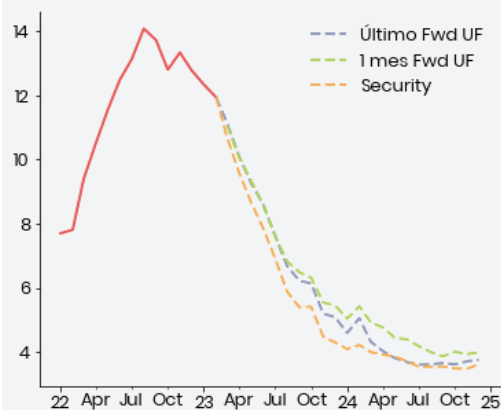
En este contexto, el mercado ajustó sus expectativas, incorporando parte de los efectos de este shock externo. Las expectativas de inflación implícitas en los forwards UF (gráfico 7) se ajustaron a la baja desde el tercer trimestre en adelante, acercándose a una inflación anual de 5% al cierre de este año, y las compensaciones inflacionarias de todos los plazos cayeron. Con esto, el escenario de mercado se acerca al nuestro, aunque las diferencias en el corto plazo se mantienen. Por su parte, las tasas swap comenzaron a descontar recortes de TPM de magnitudes más elevadas para este año (gráfico 8).

No obstante, creemos que se mantiene elevado el riesgo de que la situación empeore, asimismo en los últimos días se ha observado una reversión parcial de estos ajustes, por lo que **recomendamos evitar no solamente las UF de corto plazo, sino que también de mediano plazo, y sobreponderar los papeles en pesos.**

En la renta fija corporativa, se observó una relativa estabilidad en los spreads durante el último mes (gráfico 9), lo que junto a la caída de las tasas bases como consecuencia de los riesgos a la baja para la actividad llevaron a un buen desempeño de la clase de activo. **Hacia adelante, la confirmación de escenarios más negativos para la actividad ameritan poner mayor cautela en las clases de activo más riesgosas y si bien no vemos riesgos en el corto plazo en márgenes y endeudamiento a nivel corporativo, como tampoco en la calidad de riesgo de las carteras bancarias, se decide tomar mayor precaución y se lleva la clase de activo a una posición neutral**, prestando especial atención a las compañías 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.

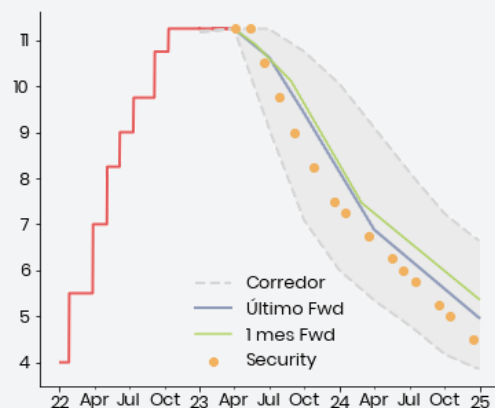
Considerando el balance de riesgos en el panorama externo, ajustamos levemente las carteras de **renta variable local** para reducir su exposición a eventuales shocks a mercados. En particular, dado que los precios financieros se mantienen en rangos de normalidad y los precios de materias primas se han beneficiado de la reactivación en China, continuamos con una sobreexposición al sector forestal. Por otro lado, reducimos la exposición al sector minero, de manera de lograr un portafolio más protegido ante escenarios más extremos. El resto de la cartera, en particular, su exposición a bancos, retail y centros comerciales se mantiene sin cambios, de manera de lograr un balance respecto de nuestras perspectivas de moderación más rápida de la inflación, tasas de interés y leve retroceso de la actividad en algunos trimestres. ([Carteras Accionarias Security Abril 2023](#)).

GRÁFICO 7: IPC CHILE (A/A, %)



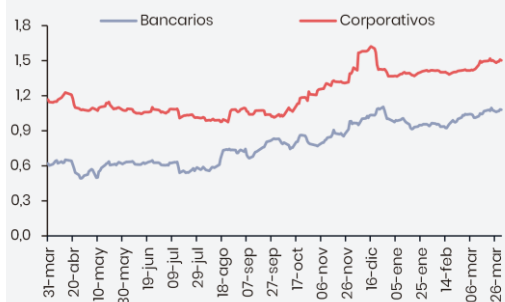
Fuente: BCCh, ICAP y Estudios Security.

GRÁFICO 8: TPM CHILE (%)



Fuente: BCCh, Bloomberg y Estudios Security.

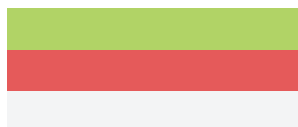
GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS CHILE



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Abril 2023

	Benchmark	Cartera Abril	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%	0	-2.5
0 a 1 año CLP	2.5%	2.5	0
0 a 1 año UF	2.5%	-2.5	-2.5
Gobierno Nominal	7.5%	2.5	2.5
1 a 3 años	5%	2.5	2.5
Más de 3 años	2.5%	0	0
Gobierno UF	7.5%	-2.5	-2.5
1 a 3 años	5%	-2.5	-2.5
Más de 3 años	2.5%	0	0
Corporativos	45%	0	2.5
Renta Fija Extranjera	35%	0	0
Desarrollados	22.5%	0	-2.5
Money Market	2.5%	2.5	-2.5
Investment Grade	10%	0	0
High Yield	10%	-2.5	0
Emergente	12.5%	0	2.5
Corporativos USD	10%	0	2.5
Soberanos moneda local	2.5%	0	0



Sobreponderar
Subponderar
Posición neutral

Desempeño Activos: Renta variable y monedas (%)

AI 31-03-2023	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	6.8	2.8	6.7	17	-9	-4
Desarrollados	7.3	2.8	7.1	17	-9	-1
EE.UU.	7.3	3.4	7.3	14	-10	1
Eurozona	13.6	3.1	12.3	40	4	-2
Reino Unido	4.2	-1.4	4.2	22	-5	4
Japón	4.6	2.9	4.6	19	-7	-15
Asia ex Japón*	1.0	-0.2	1.0	16	-11	-11
Emergentes	3.5	2.7	3.6	13	-13	-25
Asia	4.6	3.4	4.5	16	-11	-26
China	4.6	4.5	4.7	19	-7	-38
Latinoamérica	3.1	0.4	4.7	7	-18	-5
Brasil	-4.2	-0.9	-1.3	-4	-27	-16
México	20.1	3.0	18.7	33	5	31
Chile	9.5	2.9	9.5	27	7	-2
EMEA**	-2.2	0.0	-2.6	3	-20	-27

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)	1.0	2.3	1.0	9	-4	-10
Euro	1.8	2.4	1.8	10	-2	-8
Reino Unido	2.7	2.1	2.7	10	-6	-12
Japón	-0.9	2.3	-0.9	8	-10	-20
Emergentes	1.8	1.5	1.8	6	-3	-1
Argentina	-18.0	-6.0	-18.0	-42	-88	-127
Brasil	4.1	2.8	5.3	5	-7	10
Chile	7.6	4.1	7.6	18	-1	-10
Colombia	4.0	4.2	4.0	-1	-23	-27
México	7.4	1.5	7.4	10	9	12
Perú	1.1	0.8	1.1	6	-2	0
China	0.7	1.2	0.7	4	-8	-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 31-03-2023	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	4.1	-34	-74	-34	-15	177	390
10 años	3.5	-34	-42	-34	-31	116	174
Chile							
2 años	7.5	-13	-62	-13	-277	45	601
10 años	5.1	-21	-47	-21	-177	-90	169
Brasil							
2 años	12.0	-70	-70	-70	16	3	524
10 años	12.9	32	-48	32	113	138	375
México							
2 años	10.0	13	-79	13	-15	144	483
10 años	8.4	-32	-54	-32	-79	25	152
Alemania 10 años	2.3	-26	-34	-26	19	175	259
Francia 10 años	2.8	-30	-30	-30	7	183	285
Italia 10 años	4.1	-72	-36	-72	-42	207	341
España 10 años	3.3	-32	-35	-32	3	187	299
Reino Unido 10 años	3.4	-26	-30	-26	-69	180	256
Japón 10 años	0.4	-7	-15	-7	11	13	26
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)							
Latam	511	18	35	18	-59	101	113
Brasil	309	-5	16	-5	-13	15	28
Chile	218	11	15	11	-27	39	80
Colombia	439	9	-5	9	-53	82	207
México	448	4	30	4	-61	83	85
Perú	264	12	23	12	-8	79	100
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)							
Asia	376	3	45	3	-27	42	90
Europa	643	-62	42	-62	-181	-152	243
Latam	464	42	48	42	-6	99	118
Investment Grade	294	34	38	34	-8	68	97
High Yield	635	51	58	51	0	147	155
Brasil	503	22	25	22	-17	86	98
Chile	403	63	57	63	22	135	184
Colombia	607	100	75	100	5	202	313
México	367	41	56	41	1	71	118
Perú	402	59	55	59	46	143	173
HG EE.UU.	145	7	15	7	-22	23	48
HY EE.UU.	458	-21	36	-23	-85	115	122

Fuente: Bloomberg y Estudios Security