



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Mayo 2023

Accidentes bajo control, pero mejor mantener riesgo acotado

Resumen

En el último mes parece haberse evitado la realización del peor escenario asociado a la quiebra de algunos bancos en EE. UU. Si bien las presiones de retiros de depósitos se han moderado en las últimas semanas, el ambiente está lejos de estar normalizado respecto a la confianza en el sistema bancario. Con todo, la convicción es mayor respecto al empeoramiento de las condiciones crediticias, que llevaría a un deterioro del ciclo de crédito para hogares y empresas. No obstante, la evolución del apetito por riesgo parece no haber incorporado en gran medida estos mayores riesgos y los activos de riesgo parecen moverse con cierto nivel de complacencia. Las expectativas del mercado respecto a las utilidades de las compañías tienen incorporado una caída leve respecto a los niveles del 2022 e incluso incorporan una recuperación significativa en el 2024.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: Nuestra posición sigue siendo cautelosa respecto a la toma de riesgos y seguimos sobre ponderando la renta fija versus la renta variable, ante la economía global que se mantiene frágil y con riesgos a la baja significativos, así como por la complacencia que parecen tener incorporado las bolsas versus las tasas de interés, que sí han incorporado un escenario de desaceleración mayor, manteniendo la expectativa de recortes en la tasa de política monetaria que comienzan a partir de mediados de año y con la curva completa que se ha mantenido por debajo los niveles de comienzos de marzo.

RV EE. UU./Resto del Mundo: El posicionamiento dentro de la renta variable se mantiene cargado hacia mercados desarrollados por sobre emergentes, a pesar del viento a favor que se podría desprender de la mejor actividad en China. Así seguimos valorando el carácter más contra cíclico de las bolsas americanas; y damos cuenta de valorizaciones en China que no se ven extremadamente baratas versus su propia historia.

RF Internacional: Mantenemos la sub ponderación del segmento high yield americano, en el cual los spreads se contrajeron en el último mes y se mantienen bien por debajo niveles elevados en términos históricos.

Tipo de Cambio: Si bien nuestro escenario base anticipa recortes de tasa en EE. UU antes que lo esperado hace unos meses, nos ubicamos algo menos agresivos que el mercado. En ese sentido, creemos que el cobre todavía tiene espacio para seguir retrocediendo, aunque con un piso cercano a los US\$ 3.75, y que el dólar global pueda ganar tracción. Al considerar que la dinámica de nuestra moneda ha estado dominada por factores externos, nos inclinamos por el escenario de una leve depreciación, y que se ubique algo arriba del nivel actual.

RF Local: El menor dinamismo de la actividad de los próximos trimestres, además de la disipación de los efectos indexatorios, y la apreciación del tipo de cambio, impulsarían a la baja la inflación desde abril de manera más pronunciada, incluso en la subyacente. En específico hacia fin de año, prevemos cifras mensuales por debajo lo implícito en los precios de mercado, que permitirán cerrar el 2023 con una inflación anual del 4,5%. A mediano plazo, esperamos que la inflación converja al 3%, lo que también muestra algo de divergencia con el mercado. Con todo, de materializarse nuestro escenario, vemos probable que la trayectoria de la TPM sea similar al límite inferior del corredor, bajo lo que descuenta el último forward, por lo que las caídas en la parte corta de la curva nominal que proyectamos son mayores a las esperadas por el mercado. En este contexto, mantenemos la recomendación de sobre ponderar los papeles en pesos menores a 3 años, y evitar las UF con los mismos plazos.

RV Local: El posicionamiento toma en cuenta los escenarios posibles, desde los más benignos a los más estresados, considerando que las opciones se han abierto.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

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 el último mes parece haberse evitado la realización del peor escenario asociado a la quiebra de algunos bancos en EE. UU. y las dudas respecto a la salud financiera de Credit Suisse en Europa. Esto tras la rápida respuesta de las autoridades que generaron las medidas necesarias para proveer liquidez y así evitar un escalamiento del estrés financiero (gráfico 1). Si bien las presiones de retiros de depósitos se han moderado en las últimas semanas, **el ambiente está lejos de estar normalizado respecto a la confianza en el sistema bancario, ante potenciales ajustes regulatorios y aumentos en el costo de financiamiento para los bancos.** Nuevas quiebras de bancos no se pueden descartar del todo y riesgos respecto a problemas de créditos en las carteras de los bancos podrían reavivar los temores.

Con todo, **la convicción es mayor respecto al empeoramiento de las condiciones crediticias, que llevaría a un deterioro del ciclo de crédito para hogares y empresas.** Las señales marginales del último mes dan cuenta de un ajuste adicional en los estándares de crédito, especialmente para los segmentos de empresas e inmobiliario comercial. Asimismo, el menor acceso al crédito debiese seguir impactando gradualmente la actividad de los negocios.

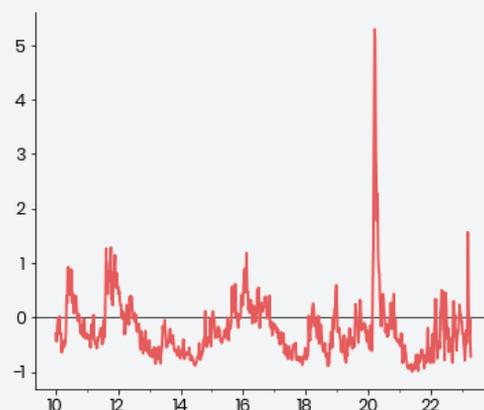
No obstante, **la evolución del apetito por riesgo parece no haber incorporado en gran medida estos mayores riesgos a la baja para la actividad económica y los activos de riesgo parecen moverse con cierto nivel de complacencia.** La volatilidad implícita de las bolsas en EE. UU. disminuyó considerablemente hacia niveles promedio de 18 puntos (gráfico 2), bien por debajo niveles de estrés o de crisis. Las valorizaciones de las bolsas siguen en la parte alta de la distribución histórica y los spreads de crédito disminuyeron en el último mes. **Asimismo, las expectativas del mercado respecto a las utilidades de las compañías tienen incorporado una caída leve respecto a los niveles del 2022 e incluso incorporan una recuperación significativa en el 2024 (gráfico 3).** Esto difiere marcadamente con las caídas de más de 15% que anticipa las proyecciones de las principales variables macroeconómicas.

En este escenario, **la inflación empezó a mostrar señales más patentes de seguir moderándose,** con más evidencia de un punto de inflexión en la inflación más persistente y un mercado del trabajo que comenzaría a dejar atrás el dinamismo extremo que venía mostrando. Con todo, si bien queda mucho espacio que recorrer para lograr la estabilidad de precios, las perspectivas del mercado se han ajustado a la baja más marcadamente (gráfico 4).

Así, **las tasas de interés de mercado sí han incorporado un escenario de desaceleración mayor, manteniendo la expectativa de recortes en la fed funds que comienzan a partir de mediados de año.** En la curva completa, si bien se han visto aumentos en el último mes, esta se ha mantenido por debajo los niveles de comienzos de marzo.

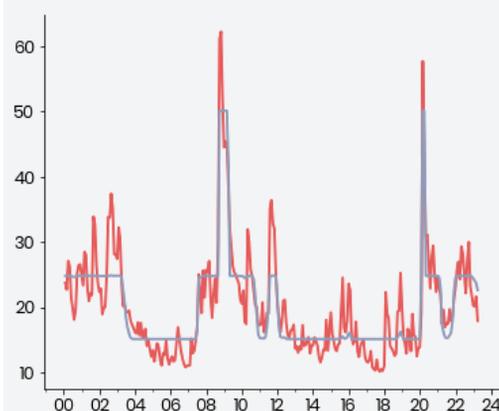
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 1: ÍNDICE DE ESTRÉS FINANCIERO



Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

GRÁFICO 2: VOLATILIDAD RENTA VARIABLE EE. UU. (ÍNDICE VIX)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: PROYECCIONES S&P 500 EPS



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

La incertidumbre respecto a cómo se seguiría dando la discusión en torno al techo de la deuda y los posibles efectos en la confianza y volatilidad también han fundamentado una mayor cautela.

Nuestro escenario base actual incorpora un primer recorte de la Fed Funds que se da de manera anticipada, en el último trimestre de este año, ante un escenario para la actividad que continúa desacelerándose y variaciones de precio que son menores, **lo que mantendría las menores presiones al alza para las tasas, dólar y podría resguardar los precios de materias primas.**

Con todo, **nuestra posición sigue siendo cautelosa respecto a la toma de riesgos y seguimos sobre ponderando la renta fija versus la renta variable, ante la economía global que se mantiene frágil y con riesgos a la baja significativos, así como por la complacencia que parecen tener incorporado las bolsas versus la renta fija.** El posicionamiento dentro de la renta variable se mantiene cargado hacia mercados desarrollados por sobre emergentes, a pesar del viento a favor que se podría desprender de la mejor actividad en China. Así seguimos valorando el carácter más contra cíclico de las bolsas americanas; y damos cuenta de valorizaciones en China que no se ven extremadamente baratas versus su propia historia (gráfico 5).

En la renta fija internacional, **nuestra posición respecto a la duración se mantiene cautelosa**, si bien las perspectivas más débiles para la actividad económica y la moderación anticipada en la inflación debiesen quitar las presiones al alza para las tasas bases, el mercado habría incorporado rápidamente un relajamiento de la política monetaria en EE. UU. (gráfico 6), dejando a los actuales niveles de la parte larga con poco espacio para movimientos a la baja. El nivel de la parte corta de la curva sigue pareciendo más atractivo.

La posición más cautelosa en la toma de riesgos también se sigue reflejando en una sub ponderación del segmento high yield en el crédito internacional, versus el money market. En el segmento high yield los spreads se contrajeron en el último mes y se mantienen bien por debajo los niveles elevados en términos históricos, no incorporando de manera adecuada el deterioro de las perspectivas.

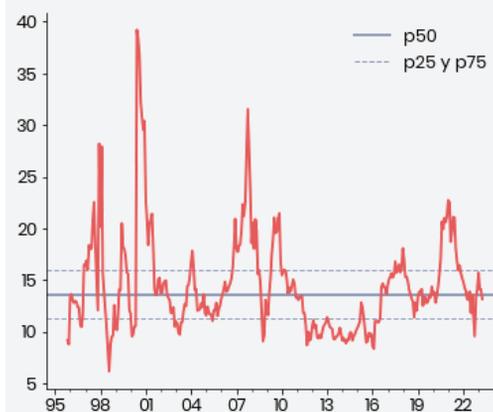
Si bien nuestro escenario base anticipa recortes de tasa en EE. UU antes que lo esperado hace unos meses atrás, nos ubicamos algo menos agresivos que el mercado. En ese sentido, creemos que el cobre todavía tiene espacio para seguir retrocediendo, aunque con un piso cercano a los US\$ 3.75 ante el escenario favorable de China, y que el dólar global pueda ganar tracción. Al considerar que la dinámica de nuestra moneda en el último tiempo ha estado dominada por factores externos, nos inclinamos más por el escenario de una leve depreciación del tipo de cambio, y que se ubique algo arriba de su nivel actual.

GRÁFICO 4: COMPENSACIÓN INFLACIONARIA EE. UU. (%)



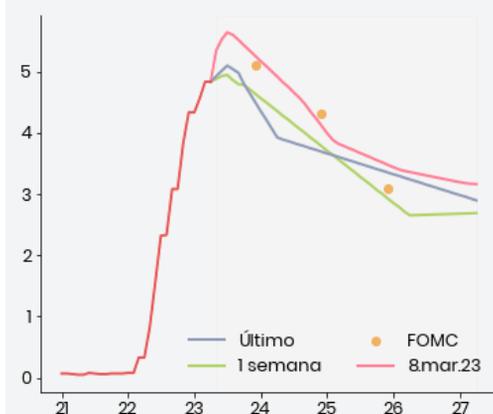
Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: MÚLTIPLO PRECIO UTILIDAD CHINA



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: FED FUNDS (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

PORTAFOLIOS SECURITY

Mayo, 2023

En el **plano local**, si bien el riesgo de que el estrés bancario externo escale a una mayor magnitud parece estar contenido, las repercusiones de lo ya ocurrido seguirán impactando sobre la economía. A esto se suman condiciones más restrictivas en el crédito, particularmente en el de consumo (gráfico 7), lo cual apunta a ajustes adicionales en los próximos trimestres que mantienen baja la probabilidad de observar un crecimiento del PIB positivo este año, a pesar del mejor desempeño en los últimos meses.

Consecuentemente, el menor dinamismo de la actividad de los próximos trimestres, además de la disipación de los efectos indexatorios, y la apreciación del tipo de cambio, impulsarían a la baja la inflación desde abril de manera más pronunciada, incluso en la medida subyacente (gráfico 8). En específico hacia fin de año, prevemos registros mensuales bastantes menores que los observados en el último año, y por debajo lo implícito en los precios de mercado, que permitirán cerrar el año con una inflación de 4,5%. A mediano plazo, esperamos que la inflación converja al 3%, en particular en la última parte del 2024, lo que también muestra algo de divergencia con el mercado, que, si bien se ha ido acercando a la meta, aún está por sobre.

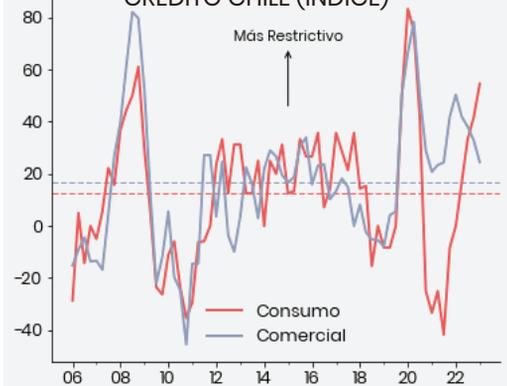
Con todo, de materializarse nuestro escenario inflacionario, vemos probable que la trayectoria de la TPM sea similar al límite inferior del corredor del IPoM. Con esto, las caídas en la parte corta de la curva nominal que proyectamos son mayores a las esperadas por el mercado. En este contexto, mantenemos la recomendación de sobre ponderar los papeles en pesos menores a 3 años, y sub ponderar las UF con los mismos plazos.

En la renta fija corporativa, se observó una presión al alza en los spreads durante el último mes (gráfico 9), particularmente en papeles de mayor liquidez, sumando un aumento en las tasas bases, lo que explica el desempeño negativo de esta clase de activo. Aunque los ruidos vinculados a la situación de liquidez de bancos se han calmado parcialmente, se mantienen los temores de escenarios más negativos de actividad y su consecuente impacto a nivel corporativo, donde la cautela se concentraría en emisores de mayor riesgo, en especial aquellos cuyo negocio se vincula en mayor medida a la demanda interna, con métricas financieras al 4T22 que presentaron deterioros no menores, contrarrestados sólo por eventos no recurrentes y reestructuraciones de deuda de empresas relevantes. Ante ello, mantenemos una posición neutral en este activo.

La cartera de **renta variable local** toma en cuenta los escenarios posibles, desde los más benignos a los más estresados. A nivel de sectores, se potencia el peso de industrias menos ligadas al ciclo, como el eléctrico, que se suma al consumo. Respecto de los demás sectores nos mantenemos cerca de una posición neutral. ([Carteras Accionarias Security Mayo 2023](#)).

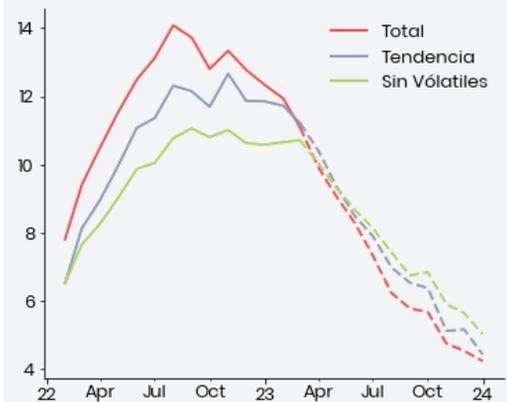
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 7: CONDICIONES OFERTA
CRÉDITO CHILE (ÍNDICE)



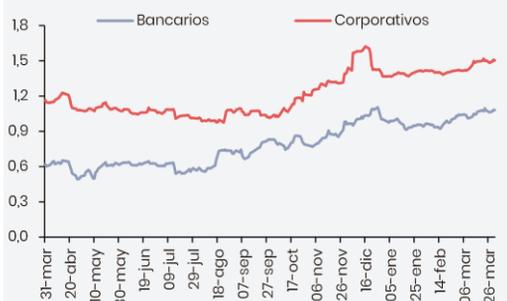
Fuente: BCCh y Estudios Security.

GRÁFICO 8: IPC CHILE (A/A, %)



Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

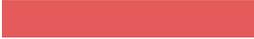
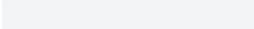
GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y
BANCARIOS CHILE



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Mayo 2023

	Benchmark	Cartera Mayo	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	0.0
0 a 1 año CLP	2.5%	2.5	2.5
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	0
Renta Fija Extranjera	35%	0	0
Desarrollados	22.5%	0	0
Money Market	2.5%	2.5	2.5
Investment Grade	10%	0	0
High Yield	10%	-2.5	-2.5
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 (%)

AI 28-04-2023	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	8.2	4.4	1.7	11	-2	-7
Desarrollados	9.0	4.8	2.8	11	-1	-4
EE.UU.	8.5	4.8	3.5	7	-3	-3
Eurozona	16.3	6.1	4.8	31	15	-5
Reino Unido	9.6	7.2	2.9	21	6	5
Japón	4.8	0.7	-0.9	17	3	-14
Asia ex Japón*	1.0	1.8	-7.6	16	-5	-16
Emergentes	2.2	0.7	-6.4	16	-7	-28
Asia	2.0	-0.3	-7.4	20	-6	-30
China	-0.8	-2.3	-12.2	33	-2	-43
Latinoamérica	4.8	4.2	-3.9	1	-4	-8
Brasil	-2.5	4.6	-7.7	-8	-14	-21
México	22.9	4.5	4.7	22	19	28
Chile	9.7	2.3	2.2	22	20	2
EMEA**	1.2	4.6	-1.9	3	-14	-28

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)

Desarrollados (DXY)	1.8	0.8	0.6	8	2	-12
Euro	3.3	1.9	1.5	10	5	-10
Reino Unido	4.3	1.9	1.5	8	1	-11
Japón	-3.2	-4.0	-4.5	8	-4	-25
Emergentes	1.6	0.0	-1.1	6	0	-2
Argentina	-25.7	-7.1	-19.3	-43	-93	-138
Brasil	5.8	3.5	2.5	6	0	7
Chile	6.2	-0.9	0.7	15	6	-15
Colombia	3.2	-0.3	-0.9	3	-18	-27
México	7.8	1.4	4.2	9	12	9
Perú	2.6	1.5	3.7	7	4	2
China	-0.1	-0.7	-2.6	5	-4	-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)

Al 28-04-2023	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	4.1	-34	0	-20	-36	142	390
10 años	3.5	-38	-11	-10	-56	59	183
Chile							
2 años	7.7	10	5	43	-96	-4	637
10 años	5.2	-15	1	-14	-115	-114	156
Brasil							
2 años	11.9	-73	-3	-93	-3	-47	537
10 años	12.5	-16	-64	-74	63	28	351
México							
2 años	10.0	10	-25	7	-16	77	499
10 años	8.3	-39	-17	-15	-91	-63	158
Alemania 10 años	2.3	-24	3	2	24	142	255
Francia 10 años	2.9	-21	8	12	31	148	278
Italia 10 años	4.3	-55	15	-3	0	155	341
España 10 años	3.4	-28	4	-2	24	145	293
Reino Unido 10 años	3.6	-4	30	30	19	177	282
Japón 10 años	0.4	-3	4	-9	15	16	30
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)	448	23	-7	33	-22	61	119
Latam	514	21	-17	48	-14	69	118
Brasil	310	-5	-5	4	12	11	33
Chile	206	-1	-12	3	-24	4	57
Colombia	477	47	11	49	3	93	222
México	450	6	-22	35	-2	50	80
Perú	247	-4	-20	-7	-4	20	55
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)	387	9	-13	34	-71	44	73
Asia	376	3	-9	40	-111	35	69
Europa	652	-53	30	-47	-176	-119	271
Latam	444	22	-30	30	-30	67	93
Investment Grade	286	26	-11	35	-14	44	82
High Yield	604	20	-50	24	-40	109	119
Brasil	460	-20	-63	-27	-46	34	61
Chile	387	47	-14	52	-6	99	159
Colombia	626	119	16	135	14	210	326
México	353	27	-16	43	-27	44	97
Perú	394	51	-18	53	23	111	77
HG EE.UU.	140	2	-12	15	-26	2	46
HY EE.UU.	450	-29	-51	24	-4	67	124

Fuente: Bloomberg y Estudios Security