



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Junio 2023

Desaceleración global leve, recortes de tasas locales a la vista

Resumen

En mayo el riesgo asociado con la discusión respecto al techo de la deuda terminó con un escenario más benigno que lo que se podía prever y el estrés bancario continuó evolucionando de manera favorable. No obstante, las condiciones crediticias se siguieron ajustando restrictivamente de acuerdo con las últimas encuestas a bancos y los distintos indicadores líderes siguen apuntando a un fin del ciclo de expansión, a pesar del impulso favorable que sigue mostrando la economía en EE. UU. Con esto, las perspectivas para la actividad económica se consolidan hacia una desaceleración en el segundo semestre, aunque se evitaría los escenarios de una recesión más severa. En China, después del crecimiento significativo de la primera parte del año las primeras cifras para el segundo trimestre dan cuenta de un dinamismo de la actividad económica que habría ido perdiendo fuerza. Con riesgos inmediatos más contenidos, el foco del mercado retornaría a la dinámica de la inflación y las implicancias para la política monetaria.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: Si bien disminuye la probabilidad de eventos de cola y con ello el balance de riesgos se torna menos negativo para las bolsas, seguimos creyendo que vale la pena esperar a que se consoliden las expectativas de recortes de tasas por parte de la FED para tomar un posicionamiento más favorable a la renta variable. Por el momento, las primas por riesgo siguen siendo acotadas para la magnitud y riesgos asociados con el fin del ciclo de crédito y las proyecciones de ganancias se mantienen muy optimistas.

RV EE.UU./Resto del Mundo: El posicionamiento dentro de la renta variable se mantiene cargado hacia mercados desarrollados por sobre emergentes. En China anticipamos que las sorpresas a la baja en la actividad podrían continuar. Por otro lado, la Eurozona ha tenido un dinamismo de la actividad menos resiliente en lo último versus EE. UU., divergencia que continuaría a medida que las posturas de política monetaria terminan de ajustarse. Consecuentemente, mantenemos la sobreponderación en EE. UU.

RF Internacional: Mantenemos la posición defensiva con un corto en el segmento *high yield*, donde los niveles actuales de los spreads no se condicen con los riesgos macro ni con el panorama más adverso en términos del estrés financiero para las compañías que se deduce de los ajustes en las condiciones crediticias ya materializados a la fecha.

Tipo de Cambio: El aumento de las tasas en EE. UU., junto con el fortalecimiento del dólar global provocaron una depreciación de nuestra moneda en las últimas semanas. Si bien estos movimientos se alinearon con nuestras expectativas, el hecho de que aún esperamos caídas en las tasas locales más pronunciadas que el mercado, nos lleva a prever una presión adicional en el mediano plazo.

RF Local: Las expectativas de inflación de mercado de corto plazo y mediano plazo disminuyeron fuertemente durante el mes, acercándose a nuestras proyecciones inflacionarias. Por su parte, mantenemos la visión de que la TPM seguirá una trayectoria similar a la parte baja del corredor, que resultaría en una tasa de 7,5% al finalizar el año, aproximadamente 150 puntos base por debajo lo implícito en el mercado. Con esto, esperamos fuertes caídas en las tasas cortas, mucho mayores a los movimientos de la parte larga de la curva, lo cual es consistente con un episodio típico de relajamiento monetario. En este contexto, eliminamos la subponderación en las UF; y aumentamos la exposición en el segmento de menor duración de la curva de gobierno, versus el de mayor duración.

RV Local: Las perspectivas del mercado laboral local, el cambio en el panorama del crédito y los efectos del escenario externo, nos llevan a tomar algo de utilidad y cautela en las apuestas. En particular, ajustamos nuestra exposición al sector forestal, redujimos la presencia en bancos con ratios de capital ajustados, y bajamos la ponderación de consumo masivo.

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

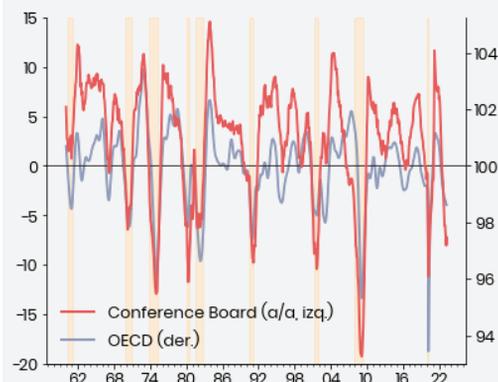
En mayo la atención del mercado estuvo puesta en la discusión respecto al techo de la deuda en EE. UU. y el riesgo de un default de ese país, así como las potenciales disminuciones en el gasto fiscal que se podían desprender. Afortunadamente, las últimas señales muestran que el tema se estaría zanjando con ajustes más bien acotados por el lado del gasto fiscal. Esta resolución más bien favorable se suma al escenario de estrés bancario que continuó contenido en el último mes y que aleja adicionalmente los temores de una situación que evoluciona a los escenarios más negativos que se adelantaban a mediados de marzo. **Así, vemos que en mayo dos de los riesgos más inmediatos habrían evolucionado de manera favorable.**

Por otro lado, las condiciones crediticias se siguieron ajustando restrictivamente de acuerdo con las últimas encuestas a bancos (actualizadas a abril) y los distintos indicadores líderes siguen apuntando a un fin del ciclo de expansión, a pesar del impulso favorable en los primeros meses del año (gráfico 1). Las expectativas del consenso se han movido hacia una recesión técnica en EE. UU. en la segunda parte del año y una primera parte del 2024 que sigue algo más débil versus lo proyectado a principios de año. En la Eurozona, los pronósticos de crecimiento para el 2024 han seguido moviéndose a la baja. **Con esto, las perspectivas para la actividad económica se consolidan hacia una desaceleración en el segundo semestre, aunque se evitaría los escenarios de una recesión más severa.**

En China, después del crecimiento significativo de la primera parte del año las primeras cifras para el segundo trimestre dan cuenta de un dinamismo de la actividad económica que habría ido perdiendo fuerza y moviéndose hacia niveles más normales, con una caída mayor en el sector de la manufactura (gráfico 2). En este contexto, las medidas de estímulo de parte de la autoridad no se ven del todo sustantivas versus otros episodios de recuperación y es de esperar que estas puedan reactivarse con más intensidad una vez que las señales de moderación en la actividad económica sean más evidentes y el diferencial de las posturas de política monetaria deje de ajustarse desfavorablemente. Hasta el momento, en lo que va del año, el ajuste que muestran los activos chinos, como el tipo de cambio, es más bien de una reversión del impulso con el cual la economía terminó el 2022.

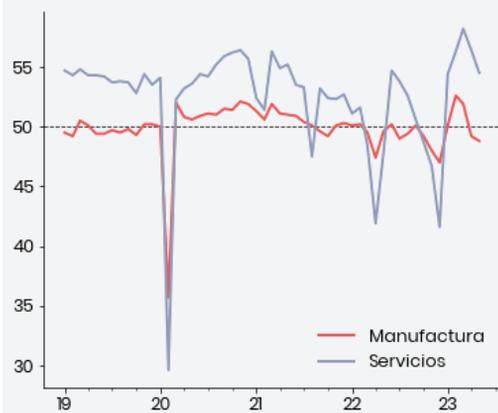
Con riesgos inmediatos más contenidos, el foco del mercado retornaría a la dinámica de la inflación y las implicancias para la política monetaria. Respecto a la inflación, **nuestro escenario base sigue apuntando a que la menor demanda y las menores presiones de costos irían validando la expectativa del mercado y economistas respecto a la moderación de la inflación en EE. UU.** hacia un 3–3,5% a fin de este año, y hacia el 2–2,5% hacia fines del próximo (gráfico 3).

GRÁFICO 1: ÍNDICADORES LÍDERES EE. UU.



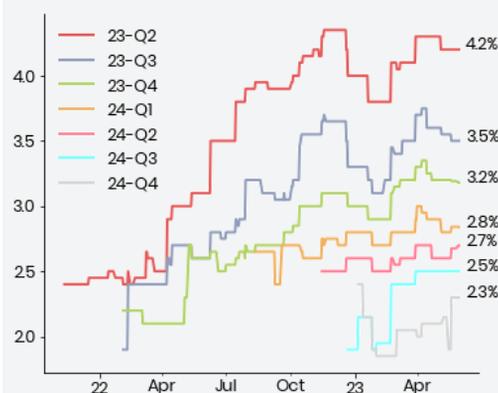
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: INDICADORES PMI CHINA



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: CONSENSO INFLACIÓN EE. UU.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Este escenario permitiría una pausa por parte de la FED que comienza a mediados de año y una eventual relajación de la postura que se da en el último trimestre. En las últimas semanas las tasas han subido, y los recortes de tasas por el mercado se han mesurado, incorporando incluso un alza adicional de la Fed Funds, y acercándose a la trayectoria proyectada por nosotros (gráfico 4).

Los riesgos siguen viniendo por el lado de las presiones que enfrenta el mercado del trabajo y variaciones salariales que se mantienen todavía muy elevadas, no obstante, **creemos que más temprano que tarde debiésemos enfrentar una tasa de desempleo que comienza a reflejar una dinámica más normalizada entre la demanda y oferta de trabajo.** De acuerdo con los ajustes que ya se han visto en las vacantes disponibles es factible esperar una tasa de desempleo que se empieza a ajustar al alza y termina el año en torno al 4,5% (gráfico 5).

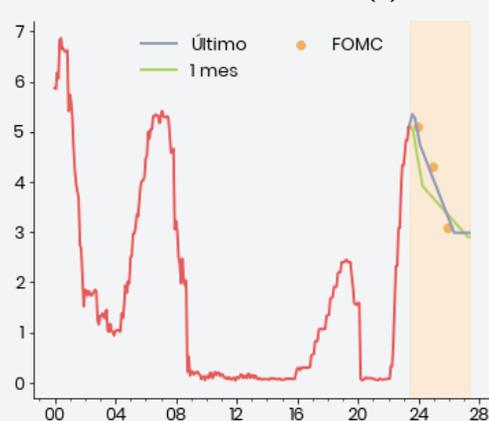
Mantenemos una preferencia por la renta fija versus la renta variable. Si bien disminuye la probabilidad de eventos de cola y con ello el balance de riesgos se torna menos negativo para los activos de riesgo, seguimos creyendo que vale la pena esperar a que se consoliden las expectativas de recortes de tasas por parte de la FED para tomar un posicionamiento más favorable a la renta variable. Por el momento, las primas por riesgo siguen siendo acotadas para la magnitud y riesgos asociados con el fin del ciclo de crédito y las proyecciones de ganancias se mantienen muy optimistas.

En la duración de la parte internacional, si bien el aumento de las tasas del último mes hace más atractivas las duraciones más largas, creemos que los actuales niveles dejan a la curva dentro de los rangos de valor justo. **Asimismo, seguimos viendo a los segmentos más largos todavía con algo de riesgo al alza, provenientes de ajustes en la política monetaria, por lo que mantenemos una posición neutral. Dentro de la renta fija corporativa internacional, mantenemos la posición defensiva con un corto en el segmento high yield.**

El aumento de las tasas en EE.UU, junto con el fortalecimiento del dólar a nivel global y la disminución en el precio del cobre provocaron una depreciación de nuestra moneda en las últimas semanas (gráfico 6). Si bien estos movimientos se alinearon con nuestras expectativas y no anticipamos ajustes adicionales en dichos factores, **el hecho de que aún esperamos caídas en las tasas locales más pronunciadas de lo que el mercado estima, nos lleva a prever una presión adicional sobre el tipo de cambio, que se traduciría en el mediano plazo en un nivel levemente superior al actual (~ 2,5% de depreciación adicional).**

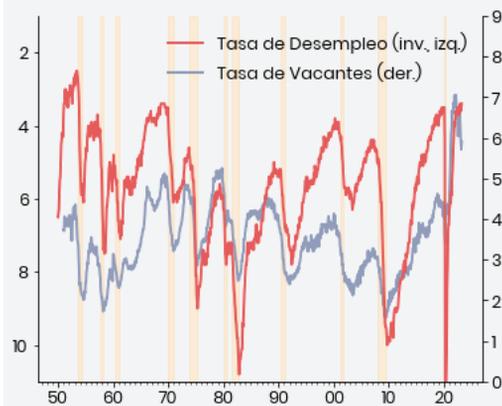
En el **plano local**, las perspectivas de crecimiento del PIB para este año se mantienen negativas, asociadas principalmente a un consumo privado que continuaría ajustándose a la baja en los próximos trimestres.

GRÁFICO 4: FED FUNDS (%)



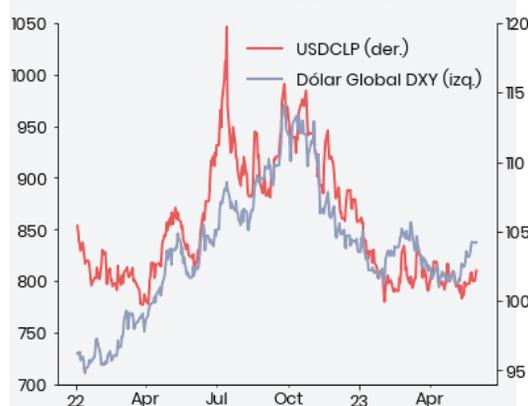
Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: TASA DE DESEMPLEO Y TASA DE VACANCIA EE. UU. (%)



Fuente: FRED y Estudios Security.

GRÁFICO 6: TIPO DE CAMBIO



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

PORTAFOLIOS SECURITY

A su vez, las expectativas de inflación implícitas en los precios de mercado de corto plazo disminuyeron fuertemente, acercándose a nuestro escenario inflacionario. **Específicamente, para el cierre de este año preveamos una inflación anual de 4,5%, y los forwards UF se han mantenido relativamente estables después de la caída, oscilando entre un 4,7% y un 4,8% en las últimas semanas** (gráfico 7). Asimismo, tanto los forwards UF como las compensaciones inflacionarias de mediano plazo han experimentado caídas, alcanzando niveles mínimos del último año y acercándose significativamente a la meta del 3%.

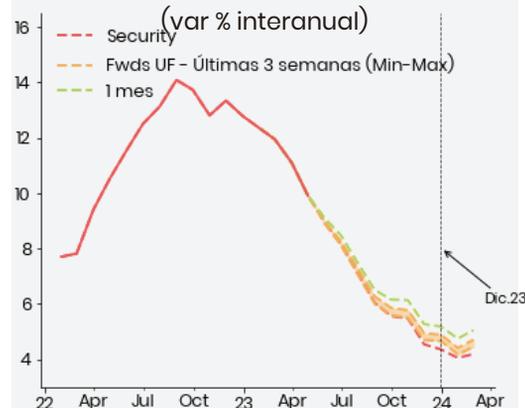
En cuanto a la inflación sin volátiles, proyectamos que continuará retrocediendo a un ritmo algo más lento que la inflación total, pero bastante más rápido que el escenario proyectado en el IPoM de marzo. Ante esto, **es probable que el BCCh lleve a cabo un primer recorte en julio, seguido de una trayectoria similar a la parte baja del corredor**. Esto resultaría en una TPM de 7,5% al finalizar el año, aproximadamente 150 puntos base por debajo de las expectativas del mercado. Con esto, **esperamos fuertes caídas en las tasas cortas, mucho mayores a los movimientos de la parte larga de la curva**, lo cual es consistente con un episodio típico de relajamiento monetario (gráfico 8).

En este contexto, **modificamos la recomendación para la cartera de renta fija local, eliminando la sub ponderación en las UF de corto y mediano plazo; y aumentando la exposición en el segmento de menor duración de la curva de gobierno, versus el de mayor duración**.

En la renta fija corporativa, después de un inicio de mes con leves reversiones de spreads, el anuncio de requerimientos de capital contracíclico en la banca por parte del regulador trajo consigo mayores presiones alcistas. Nuestra lectura es que a nivel bancario efectivamente apoyará la solvencia de estos emisores, aunque con algunas medidas que condicionarían su crecimiento en colocaciones en los próximos meses. En la parte corporativa, el impacto sería de manera indirecta, consecuencia de un encarecimiento generalizado del crédito y/o mayores restricciones de financiamiento a empresas, lo cual nos agrega una nota de cautela a indicadores de deuda elevados en términos históricos y la exposición a refinanciamientos que tienen particularmente algunas industrias más vinculadas al ciclo económico. **Ante estos riesgos incipientes, decidimos subponderar este activo, aunque para no quedar subponderados en UF aumentamos los bonos de gobierno en duración similar**.

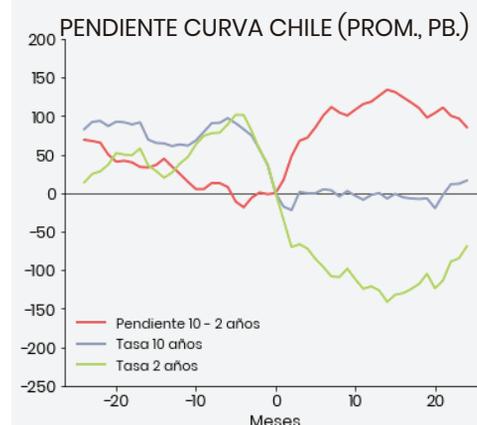
En renta variable local, las perspectivas del mercado laboral, sumado al cambio en el panorama del crédito y los efectos que preveamos del escenario externo, nos llevan a tomar algo de utilidad y cautela en las apuestas. En particular, ajustamos nuestra exposición al sector forestal, redujimos la presencia en bancos con ratios de capital ajustados, y bajamos la ponderación de consumo masivo ([Carteras Accionarias Security Junio 2023](#)).

GRÁFICO 7: EXPECTATIVA IPC CHILE
(var % interanual)



Fuente: ICAP y Estudios Security.

GRÁFICO 8: TASAS EN TORNO A AUMENTO



*Aumento pendiente curva ocurre generalmente en episodios de relajamiento monetario.

Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS LOCALES



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Junio 2023

	Benchmark	Cartera Junio	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 a 1 año CLP	2.5%	0	2.5
0 a 1 año UF	2.5%	0	-2.5
Gobierno Nominal	7.5%	0	2.5
1 a 3 años	5%	5	2.5
Más de 3 años	2.5%	-5	0
Gobierno UF	7.5%	5	-2.5
1 a 3 años	5%	2.5	-2.5
Más de 3 años	2.5%	2.5	0
Corporativos	45%	-5	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 (%)

Al 31/05/2023	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	6.8	-1.2	2.8	2	-1	-9
Desarrollados	7.6	-1.2	3.2	3	0	-6
EE.UU.	9.0	0.5	5.1	2	1	-3
Eurozona	8.4	-6.3	-1.6	8	5	-14
Reino Unido	1.8	-7.1	-3.6	2	-4	-6
Japón	6.6	1.7	4.9	7	2	-13
Asia ex Japón*	-5.7	-7.1	-6.8	-5	-11	-22
Emergentes	0.2	-1.9	-0.6	-1	-11	-30
Asia	0.8	-1.2	-0.3	0	-10	-31
China	-9.5	-8.6	-9.6	-5	-17	-47
Latinoamérica	3.3	-1.8	0.6	-2	-11	-14
Brasil	-2.1	0.1	1.2	-6	-18	-26
México	19.1	-3.6	2.2	10	12	18
Chile	10.0	0.2	3.3	14	4	12
EMEA**	-5.1	-5.9	-2.9	-8	-16	-34

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)

Desarrollados (DXY)	-0.8	-2.1	0.5	2	-3	-16
Euro	-0.1	-3.0	0.5	3	0	-15
Reino Unido	2.9	-1.0	2.3	4	-2	-15
Japón	-5.9	-1.8	-2.6	0	-9	-28
Emergentes	0.7	-1.0	0.4	2	-2	-5
Argentina	-35.2	-7.6	-21.5	-43	-99	-153
Brasil	4.1	-1.7	2.8	3	-7	3
Chile	5.4	-0.8	1.8	9	1	-12
Colombia	8.3	5.4	8.5	8	-18	-20
México	9.4	1.5	3.5	8	10	11
Perú	3.5	1.0	3.2	5	1	4
China	-2.9	-2.4	-2.5	-1	-7	-12

* 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 31/05/2023	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	4.4	-1	25	-41	2	185	425
10 años	3.6	-19	6	-28	-6	79	204
Chile							
2 años	7.4	-23	-33	-72	-11	-41	572
10 años	5.2	-11	4	-37	-8	-87	144
Brasil							
2 años	11.1	-153	-79	-153	-197	-146	408
10 años	11.6	-97	-81	-177	-93	-73	256
México							
2 años	9.8	-2	-12	-94	-3	81	461
10 años	8.4	-38	1	-60	-26	-12	156
Alemania 10 años	2.3	-29	-5	-37	33	115	245
Francia 10 años	2.8	-26	-5	-27	43	120	266
Italia 10 años	4.2	-67	-12	-31	12	95	325
España 10 años	3.3	-32	-4	-35	37	110	285
Reino Unido 10 años	4.1	41	45	36	90	199	328
Japón 10 años	0.4	1	3	-7	18	19	35
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)	448	22	10	34	32	50	126
Latam	514	21	9	38	35	65	130
Brasil	302	-13	2	9	22	-8	40
Chile	209	1	10	5	12	17	50
Colombia	462	32	-4	18	23	100	193
México	461	16	17	43	38	59	106
Perú	253	2	14	12	31	44	66
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)	394	16	14	46	2	42	85
Asia	389	16	16	59	-3	48	89
Europa	713	7	73	111	-15	-110	336
Latam	439	17	5	23	3	39	92
Investment Grade	282	22	6	26	15	30	74
High Yield	598	13	4	21	-8	64	126
Brasil	458	-22	9	-20	-21	19	70
Chile	385	45	9	39	12	71	146
Colombia	618	111	4	86	86	181	276
México	354	28	9	43	15	21	99
Perú	385	42	4	38	34	78	72
HG EE.UU.	142	4	2	12	0	2	51
HY EE.UU.	469	-10	24	47	14	47	135

Fuente: Bloomberg y Estudios Security