



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Julio 2023

Apetito por riesgo resiste por ahora duro tono de los bancos centrales.

Resumen

La resiliencia de la actividad en EE. UU. continuó afianzándose en el último mes, y con una divergencia respecto al resto del mundo que aumentó. En la Eurozona, los datos económicos estuvieron bajo lo esperado y en China las decepciones han continuado después de un primer trimestre boyante. En esta última economía, los esfuerzos de la autoridad parecen no ser suficientes para levantar las presiones que sigue poniendo un mercado inmobiliario que no se recupera en gran medida. Lo relevante es que la resiliencia de la economía, de la mano de una inflación subyacente que parece no aflojar rápidamente, han dado pie a que los bancos centrales ganen confianza y mantengan un sesgo todavía agresivo en sus posturas de política monetaria, no queriendo arriesgar el control de los precios.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: El balance de riesgos mantiene abultada la probabilidad de escenarios negativos para la actividad económica en la segunda parte del año, como consecuencia del apretón de las condiciones monetarias que se seguiría dando, y en donde en perspectiva histórica las condiciones crediticias siguen altamente negativas. Si consideramos el shock de política monetaria que tiene incorporado el mercado en los precios, vemos que este rápidamente ha ajustado a la baja el nivel de restricción esperado de la política, versus las señales que se desprenden de las variables macroeconómicas efectivas. Esto deja espacio para una reversión de estas expectativas de darse una fase de relajamiento que se demora más tiempo. En este contexto, el ajuste al alza en las valorizaciones del último mes y las primas por riesgo accionario que siguen bajas, mantienen una visión poco favorable para la renta variable versus la renta fija.

RV EE.UU./Resto del Mundo: Vemos espacio para que el crecimiento de China siga decepcionando y en donde los estímulos que lleve a cabo la autoridad sigan siendo considerados insuficientes por el mercado, por lo que las materias primas podrían continuar bajo presión, ante perspectivas de demanda global menos dinámicas. Así, vemos términos de intercambio para mercados emergentes que carecerían de nuevos impulsos positivos.

RF Internacional: Mantenemos la posición defensiva con un corto en el segmento *high yield*, donde los spreads en el neto se movieron a la baja en el último mes y 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: Para el dólar global, si bien no prevemos una trayectoria marcada en ninguna dirección, creemos que los sesgos siguen apuntando a una leve apreciación de este de aquí a fin de año. El precio del cobre podría continuar impactado por el menor dinamismo de China, lo que mantendría presionada la demanda de materias primas. Todos estos elementos se configurarían para llevar en el corto plazo al tipo de cambio hacia un nivel levemente superior al actual.

RF Local: En el plano local, se ha ido ratificando la visión de una caída de la actividad económica. Así, prevemos que continuaría la moderación de la inflación, aunque los precios de mercado han internalizado esto, por lo que ya no tenemos diferencias significativas. En este contexto, el Banco Central comenzaría el proceso de normalización monetaria este mes. Las tasas de mercado han ido internalizando un escenario más parecido al nuestro, eliminando casi por completo la diferencia que teníamos en las curvas proyectadas a diciembre. Con todo, todavía queda espacio para ver caídas en la parte corta de la curva, contrariamente a la visión que tenemos de un sesgo al alza en la parte larga. Consecuentemente, mantenemos la sobre ponderación del segmento de menor duración de la curva de gobierno nominal versus el de mayor duración.

RV Local: Hacemos ajustes acotados en nuestras carteras pero que apuntan todos en función de reducir el riesgo o potencial desvío respecto del IPSA en nuestras posiciones. De esta forma, buscamos redistribuir los pesos en el sector eléctrico, de manera de quedar más inclinados hacia el mejor panorama de hidrología local. A su vez, en bancos nos mantenemos relativamente neutrales.

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

La resiliencia de la actividad en EE. UU. continuó afianzándose en el último mes, y con una divergencia respecto al resto del mundo que aumentó. En la Eurozona, los datos económicos estuvieron bajo lo esperado y en China las decepciones han continuado después de un primer trimestre boyante. En esta última economía, los esfuerzos de la autoridad parecen no ser suficientes para levantar las presiones que sigue poniendo un mercado inmobiliario que no se recupera en gran medida (gráficos 1 y 2).

Las fuentes detrás del dinamismo todavía elevado en EE. UU. siguen viniendo por el lado de una base de ahorros que ha permitido sostener el consumo privado; y el mercado laboral, donde si bien se ven algunas señales de debilidad incipiente en el margen, en el neto todavía se observa una demanda fuerte (gráfico 3), principalmente de sectores de servicios. Por otro lado, el estrés financiero parece no haber pasado a mayores por el momento y los temores de una desintermediación financiera que se acentúa han perdido fuerza.

Lo relevante es que estas mismas fuentes, de la mano de una inflación subyacente que parece no aflojar rápidamente, han dado pie a que los bancos centrales ganen confianza y mantengan un sesgo todavía agresivo en sus posturas de política monetaria, no queriendo arriesgar el control de los precios, a pesar de que las señales y expectativas de inflación en el margen han seguido moviéndose favorablemente. La sorpresa al alza en la inflación subyacente de Reino Unido parece darle la razón a los bancos centrales de que todavía es muy reciente para adelantar hacia una expansividad futura de la política.

En este contexto, el apetito por riesgo se ha mantenido sostenido, con bolsas a nivel global que rebotaron y spreads que se contrajeron. Por el lado de las tasas, **la sorpresa agresiva de la FED** aumentó algo el nivel de la curva, pero el principal impacto **se dio en la eliminación de los recortes que se anticipaban para este año y la disminución de los que se esperan para el próximo.**

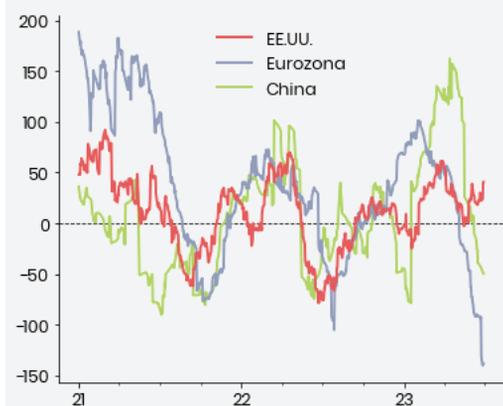
Así, nuestro escenario base de tasa de política monetaria en EE. UU. se ajusta al alza e incorpora un alza adicional, sin recortes en el segundo semestre, alineado con el mercado, aunque por debajo de lo expuesto por la FED. De validarse el escenario de caídas en las inflaciones, el nivel actual elevado de restricción monetaria ya alcanzado (gráfico 4 y gráfico 5) se acentuaría y sería suficiente para consolidar el control de los precios. Con esto, pero con riesgos al alza para la política monetaria que siguen elevados y asumiendo una curva que continuaría normalizando los premios por plazo, **vemos un escenario desfavorable todavía para las duraciones más largas y seguimos recomendando una posición cautelosa en ellas,** con menores riesgos en el tramo cercano a los 5 años.

GRÁFICO 1: CONSENSO CRECIMIENTO PIB EE. UU. (A/A, %)



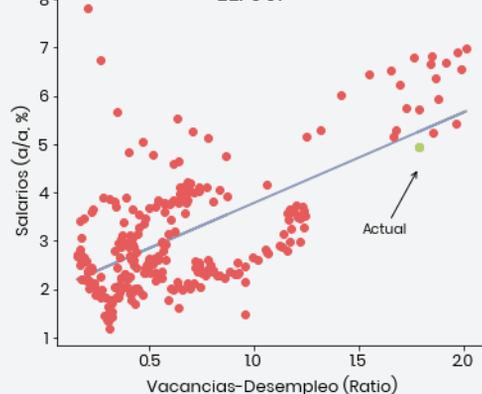
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: SORPRESAS ECONÓMICAS



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: VACANTES VERSUS SALARIOS EE. UU.



Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

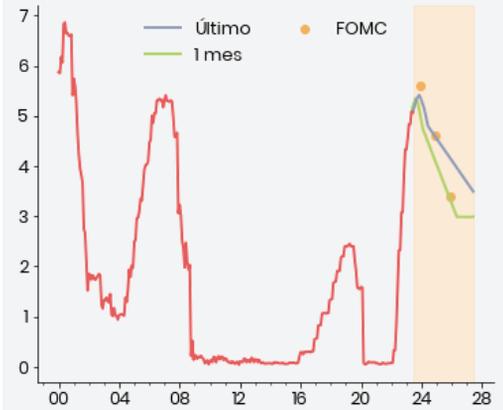
Con todo, el balance de riesgos mantiene abultada la probabilidad de escenarios negativos para la actividad económica en la segunda parte del año, como consecuencia del apretón de las condiciones monetarias que se seguiría dando, y en donde en perspectiva histórica las condiciones crediticias siguen altamente negativas. Si consideramos el shock de política monetaria que tiene incorporado el mercado en los precios de los activos vemos que este rápidamente ha ajustado a la baja el nivel de restricción esperado de la política, versus las señales que se desprenden de las variables macroeconómicas efectivas (gráfico 6). Esto deja espacio para una reversión de estas expectativas de darse una fase de relajamiento que se demora más tiempo. En este contexto, **el ajuste al alza en las valorizaciones del último mes y las primas por riesgo accionario que siguen bajas, mantienen una visión poco favorable para la renta variable versus la renta fija.**

Vemos espacio para que el crecimiento de China siga decepcionando y en donde los estímulos que lleve a cabo la autoridad sigan siendo considerados insuficientes por el mercado, por lo que los mercados de materias primas podrían continuar bajo presión, ante perspectivas de demanda global menos dinámicas, y un dólar global que, sin una perspectiva bien marcada, tendría una trayectoria esperada que apunta a una apreciación en el corto plazo. Así, vemos términos de intercambio para mercados emergentes que carecerían de nuevos impulsos positivos. **Con esto, reafirmamos nuestro posicionamiento a favor de mercados desarrollados versus mercados emergentes.**

Año a la fecha el **tipo de cambio** se ha mantenido relativamente estable en los niveles de 800 pesos por dólar, de la mano principalmente de un dólar global que también se ha mantenido con movimientos netos acotados y un precio del cobre que ha presentado una caída de solo 2%. Para el dólar global, si bien no prevemos una trayectoria marcada en ninguna dirección, creemos que los sesgos siguen apuntando a una leve apreciación de este de aquí a fin de año. El precio del cobre podría continuar impactado por el menor dinamismo de China, lo que mantendría presionada la demanda de materias primas. **Todos estos elementos se configurarían para llevar al tipo de cambio hacia un nivel superior al actual (~ 2,5% de depreciación adicional).**

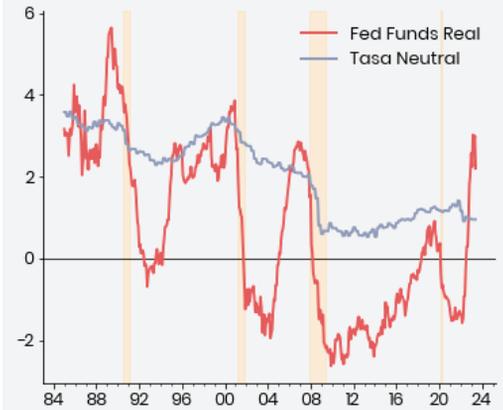
En el plano local, los antecedentes disponibles del segundo trimestre han ratificado la visión de una caída de la actividad económica, revirtiendo la sorpresa al alza del primero. Mirando hacia adelante, mantenemos la visión respecto a que la economía seguirá prácticamente estancada, con un ajuste adicional del consumo privado.

GRÁFICO 4: FED FUNDS (%)



Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: TASAS EE. UU. (%)



Fuente: FRED, FRBNY y Estudios Security.

GRÁFICO 6: SHOCKS DE POLÍTICA (DESDEV. EST.)



Shocks corresponden a una serie de variables macroeconómicas y de mercado relacionadas con la política fiscal y monetaria, en desviaciones estándares y promediadas.

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

PORTAFOLIOS SECURITY

Así, **prevedemos que continuaría la moderación de la inflación tanto a nivel total como subyacente (está última lo haría de manera algo más lenta), aunque los precios de mercado han internalizado este escenario, por lo que ya no tenemos diferencias significativas.** En efecto, prevedemos que la inflación anual cierre el año en 4%, levemente por debajo del 4,2% implícito en los forwards de UF (gráfico 7). Asimismo, las compensaciones inflacionarias de mediano plazo se han anclado en torno a niveles consistentes con la meta de inflación de 3%.

En este contexto, el Banco Central comenzaría el proceso de normalización monetaria en la reunión de este mes, con un recorte de la TPM de 100pb, para continuar con ajustes de similar magnitud en las siguientes reuniones, y finalizar el año en 7,5%, similar a la parte baja del corredor de TPM publicado en el reciente IPoM. **Las tasas de mercado han ido internalizando un escenario más parecido al nuestro, eliminando casi por completo la diferencia que teníamos en las curvas proyectadas a diciembre. Con todo, todavía queda espacio para ver caídas en la parte corta de la curva, contrariamente a la visión que tenemos de un sesgo al alza en la parte larga.**

Consecuentemente, **mantenemos la recomendación para la cartera de renta fija local, de sobre ponderar el segmento de menor duración de la curva de gobierno nominal versus el de mayor duración. Por su parte, la sobre ponderación en la curva en UF es para compensar la sub ponderación en los bonos corporativos y mantener el equilibrio entre monedas.**

En **renta fija corporativa**, observamos un mes con desempeños levemente positivos, por una baja en spreads y en tasas base, pero en términos generales manteniendo la presión alcista que han condicionado su evolución durante 2023, tanto a nivel corporativo como bancario. De hecho, nuestra cautela respecto a un encarecimiento generalizado del crédito y/o mayores restricciones de financiamiento a empresas, como coletazo del mayor requerimiento de capital contracíclico que exigió la autoridad monetaria a los bancos nacionales, se suma a indicadores de deuda elevados en términos históricos y a la exposición a refinanciamientos que tienen particularmente algunas industrias más vinculadas al ciclo económico, por lo que la evolución reciente **no ha modificado nuestra perspectiva más mesurada para esta clase de activo.** Ante ello, **decidimos mantenerlo subponderado en nuestro portafolio de julio.**

En **renta variable local**, hacemos ajustes acotados en nuestras carteras pero que apuntan todos en función de reducir el riesgo o potencial desvío respecto del IPSA en nuestras posiciones. De esta forma, buscamos redistribuir los pesos en el sector eléctrico, de manera de quedar más inclinados hacia el mejor panorama de hidrología local. A su vez, en bancos nos mantenemos relativamente neutrales. ([Carteras Accionarias Security Julio 2023](#)).

GRÁFICO 7: EXPECTATIVA IPC CHILE (var % interanual)

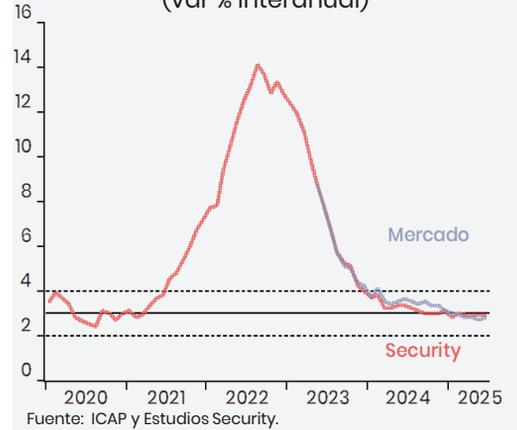
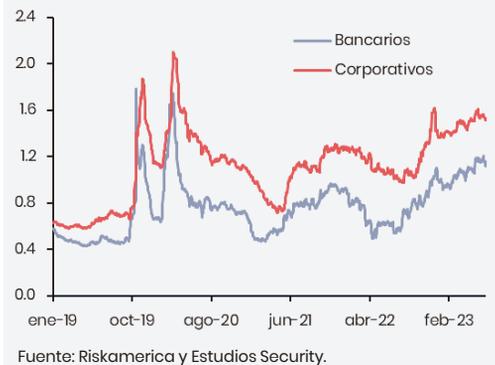


GRÁFICO 8: TRAYECTORIA ESPERADA PARA LA TPM CHILE (%)



GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS LOCALES



Visión Activos Estudios Security Julio 2023

	Benchmark	Cartera Julio	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	0
0 a 1 año UF	2.5%	0	0
Gobierno Nominal	7.5%	0	0
1 a 3 años	5%	5	5
Más de 3 años	2.5%	-5	-5
Gobierno UF	7.5%	5	5
1 a 3 años	5%	2.5	2.5
Más de 3 años	2.5%	2.5	2.5
Corporativos	45%	-5	-5
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 30/06/2023	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	12.8	4.7	6.7	13	14	-5
Desarrollados	14.0	5.0	7.5	14	17	-2
EE.UU.	16.2	5.9	9.9	16	18	1
Eurozona	15.2	4.0	1.8	15	26	-6
Reino Unido	5.5	2.5	1.1	6	8	0
Japón	11.1	2.9	7.0	11	15	-9
Asia ex Japón*	-1.8	1.9	-2.4	-2	1	-17
Emergentes	3.5	2.0	0.4	3	-1	-28
Asia	2.9	1.0	-0.9	3	-3	-30
China	-6.5	1.4	-10.2	-6	-18	-45
Latinoamérica	14.6	8.8	10.7	15	20	-7
Brasil	12.1	12.3	16.3	12	16	-19
México	25.1	3.2	3.9	25	31	26
Chile	17.8	3.9	7.5	18	34	22
EMEA**	-0.5	3.6	1.4	0	-2	-31

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)

Desarrollados (DXY)	0.6	1.2	-0.8	1	2	-11
Euro	2.2	1.7	0.0	2	4	-9
Reino Unido	5.4	2.4	2.6	5	4	-9
Japón	-9.6	-3.4	-8.9	-10	-6	-30
Emergentes	0.9	0.0	-0.8	1	1	-4
Argentina	-45.0	-7.5	-23.1	-45	-105	-168
Brasil	9.5	5.0	6.0	9	8	4
Chile	6.6	0.4	-1.4	7	13	-9
Colombia	13.9	5.1	10.1	14	-1	-11
México	12.1	2.9	5.1	12	15	14
Perú	4.7	1.3	3.7	5	5	6
China	-5.1	-2.5	-5.7	-5	-8	-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 30/06/2023	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	4.9	47	40	78	47	195	463
10 años	3.8	-1	12	27	-1	84	237
Chile							
2 años	6.5	-112	-103	-121	-112	-186	397
10 años	5.0	-29	-20	-11	-29	-133	83
Brasil							
2 años	10.4	-231	-78	-177	-231	-270	291
10 años	10.7	-188	-91	-236	-188	-214	168
México							
2 años	9.7	-13	-9	-26	-13	24	366
10 años	8.1	-65	-26	-32	-65	-81	108
Alemania 10 años	2.4	-17	5	4	-17	103	260
Francia 10 años	2.9	-17	2	6	-17	97	280
Italia 10 años	4.1	-77	-17	-14	-77	66	320
España 10 años	3.4	-20	5	5	-20	89	296
Reino Unido 10 años	4.3	66	17	93	66	206	360
Japón 10 años	0.4	-2	-3	7	-2	17	34
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)							
Latam	468	-25	-42	-48	-25	-76	71
Brasil	281	-33	-13	-27	-33	-96	8
Chile	193	-15	-11	-24	-15	-30	33
Colombia	419	-11	-38	-29	-11	-53	150
México	425	-20	-30	-29	-20	-69	56
Perú	224	-27	-26	-39	-27	-27	41
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)							
Asia	364	-9	-28	-12	-9	-3	61
Europa	613	-92	-83	-6	-92	-325	227
Latam	406	-17	-30	-61	-17	-58	62
Investment Grade	258	-2	-19	-34	-2	-30	50
High Yield	556	-28	-39	-86	-28	-72	95
Brasil	427	-54	-26	-89	-54	-85	40
Chile	354	14	-26	-48	14	-3	107
Colombia	558	51	-55	-37	51	-9	217
México	337	11	-13	-23	11	-21	80
Perú	339	-4	-38	-67	-4	-18	49
HG EE.UU.	131	-7	-9	-15	-7	-33	45
HY EE.UU.	414	-65	-44	-60	-65	-173	110

Fuente: Bloomberg y Estudios Security