



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Agosto 2023

Se abren oportunidades en la renta fija en UF

Resumen

El desempeño de las bolsas en los últimos meses ha continuado siendo positivo gracias a menores temores respecto a la posibilidad de que la economía entre en una recesión en el corto plazo y a mayores expectativas de que la inflación disminuya sin necesariamente tener aumentos extremos en el desempleo. Esto ha significado mercados menos tensionados, por los riesgos de política monetaria que ceden algo en consecuencia. Las reuniones de política monetaria de fines de mes confirmaron una postura que respecto a los movimientos futuros deja de anticipar más alzas y se vuelve dependiente de los datos. En este panorama global uno de los principales riesgos sigue viniendo por el lado de China y la posibilidad de que la actividad continúe sorprendiendo a la baja.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: Cuesta pensar en este como un buen momento para aumentar la exposición a los activos más riesgosos, por un lado, si bien es evidente que la inflación ha ido moderándose, la moderación del mercado laboral ha sido gradual y aún queda un gran trecho que recorrer para llegar a un nivel coherente con la estabilidad de precios. Esto podría significar un resurgimiento de las volatilidades asociadas a política monetaria. Asimismo, un elemento que preocupa respecto a la sostenibilidad de los retornos es la baja volatilidad con la que se han dado estas nuevas valorizaciones. Sobre todo, considerando que las primas por riesgo se han seguido moviendo a la baja y el retorno relativo sigue desfavorable para la renta variable.

RV EE.UU./Resto del Mundo: Seguiría estando ausente una condición necesaria para una mejor performance de mercados emergentes versus EE. UU., es decir, una debilidad mayor del dólar global. Por una parte, dado los riesgos que vienen por el lado de China y la posibilidad de que la actividad continúe sorprendiendo a la baja, se mantendría un techo para las materias primas en torno a los niveles actuales, sobre todo para los metales, quienes más sensibilidad presentan al crecimiento de China. Por otro, las menores presiones en la política monetaria de la FED se materializarían también en la Eurozona, evitando así un impulso a la baja marcado para el dólar global.

RF Internacional: Sigue siendo óptimo mantener la duración en niveles neutrales, con mayor valor en torno a los 5 años, donde menos riesgos al alza vemos a lo largo de la curva. Si bien es cierto que las menores presiones de la política monetaria llevarían a riesgos menores de alzas en las tasas, el elevado nivel de inversión de la curva, así como premios por plazo muy bajos en términos históricos siguen dejando poco espacio para una caída marcada de las tasas de más largo plazo.

Tipo de Cambio: En la segunda mitad del año debiese primar la evolución de las materias primas, el dólar global, de la mano con los diferenciales de tasas de interés. Nuestra estimación apunta a un nivel en torno a los 830 CLP, ante materias primas que enfrentarían un techo en los precios actuales y un dólar global que no se depreciaría marcadamente. Esta visión se ve afianzada por el lado de las presiones provenientes de los diferenciales de interés. Las últimas novedades de la FED apuntan a que el riesgo de una política monetaria más agresiva en EE. UU. se mantendría contenido por el momento y en Chile creemos que el mensaje del Banco Central apunta a una trayectoria de tasas que se movería en la parte baja del último corredor, en línea con el escenario base que manejábamos previo a la reunión, y por sobre los precios de mercado actuales.

RF Local: Prevemos que la economía seguirá estancada ante la confirmación del retroceso de la actividad económica durante el segundo trimestre. Más importante aún, se ratificó la moderación adicional de la inflación total, pero también de los distintos indicadores de inflación subyacente, acercándose a nuestras proyecciones. Bajo este escenario, el Banco Central inició el proceso de normalización de la TPM con un recorte de 100pb en la reunión de julio. Así, prevemos que la inflación anual cierre el año en 3,7%, en línea con lo implícito en los forwards de UF. Por su parte, el mercado ha anticipado bajas de TPM por debajo del corredor hacia 2024, lo que nos parece excesivo.

RV Local: Hacemos ajustes acotados en nuestras carteras pero que apuntan a un balance de riesgos contenido junto a mayores espacios de valorización. De esta forma, buscamos redistribuir los pesos en el sector de centros comerciales, de manera de quedar con una mayor exposición hacia consumo básico. A su vez, en bancos aumentamos nuestra exposición a BCI.

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

Marcela Calisto H.
Economista
marcela.calisto@security.cl

El desempeño de las bolsas en los últimos meses ha continuado siendo positivo (gráfico 1), con índices que han ido dejando atrás parte importante de las pérdidas acumuladas durante el año anterior. **Detrás de este desempeño favorable se encuentra principalmente menores temores respecto a la posibilidad de que la economía entre en una recesión en el corto plazo**, de la mano de datos al 2T todavía resilientes, que van acrecentando la probabilidad de un escenario de *softlanding*, es decir, del escenario en que se disminuye la inflación sin necesariamente tener aumentos extremos en el desempleo.

Las sorpresas más positivas han seguido viniendo principalmente de EE. UU., mientras que el desempeño económico de China y la Eurozona ha seguido más débil. Para la Eurozona, la combinación de condiciones financieras todavía altamente restrictivas, así como un menor impulso externo por el lado de China, han continuado ajustando a la baja las perspectivas de los negocios.

Las novedades también han sido positivas por el lado de la inflación, a nivel mundial se aprecian menores costos y menores presiones de demanda. La inflación más persistente en EE. UU. dio claras señales de estar moderándose en junio, con medidas subyacentes que se normalizaron a niveles no vistos desde el año 2021 (gráfico 2).

Esto ha significado tasas base a corto plazo a nivel global que se han visto menos tensionadas, por los riesgos de política monetaria que ceden algo en consecuencia. Las reuniones de política monetaria de fines de mes confirmaron una postura que respecto a los movimientos futuros deja de anticipar alzas y se vuelve dependiente de los datos.

Con todo, **un elemento que preocupa respecto a la sostenibilidad de los retornos elevados es la baja volatilidad con la que se han dado estas nuevas valorizaciones.** Sobre todo, considerando que **las primas por riesgo se han seguido moviendo a la baja y el retorno relativo sigue desfavorable para la renta variable.** Los niveles actuales de volatilidad permiten predecir, en base a los promedios históricos, retornos que son un tercio de los que se podría esperar ante niveles de volatilidad como los del 4T del año pasado (gráfico 3).

Asimismo, **si bien es evidente que la inflación ha ido moderándose, la moderación del mercado laboral ha sido gradual y en lo que se refiere a variaciones salariales aún queda un gran trecho que recorrer para llegar a un nivel coherente con la estabilidad de precios** (gráfico 4). Esto podría significar una política monetaria en EE. UU. que necesita mantenerse elevada en los niveles actuales por un tiempo mayor al que incorporan los precios.

Considerando los últimos dos puntos, cuesta pensar en este como un buen momento para aumentar la exposición a los activos más riesgosos, por lo que mantenemos la sub-ponderación de la renta variable versus la renta fija.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

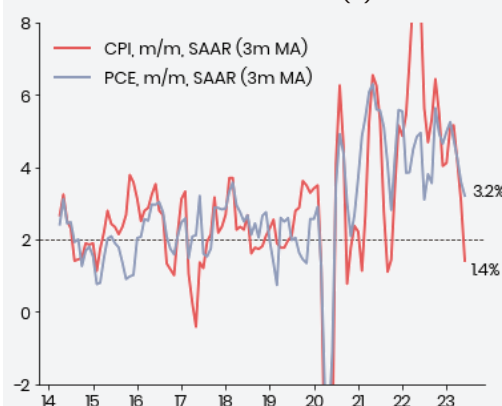
GRÁFICO 1: DESCOMPOSICIÓN DESEMPEÑO MSCI GLOBAL (%)



*Crecimiento y Política Monetaria son estimaciones de shocks en base a precios de mercado de distintos activos.

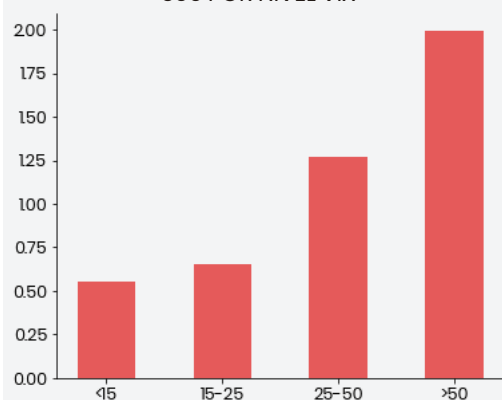
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: INFLACIÓN SERVICIOS SUB. EX. HOUSING – EE. UU. (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: RETORNO (%) FORWARD (1M) S&P 500 POR NIVEL VIX



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

En este panorama global uno de los principales riesgos sigue viniendo por el lado de China y la posibilidad de que la actividad continúe sorprendiendo a la baja. Si bien esto se atenúa después de las reuniones del Politburó y la aceptación por parte de la autoridad de la necesidad de tomar medidas más enérgicas para estabilizar el crecimiento en torno al 5%, **creemos que mejorar la confianza de inversionistas y consumidores no será una labor fácil y la posibilidad de sorprender a la baja sigue ameritando mantener una visión más cauta en esta región.** Sobre todo, entendiendo que siguen en pie una porción bien importante de los desajustes en el sistema inmobiliario que motivaron las medidas estrictas por parte de la autoridad hace un par de años.

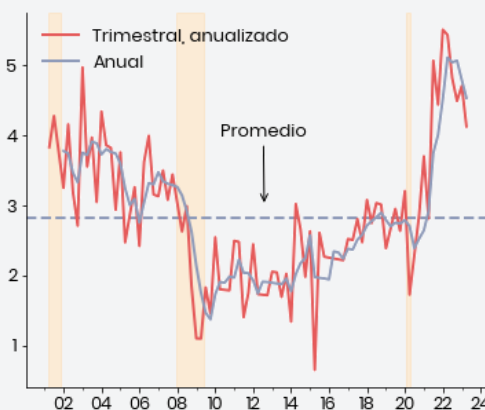
Esto vendría a mantener un techo para las materias primas en torno a los niveles actuales, sobre todo para los metales, quienes más sensibilidad presentan al crecimiento de China (gráfico 5). **Así, resulta necesario mantener una posición cauta en la evolución de los términos de intercambio de las economías emergentes. En este mismo sentido, creemos que hay razones para creer que el dólar global encontraría impedimentos relevantes en los próximos meses que frenarían cualquier depreciación significativa.** Por una parte, el diferencial de crecimiento que se ha ido moviendo a favor de EE. UU. es una fuente de fortaleza para el dólar. Por otro lado, si bien existen menores presiones por el lado de la política monetaria de la FED, estas menores presiones también se materializan en la Eurozona, de la mano de una actividad que ha ido perdiendo fuerza más rápido en esa región. En concordancia, **vemos que seguiría estando ausente una condición necesaria para una mejor performance de mercados emergentes versus EE. UU., una debilidad mayor del dólar global, por lo que mantenemos la sobre ponderación de EE. UU. versus mercados emergentes, en particular Asia.**

La duración de la cartera creemos sigue siendo óptima mantenerla en niveles neutrales, con una posición recomendada en torno a los 5 años, donde menos riesgos al alza vemos a lo largo de la curva. **Si bien es cierto que las menores presiones de la política monetaria llevarían a riesgos menores de alzas en las tasas, el elevado nivel de inversión de la curva, así como premios por plazo muy bajos en términos históricos, que deberían normalizarse en el mediano plazo, siguen dejando muy poco espacio para una caída marcada de las tasas de más largo plazo** (gráfico 6).

A nivel local se confirmó que la actividad económica retrocedió durante el segundo trimestre tanto en términos interanuales como con respecto al trimestre inmediatamente anterior, en términos desestacionalizados. Mirando hacia adelante, **mantenemos la visión respecto a que la economía seguirá prácticamente estancada, con un ajuste adicional del consumo privado.**

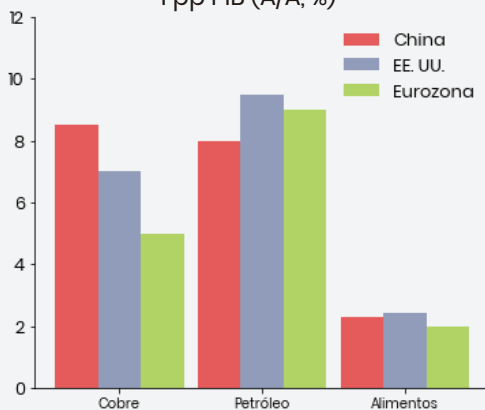
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 4: ÍNDICE COSTOS DEL EMPLEO – EE. UU. (%)



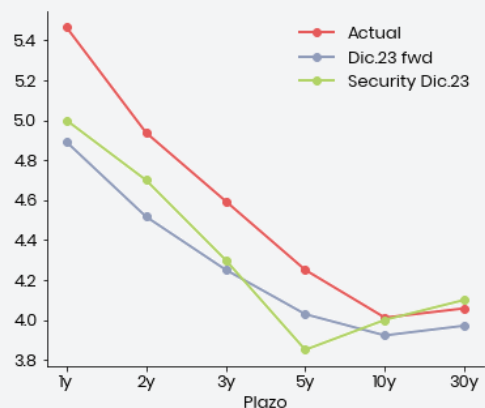
Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: EFECTO (IT, %) A AUMENTO DE 1 pp PIB (A/A, %)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: CURVA SOBERANA EE.UU. (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

PORTAFOLIOS SECURITY

Agosto, 2023

Más importante aún, **se ratificó la moderación adicional de la inflación total, pero también de los distintos indicadores de inflación subyacente**, a una velocidad mayor que la prevista por el Banco Central en el IPoM de junio, y más cerca de nuestras proyecciones.

En este contexto, la autoridad monetaria inició el proceso de normalización de la TPM con un recorte de 100pb en la reunión de julio, dando a entender que **la tasa de referencia seguiría una trayectoria cercana al piso del corredor del IPoM, en línea con nuestra visión desde hace varios meses.**

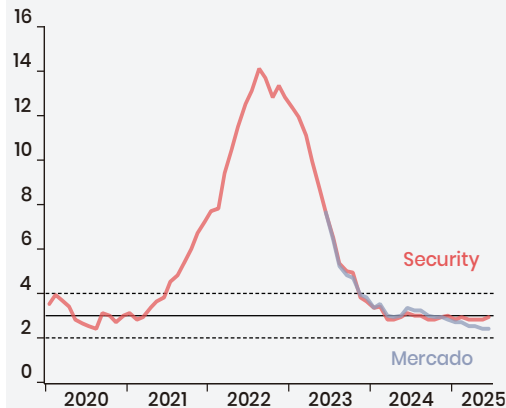
Respecto a los precios, nuestras proyecciones para la trayectoria interanual del IPC para los próximos 12 a 18 meses es similar a la del mercado. En efecto, **prevedemos que la inflación anual cierre el año en 3,7%, en línea con lo implícito en los forwards de UF** (gráfico 7). Con todo, la caída en las compensaciones inflacionarias de mediano y largo plazo bajo 3% nos parece excesiva, abriendo una oportunidad en las tasas en UF. **Por su parte, el mercado ha anticipado bajas de TPM por debajo del corredor hacia 2024, lo que a nuestro juicio parece excesivo.**

Consecuentemente, revertimos 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, **sugerimos una sobre ponderación en la curva en UF, versus el segmento largo de la curva nominal, donde el nivel actual de las tasas se sigue viendo bajo los fundamentales.**

En **renta fija corporativa**, observamos un mes con un desempeño relativamente neutro, pero en términos generales manteniendo la presión alcista que ha condicionado el rendimiento de este activo durante 2023, tanto a nivel corporativo como bancario. Nuestra cautela respecto a un encarecimiento generalizado del crédito y/o mayores restricciones de financiamiento a empresas, particularmente industrias más vinculadas al ciclo económico, se suma a indicadores de deuda elevados en términos históricos, factores que probablemente expliquen parte importante de esta presión, pero que **estarían bastante internalizadas** en sus valorizaciones actuales. Ante ello, **decidimos reducir la posición corta este mes, dejando una visión neutral.**

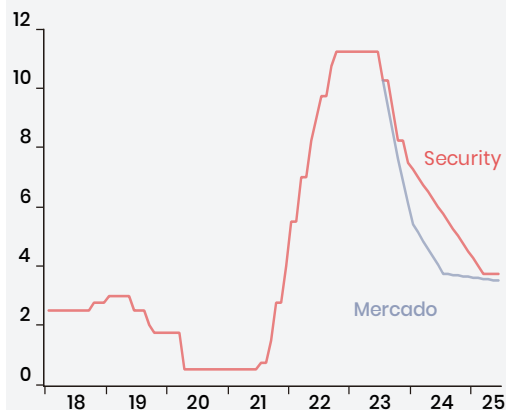
En **renta variable local**, hacemos ajustes acotados en nuestras carteras pero que apuntan a posicionarnos en acciones donde vemos un balance de riesgos contenido junto a mayores espacios de valorización. De esta forma, buscamos redistribuir los pesos en el sector de centros comerciales, de manera de quedar con una mayor exposición hacia consumo básico, disminuyendo nuestra exposición en retail. A su vez, en bancos aumentamos nuestra exposición a BCI quedando sobreponderados en el sector (Carteras Accionarias Security Agosto 2023).

GRÁFICO 7: EXPECTATIVA IPC CHILE
(var % interanual)



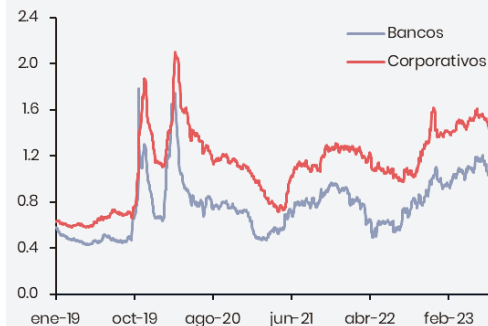
Fuente: ICAP y Estudios Security.

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



Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y
BANCARIOS LOCALES



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Agosto 2023

	Benchmark	Cartera Agosto	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%	-5	0
1 a 3 años	5%	0	5
Más de 3 años	2.5%	-5	-5
Gobierno UF	7.5%	5.0	5
1 a 3 años	5%	2.5	2.5
Más de 3 años	2.5%	2.5	2.5
Corporativos	45%	0	-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 31-07-2023						
Renta variable (% en dólares)	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Mundo	16.8	3.6	8.0	9	11	-3
Desarrollados	17.7	3.3	8.1	10	11	0
EE.UU.	20.1	3.3	10.7	13	12	2
Eurozona	18.3	2.6	2.3	6	23	-5
Reino Unido	8.9	3.2	-0.6	3	8	2
Japón	14.2	2.8	9.0	8	10	-8
Asia ex Japón*	2.4	4.3	0.9	-6	1	-13
Emergentes	9.5	5.8	7.2	1	5	-19
Asia	8.8	5.7	6.7	0	4	-20
China	2.7	9.8	3.7	-8	0	-31
Latinoamérica	20.4	5.0	14.5	10	21	2
Brasil	17.5	4.8	20.2	10	15	-10
México	30.6	4.3	5.6	12	38	28
Chile	23.8	5.2	12.9	14	29	38
EMEA**	6.3	6.7	5.3	4	0	-26
Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)	1.6	1.0	0.3	0	3	-11
Euro	3.2	1.0	0.4	1	7	-8
Reino Unido	6.5	1.2	2.7	4	5	-8
Japón	-7.7	1.7	-3.5	-9	-8	-30
Emergentes	2.5	1.6	0.9	0	2	-2
Argentina	-55.4	-7.2	-23.6	-47	-109	-184
Brasil	10.6	1.3	5.1	7	9	8
Chile	1.9	-5.1	-4.6	-5	6	-10
Colombia	19.0	5.9	16.3	16	8	-1
México	14.2	2.4	6.8	11	18	16
Perú	5.0	0.3	2.5	6	7	11
China	-3.3	1.6	-2.8	-6	-5	-11

* 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 31-07-2023	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	4.9	47	0	74	67	197	470
10 años	4.0	13	14	38	43	135	278
Chile							
2 años	5.7	-190	-77	-200	-159	-346	321
10 años	5.1	-28	1	-13	-23	-134	90
Brasil							
2 años	10.2	-244	-13	-170	-256	-271	197
10 años	10.9	-171	17	-156	-216	-194	139
México							
2 años	9.7	-16	-3	-26	-10	95	384
10 años	8.3	-44	21	-5	-11	23	144
Alemania 10 años	2.5	-8	9	16	19	171	295
Francia 10 años	3.0	-9	8	12	26	168	314
Italia 10 años	4.1	-74	2	-20	-20	111	347
España 10 años	3.5	-14	6	13	13	165	326
Reino Unido 10 años	4.2	55	-11	59	88	241	367
Japón 10 años	0.6	19	21	21	12	43	60
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)							
Latam	441	-52	-27	-64	-25	-85	33
Brasil	249	-66	-32	-51	-58	-93	-45
Chile	178	-29	-14	-20	-27	-47	14
Colombia	367	-63	-52	-99	-62	-77	75
México	406	-39	-19	-38	-3	-62	25
Perú	215	-37	-10	-24	-43	-30	9
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)							
Asia	369	-4	5	-4	37	-38	43
Europa	581	-124	-32	-58	-33	-345	186
Latam	378	-44	-28	-56	-36	-91	21
Investment Grade	238	-21	-19	-37	-16	-61	30
High Yield	515	-70	-42	-78	-58	-117	43
Brasil	404	-76	-23	-45	-80	-97	-5
Chile	306	-34	-47	-69	-33	-77	41
Colombia	495	-12	-63	-119	-13	-50	134
México	320	-6	-17	-25	9	-57	64
Perú	317	-26	-21	-63	-27	-73	-14
HG EE.UU.	119	-19	-11	-21	-6	-33	26
HY EE.UU.	382	-97	-23	-63	-48	-98	46

Fuente: Bloomberg y Estudios Security