



5.6631  
9.334  
4.25647  
7.2235

# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios  
Septiembre 2023

## Continúa el dominio de la renta fija

### Resumen

En EE. UU. el crecimiento ha continuado sorprendiendo al alza y se consolida la idea de que la economía sigue resiliente y ha soportado mejor que lo previsto el alza en las tasas de interés. Al mismo tiempo, no obstante, la inflación ha continuado moderándose. Con todo, la fortaleza de la economía aún pone cautela respecto a la capacidad de alcanzar los niveles objetivo de inflación. Los bancos centrales reconocen la moderación de esta, pero no descartan tener que endurecer adicionalmente la política monetaria ante un ajuste todavía incompleto de los desarreglos que llevaron al proceso inflacionario, como el sobrecalentamiento del mercado laboral.

### Visión por clase de activo:

**Renta Variable/Renta Fija:** Hacia adelante no cuesta mucho pensar en la posibilidad de que el ánimo de mercado continúe golpeado, en donde la fortaleza de la economía mantendría una posición de los bancos centrales cautelosa a la hora de guiar hacia recortes de tasas, condición necesaria para tener perspectivas más favorables para los activos de riesgo. Con los elementos hasta el momento, la moderación de la inflación podría volverse más desafiante y requerir ajustes adicionales de las condiciones monetarias, arriesgando un fin más agresivo del ciclo de expansión.

**RV EE.UU./Resto del Mundo:** En China las señales de fragilidad han continuado y la debilidad del sector inmobiliario se ha hecho más patente, en donde, si bien la actividad de la construcción se ha sostenido algo mejor, las ventas de viviendas y las nuevas construcciones se han debilitado marcadamente. En el mes volvimos a ver una cautela mayor del mercado respecto a la posibilidad de eventos de crédito de la mano de defaults de actores relevantes, esto mantendría la confianza de consumidores baja. Las autoridades han respondido con aumentos solo graduales en el estímulo. Con esto, no vemos impulsos suficientes en el corto plazo para cambiar radicalmente la visión del mercado respecto a la trayectoria de los activos de China.

**RF Internacional:** Las actuales tasas de interés de largo plazo hacen surgir la pregunta si se tiene lo suficiente para que sea óptimo aumentar la duración de los portafolios. Ante esto, el primer elemento a considerar es la inversión significativa de la curva, que hace que el devengo del tramo largo no sea mejor que el del tramo medio/corto. En segundo lugar, creemos que apostar a ganancias de capital marcadas es bien arriesgado, en un escenario donde la probabilidad de que las tasas se mantengan presionadas en los niveles actuales no es baja.

**Tipo de Cambio:** Si bien las estimaciones apuntan a que el tipo de cambio local está desalineado y con niveles de sobre depreciación, cuesta ver los impulsos que lo lleven en el corto plazo hacia los niveles estimados como fundamentales, en torno a los 830. Esto último podría venir dado por mejores datos macroeconómicos en el cuarto trimestre. No obstante, por el lado de las tasas de interés, nuestra expectativa de recortes de la tasa de política monetaria local para los próximos meses es algo más agresiva que el mercado, lo que no permitiría gatillar una recuperación de la moneda por el lado de los diferenciales de tasas de interés.

**RF Local:** En base a los primeros datos del tercer trimestre esperamos que la actividad económica se mantenga estable. Con esto, prevemos que la inflación total y subyacente continuarían moderándose, cerrando el año con una inflación anual de 4%. Este escenario ha sido internalizado por los precios de mercado, por lo que las compensaciones inflacionarias de mediano plazo se han anclado en torno a la meta de inflación de 3%. En consecuencia, el Banco Central inició el proceso de normalización de la TPM con un recorte de 100pb en la reunión de julio, tras la rápida convergencia de la inflación subyacente. Hacia adelante, se esperan ajustes de igual magnitud en las reuniones de septiembre y octubre y un ajuste de 75pb en la reunión de diciembre.

**RV Local:** Mantenemos la distribución del último mes, así como el apetito por riesgo de las carteras accionarias. El sector eléctrico, Bancos y Consumo masivo continúan con una sobreponderación, mientras que en el sector Retail se reduce la exposición a Cencosud en 3pp, de manera de moderar eventuales impactos ante los recientes desarrollos en la economía argentina.

**Felipe Jaque S.**  
Economista Jefe  
[felipe.jaque@security.cl](mailto:felipe.jaque@security.cl)

**César Guzmán B.**  
Gerente Macroeconomía  
[cesar.guzman@security.cl](mailto:cesar.guzman@security.cl)

**Eduardo Salas V.**  
Economista Senior  
[eduardo.salas@security.cl](mailto:eduardo.salas@security.cl)

**Paulina Barahona N.**  
Subgerente Renta Fija Corporativa  
[paulina.barahona@security.cl](mailto:paulina.barahona@security.cl)

**Nicolás Libuy I.**  
Jefe Renta Variable Local  
[nicolas.libuy@security.cl](mailto:nicolas.libuy@security.cl)

**Marcela Calisto H.**  
Economista  
[marcela.calisto@security.cl](mailto:marcela.calisto@security.cl)

**En EE. UU. el crecimiento ha continuado sorprendiendo al alza y se consolida la idea de que la economía sigue resiliente y ha soportado mejor que lo previsto el alza en las tasas de interés.** Los sectores más sensibles al aumento del costo de financiamiento muestran señales de estar estabilizándose, mientras que servicios se mantienen dinámicos.

**Al mismo tiempo la inflación ha continuado moderándose,** las sorpresas inflacionarias han ido a la baja (gráfico 1) y los datos en el margen apuntan a menores presiones en los meses venideros, a pesar de alzas en los precios de los combustibles. En línea, las expectativas para la inflación por parte del mercado siguen bien estables.

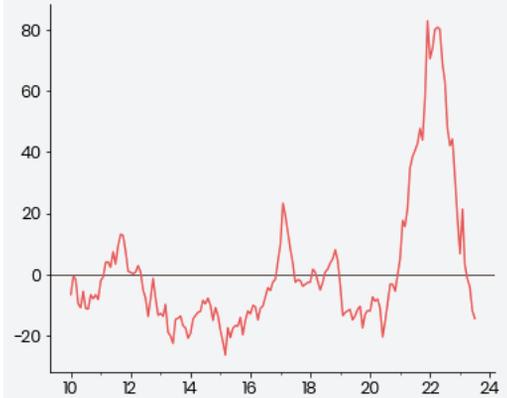
Con todo, **la fortaleza de la economía aún pone cautela respecto a la capacidad de alcanzar los niveles objetivo de inflación. Los bancos centrales reconocen la moderación de esta, pero no descartan tener que endurecer adicionalmente la política monetaria ante un ajuste todavía incompleto de los desarreglos que llevaron al proceso inflacionario,** como el sobrecalentamiento del mercado laboral.

Agosto vio materializadas presiones para las curvas que respondían en parte a estos riesgos, y que llevaron a las **tasas reales a alcanzar nuevos máximos** (gráfico 2). Asimismo, las tasas de largo plazo han intensificado las brechas versus los niveles considerados neutrales o de tendencia, lo que ha llevado a intensificar la discusión respecto a la posibilidad de que los niveles actuales de tasas neutrales de corto plazo estén por sobre lo considerado anteriormente.

Al mismo tiempo que el apetito por riesgo ha estado más afectado. Las bolsas a nivel global cayeron en el mes un 3% y los spreads se ampliaron en promedio 15 pb. **Hacia adelante no cuesta mucho pensar en la posibilidad de que el ánimo de mercado continúe bajo esta lógica, en donde la fortaleza de la economía mantendría una posición de los bancos centrales cautelosa a la hora de guiar hacia recortes de tasas, condición necesaria para tener perspectivas más favorables para los activos de riesgo.** Hasta el momento, la moderación de la inflación podría volverse más desafiante y requerir ajustes adicionales de las condiciones monetarias arriesgando un fin más agresivo del ciclo de expansión. **Así, mantenemos la preferencia de la renta fija versus la renta variable.**

Por otro lado, las actuales tasas de interés de largo plazo hacen surgir la pregunta si se tiene lo suficiente para que sea óptimo aumentar la duración de los portafolios. Ante esto, el primer elemento a considerar es la inversión significativa de la curva, que hace que el devengo del tramo largo no sea mejor que el del tramo medio/corto. En segundo lugar, **creemos que apostar a ganancias de capital marcadas es bien arriesgado, en un escenario donde la probabilidad de que las tasas se mantengan presionadas en los niveles actuales no es baja, como dejó en evidencia los movimientos de agosto** (gráfico 3).

GRÁFICO 1: SORPRESAS DE INFLACIÓN MUNDO (ÍNDICE)



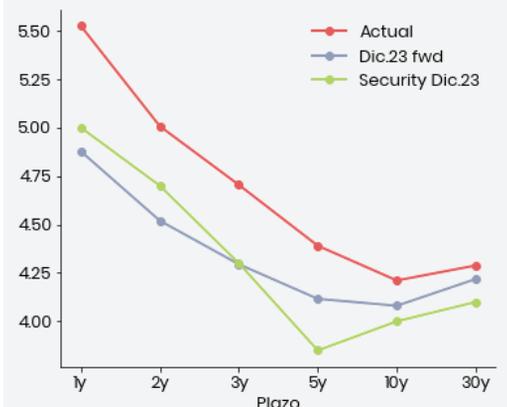
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: TASAS REALES EE. UU. (TIPS, %)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: CURVA SOBERANA EE.UU. (%)



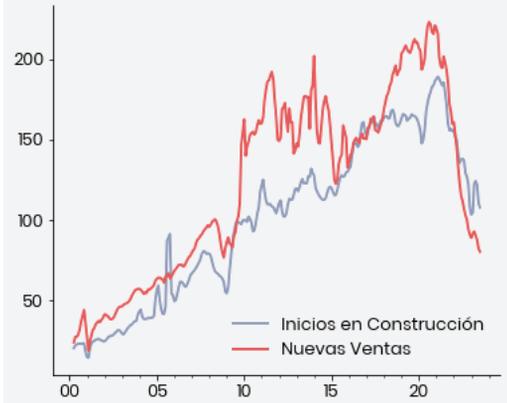
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Otro elemento que ha beneficiado el rendimiento del portafolio es la performance relativa más débil de Asia Emergente versus el resto de las bolsas y que responde principalmente al mal desempeño económico de China. **En esta economía las señales de fragilidad han continuado. Las perspectivas de la manufactura siguen débiles y las de servicios se han seguido moviendo a la baja. Asimismo, la debilidad del sector inmobiliario se ha hecho más patente**, si bien la actividad de la construcción se ha sostenido, las ventas de viviendas y las nuevas construcciones se han debilitado marcadamente (gráfico 4), lo que pone cautela adicional respecto a una recuperación pronta del sector, sobre todo al considerar que el menor dinamismo de este sector debiese restar impulso a la actividad general por al menos el siguiente par de años. **En el mes volvimos a ver una cautela mayor del mercado respecto a la posibilidad de eventos de crédito de la mano de defaults de actores relevantes**, esto mantendría la confianza de consumidores baja. Las autoridades también se han mostrado reacias a aumentar los canales de crédito con mayor potencia, en primer lugar, porque se sigue evaluando que estos esfuerzos serían insuficientes de no mejorar la demanda de crédito por parte de los hogares, y en segundo lugar porque se sigue reconociendo como necesario continuar los esfuerzos de des apalancamiento del sector. **Con esto, no vemos impulsos suficientes en el corto plazo para cambiar la visión del mercado respecto a la trayectoria de los activos de China, por lo que mantenemos la visión menos favorable para este segmento de la renta variable internacional.**

Tenemos que las perspectivas para el dólar global y las materias primas se complican. Vemos que se podría mantener la presión apreciativa que ha enfrentado el dólar global y evitar la caída que se desprende de menores diferenciales de crecimiento (gráfico 5). Con esto, **si bien las estimaciones apuntan a que el tipo de cambio local está desalineado y con niveles de sobre depreciación, cuesta ver los impulsos que lo lleven en el corto plazo hacia los niveles estimados como fundamentales, en torno a los 830.** Esto último podría venir dado por mejores datos macroeconómicos en el cuarto trimestre. No obstante, por el lado de las tasas de interés, nuestra expectativa de recortes de la tasa de política monetaria local para los próximos meses es algo más agresiva que las estimaciones de consenso y alineadas con el mercado, lo que no permitiría gatillar una recuperación para la moneda local por el lado de los diferenciales de tasas de interés (gráfico 6).

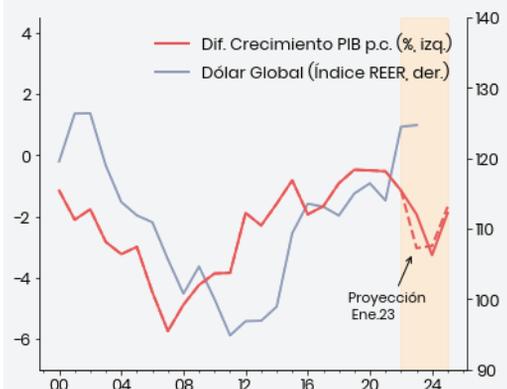
**En el ámbito local, los primeros antecedentes del tercer trimestre muestran cierta estabilidad en el nivel de la actividad económica, en línea con nuestra expectativa.** Al desagregar por sectores económicos, se observa que el comercio ha seguido ajustándose, y por consiguiente el consumo privado.

GRÁFICO 4: INDICADORES MERCADO INMB. CHINA (MILLONES DE UNIDADES)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: DÓLAR GLOBAL Y DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO



Fuente: FMI y Estudios Security.

GRÁFICO 6: TIPO DE CAMBIO LOCAL



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Así, **prevedemos que continuaría la moderación de la inflación tanto a nivel total como subyacente**, aunque está última lo haría de manera más lenta, principalmente presionada por el segmento no transable.

Los **precios de mercado tienen internalizado este escenario**, por lo que no tenemos diferencias significativas. En efecto, prevedemos que la inflación anual cierre el año en 4%, levemente por debajo del 4,3% implícito en los forwards de UF (gráfico 7), que en los más reciente se ha visto presionado por el alza esperada en algunos precios volátiles. Con todo, **las compensaciones inflacionarias de mediano plazo se han anclado en torno a la meta de inflación de 3%**.

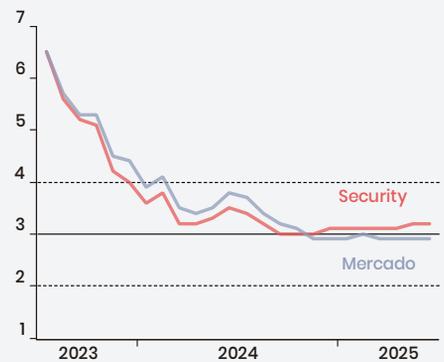
En política monetaria, la materialización de la convergencia de la inflación subyacente más rápida de lo anticipado por el Banco Central en junio, dio pie al inicio de relajamiento monetario, con una baja de 100pb en julio, **el que continuaría con ajustes de igual magnitud en las reuniones de septiembre y octubre**, para luego moderarse a 75pb en diciembre, para llevar la tasa de interés de referencia a 7,5% a fin de año y a 4,5% al cierre de 2024 (gráfico 8). Esta visión es consistente con el piso del corredor del TPM del IPoM de junio, que dicho sea de paso, prevedemos sería el centro del corredor del próximo IPoM.

En cuanto a las **recomendaciones para una cartera de renta fija local**, al no tener diferencias con el mercado en la trayectoria prevista para la TPM ni en las expectativas de inflación a corto plazo, **mantenemos un sesgo neutral en las tasas de corto plazo, es decir, sin preferencias entre monedas (pesos/UF)**. Respecto a la parte más larga, creemos que **las compensaciones inflacionarias bajo 3% son una oportunidad para sobreponderar las tasas en UF**.

En **renta fija corporativa**, los spreads corporativos se presentaron relativamente estables en el último mes, con una leve diferenciación en términos de riesgo. Las expectativas de deterioro en resultados corporativos, particularmente en industrias más dependientes del ciclo económico, que incorporamos en nuestro modelo (dejando atrás una base aún favorecida por alta liquidez, y sumando condiciones de crédito más desafiantes), estarían alineadas a los valores observados en el mercado, argumento por el cual **mantenemos nuestra posición neutral en este activo**. Hacemos énfasis en **privilegiar papeles de mejor calidad crediticia** dado que internalizarían más rápido cambios favorables en las perspectivas, además que se encuentran con mayor espacio de reversión respecto a niveles históricos.

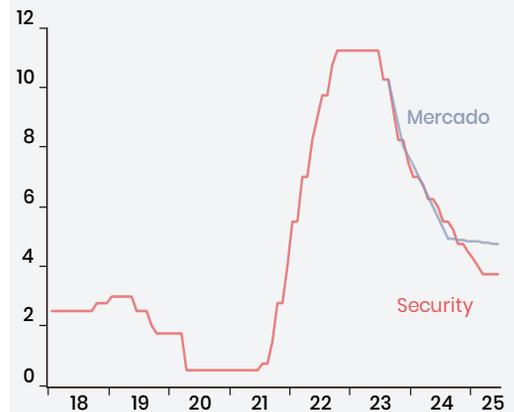
**En renta variable local**, mantenemos la distribución del último mes, así como el apetito por riesgo de las carteras. El sector eléctrico, Bancos y Consumo masivo continúan con una sobreponderación, mientras que en Retail se reduce la exposición a Cencosud en 3pp, de manera de moderar eventuales impactos ante los recientes desarrollos en la economía argentina ([Carteras Accionarias Security Septiembre 2023](#)).

GRÁFICO 7: EXPECTATIVA IPC CHILE (var % interanual)



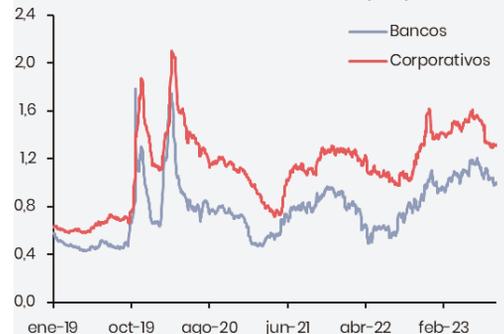
Fuente: ICAP y Estudios Security.

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



Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

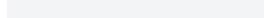
GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS LOCALES (P.P.)



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

## Visión Activos Estudios Security Septiembre 2023

	Benchmark	Cartera Septiembre	Cartera anterior
Renta Variable	40%	-5	-5
Renta Fija	60%	5	5
<b>Renta Variable Extranjera</b>	<b>80%</b>	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
<b>Renta Variable Nacional</b>	<b>20%</b>	0	0
<b>Renta Fija Nacional</b>	<b>65%</b>	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	-5
1 a 3 años	5%	0	0
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%	0	0
<b>Renta Fija Extranjera</b>	<b>35%</b>	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 31-08-2023	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Renta variable (% en dólares)</b>						
<b>Mundo</b>	13.3	-3.0	6.2	9	12	-7
<b>Desarrollados</b>	14.7	-2.6	6.6	10	14	-5
EE.UU.	17.8	-1.9	8.1	14	14	-3
Eurozona	12.8	-4.6	4.1	2	27	-11
Reino Unido	3.5	-5.0	1.7	-2	10	-2
Japón	11.5	-2.4	4.6	10	13	-10
Asia ex Japón*	-4.3	-6.6	1.4	-5	-3	-18
<b>Emergentes</b>	2.5	-6.4	2.3	2	-1	-25
Asia	2.0	-6.3	1.2	1	-2	-26
China	-6.5	-9.0	3.2	-7	-10	-36
Latinoamérica	10.9	-7.9	7.3	8	11	-6
Brasil	6.6	-9.3	8.9	10	3	-15
México	24.6	-4.6	4.5	7	38	16
Chile	14.9	-7.2	4.5	8	16	21
EMEA**	0.2	-5.7	5.5	2	-3	-32

## Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)

<b>Desarrollados (DXY)</b>	-0.1	-1.7	0.7	1	5	-12
Euro	1.7	-1.6	1.8	2	7	-9
Reino Unido	5.1	-1.5	2.2	4	8	-9
Japón	-10.4	-2.5	-4.2	-7	-5	-33
<b>Emergentes</b>	1.0	-1.5	0.3	1	2	-4
Argentina	-97.6	-27.1	-46.1	-78	-152	-258
Brasil	6.5	-4.6	2.5	5	5	4
Chile	0.6	-1.3	-5.1	-3	5	-10
Colombia	15.7	-4.0	8.0	16	8	-8
México	13.0	-1.4	4.0	7	16	15
Perú	3.0	-2.1	-0.5	3	4	10
China	-5.2	-1.8	-2.2	-5	-6	-13

\* 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 31-08-2023	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Swaps moneda local</b>							
<b>EE.UU.</b>							
2 años	4.9	46	-2	47	6	141	465
10 años	4.1	26	13	45	18	96	279
<b>Chile</b>							
2 años	6.0	-164	26	-141	-213	-372	293
10 años	5.3	-4	24	7	-30	-122	83
<b>Brasil</b>							
2 años	10.2	-245	-2	-92	-245	-204	119
10 años	11.3	-134	37	-37	-215	-80	86
<b>México</b>							
2 años	10.1	25	41	27	-67	56	430
10 años	8.8	2	46	40	-20	2	184
<b>Alemania 10 años</b>	2.5	-10	-2	19	-18	92	284
<b>Francia 10 años</b>	3.0	-12	-4	14	-13	82	300
<b>Italia 10 años</b>	4.2	-67	7	0	-31	27	341
<b>España 10 años</b>	3.5	-17	-3	15	-20	73	314
<b>Reino Unido 10 años</b>	4.3	60	5	19	55	145	364
<b>Japón 10 años</b>	0.7	23	4	22	15	43	63
<b>Spreads soberanos USD</b>							
<b>Emergentes (EMBIG)</b>	402	-24	17	-46	-12	-36	77
<b>Latam</b>	457	-36	12	-57	-19	-59	63
Brasil	265	-49	13	-36	-28	-52	-30
Chile	193	-14	13	-15	-10	-36	37
Colombia	378	-52	6	-84	-66	-75	88
México	419	-25	12	-42	1	-36	50
Perú	218	-33	-2	-35	-23	-18	28
<b>Spreads corporativos USD (puntos base)</b>							
<b>Emergentes (CEMBI)</b>	377	0	17	-16	30	1	68
<b>Asia</b>	401	29	29	13	71	28	99
<b>Europa</b>	597	-108	8	-116	-5	-231	208
<b>Latam</b>	384	-38	3	-55	-32	-42	42
Investment Grade	251	-9	11	-31	-5	-7	54
High Yield	517	-68	-7	-81	-60	-71	62
Brasil	399	-81	-6	-59	-79	-67	4
Chile	318	-22	-6	-67	-28	-14	65
Colombia	508	1	6	-110	-24	-5	156
México	335	9	13	-19	24	-17	89
Perú	343	0	26	-42	-4	27	39
<b>HG EE.UU.</b>	122	-16	3	-20	-8	-26	30
<b>HY EE.UU.</b>	385	-94	6	-84	-37	-118	64

Fuente: Bloomberg y Estudios Security