



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Octubre 2023

A la espera de una desaceleración, mantenemos apuesta por la renta fija

Resumen

La mejora en datos efectivos en EE. UU. ha llevado a que continúe disminuyendo la probabilidad de recesión. El alza en las tasas de interés ha sido soportada mejor de lo previsto, pero en el último mes ya comienzan a evidenciarse hogares afectados por la dificultad para acceder a créditos y el pago de estos mismos, así como una alta tasa de créditos hipotecarios y una caída en la venta de viviendas. 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.

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 permanecen las señales de fragilidad en la economía. 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, lo que 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. Otro factor que ha restado dinamismo a la economía ha sido el menor crecimiento de los socios comerciales relevantes lo que ha provocado una significativa depreciación de la moneda.

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: La depreciación del tipo de cambio en el último mes ha llevado a que se ubique en torno a los \$900 como consecuencia de un menor diferencial de tasas de interés en conjunto con el fortalecimiento del dólar global. De relajarse parte de estos factores, debiéramos ver un tipo de cambio convergiendo hacia los \$850 al cierre del año. Cuesta ver impulsos que lo lleven en el corto plazo hacia los niveles estimados como fundamentales. Esto último podría venir dado por mejores datos macroeconómicos en el cuarto trimestre.

RF Local: El ajuste de la actividad económica ha continuado, lo que seguiría presionando a la baja la inflación subyacente. La cifra de IPC de agosto sorprendió a la baja, ubicándose el índice subyacente por debajo de las expectativas del Banco Central en el IPoM de septiembre. De materializarse otro registro muy bajo en septiembre, prevemos que la autoridad monetaria volvería a reducir la TPM en 100pb en las reuniones de octubre y diciembre, llevando la TPM en una trayectoria más cercana al piso del corredor actual y cerrando el año en 7,5% y el próximo año en 4,5%.

RV Local: Mantenemos el apetito por riesgo de las carteras accionarias fundamental (CAF) y táctica (CAT). El sector eléctrico continúa con su sobreponderación a través de Enel Chile y Enelam, al igual que Bancos, con BCI, Banco de Chile y Banco Santander, a pesar de la baja de 2 p.p en la exposición a este último, cediendo espacio al sector Forestal, donde nos posicionamos levemente sobreponderados. Consumo masivo, en tanto, mantiene una sobreponderación, a la vez que mantenemos la cautela en el sector Retail, ante contenidas perspectivas en el dinamismo local.

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.
Subgerente Renta Variable Local
nicolas.libuy@security.cl

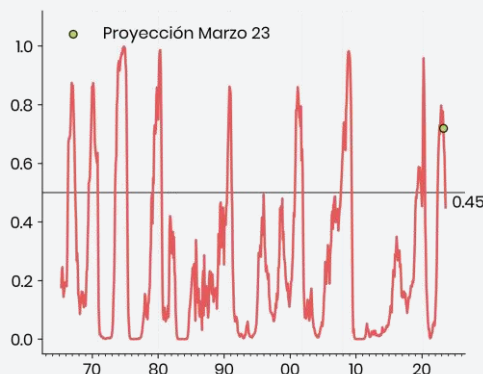
Marcela Calisto H.
Economista
marcela.calisto@security.cl

En EE.UU. ha continuado disminuyendo la probabilidad de recesión ante la mejora en datos efectivos, dando luces de un posible *soft landing* de la economía (gráfico 1). Sin embargo, las tasas de interés se han mantenido altas en el último tiempo intensificando las brechas versus los niveles considerados neutrales, lo que ha llevado a discutir la posibilidad de que el nivel actual de tasa de interés neutral (de equilibrio a largo plazo) se ubique por sobre lo considerado con anterioridad. Parte importante del movimiento al alza en las tasas se explica por ajustes en las expectativas de crecimiento. Así, la tasa de interés a 2 años ha pasado de 4,4% a 5,1% en lo que va del año, mientras que la tasa a 10 años de 3,8% a 4,6%. **En consecuencia, y considerando que se han agotado los ahorros acumulados durante la pandemia, los hogares se han visto afectados debido a la dificultad para acceder a créditos y el pago de estos mismos, lo que ha derivado en una desaceleración del consumo personal en el último trimestre, así como un aumento en el nivel de morosidad.** El alza de la tasa de interés se ha traspasado a la tasa de créditos hipotecarios, alcanzando niveles máximos en las últimas dos décadas, y a su vez una caída en la venta de viviendas. Con todo, las condiciones financieras del país se han mantenido restrictivas, aunque aún se mantienen lejos de su punto máximo (gráfico 2).

Por otro lado, la inflación ha continuado moderándose, aunque se mantiene elevada en el caso de la inflación subyacente (gráfico 3). En esta misma línea, las expectativas de inflación de parte del mercado siguen estables y coherentes con los niveles objetivos de la Reserva Federal en EE.UU. De momento, las presiones de parte del alza en los precios de los combustibles no han modificado dichos indicadores. **Considerando esto, no habría señales que indiquen que la política monetaria debiera ser más restrictiva, no obstante, la trayectoria de la inflación subyacente ha dado motivos para que los bancos centrales mantengan un sesgo todavía agresivo en sus posturas de política monetaria.** En este escenario es que la Fed ha decidido mantener la tasa de referencia en el rango de 5,25-5,5% de la mano de la mejora en las perspectivas económicas, dejando abierta la posibilidad de que haya un alza adicional antes de comenzar con el ciclo de recortes.

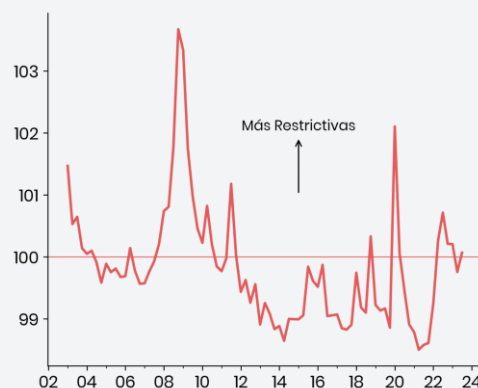
En este contexto, la caída de las bolsas a nivel global sugiere una mayor precaución por la situación económica global liderada por la cautela de los bancos centrales a la hora de guiar los recortes de tasas, condición necesaria para tener perspectivas más favorables para los activos de riesgo.

GRÁFICO 1: PROB. DE RECESIÓN 1 AÑO
ADELANTE EE. UU.



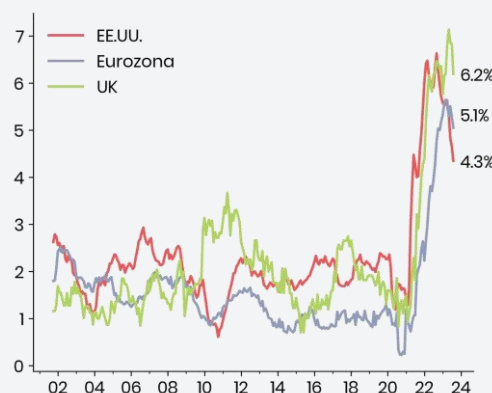
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: CONDICIONES FINANCIERAS
EE.UU. (PUNTOS)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: INFLACIÓN SUBYACENTE (A/A, %)



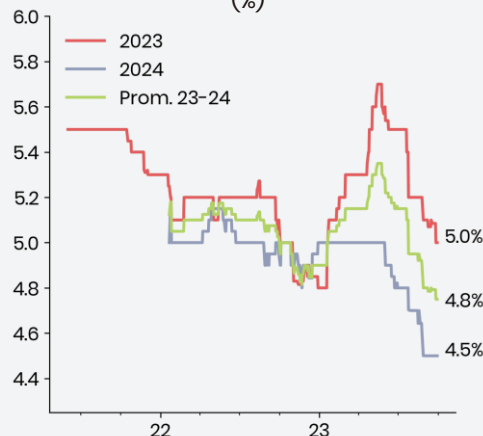
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

En China permanecen las señales de fragilidad en la economía, aunque durante el último mes pareciera que se estuvieran estabilizando (gráfico 4). Las perspectivas de manufactura y servicios se han movido a la baja, mientras que el sector inmobiliario continúa débil con una caída en las nuevas construcciones y ventas de viviendas. **Este menor dinamismo del sector en conjunto con la caída general de la inversión en el país estaría restando impulso al nivel de actividad para los próximos años.** Las autoridades también se han mostrado reacias a aumentar los canales de crédito con mayor potencia (gráfico 5), 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 desapalancamiento del sector. Dicha situación, de la mano con las bolsas locales que han tenido un desempeño débil en los últimos años, ha llevado a un aumento en la restricción de las condiciones financieras. **Con todo, la confianza de los consumidores se ha desplomado tras la restricción en la demanda de crédito, así como la incertidumbre en el sector inmobiliario.** Otro factor que ha restado dinamismo a la economía ha sido el menor crecimiento de los socios comerciales relevantes, lo que implica un impulso externo que ha restado crecimiento a la región. **Este escenario ha provocado una significativa depreciación de la moneda, tanto contra el dólar como contra el resto de los socios comerciales.**

Esta dinámica, que se ha prolongado por los últimos meses, viene a poner un techo a los precios de las materias primas, especialmente para los metales, ya que presentan una mayor sensibilidad al crecimiento de China. Así, resulta importante mantener la atención hacia la evolución de los términos de intercambio de Chile, especialmente ahora que se han mantenido relativamente estables las perspectivas sobre la economía china para el próximo año. **Respecto al tipo de cambio, este se ha depreciado fuertemente en el último mes ubicándose alrededor de los \$900 como consecuencia de un menor diferencial de tasas de interés en conjunto con el fortalecimiento del dólar global (gráfico 6).** De relajarse parte de estos factores, debiéramos ver un tipo de cambio convergiendo hacia los \$850 al cierre del año.

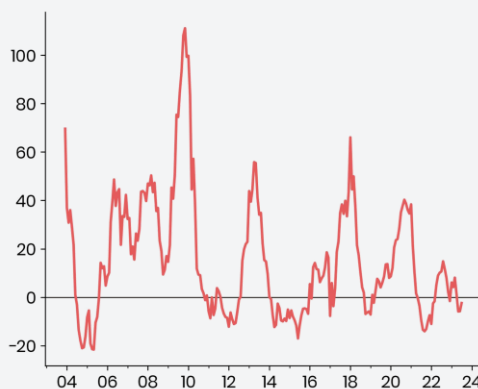
A nivel local, el ajuste de la actividad económica ha continuado, siendo más marcado en los sectores ligados al consumo privado, lo que seguiría presionando a la baja la inflación subyacente. De hecho, a pesar de la reciente depreciación del peso, los precios de mercado siguen anticipando una inflación levemente bajo 3% para 2024, prácticamente en línea con nuestra expectativa (gráfico 7).

GRÁFICO 4: CONSENSO CREC. PIB CHINA (%)



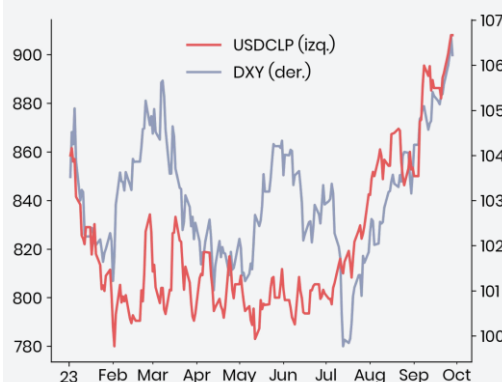
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: TOTAL SOCIAL FINANCING CHINA (A/A, %)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: USDCLP Y DÓLAR GLOBAL



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Adicionalmente, **la cifra de IPC de agosto sorprendió a la baja**, en particular en el índice subyacente (IPC sin volátiles) que fue negativo, lo que se ubicó por debajo de la expectativa del Banco Central en el IPoM de septiembre.

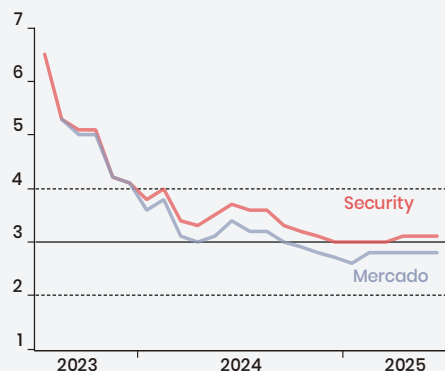
De materializarse otro registro muy bajo en septiembre de inflación subyacente, como es nuestra expectativa, **la autoridad monetaria volvería a reducir la TPM en 100pb en las reuniones de octubre y diciembre**, llevando la TPM en una trayectoria más cercana al piso del corredor actual. Ello contrasta con los precios de mercado, que se han alineado al centro de dicho corredor. Así, seguimos previendo que la tasa de interés de referencia cerraría en 7,5% este año y en 4,5% el próximo (gráfico 8).

En cuanto a las recomendaciones para una cartera de renta fija local, al generarse esta diferencia con el mercado en la trayectoria prevista para la TPM, sugerimos acortar duración. Dado que no tenemos diferencias en las perspectivas de inflación, mantenemos un sesgo neutral entre monedas (pesos/UF).

En **renta fija corporativa**, los spreads se mantuvieron relativamente estables durante septiembre, pero con tasas bases al alza, lo que explica un desempeño negativo en el mes. Los resultados al cierre del segundo trimestre **reflejaron un deterioro de métricas financieras dentro de rangos esperados**, particularmente en industrias más dependientes del ciclo económico y de materias primas, presión que a nuestro juicio comenzaría a ceder con los primeros reportes de 2024, que incorporarían parte de la baja en las tasas de interés (aliviando gastos financieros) y un Ebitda más estabilizado. **En ello se fundamenta nuestra posición neutral en este activo.** Hacemos énfasis eso sí en privilegiar papeles de mejor calidad crediticia dado que internalizarían más rápido cambios favorables en las perspectivas, además de contar con mayor espacio de reversión respecto a niveles históricos.

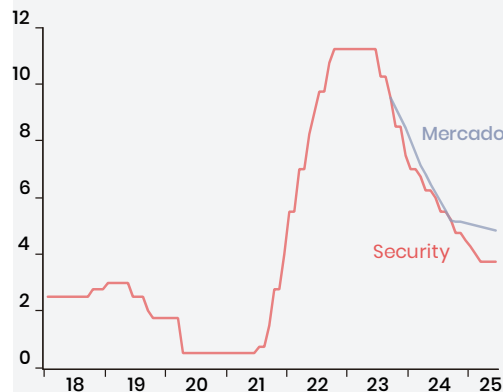
En renta variable local, mantenemos el apetito por riesgo de las carteras accionarias fundamental (CAF) y táctica (CAT). El sector eléctrico continúa con su sobreponderación a través de Enel Chile y Enelam, al igual que Bancos, con BCI, Banco de Chile y Banco Santander, a pesar de la baja de 2 p.p en la exposición a este último, cediendo espacio al sector Forestal, donde nos posicionamos levemente sobreponderados. Consumo masivo, en tanto, mantiene una sobreponderación, a la vez que mantenemos la cautela en el sector Retail, ante contenidas perspectivas en el dinamismo local. (Carteras Accionarias Security Octubre 2023).

GRÁFICO 7: EXPECTATIVA IPC CHILE
(var % interanual)



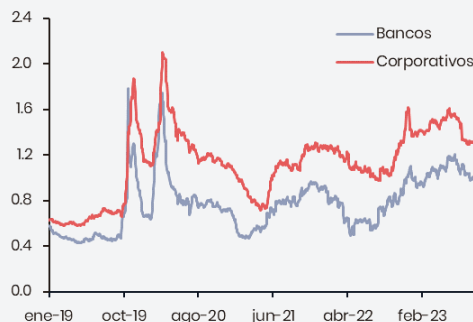
Fuente: ICAP y Estudios Security.

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 Octubre 2023

	Benchmark	Cartera Octubre	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	-5
1 a 3 años	5%	2.5	0
Más de 3 años	2.5%	-2.5	-5
Gobierno UF	7.5%	0	5
1 a 3 años	5%	2.5	2.5
Más de 3 años	2.5%	-2.5	2.5
Corporativos	45%	0	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 28-09-2023						
Renta variable (% en dólares)	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Mundo	8.5	-2.8	-2.6	5	16	-8
Desarrollados	9.7	-2.7	-2.4	6	17	-6
EE.UU.	12.4	-2.8	-1.6	9	16	-3
Eurozona	5.8	-5.6	-7.0	-3	31	-13
Reino Unido	2.5	0.9	-1.9	0	21	0
Japón	9.2	0.0	-2.1	5	22	-16
Asia ex Japón*	-8.9	-2.3	-6.9	-8	4	-18
Emergentes	-1.3	-3.5	-4.8	-3	8	-25
Asia	-1.8	-3.0	-5.0	-4	8	-26
China	-11.1	-3.6	-6.2	-13	0	-37
Latinoamérica	6.9	-5.4	-5.7	6	11	2
Brasil	5.0	-3.7	-4.9	13	6	-2
México	16.2	-8.2	-7.3	-1	28	16
Chile	4.7	-9.2	-9.2	-2	20	19
EMEA**	-3.6	-4.8	-3.0	0	2	-34

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)	-2.6	-2.1	-3.2	-4	6	-13
Euro	-1.0	-2.3	-3.2	-3	9	-11
Reino Unido	1.4	-3.1	-3.4	-1	12	-11
Japón	-13.2	-1.9	-3.4	-14	-3	-34
Emergentes	0.3	-0.8	-0.8	-1	5	-4
Argentina	-97.6	0.0	-36.8	-68	-138	-255
Brasil	4.6	-3.5	-4.4	2	6	7
Chile	-5.8	-6.4	-13.4	-14	5	-13
Colombia	16.0	1.1	1.6	13	9	-6
México	9.7	-5.1	-3.3	3	13	13
Perú	0.1	-2.9	-4.7	-1	4	8
China	-5.5	0.0	-0.5	-6	-1	-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)

AI 28-09-2023							
Swaps moneda local	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
EE.UU.							
2 años	5.1	67	6	35	101	98	476
10 años	4.6	77	39	89	103	89	306
Chile							
2 años	6.5	-113	37	1	-118	-386	231
10 años	5.7	40	32	71	57	-120	50
Brasil							
2 años	10.8	-188	63	21	-118	-116	98
10 años	11.9	-72	68	95	-121	-13	81
México							
2 años	10.6	79	52	111	44	58	422
10 años	9.5	80	78	150	101	33	208
Alemania 10 años	3.0	42	42	65	69	83	318
Francia 10 años	3.5	44	45	69	73	79	339
Italia 10 años	5.0	15	75	100	84	39	408
España 10 años	4.1	43	49	71	75	75	363
Reino Unido 10 años	4.4	78	8	17	112	44	354
Japón 10 años	0.8	34	10	37	41	51	68
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)	420	-6	20	3	-36	-72	86
Latam	485	-8	25	11	-45	-81	76
Brasil	266	-48	4	-20	-48	-66	-46
Chile	200	-8	5	3	-19	-45	39
Colombia	396	-34	1	-32	-70	-97	82
México	437	-7	15	8	-34	-73	62
Perú	232	-19	8	3	-35	-38	46
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)	378	0	-1	5	-22	-38	64
Asia	404	32	-2	34	19	0	88
Europa	575	-130	-13	-47	-47	-254	183
Latam	385	-37	1	-29	-89	-98	46
Investment Grade	250	-9	3	-14	-47	-55	60
High Yield	518	-66	1	-47	-136	-134	62
Brasil	395	-86	-9	-41	-129	-132	-7
Chile	318	-22	3	-47	-82	-63	77
Colombia	523	15	17	-44	-88	-81	173
México	334	8	3	-7	-35	-66	95
Perú	354	11	26	3	-58	7	72
HG EE.UU.	121	-17	-1	-13	-31	-46	34
HY EE.UU.	403	-76	17	-24	-98	-144	90

Fuente: Bloomberg y Estudios Security