



5.6631  
9.334  
4.25647  
7.2235  
5.6631

# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Noviembre 2023

## ¿Estamos frente al techo de las tasas?

### Resumen

Las condiciones financieras a nivel global se ajustaron restrictivamente en el último mes ante la seguidilla de sorpresas económicas al alza en EE. UU. y ajustes de los inversionistas respecto a lo que son los niveles de equilibrio en las tasas de interés. Después de todos estos movimientos la Reserva Federal en la reunión de noviembre reconoce ahora que las condiciones financieras están altamente restrictivas y que probablemente seguirán pesando sobre la actividad económica. Hacia adelante, si bien el nivel de estrés existente parece excesivo, el impulso necesario para que este se descomprima debe venir de la mano de una moderación de la actividad económica en EE. UU., más coherente con lo que sugiere el nivel actual de restricción en las condiciones financieras y de crédito, y en mayor concordancia con lo ya evidenciado en la mayoría del resto de los países desarrollados. Con ello, la FED podría profundizar el sesgo de cautela y preocupación respecto al dinamismo de la actividad, que solo ha empezado a esbozar en las últimas reuniones, y así darle un respiro a las tasas y dólar global.

### Visión por clase de activo:

**Renta Variable/Renta Fija:** Con este nivel de tensión en los mercados cuesta pensar en un ambiente que mejora sustancialmente para la toma de riesgos. Estos últimos desarrollos vienen a confirmar perspectivas más negativas para la actividad del 2024. Asimismo, las elevadas tasas de interés mantienen abultada la probabilidad de riesgos de cola. Las estimaciones apuntan a que a partir del próximo año se seguiría complicando la situación financiera de muchas compañías a medida que se vuelve necesario refinanciar a tasas de interés más altas. Finalmente, el resurgimiento de los conflictos geopolíticos mantiene la preocupación respecto a los precios de las materias primas y con ello la posibilidad de que aparezcan nuevas trabas al proceso de moderación en la inflación.

**RV EE.UU./Resto del Mundo:** En China las noticias han sido más alentadoras. Y los últimos anuncios de la autoridad permiten pensar en un piso más claro para el crecimiento. No obstante, la debilidad del sector inmobiliario podría seguir teniendo coletazos en la situación financiera de gobiernos locales y bancos, a medida que estos se siguen acomodando al menor nivel de actividad, así no descartamos que el impulso de la autoridad sea de corto aliento nuevamente, por lo que preferimos esperar para mover nuestro sesgo negativo en mercados emergentes.

**RF Internacional:** A estos niveles de tasas mantenemos una duración neutral, ya que el componente de retorno esperado es atractivo. A la pregunta si es lo suficientemente alto como para apostar a que las tasas caen y generan ganancias de capital, no descartamos que las primas por plazo sigan subiendo. Por su parte, mantenemos con mayor convicción nuestra visión negativa en la renta fija con spread de emisores más riesgosos en EE. UU. Todo apunta a que el camino se viene cuesta arriba para este grupo, donde un segmento no menor podría enfrentar problemas con los nuevos gastos por intereses y una economía que va dejando atrás la robustez del 2023.

**Tipo de Cambio:** Las presiones en las condiciones financieras externas acentuaron durante el mes la depreciación, aunque la moneda local presentó desajustes que fueron más allá de los fundamentales y que mostraron un desequilibrio relevante versus los comparables y a nivel de tipo de cambio real. Después de la decisión de política monetaria del Banco Central de Chile y la finalización del programa de compra de reservas, parte importante de este desajuste se disipó, moderándose a un 7%, lo que respondería principalmente a la incertidumbre interna. A final de año, de darse el escenario más optimista respecto a los riesgos de política monetaria en EE. UU., apuntamos a 850.

**RF Local:** Los últimos datos de Imacec reflejan el estancamiento de la actividad económica, lo que ha contribuido a que continúe moderándose la inflación, especialmente la subyacente. Sin embargo, el Banco Central recortó la TPM en sólo 50pb en la reunión de octubre, demostrando preocupación por la depreciación de la moneda. Prevemos que la autoridad monetaria recortaría 100pb en la reunión de diciembre y que la TPM cerraría el 2024 en 4,5%. Al generarse esta diferencia con el mercado en la trayectoria prevista para la TPM, ratificamos la sugerencia de preferir instrumentos de corta duración.

**RV Local:** Las carteras aumentan levemente el apetito por riesgo como consecuencia de la incorporación de CMPC, aunque ajustamos nuestra exposición a Argentina por medio de una menor exposición en el sector de consumo, ante una mayor cautela en dicho país.

**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)

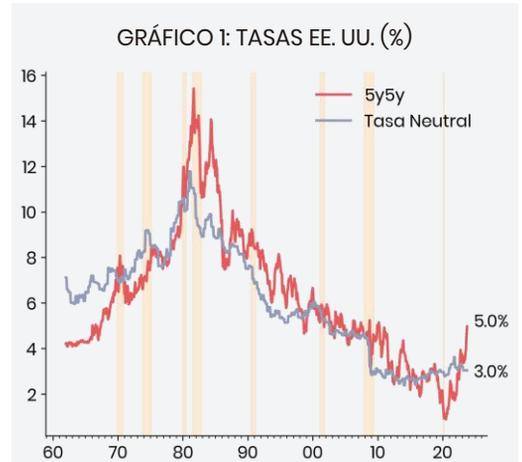
**Nicolás Libuy I.**  
Subgerente Renta Variable Local  
[nicolas.libuy@security.cl](mailto:nicolas.libuy@security.cl)

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

**Las condiciones financieras a nivel global se ajustaron restrictivamente en el último mes ante la seguidilla de sorpresas económicas al alza en EE. UU. y ajustes de los inversionistas respecto a lo que son los niveles de equilibrio en las tasas de interés.** Esto significó que la tasa de interés de diez años en EE. UU. llegara a marcar 5% en el punto más alto, un desempeño de la bolsa que ha seguido débil y que ha devuelto casi la mitad de las ganancias del año, spreads que se han ampliado y un dólar global que se ha mantenido fortalecido. Después de todos estos movimientos la Reserva Federal en la reunión de noviembre reconoce ahora que las condiciones financieras están altamente restrictivas y que probablemente seguirán pesando sobre la actividad económica. Esto parece bien lógico cuando se observa que las tasas de interés de equilibrio implícitas en las curvas mantienen niveles de estrés extremos al comparar con las estimaciones de tasas neutrales. En el caso de EE. UU. la brecha versus las tasas neutrales ya se encuentra por sobre el percentil 75 de las cifras históricas a partir de 1960 (gráfico 1). Las tasas de la Eurozona cuentan con un nivel de estrés no bajo, borrando por completo la expansividad de la última década versus lo que se desprende de las estimaciones para el equilibrio. Asimismo, los países emergentes han sentido el embate con costos de financiamiento en dólares que alcanzan máximos de las últimas décadas y tasas en moneda local que suben arrastradas por el componente común externo.

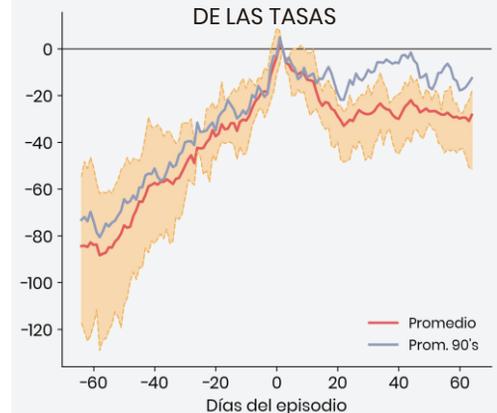
**Hacia adelante, si bien el nivel de estrés existente parece excesivo, el impulso necesario para que este se descomprima debe venir de la mano de una moderación de la actividad económica en EE. UU., más coherente con lo que sugiere el nivel actual de restricción en las condiciones financieras y de crédito, y en mayor concordancia con lo ya evidenciado en la mayoría del resto de los países desarrollados.** Con ello, la FED podría profundizar el sesgo de cautela y preocupación respecto al dinamismo de la actividad, que solo ha empezado a esbozar en las últimas reuniones, y así darle un respiro a las tasas y dólar global. Si uno quiere pensar en cuanto espacio para corrección a la baja podrían tener las tasas en el corto plazo, de ir validándose estas señales, un buen ejercicio es mirar el comportamiento de la tasa a diez años en episodios similares del pasado, es decir, en los cuales las tasas subieron más de 100 puntos en menos de tres meses. En promedio en estos episodios, al mes de alcanzado el máximo estas devuelven casi un tercio del aumento (gráfico 2).

**Mientras tanto, con este nivel de tensión en los mercados cuesta pensar en un ambiente que mejora sustancialmente para la toma de riesgos.** Estos últimos desarrollos vienen a confirmar perspectivas más negativas para la actividad económica del 2024. La respuesta típica de la economía al nivel de ajuste en las condiciones financieras de los últimos meses es de una caída adicional del PIB en 0,5% (gráfico 3).



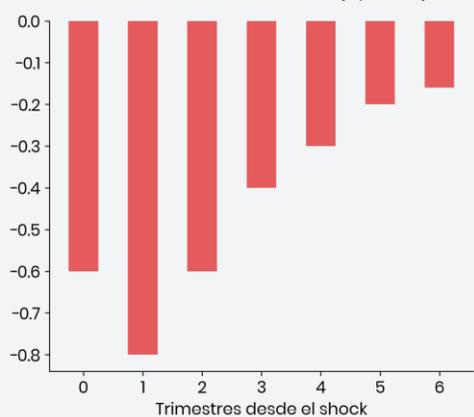
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: TASA NOM. 10 AÑOS EN EPISODIOS DE AUMENTOS PRONUNCIADOS DE LAS TASAS



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: EFECTO DE CONDICIONES FINANCIERAS EE. UU. EN PIB (A/A, PP.)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

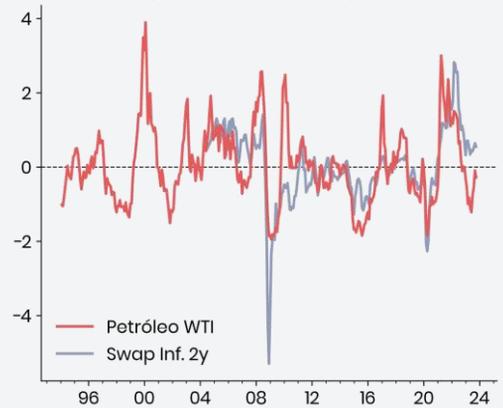
**Asimismo, las elevadas tasas de interés mantienen abultada la probabilidad de escenarios de riesgos de cola.** Las estimaciones apuntan a que a partir del próximo año se seguiría complicando la situación financiera de muchas compañías a medida que se vuelve necesario refinanciar a tasas de interés más altas. Finalmente, el resurgimiento de los conflictos geopolíticos mantiene la preocupación de los inversionistas respecto a potenciales aumentos en los precios de las materias primas y con ello la posibilidad de que aparezcan nuevas trabas al proceso de moderación en la inflación (gráfico 4).

**En China las noticias han sido más alentadoras. Los últimos anuncios de la autoridad permiten pensar en un piso más claro para las perspectivas de crecimiento.** Los planes de gasto tomaron fuerza y señalizan una preocupación de empezar el 2024 en mejor pie. Esto ha llevado a algunos a pensar en un punto de inflexión, donde lo peor del negativismo va quedando atrás. **No obstante, la debilidad del sector inmobiliario podría seguir teniendo coletazos en la situación financiera de gobiernos locales y bancos,** a medida que estos se siguen acomodando al menor nivel de actividad, así no descartamos que el impulso de la autoridad sea de corto aliento nuevamente, por lo que preferimos esperar para mover nuestro sesgo negativo.

**En la renta fija internacional, a estos niveles de tasas nos acomoda mantener una duración neutral, ya que el componente de retorno esperado es atractivo.** A la pregunta si es lo suficientemente alto como para apostar a que las tasas caen y generan ganancias de capital, la respuesta viene con más incertidumbre, no descartamos que las primas por plazo sigan subiendo ante las presiones que se enfrentan por el lado de un perfil abultado de emisiones y una FED que sigue reduciendo su balance. Por su parte, **mantenemos con mayor convicción nuestra visión negativa en la renta fija con spread de emisores más riesgosos en EE. UU.** Todo apunta a que el camino se viene cuesta arriba para este grupo, donde un segmento no menor podría enfrentar problemas con los nuevos gastos por intereses y una economía que va dejando atrás la robustez del 2023. El nivel actual de los spreads no es suficiente para compensar por ello.

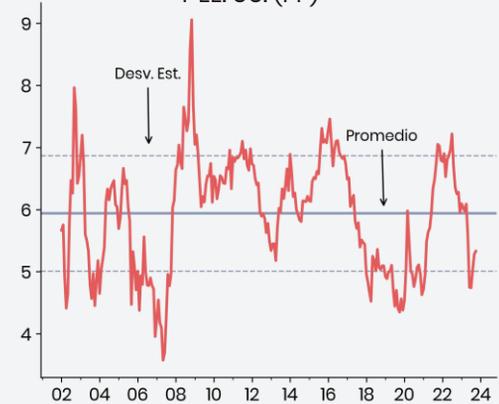
**Respecto al tipo de cambio, las presiones en las condiciones financieras externas acentuaron durante el mes la depreciación, aunque la moneda local presentó desajustes que fueron más allá de los fundamentales y que mostraron un desequilibrio relevante versus los comparables y a nivel de tipo de cambio real (gráfico 6).** Después de la decisión de política monetaria del Banco Central de Chile y la finalización del programa de compra de reservas, parte importante de este desajuste se dispó, moderándose a un 7%, lo que respondería principalmente a la incertidumbre interna. A final de año, de darse el escenario más optimista respecto a los riesgos de política monetaria en EE. UU., apuntamos a 850.

GRÁFICO 4: PETRÓLEO WTI E INFLACIÓN (DESV. ESTÁNDAR)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: SPREAD TASAS GBI AM. LATINA Y EE. UU. (PP)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: TIPO DE CAMBIO REAL (DESV. VS PROMEDIO 2005-2023 = 100)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

En el ámbito local, tanto el Imacec total como el no minero se han mantenido fluctuando en torno a los niveles observados a mediados del año pasado, reflejando **el estancamiento de la actividad económica**. Lo anterior ha ayudado a que la inflación total, y mayormente la inflación subyacente, hayan seguido moderando el ritmo de crecimiento. Es más, **el promedio móvil trimestral de la tendencia inflacionaria (IPC sin volátiles desestacionalizado) fue prácticamente cero en septiembre, ubicándose por debajo de lo implícito en el último IPoM**. Por su parte, las expectativas del mercado siguen anticipando una convergencia a la meta de 3% durante la primera parte de 2024 (gráfico 7).

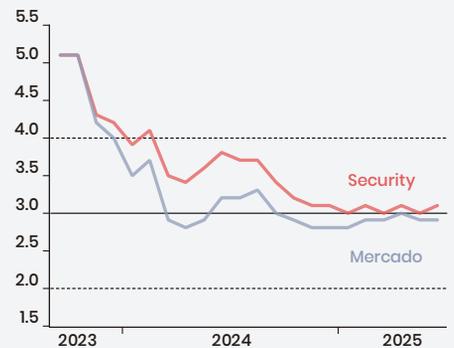
Pese a ello, el Banco Central recortó la TPM en sólo 50pb en la reunión de octubre, menos de lo esperado, reflejando una clara preocupación por la depreciación del peso de los últimos meses. Hacia adelante, prevemos que la autoridad monetaria recortaría 100pb en la reunión de diciembre, debido a la moderación de la inflación subyacente y la caída del tipo de cambio. Para 2024, seguimos previendo una TPM que cerraría el año en 4,5%, por sobre el 6% implícito en los precios de mercado (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, ratificamos la sugerencia de preferir instrumentos de corta 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 presentaron algunas bajas durante octubre, pero con un mercado externo que generó una fuerte presión sobre las tasas base, lo que volvió a implicar un desempeño negativo en el mes. Las estimaciones de resultados para el tercer trimestre **apuntan a un deterioro adicional en las métricas financieras, manteniéndose en algunos casos en rangos históricos**, lo que se concentraría en industrias más dependientes del ciclo económico y de materias primas. Esto, 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), menor inflación 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.

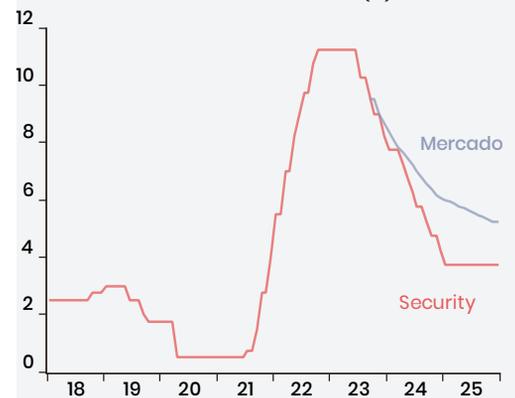
**En renta variable local**, las carteras aumentan levemente el apetito por riesgo como consecuencia de la incorporación de CMPC, aunque ajustamos nuestra exposición a Argentina por medio de una menor exposición en el sector de consumo, ante una mayor cautela en dicho país (Carteras Accionarias Security Noviembre 2023).

GRÁFICO 7: EXPECTATIVA IPC CHILE (var % interanual)



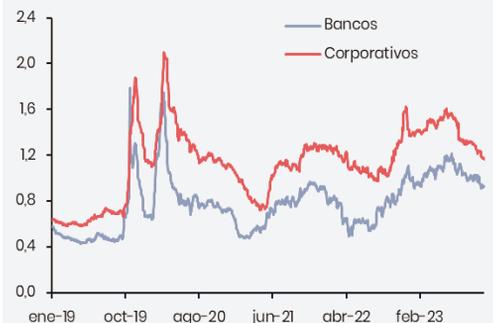
Fuente: ICAP y Estudios Security.

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 Noviembre 2023

	Benchmark	Cartera Noviembre	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%	0	0
1 a 3 años	5%	2.5	2.5
Más de 3 años	2.5%	-2.5	-2.5
Gobierno UF	7.5%	0.0	0
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 31-10-2023	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Renta variable (% en dólares)</b>						
<b>Mundo</b>	4.9	-2.9	-10.2	-3	8	-15
<b>Desarrollados</b>	6.0	-2.9	-10.0	-3	8	-14
EE.UU.	8.8	-3.0	-9.4	0	8	-12
Eurozona	2.4	-2.1	-13.5	-12	16	-19
Reino Unido	-1.5	-2.0	-9.6	-10	9	-9
Japón	4.2	-3.1	-8.7	-1	15	-17
Asia ex Japón*	-11.4	-2.8	-13.5	-13	1	-24
<b>Emergentes</b>	-3.6	-3.1	-11.9	-6	9	-27
Asia	-3.8	-3.2	-11.6	-6	13	-27
China	-11.7	-2.6	-14.0	-11	20	-38
Latinoamérica	2.8	-3.1	-14.6	-2	-3	3
Brasil	2.2	-1.5	-13.0	5	-6	3
México	9.4	-5.9	-16.2	-11	7	10
Chile	-2.6	-6.0	-21.3	-11	8	19
EMEA**	-6.6	-2.5	-12.1	-7	-5	-38

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

<b>Desarrollados (DXY)</b>	-2.4	0.8	-4.1	-4	5	-13
Euro	-0.5	1.2	-3.8	-3	7	-9
Reino Unido	1.0	0.3	-5.8	-3	5	-13
Japón	-12.9	0.6	-4.9	-9	0	-30
<b>Emergentes</b>	0.6	0.3	-1.9	-1	6	-3
Argentina	-97.6	0.0	-27.1	-57	-123	-251
Brasil	4.6	0.4	-6.8	-1	2	11
Chile	-6.0	-0.4	-8.0	-13	4	-12
Colombia	16.2	2.3	-3.4	13	18	-8
México	7.4	-2.0	-7.9	-1	9	13
Perú	-0.8	-1.0	-6.1	-3	4	4
China	-5.9	-0.1	-2.5	-5	0	-15

\* 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 31-10-2023	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Swaps moneda local</b>							
<b>EE.UU.</b>							
2 años	5.0	64	-7	16	90	54	452
10 años	4.9	105	19	92	130	80	330
<b>Chile</b>							
2 años	6.8	-84	31	106	-94	-190	163
10 años	6.1	73	28	101	88	-27	46
<b>Brasil</b>							
2 años	11.1	-161	45	83	-86	-78	-142
10 años	11.9	-72	13	99	-56	18	-47
<b>México</b>							
2 años	10.7	79	-3	95	69	52	328
10 años	9.7	94	12	138	132	36	190
Alemania 10 años	2.8	27	-9	35	51	68	292
Francia 10 años	3.4	34	-3	42	54	75	315
Italia 10 años	4.8	-5	-6	70	50	32	349
España 10 años	3.9	25	-10	39	53	66	325
Reino Unido 10 años	4.5	79	1	24	83	93	338
Japón 10 años	0.9	53	17	34	54	70	85
<b>Spreads soberanos USD</b>							
<b>Emergentes (EMBIG)</b>							
Latam	498	5	11	52	-8	-37	83
Brasil	268	-47	5	15	-32	-30	-84
Chile	220	12	20	40	21	-13	41
Colombia	394	-36	-5	22	-73	-95	75
México	442	-3	7	35	-2	-15	71
Perú	241	-10	11	21	2	-13	47
<b>Spreads corporativos USD (puntos base)</b>							
<b>Emergentes (CEMBI)</b>							
Asia	409	37	23	37	37	-81	72
Europa	598	-107	28	10	-41	-223	210
Latam	408	-15	23	27	-26	-64	52
Investment Grade	272	12	21	32	-4	-24	67
High Yield	541	-43	24	18	-52	-103	62
Brasil	405	-75	15	0	-45	-97	-30
Chile	362	22	47	37	-14	-41	112
Colombia	556	49	31	53	-58	-54	204
México	358	32	20	36	13	-19	105
Perú	387	44	34	71	7	21	110
HG EE.UU.	131	-7	5	12	-9	-35	41
HY EE.UU.	450	-29	39	71	5	-13	134

Fuente: Bloomberg y Estudios Security