



5.6631  
9.334  
4.25647  
7.2235

# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios  
Diciembre 2023

## Un alivio que podría marcar tendencia

### Resumen

En el último mes la presión en las condiciones financieras a nivel global cedió parcialmente, de la mano de mejores datos de empleo e inflación. Esto ha sido suficiente por ahora para llevar al mercado a disminuir los riesgos de que la política monetaria necesite ajustarse restrictivamente de manera adicional o mantenerse así de alta por un tiempo prolongado. De todos modos, las estimaciones apuntan a que el nivel de estrés en las curvas y condiciones financieras en términos más agregados aún parece alto. Si bien anticipamos que algunos cambios estructurales podrían significar tasas que se estacionan en niveles mayores a los previos a la pandemia, es razonable esperar caídas acotadas en los próximos trimestres. Por otro lado, si bien empieza a haber señales más evidentes de moderación en el mercado laboral y la probabilidad de que la economía entre en una recesión durante el 2024 todavía sigue siendo alta, asimismo también ha seguido ganando espacio el escenario alternativo en el cual se logra una moderación de la inflación con un crecimiento que cae a niveles aún positivos (aterrizaje suave).

### Visión por clase de activo:

**Renta Variable/Renta Fija:** De confirmarse que los riesgos de política monetaria seguirían quedando atrás, así como de consolidarse el escenario de aterrizaje suave, la trayectoria de los mercados podría continuar benigna. En concordancia, esto nos lleva a estar algo más optimistas respecto a la evolución de las bolsas, aunque decidimos esperar a la reunión de política monetaria de la FED de diciembre para cambiar nuestro sesgo desfavorable en la renta variable. Con una postura de la FED que sigue poniendo el foco en la moderación de la inflación y la disminución de las brechas en el mercado del trabajo vemos espacio para un desempeño positivo de las bolsas que continúa.

**RV EE.UU./Resto del Mundo:** En cualquiera de los escenarios más probables seguimos viendo valor en la bolsa de EE. UU. por sobre la de otros países desarrollados o emergentes. En la Eurozona, si bien el panorama de crecimiento no ha seguido empeorando, en términos relativos creemos que la brecha seguiría favoreciendo a EE. UU. Por otro lado, en China, si bien las perspectivas se han ido estabilizado, los vientos en contra estructurales siguen presentes y a pesar de que la autoridad ha ido aumentando los anuncios de estímulos, todavía se quedan cortos de ser un impulso a gran escala que frene más marcadamente el ajuste a la baja en las expectativas de crecimiento de largo plazo.

**RF Internacional:** Mantenemos una posición neutral en la duración internacional. Por una parte, los niveles altos de las tasas de corto plazo mantienen la vara alta para aumentar la exposición a la duración, por otro, es menor el riesgo de que las tasas aumenten, aunque el espacio para caídas se acota después de los movimientos de Diciembre y la expectativa de que las tasas se estacionarían en niveles más elevados que los del ciclo previo. En el sector corporativo, mantenemos la apuesta negativa en la renta fija con spread de emisores más riesgosos en EE. UU.

**Tipo de Cambio:** La moderación de las presiones en las condiciones financieras externas mantuvo un escenario menos estresado para la moneda local, después del impulso que significó el fin del programa de compra de reservas y la última decisión de política monetaria. Con todo, el rol significativo lo habría jugado la menor presión por el lado del dólar global, mientras que el castigo asociado a la incertidumbre local se ha mantenido contenido entre un 5% y 10%, bajo los niveles elevados del pasado, pero por sobre los mínimos. De materializarse el escenario de menor presión por el lado de las tasas internacionales proyectamos un tipo de cambio que se movería a los 830 durante 2024.

**RF Local:** Producto del ajuste en el consumo privado y la menor inflación externa hemos visto que tanto la inflación total como los indicadores subyacentes han seguido moderándose. Además, las expectativas de inflación a todos los plazos se encuentran en o bajo 3% y el tipo de cambio ha vuelto a apreciarse. Con esto, se configura un escenario para que el Banco Central retome ajustes más agresivos de la TPM. Prevemos que la autoridad monetaria recortaría 100pb en la reunión de diciembre y que la TPM cerraría el 2024 en 4,5%, todavía por debajo de lo implícito en los precios de mercado. Debido a esta diferencia, ratificamos la sugerencia de preferir instrumentos de corta duración.

**RV Local:** Disminuimos la participación en real estate, producto de que vemos espacios de valorización más acotados luego de la baja en las tasas largas registrada en noviembre.

**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)

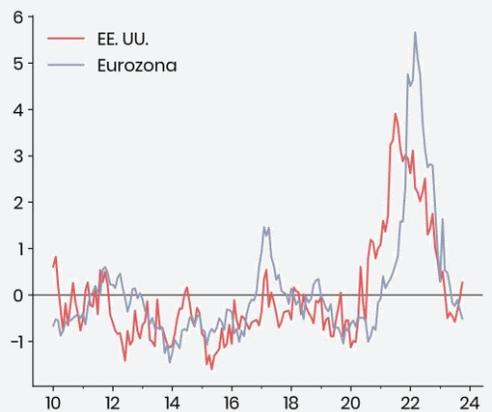
En el último mes la presión en las condiciones financieras a nivel global cedió parcialmente, de la mano de mejores datos de empleo e inflación. Esta última se moderó con más fuerza tanto en EE. UU. como la Eurozona y a nivel global las variaciones anuales ya se encuentran camino a dejar atrás las presiones alcistas de los años anteriores (gráfico 1). Asimismo, los avances relevantes en disminuir las brechas en el mercado del trabajo en EE. UU. han sido suficientes por ahora para llevar al mercado a disminuir los riesgos de que la política monetaria necesite ajustarse restrictivamente de manera adicional o mantenerse así de alta por un tiempo prolongado (gráfico 2).

De todos modos, las estimaciones apuntan a que el nivel de estrés en las curvas y condiciones financieras en términos más agregados aún parece alto. Las tasas de equilibrio implícitas en las curvas son coherentes con niveles evidenciados previo a la crisis financiera (gráfico 3) y las tasas de más largo plazo se siguen viendo por sobre las estimaciones de tasas neutras. Si bien anticipamos que algunos cambios estructurales (mayores déficits fiscales, inversión para el cambio energético, potencial impacto de la inteligencia artificial) podrían significar tasas que se estacionan en niveles mayores a los previos a la pandemia, tenemos confianza en que estas lo harán en un nivel medio entre las proyecciones de la FED respecto a una tasa de política de largo plazo y las actuales proyecciones del mercado.

Con todo, si bien empieza a haber señales más evidentes de moderación en el mercado laboral y la probabilidad de que la economía entre en una recesión durante el 2024 todavía sigue siendo alta, asimismo también ha seguido ganando espacio el escenario alternativo en el cual se logra una moderación de la inflación con un crecimiento que cae a niveles aún positivos, el llamado escenario de *softlanding* o aterrizaje suave de la actividad (gráfico 4).

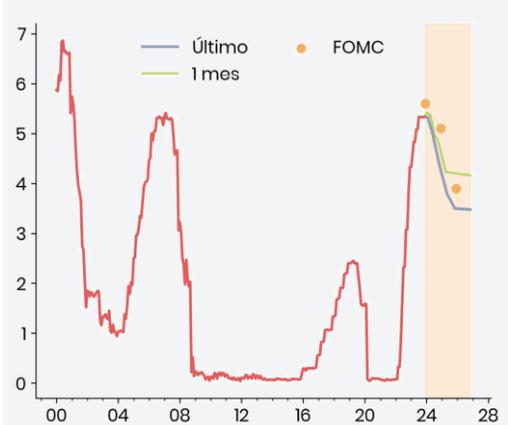
En este último escenario los activos de riesgo podrían evidenciar un panorama más benigno, ante riesgos de política monetaria en el espejo retrovisor y una economía que se sostiene. La dinámica de los mercados del último mes ha estado en esta línea, con bolsas subiendo ~9% y spreads contrayéndose ~30 pb; de todos modos, todavía habría espacio de seguir, de consolidarse el escenario de *softlanding* y menores presiones para los bancos centrales, con datos que se mueven en esa dirección. En concordancia, esto nos lleva a estar algo más optimistas respecto a la evolución de las bolsas, aunque decidimos esperar a la reunión de política monetaria de la FED de diciembre para cambiar nuestro sesgo desfavorable en la renta variable. De confirmarse una postura de la FED que sigue poniendo el foco en la moderación de la inflación y riesgos a la baja para la actividad vemos espacio para un desempeño positivo de las bolsas que continúa.

GRÁFICO 1: SORPRESAS DE INFLACIÓN (%)



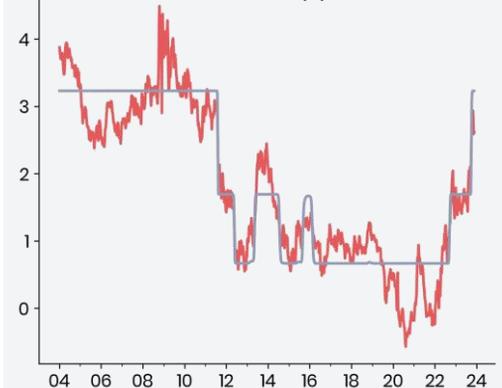
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: TPM EE. UU. (%)



Fuente: Bloomberg, Reserva Federal y Estudios Security.

GRÁFICO 3: TASA INSTANTÁNEA 10 AÑOS FORWARD (%)



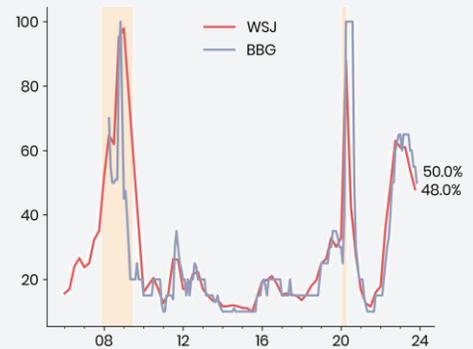
Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

De todas formas, en cualquiera de los escenarios anteriormente descritos **seguimos viendo valor en la bolsa de EE. UU. por sobre la de otros países desarrollados o emergentes.** En la Eurozona, si bien el panorama de crecimiento no ha seguido empeorando, en términos relativos creemos que la brecha seguiría favoreciendo a EE. UU. Por otro lado, **en China, si bien las perspectivas se han ido estabilizado, los vientos en contra estructurales siguen presentes y a pesar de que la autoridad ha ido aumentando los anuncios de estímulos, todavía se quedan cortos de ser un impulso a gran escala que frene más marcadamente el ajuste a la baja en las expectativas de crecimiento de largo plazo** (gráfico 5). El shock del mercado inmobiliario seguiría significando vientos en contra en el corto mediano plazo y ha gatillado una confianza privada que sigue débil. Esto último ha aumentado las dudas respecto a la posibilidad de que China entre en una etapa de crecimiento bajo y un estancamiento de la economía similar a lo vivido por Japón en los años 90.

**Mantenemos una posición neutral en la duración internacional.** Por una parte, los niveles altos de las tasas de corto plazo mantienen la vara alta para aumentar la exposición a la duración, por otro, es menor el riesgo de que las tasas aumenten, aunque el espacio para caídas se acota después de los movimientos de Diciembre y la expectativa de que las tasas se estacionarían en niveles más elevados que los del ciclo previo. **En el sector corporativo, mantenemos la apuesta 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.

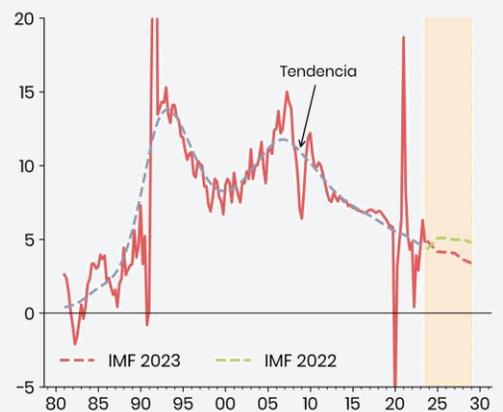
Respecto al tipo de cambio, la moderación de las presiones en las condiciones financieras externas mantuvo un escenario menos estresado para la moneda local, después del impulso que significó el fin del programa de compra de reservas y la última decisión de política monetaria. Con todo, el rol significativo lo habría jugado la menor presión por el lado del dólar global (gráfico 6), mientras que el castigo asociado a la incertidumbre local se ha mantenido contenido entre un 5% y 10%, bajo los niveles elevados del pasado, pero por sobre los mínimos. **De materializarse el escenario de menor presión por el lado de las tasas internacionales proyectamos un tipo de cambio que se movería a los 830 durante 2024.**

GRÁFICO 4: PROBABILIDAD DE RECESIÓN EE. UU. (%)



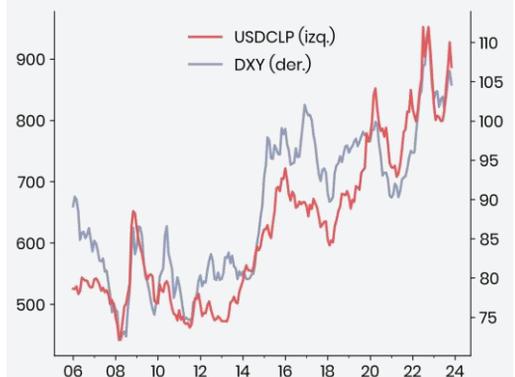
Fuente: Bloomberg, WSJ y Estudios Security.

GRÁFICO 5: PIB CHINA (A/A, %)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: USDCLP Y DÓLAR GLOBAL



Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

En el ámbito local, tanto la inflación total como los diferentes indicadores subyacentes han seguido moderándose, y en este último caso a un ritmo mucho más rápido que lo previsto por el Banco Central en el IPoM de septiembre.

En ello ha influido el ajuste del consumo privado -ante condiciones financieras más restrictivas- y la menor inflación externa. Si a esto le sumamos que las expectativas de inflación a todos los plazos se encuentran en o bajo 3% y la reciente apreciación del peso de 6,5% desde la última reunión, volviendo a los niveles que hubo en la reunión de septiembre -en la cual se recortó la TPM en 75pb-, se configura un escenario para que el Banco Central retome los ajustes más agresivos de la TPM.

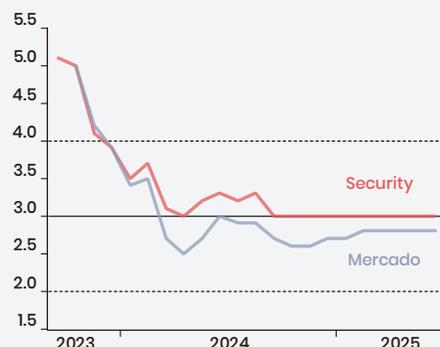
Nos inclinamos por un recorte de 100pb en su reunión de diciembre, algo más agresivo que lo implícito en los precios de mercado (50-75pb). Para 2024, seguimos previendo una TPM que cerraría el año en 4,5%, todavía por debajo de lo implícito en los precios de mercado que pasó desde 6% a 5% (gráfico 8).

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. Por su parte, expectativas de inflación bajo 3% a plazos más largos vuelven más atractivos los papeles reajustables en UF.

En **renta fija corporativa**, los spreads presentaron un leve rebote durante noviembre, aunque más que compensado con la baja en las tasas base. Los resultados del tercer trimestre **confirmaron un deterioro adicional en las métricas financieras, manteniéndose en algunos casos en rangos históricos**, particularmente en industrias más dependientes del ciclo económico. Incluso, en algunos casos, generando revisiones de clasificación de riesgo o stress en términos de covenants. Esperamos que esta presión comience 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.

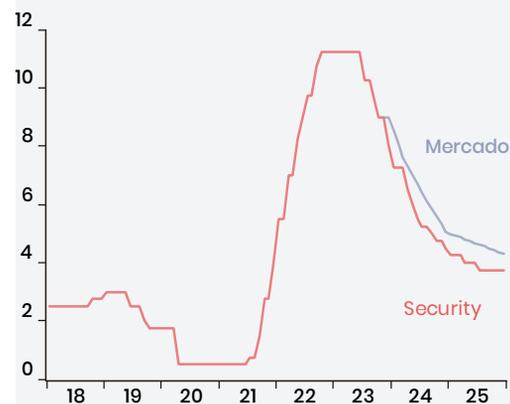
En **renta variable local**, disminuimos la participación en real estate, producto de que vemos espacios de valorización más acotados luego de la baja en las tasas largas registrada en noviembre. Por su parte, el sector retail aumenta su participación por medio de Cencosud, luego del castigo que ha presentado la industria ([Carteras Accionarias Security Diciembre 2023](#)).

GRÁFICO 7: EXPECTATIVA IPC CHILE (var % interanual)



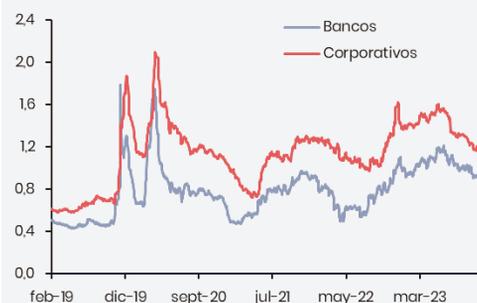
Fuente: ICAP y Estudios Security.

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 Diciembre 2023

	Benchmark	Cartera Diciembre	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>	2.5	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%	2.5	0
1 a 3 años	5%	2.5	2.5
Más de 3 años	2.5%	0	-2.5
Corporativos	45%	0	0
<b>Renta Fija Extranjera</b>	<b>35%</b>	-2.5	0
Desarrollados	22.5%	-2.5	0
Money Market	2.5%	0	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 30/11/2023	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Renta variable (% en dólares)</b>						
<b>Mundo</b>	14.7	9.4	0.9	6	10	-4
<b>Desarrollados</b>	16.2	9.6	1.1	7	11	-3
EE.UU.	19.6	9.9	1.4	9	12	-2
Eurozona	14.3	11.6	0.2	3	14	-3
Reino Unido	4.0	5.6	-0.5	1	4	2
Japón	11.9	7.4	1.6	4	13	-7
Asia ex Japón*	-6.3	5.7	-2.2	-3	-6	-13
<b>Emergentes</b>	3.2	7.1	-0.1	2	2	-19
Asia	2.4	6.4	0.0	0	1	-20
China	-11.0	0.7	-5.2	-4	-6	-34
Latinoamérica	16.1	13.0	1.8	10	11	21
Brasil	15.9	13.4	5.5	16	12	20
México	24.7	14.0	-2.9	3	16	34
Chile	9.4	12.3	-5.2	-3	14	25
EMEA**	-0.1	7.0	-1.9	4	-3	-29

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

<b>Desarrollados (DXY)</b>	0.0	2.5	-0.3	1	2	-8
Euro	2.2	2.7	-0.2	2	6	-3
Reino Unido	5.0	4.0	-0.6	2	6	-5
Japón	-12.1	0.8	-1.4	-6	-6	-30
<b>Emergentes</b>	3.3	2.7	2.2	2	5	0
Argentina	-103.5	-3.0	-3.0	-51	-115	-257
Brasil	7.0	2.6	-1.2	2	6	13
Chile	-1.1	4.6	-1.8	-8	3	-5
Colombia	16.9	0.9	1.6	8	17	-1
México	10.9	3.7	-3.8	2	10	20
Perú	1.8	2.6	-1.4	-2	3	8
China	-3.1	2.6	2.2	-1	-1	-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 30/11/2023	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Swaps moneda local</b>							
<b>EE.UU.</b>							
2 años	4.7	31	-32	-17	24	34	419
10 años	4.3	52	-53	23	65	65	291
<b>Chile</b>							
2 años	5.8	-186	-102	-23	-176	-173	68
10 años	5.1	-20	-93	-18	-12	-17	-14
<b>Brasil</b>							
2 años	10.0	-268	-108	-9	-115	-312	-171
10 años	10.9	-175	-103	-20	-78	-171	-53
<b>México</b>							
2 años	9.9	9	-71	-17	12	7	290
10 años	8.8	9	-85	5	48	21	136
<b>Alemania 10 años</b>	2.5	-10	-37	-8	11	51	280
<b>Francia 10 años</b>	3.0	-8	-41	-3	12	62	301
<b>Italia 10 años</b>	4.2	-61	-56	0	-2	18	318
<b>España 10 años</b>	3.5	-17	-42	-7	8	52	307
<b>Reino Unido 10 años</b>	4.2	51	-28	-15	2	100	334
<b>Japón 10 años</b>	0.7	25	-22	2	24	42	62
<b>Spreads soberanos USD</b>							
<b>Emergentes (EMBIG)</b>	394	-32	-33	-5	-53	-22	31
<b>Latam</b>	457	-36	-40	2	-53	-22	13
Brasil	256	-58	-12	-7	-38	-23	-99
Chile	201	-6	-19	7	-3	5	18
Colombia	367	-63	-27	-14	-90	-72	-9
México	419	-25	-23	3	-36	-4	17
Perú	221	-30	-20	3	-30	-1	16
<b>Spreads corporativos USD (puntos base)</b>							
<b>Emergentes (CEMBI)</b>	363	-15	-30	-17	-31	-29	22
<b>Asia</b>	365	-8	-45	-41	-27	-27	31
<b>Europa</b>	576	-129	-23	-19	-120	-152	138
<b>Latam</b>	389	-33	-19	1	-47	-47	9
Investment Grade	262	2	-10	11	-15	-5	42
High Yield	520	-64	-21	-1	-75	-86	5
Brasil	388	-93	-18	-20	-66	-92	-69
Chile	356	16	-6	36	-23	-17	87
Colombia	517	10	-39	11	-96	-15	118
México	348	22	-10	13	-3	9	72
Perú	369	26	-19	34	-8	18	78
<b>HG EE.UU.</b>	111	-27	-21	-11	-29	-31	8
<b>HY EE.UU.</b>	384	-95	-66	4	-74	-71	17

Fuente: Bloomberg y Estudios Security