



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Enero 2024



## 2024: Todo el optimismo a la mesa

### Resumen

En la última reunión de política monetaria de la FED se dio finalmente el punto de inflexión que se anticipaba y que allanaría el camino para un menor nivel de restricción durante el 2024. Así, la configuración de escenarios posibles para 2024 se ajusta y gana fuerza el escenario donde la economía podría transitar a un punto óptimo, con condiciones que no presentan excesos por el lado de la inflación y crecimiento, sino más bien niveles justos o equilibrados y que permiten un nivel de tasas de interés más bajos. Con todo, si bien al intentar entregar una perspectiva más aterrizada uno puede pensar en el escenario anterior como el que se lleva la mayor probabilidad, el panorama no está ajeno de riesgos. El mercado parece darles un menor peso a escenarios donde los mercados se ven afectados y se ha movido rápidamente a incorporar un mejor ambiente para los activos de riesgo.

### Visión por clase de activo:

**Renta Variable/Renta Fija:** Atendiendo a que si bien los riesgos de política monetaria disminuyen, a su vez de que la posibilidad de un aterrizaje suave de la actividad gana mayor probabilidad, los riesgos de otros escenarios menos favorables para los activos no se pueden descartar; y más importante, el mercado habría incorporado rápidamente esta mejora en las perspectivas, llevando a valorizaciones que se ven extremas y más favorables para la renta fija, por lo que mantenemos por el momento el corto en la renta variable versus la renta fija.

**RV EE.UU./Resto del Mundo:** Dentro de la renta variable, la estrategia en 2023, de mantener una subponderación en China versus EE. UU. funcionó bien y permitió tener un retorno en línea con el *benchmark*. Hacia adelante, se abre la puerta a que parte de esta brecha de retornos se cierre a favor de China, principalmente porque una buena parte del retorno negativo para las bolsas ha venido por una prima por riesgo mayor en China ante la mayor incertidumbre política y regulatoria. De todos modos, creemos que el ambiente macroeconómico en China seguirá moderado, lejos de los extremos de debilidad vistos en la pandemia, pero corto también de un dinamismo más fuerte, ante un impulso débil por el lado del mercado inmobiliario, por lo que por el momento preferimos esperar a tener mayores certezas respecto al devenir de la actividad en China para cerrar esta posición.

**RF Internacional:** Mantenemos una posición neutral en la duración internacional. La caída de las tasas de largo plazo de los últimos meses significa niveles de estrés que se redujeron considerablemente, y al considerar algún ajuste al alza para los niveles de equilibrio se ve poco espacio a la baja. Los modelos fundamentales apuntan a que las tasas actuales estarían muy alineadas con los valores justos, por lo que el incentivo de aumentar la duración a estos niveles no se ve muy atractivo.

**Tipo de Cambio:** La última parte del año terminó con una mayor volatilidad del peso chileno, incluso por sobre otras monedas comparables. Detrás de esto habría un mayor premio que cobra el mercado a los factores idiosincráticos, como la renovada discusión de las reformas. En efecto, según nuestros cálculos ese premio hoy se ubica entre 10% y 15%, lo que está por sobre el rango justo que estimamos (5% y 10%). Nuestras proyecciones consideran que el dólar a nivel global debería continuar con su tendencia a la depreciación con el correr de 2024, lo que sumado a un escenario en el cual la incertidumbre local se va disipando en parte, deberíamos ir convergiendo a una paridad más cerca de \$830 hacia fin de año.

**RF Local:** El BCCh retomó los ajustes más agresivos de la TPM, debido a la moderación de la inflación, la caída del tipo de cambio y el mensaje más expansivo de la Fed. En este contexto, el mercado anticipa una TPM que iría convergiendo a la neutral en 2024, ajustándose a nuestra visión. Por su parte, el segmento largo de la curva ha estado muy influenciado por la caída de las tasas externas, con un coeficiente de traspaso mayor al habitual. Nuestra visión para las tasas de mediano y largo plazo es que, con espacios más acotados en las tasas internacionales, estas retomen una tendencia al alza, ante una normalización de los premios por plazo. Respecto a la inflación, a un año plazo, la expectativa del mercado apunta a un 2,5%, por debajo de la meta, lo que abre una oportunidad para preferir UF.

**RV Local:** Aumentamos levemente el apetito por riesgo, particularmente subiendo nuestra exposición en retail, que consideramos cuenta con valorizaciones castigadas tras el desempeño de 2023, e incorporando a LATAM a cambio de Aguas-A. En contraparte, bajamos al sector bancario, que contaría con espacios de valorización más acotados.

**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)

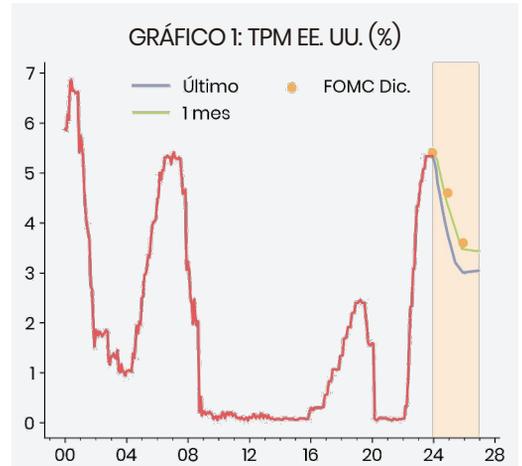
**En la última reunión de política monetaria de la FED se dio finalmente el punto de inflexión que se anticipaba y que allanaría el camino para un menor nivel de restricción durante el 2024.** La mayor convicción respecto a la moderación de la inflación, así como en la disipación de los desequilibrios del mercado del trabajo, habría permitido a la FED moverse hacia una postura de política que puede ir relajándose en los próximos trimestres. Con esto, se confirman las expectativas del mercado respecto a menores presiones en las tasas (gráfico 1) y un ambiente de mercado que mejora. Asimismo, la economía que se desacelera pero que evitaría una recesión (el llamado aterrizaje suave o *softlanding*) también han alimentado este mayor positivismo.

**Así, la configuración de escenarios posibles para 2024 se ajusta y gana fuerza el escenario donde la economía podría transitar a un punto óptimo,** con condiciones que no presentan excesos por el lado de la inflación y crecimiento, sino más bien niveles justos o equilibrados y que permiten un nivel de tasas de interés más bajos. **Con esto, se empieza a despejar dudas importantes que podrían haber seguido complicando las perspectivas para los mercados.**

**Con todo, si bien al intentar entregar una perspectiva más aterrizada uno puede pensar en el escenario anterior como el que se lleva la mayor probabilidad, el panorama no está ajeno de riesgos.** Así, a modo de hacer una ilustración más simplificada de los riesgos presentamos dos escenarios alternativos que en conjunto también se llevarían una probabilidad relevante.

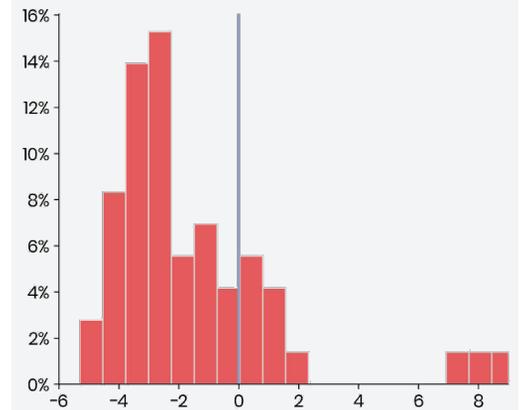
**El segundo escenario es uno donde la actividad económica se modera más lento y las señales de resiliencia continúan dándose, lo que lleva a la inflación a estacionarse en niveles por sobre la meta y en consecuencia la FED vuelve a poner el foco y sesgos al alza para la política monetaria.** En este contexto, los mercados reaccionarían negativamente, similar a lo ocurrido durante el tercer trimestre del 2023 hasta mediados de octubre, con tasas al alza, un retorno de las bolsas más contenido, y un dólar global que se aprecia.

**El tercer escenario intenta reunir los riesgos que vienen por el lado de China, particularmente una crisis en el sector inmobiliario.** Si bien este riesgo ha estado harto tiempo sobre la mesa no se puede descartar y las últimas señales siguen dando cuenta de una situación bastante débil. Pensamos en este escenario con repercusiones que no se mantienen solamente encapsuladas en China, si no que podría significar un apetito por riesgo a nivel global que cae y en donde la divergencia entre EE. UU. y China significa presiones al alza para el dólar global. En este escenario los mercados se moverían con tasas a la baja y bolsas golpeadas.



Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

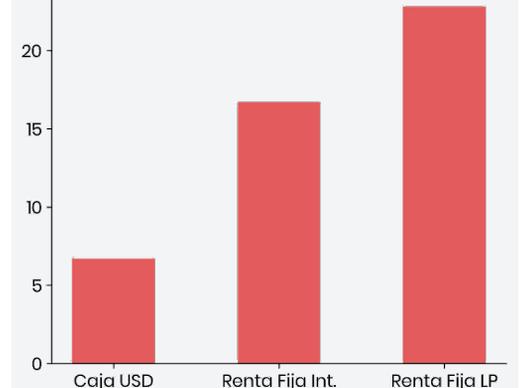
GRÁFICO 2: DISTRIBUCIÓN\* RETORNO 5 AÑOS FORWARD S&P 500 (%)



\*Distribución de retornos 5 años forward en momentos donde el múltiple CAPE es igual o superior al actual.

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: RETORNO\* RENTA FIJA A 18 MESES DE LA ÚLTIMA ALZA EN LA FED FUNDS (%)



\*Retorno promedio de los últimos 9 episodios de alza en la Fed Funds.

Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

El mercado parece darles un menor peso a estos dos últimos escenarios y se ha movido rápidamente a incorporar un mejor ambiente para los activos de riesgo; las bolsas a nivel global subieron 5% en diciembre y los spreads soberanos en dólares se contrajeron ~25 pb. Con esto, las valorizaciones han llegado nuevamente a extremos, vaticinando retornos de mediano plazo acotados (gráfico 2). **Por su parte, en la renta fija las tasas han caído importantemente y el mercado incorpora recortes de tasas mucho más agresivos que lo previsto anteriormente y que la FED misma. No obstante, para esta clase de activo cuesta más pensar en un retorno negativo.** En el pasado, cuando la FED ha recortado tasas, independiente de si el escenario va acompañado de un retroceso mayor de la actividad, las tasas a lo largo de toda la curva han caído, resultando en retornos positivos, sobre todo en las duraciones más largas (gráfico 3).

Así, en términos relativos, atendiendo a que si bien el ambiente de política monetaria mejora, a su vez de que la posibilidad de un aterrizaje suave de la actividad gana mayor probabilidad, los riesgos de otros escenarios no se pueden descartar; y más importante, el mercado habría incorporado rápidamente esta mejora en las perspectivas, llevando a valorizaciones que se ven extremas y más favorables para la renta fija, por lo que **mantenemos por el momento el corto en la renta variable versus la renta fija.**

**Dentro de la renta variable, la estrategia en 2023, de mantener una sub-ponderación en China versus EE. UU. funcionó bien y permitió tener un retorno en línea con el benchmark.** Hacia adelante, se abre la puerta a que parte de esta brecha de retornos se cierre a favor de China (gráfico 4), principalmente porque una buena parte del retorno negativo para las bolsas ha venido por una prima por riesgo mayor en China ante la mayor incertidumbre política y regulatoria. De todos modos, creemos que el ambiente macroeconómico en China seguiría moderado, lejos de los extremos de debilidad vistos en la pandemia, pero corto también de un dinamismo más fuerte, ante un impulso débil por el lado del mercado inmobiliario, **por lo que por el momento preferimos esperar a tener mayores certezas respecto al devenir de la actividad en China para cerrar esta posición.**

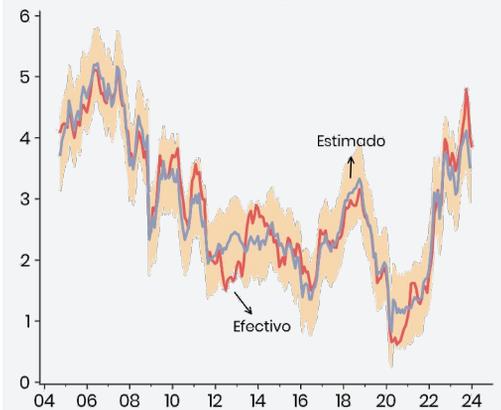
**Mantenemos una posición neutral en la duración internacional.** La caída de las tasas de largo plazo de los últimos meses significa niveles de estrés que se redujeron considerablemente, y al considerar algún ajuste al alza para los niveles de equilibrio se ve poco espacio a la baja. Los modelos fundamentales apuntan a que las tasas actuales estarían muy alineadas con los valores justos (gráfico 5), por lo que el incentivo de aumentar la duración a estos niveles no se ve muy atractivo. **Como una forma de protegernos frente a la realización de escenarios más negativos para la actividad mantenemos la sub-ponderación en la renta fija corporativa de emisores más riesgosos.**

GRÁFICO 4: MSCI EE. UU. Y CHINA (ÍNDICE, Ene.23 = 100)



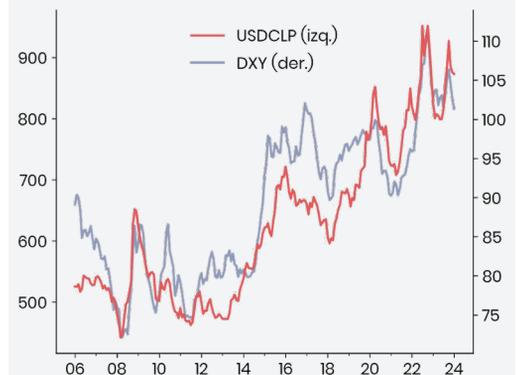
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: MODELO US TREASURY 10 AÑOS (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: USDCLP Y DÓLAR GLOBAL



Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

El Banco Central de Chile retomó los ajustes más agresivos de la TPM, con un recorte de 75pb en la reunión de diciembre, debido a la moderación de la inflación, la caída del tipo de cambio (aunque con una elevada volatilidad) y el mensaje más expansivo de la Fed.

En este contexto, los precios de mercado anticipan una TPM que iría convergiendo a la neutral durante 2024, en línea con nuestra visión. De hecho, y contrariamente a los últimos meses, **ya no tenemos grandes diferencias con la trayectoria implícita del mercado y la nuestra, lo que nos llevó a eliminar el sesgo a favor de las tasas cortas.**

Por su parte, el segmento largo de la curva ha estado muy influenciado por la caída de las tasas externas, con un coeficiente de traspaso mucho mayor al habitual. No obstante, prevemos que queda muy poco espacio para caídas adicionales de las tasas en EE.UU., lo que dejaría de presionar a las tasas locales. Es más, **nuestra visión para las tasas de mediano y largo plazo es que retomen una tendencia al alza, ante una normalización de los premios por plazo, que a su vez respondería a un panorama fiscal que seguiría muy presionado.**

Respecto a la inflación, tanto nosotros como el mercado prevemos que en diciembre esta sería negativa, tanto por factores estacionales como por volátiles. No obstante, a un año plazo, la expectativa del mercado apunta a una inflación de 2,5%, por debajo de la meta de 3%, lo que a nuestro juicio abre una nueva oportunidad para preferir UF.

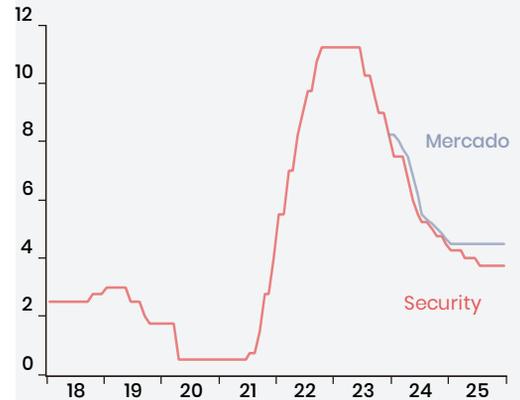
En este contexto, **es que ratificamos la recomendación de subponderar la parte larga de la curva en pesos, y sobreponderar la parte corta de la curva en UF.**

En **renta fija corporativa**, después de un inicio de mes con presiones alcistas, los spreads presentaron un leve ajuste durante diciembre, apoyados además por 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 los primeros reportes de 2024 vayan incorporando 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**, privilegiando papeles de mejor calidad crediticia dado que internalizarían más rápido cambios favorables en las perspectivas.

En **renta variable local**, aumentamos levemente el apetito por riesgo, particularmente subiendo nuestra exposición en retail, que consideramos cuenta con valorizaciones castigadas tras el desempeño de 2023, e incorporando a LATAM a cambio de Aguas-A. En contraparte, bajamos al sector bancario, que contaría con espacios de valorización más acotados ([Carteras Accionarias Security Enero 2024](#)).

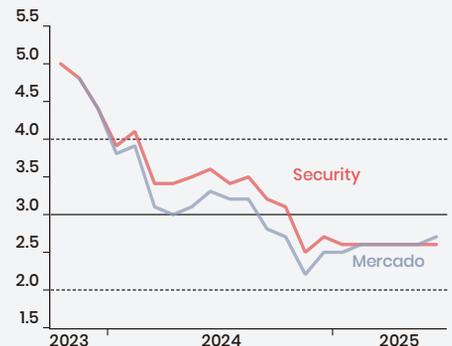
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 7: TRAYECTORIA ESPERADA PARA LA TPM CHILE (%)



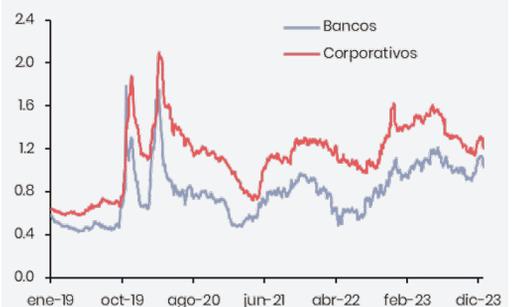
Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

GRÁFICO 8: EXPECTATIVA IPC CHILE (var % interanual)



Fuente: ICAP y Estudios Security.

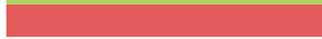
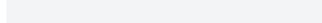
GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS LOCALES (P.P.)



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

## Visión Activos Estudios Security Enero 2024

	Benchmark	Cartera Enero	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	2.5
Caja	5%	5	0
0 a 1 año CLP	2.5%	0	0
0 a 1 año UF	2.5%	5	0
Gobierno Nominal	7.5%	-2.5	0
1 a 3 años	5%	0	2.5
Más de 3 años	2.5%	-2.5	-2.5
Gobierno UF	7.5%	0	2.5
1 a 3 años	5%	0	2.5
Más de 3 años	2.5%	0	0
Corporativos	45%	0	0
<b>Renta Fija Extranjera</b>	<b>35%</b>	-2.5	-2.5
Desarrollados	22.5%	-2.5	-2.5
Money Market	2.5%	0	0
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 (%)

AI 29-12-2023	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Renta variable (% en dólares)</b>						
<b>Mundo</b>	20.1	5.0	10.7	8	20	-4
<b>Desarrollados</b>	21.8	5.2	11.1	8	21	-2
EE.UU.	25.0	5.0	11.5	9	25	-1
Eurozona	19.8	4.3	12.4	5	18	-3
Reino Unido	9.0	4.7	6.2	5	8	0
Japón	17.1	4.5	8.3	5	19	-4
Asia ex Japón*	2.1	9.3	10.7	4	2	-8
<b>Emergentes</b>	7.0	4.1	7.4	4	7	-16
Asia	5.6	3.6	6.4	3	6	-18
China	-13.3	-1.8	-4.5	-7	-13	-32
Latinoamérica	25.1	8.2	15.7	9	24	27
Brasil	23.4	6.5	15.8	11	23	29
México	36.2	10.8	16.9	9	32	31
Chile	15.8	6.2	8.1	0	16	42
EMEA**	4.6	4.6	8.0	5	4	-27

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

<b>Desarrollados (DXY)</b>	2.1	1.4	4.6	2	2	-6
Euro	3.4	0.7	4.2	1	3	-3
Reino Unido	5.6	0.4	4.2	1	5	-6
Japón	-6.9	4.3	5.5	3	-6	-23
<b>Emergentes</b>	4.6	1.1	4.1	4	5	0
Argentina	-356.4	-124.6	-131.0	-216	-357	-687
Brasil	8.3	0.6	3.5	0	8	15
Chile	-1.7	-0.7	1.7	-9	-2	-3
Colombia	20.1	2.9	5.0	8	20	4
México	13.0	1.7	2.5	1	13	18
Perú	2.7	0.7	2.1	-2	3	7
China	-2.9	0.2	2.3	2	-2	-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 29-12-2023	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Swaps moneda local</b>							
<b>EE.UU.</b>							
2 años	4.2	-15	-40	-80	-63	-12	350
10 años	3.9	3	-41	-71	1	3	232
<b>Chile</b>							
2 años	5.1	-250	-59	-130	-141	-249	-39
10 años	4.9	-43	-13	-78	-18	-44	-53
<b>Brasil</b>							
2 años	9.6	-307	-48	-102	-89	-308	-147
10 años	10.4	-221	-46	-137	-53	-221	-31
<b>México</b>							
2 años	9.7	-16	-20	-91	-2	-14	237
10 años	8.5	-28	-30	-103	35	-24	95
<b>Alemania 10 años</b>	2.0	-54	-40	-81	-38	-45	221
<b>Francia 10 años</b>	2.6	-54	-43	-83	-38	-44	237
<b>Italia 10 años</b>	3.7	-113	-46	-111	-38	-100	248
<b>España 10 años</b>	3.0	-66	-43	-93	-47	-54	243
<b>Reino Unido 10 años</b>	3.5	-12	-55	-78	-75	-14	253
<b>Japón 10 años</b>	0.6	19	-6	-15	22	15	55
<b>Spreads soberanos USD</b>							
<b>Emergentes (EMBIG)</b>	376	-49	-23	-36	-35	-51	39
<b>Latam</b>	442	-51	-23	-41	-31	-51	34
Brasil	261	-53	-2	-2	-21	-55	-56
Chile	201	-6	-4	2	7	-7	33
Colombia	337	-93	-29	-58	-88	-93	-30
México	403	-42	-17	-32	-26	-43	43
Perú	222	-29	-3	-8	-5	-29	44
<b>Spreads corporativos USD (puntos base)</b>							
<b>Emergentes (CEMBI)</b>	357	-21	-3	-12	-11	-25	22
<b>Asia</b>	361	-11	11	-27	-7	-17	23
<b>Europa</b>	507	-198	-78	-62	-106	-203	64
<b>Latam</b>	384	-38	-12	-1	-23	-39	28
Investment Grade	242	-17	-24	-10	-16	-19	41
High Yield	518	-66	-11	0	-40	-66	31
Brasil	402	-79	6	10	-28	-78	-18
Chile	336	-5	-28	17	-19	-10	83
Colombia	492	-15	-39	-32	-70	-18	119
México	336	10	-16	-2	0	9	72
Perú	341	-2	-35	-19	5	-4	71
<b>HG EE.UU.</b>	104	-34	-7	-20	-27	-34	7
<b>HY EE.UU.</b>	332	-147	-48	-71	-82	-149	29

Fuente: Bloomberg y Estudios Security