

The background of the top section is a blue-tinted financial chart. It features several overlapping line graphs in shades of purple, pink, and yellow. Numerical values are scattered across the chart, including 5.6631, 9.334, 4.25647, and 7.2235. The chart is set against a grid of horizontal and vertical lines.

PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios
Diciembre 2024

Trump: ¿un nuevo equilibrio para los mercados?

Resumen

Los mercados se movieron al ritmo de las elecciones en EE. UU., con la victoria de Trump impulsando tasas más altas y un dólar fortalecido por expectativas de mayores presiones inflacionarias y fiscales. Para 2025, anticipamos una moderación en estas presiones a medida que la economía avanza hacia un aterrizaje suave, sin sobrecalentamiento ni desaceleración marcada, y apostamos también por ajustes políticos que evitan los escenarios más extremos y la ausencia de una guerra comercial agresiva. Sin embargo, la elevada incertidumbre podría extender la volatilidad en la primera mitad del año, mientras el mercado sigue a la espera de una mayor confianza en la moderación de los riesgos extremos. En este contexto, la FED mantendría un enfoque gradualista.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: Consideramos prudente mantener un perfil de riesgo bajo, subponderando la renta variable en favor de la renta fija. Aunque el mercado ha anticipado en gran medida las implicaciones para diversos activos de los riesgos del cambio de administración en EE. UU., la evolución actual conlleva una elevada incertidumbre. No sería sorprendente que la materialización de los escenarios más favorable se demore, y se vea reflejada a mediano o largo plazo.

RV EE.UU./Resto del Mundo: Fuera de Estados Unidos, persisten riesgos elevados en un entorno global que tendría menor apertura comercial. La Eurozona enfrenta desafíos como aranceles, tensiones comerciales con China y restricciones fiscales por el gasto en defensa, lo que podría agravar su subperformance si la incertidumbre persiste. En Asia Emergente, el riesgo de guerra comercial más extrema y un impacto de las medidas de estímulo que no convence mantienen la región en desventaja frente a EE. UU., reflejando una confianza inversora aún frágil.

RF Internacional: Las tasas ofrecen colchones razonables frente a la incertidumbre actual. El mercado sigue descontando una tasa terminal de la FED por encima de los fundamentales, con un spread de 50-100 pb en la parte larga de la curva y una tasa de política monetaria de largo plazo 50 pb por encima de los niveles recientes. Para 2025, se proyecta una disminución en estos colchones, como reflejo de un alivio de las primas por plazo y las expectativas de tasa terminal. Sin embargo, la persistente incertidumbre hace que aún no sea oportuno apostar por este escenario.

Tipo de Cambio: La perspectiva de apreciación para el peso chileno hacia 2025 se basa en una moderación de las tensiones globales, versus lo incorporado en los últimos meses, tras la toma de poder de Trump, con una economía de EE. UU. que sigue encaminada hacia el aterrizaje suave, lo que favorecería una corrección a la baja del dólar a nivel global, aunque en niveles mínimos más altos de lo previsto anteriormente. También anticipamos una reducción parcial de la prima por riesgo en el peso, vinculada a menores preocupaciones sobre reformas políticas negativas. Sin embargo, estas mejoras no serían rápidas y podríamos tener una prolongación en la primera parte del año de las tensiones externas y la incertidumbre, lo que mantendría al USDCLP en torno a los niveles actuales. Esto nos lleva a ajustar hacia una postura neutral.

RF Local: La economía chilena lleva varios meses creciendo en torno al nivel de tendencia de 2%. La nota de cautela viene dada por el panorama externo, que de mantenerse por un tiempo prolongado podría acotar el desempeño del próximo año. Además, el aumento del tipo de cambio podría generar presiones inflacionarias en el corto plazo, lo que llevaría al Banco Central a esperar antes de continuar con los recortes de la TPM. Si bien las expectativas de inflación de corto plazo han subido ante este aumento del tipo de cambio, nuestras proyecciones se ubican algo por sobre las de mercado, lo que nos llevó a tomar un sesgo a favor de las UF frente a los papeles nominales.

RV Local: En el sector bancario disminuimos la exposición a BCI, producto de niveles de coberturas más ajustados, dando un mayor espacio a Banco de Chile. Por otro lado, ajustamos la exposición a LTM, ante una valorización más ajustada, aumentando en 2 p.p la exposición a CMPC, debido a una mejora en las perspectivas en el mercado de la celulosa.

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 noviembre, **los mercados reaccionaron marcadamente a los desarrollos en torno a las elecciones en Estados Unidos. La victoria de Trump impulsó un alza en las tasas de interés y fortaleció al dólar a nivel global**, reflejo de las expectativas de mayores presiones inflacionarias y fiscales derivadas de las reformas políticas anunciadas. En este contexto, el desempeño relativo de la economía estadounidense frente al resto del mundo se perfila continúe más favorable (ver gráfico 1), reforzando aún más la fortaleza del dólar en los mercados internacionales.

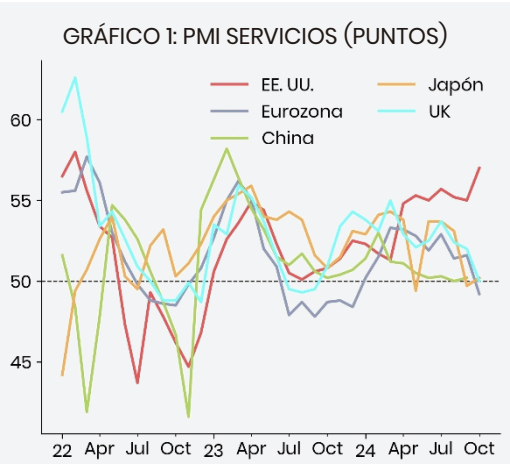
Para 2025, anticipamos que parte de la presión sobre las tasas de interés y el dólar a nivel global comenzará a moderarse, en línea con una economía que avanza hacia un aterrizaje suave. Este escenario evita tanto una desaceleración pronunciada como un sobrecalentamiento excesivo. En este contexto, **las presiones inflacionarias se mantendrían contenidas, favorecidas por una implementación moderada de los ajustes propuestos por Trump, que esquivaría escenarios de tensiones comerciales extremas.**

A pesar de nuestras proyecciones optimistas, **la incertidumbre que rodea este escenario es considerable. Es probable que los mercados requieran un período prolongado para recuperar la confianza y percibir una disminución en los riesgos asociados a reformas más extremas.** En consecuencia, anticipamos que la primera mitad del año se caracterice por niveles elevados de volatilidad e incertidumbre, mientras se clarifica la dirección de las políticas relacionadas con la guerra comercial.

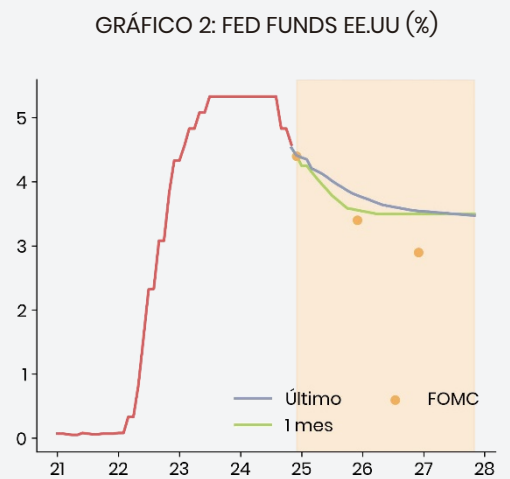
En este contexto, **es probable que la Reserva Federal de Estados Unidos adopte una postura más cautelosa y gradualista en su política monetaria**, en contraste con las expectativas de septiembre, cuando se iniciaron los recortes de tasas. Las señales recientes de la Fed reconocen una mayor resiliencia en el dinamismo del mercado laboral respecto a las evaluaciones de septiembre. Por lo tanto, se anticipan proyecciones de recortes más moderados, alineándose con las expectativas del mercado (ver gráfico 2).

En este contexto, consideramos prudente mantener un perfil de riesgo bajo, sub ponderando la renta variable en favor de la renta fija. Aunque el mercado ha anticipado en gran medida las implicaciones para diversos activos, la evolución actual conlleva una elevada incertidumbre. No sería sorprendente que la materialización de los escenarios más favorables proyectados se pueda demorar e incluso, se lleve a cabo a mediano o largo plazo.

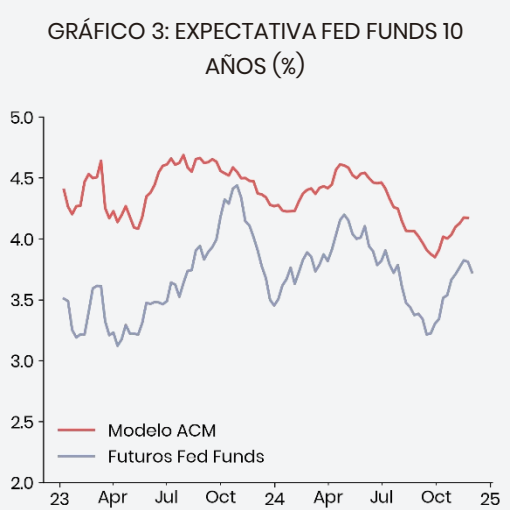
Para las regiones fuera de Estados Unidos, queda claro que el margen para contratiempos sigue siendo elevado, reflejo de un entorno global con menor apertura comercial, caracterizado por medidas proteccionistas y amenazas provenientes de EE. UU. **En este escenario, la Eurozona se perfila como una de las regiones más vulnerables, enfrentando un conjunto complejo de riesgos.** Entre ellos destacan la amenaza directa de aranceles estadounidenses, conflictos comerciales en curso con China y posibles efectos colaterales derivados de la imposición de tarifas a ese país. Además, la necesidad de incrementar el gasto en defensa, en un contexto de tensiones geopolíticas persistentes, limita significativamente el espacio fiscal para medidas de estímulo.



Fuente Bloomberg y Estudios Security.



Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.



ACM: Adrian, Crump, and Moench (2013).

Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

Aunque el mercado ya ha ajustado a la baja las expectativas de retorno y las bolsas europeas han mostrado un desempeño inferior al de EE. UU., consideramos probable que esta sub performance se profundice si la incertidumbre persiste. La prolongación de estos riesgos podría seguir erosionando la confianza en los activos de la región, consolidando una visión negativa sobre la Eurozona en el corto y mediano plazo.

Asimismo, mantenemos la visión de que los factores necesarios para revertir la sub performance de Asia Emergente frente a Estados Unidos aún no están presentes. Los riesgos de un desarrollo de la guerra comercial más conflictivo permanecen activos (ver gráfico 4), mientras que, aunque los factores domésticos han mostrado cierta estabilización recientemente, las medidas de estímulo implementadas hasta ahora no han logrado generar una confianza convincente entre los inversionistas.

En este contexto, es probable que el diferencial de retorno favorable a Chile en comparación con otros países de América Latina se mantenga por un período más prolongado. Aunque Brasil podría experimentar una recuperación tras meses de desempeño negativo que han afectado tanto su mercado bursátil como su moneda cuesta pensar en un factor particular gatillante. Asimismo, las valoraciones en México apuntan a retornos futuros que parecen menos atractivas (ver gráfico 5). Además, la posibilidad de una relación permanente más conflictiva con Estados Unidos podría seguir afectando sus perspectivas económicas.

En cuanto a la renta fija, las tasas internacionales continúan ofreciendo colchones que parecen razonables frente a la incertidumbre actual. El mercado ya descuenta una tasa terminal de la FED que se sitúa por encima de lo que sugieren los fundamentales de la economía, mientras que la parte larga de la curva presenta un spread cercano a 50-100 pb. respecto a las expectativas de tasas de equilibrio a largo plazo. Además, la tasa de política monetaria vigente en el largo plazo que estima el mercado se mantiene unos 50 pb por encima de los niveles observados hace un par de meses (ver gráfico 3).

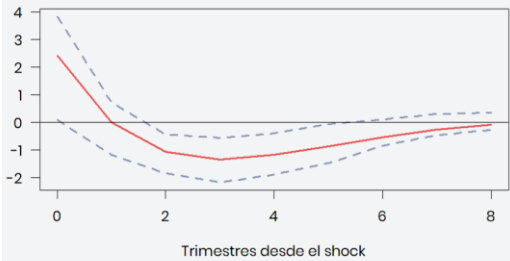
En un escenario más benigno proyectado para 2025, se anticipa una disminución en estos colchones, lo que podría brindar algo de alivio mediante una reducción tanto en la expectativa de la tasa terminal como en las primas por plazo. Sin embargo, dado el panorama actual de incertidumbre prolongada, consideramos que aún no se han reunido las condiciones necesarias para apostar por este escenario con convicción.

La perspectiva para el peso chileno hacia 2025 se sustenta en una gradual descompresión de las tensiones acumuladas en el dólar a nivel global (ver gráfico 6), impulsada por una moderación de los riesgos asociados al entorno posterior a la toma de poder de Trump. Este escenario, acompañado por una caída en las tasas internacionales, favorecería una corrección a la baja del dólar global, aunque los niveles mínimos proyectados se mantendrían más altos de lo inicialmente esperado. En paralelo, anticipamos una reducción de cerca de la mitad de la prima de riesgo residual en el peso chileno, alineado con una disminución en las preocupaciones sobre reformas políticas negativas.

Sin embargo, dado que no prevemos una disminución rápida de las tensiones externas, y son varios los elementos que se tienen que conjugar, apostamos por una postura neutral respecto al peso chileno. Esperamos mayor claridad sobre la evolución de estas discusiones antes de ajustar nuestra posición, reconociendo que el panorama aún presenta una considerable incertidumbre.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

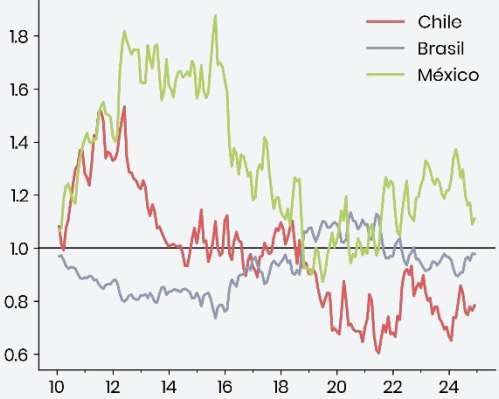
GRÁFICO 4: IMPACTO EN PIB (A/A, %) EN CHINA A SHOCK TARIFAS IMP. EE.UU. (PP)



Shock es de 20pp sobre el promedio de las tarifas sobre productos chinos.

Fuente: Bloomberg, Banco Mundial y Estudios Security.

GRÁFICO 5: MULTIPLO PRECIO V. LIBRO VS AM. LATINA (RATIO)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: DÓLAR A NIVEL GLOBAL (ÍNDICE DXY)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Con el reciente Imacec de octubre de 2,3% interanual, **se ratificó que la economía chilena lleva varios meses creciendo en torno al nivel de tendencia de 2%, fenómeno que prevemos se mantendrá en los próximos trimestres.**

La nota de cautela viene dada por el panorama externo, el que se ha vuelto menos favorable en lo más reciente –alzas de tasas externas y fortalecimiento del dólar–, que de mantenerse por un tiempo prolongado podría acotar el desempeño del próximo año.

Además, **el aumento del tipo de cambio podría generar presiones inflacionarias en el corto plazo, lo que llevaría al Banco Central a esperar antes de continuar con los recortes de la TPM.** Más aun con la expectativa respecto a que la Reserva Federal también podría ir más lento, al menos de lo que se consideraba en septiembre cuando inició el proceso de normalización monetaria con el recorte de 50pb en la tasa de interés.

Si bien las expectativas de inflación de corto plazo han subido ante este aumento del tipo de cambio, **nuestras proyecciones se ubican algo por sobre las de mercado (gráfico 7), lo que nos llevó a tomar un sesgo a favor de las UF frente a los papeles nominales.**

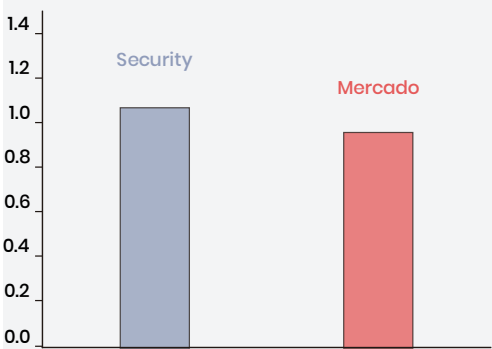
En definitiva, **seguimos considerando que el Banco Central llevaría la TPM a 4,5%, en la parte alta del rango considerado neutral, lo que ocurriría en la primera mitad de 2025,** lo que no difiere mucho con los precios de mercado que pasaron de validar el 4% señalado por el ente rector tras el IPoM de septiembre a un 4,75% a la fecha.

Por último, **respecto a las tasas largas seguimos previendo una presión al alza en el mediano plazo,** debido a los elevados niveles de deuda pública, que solo pueden seguir subiendo, y en el mejor de los casos estabilizarse en torno a 40% del PIB (ver gráfico 8).

En **renta fija corporativa,** los spreads presentaron un leve rebote en el último mes, aunque igualmente mostraron una relativa resiliencia a la volatilidad externa, manteniendo incluso una baja relevante durante el año (ver gráfico 9). Los resultados del 3T24 implicaron un Ebitda trimestral estable a/a, pese al avance en sector forestal y retail y un mejor escenario hídrico versus lo esperado, al verse contrarrestados por la baja en el precio del litio. No obstante, **igualmente ratificaron tendencias de mejora en ratios de endeudamiento y liquidez.** A esto se suma una menor presión en vencimientos de deuda, tras renegociaciones a mayor plazo. No obstante, **la consolidación de un peso chileno más depreciado condicionaría la tendencia de indicadores financieros,** estabilizándolos en niveles actuales. Nuestra visión es mantener un posicionamiento neutral en este activo, priorizando calidad crediticia.

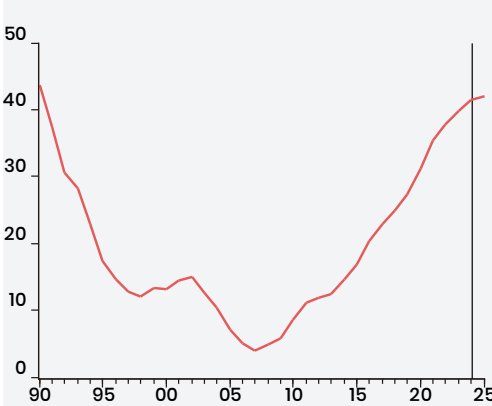
En **renta variable local,** en el sector bancario disminuimos la exposición a BCI, producto de niveles de coberturas más ajustados, dando un mayor espacio a Banco de Chile. Por otro lado, ajustamos la exposición a LTM, ante una valorización más ajustada, aumentando en 2 p.p la exposición a CMPC, debido a una mejora en las perspectivas en el mercado de la celulosa, en un entorno de valorizaciones atractivas en el sector forestal ([Carteras Accionarias Security Diciembre 2024](#)).

GRÁFICO 7: EXPECTATIVA IPC CHILE
(var % acumulada próximos 3 meses)



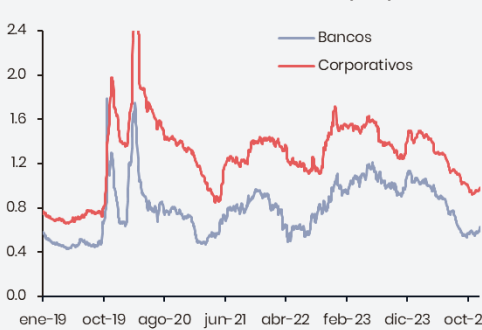
Fuente: ICAP y Estudios Security.

GRÁFICO 8: DEUDA FISCAL (% PIB)



Fuente: Dipres y Estudios Security.

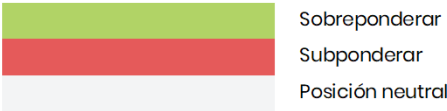
GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS LOCALES (P.P.)



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Diciembre 2024

	Benchmark	Cartera Diciembre	Cartera anterior
Renta Variable	40%	-5	-5
Renta Fija	60%	5	5
Renta Variable Extranjera	80%	-25	-25
Desarrollados	48%	2.5	2.5
EE.UU.	28%	5.0	2.5
Europa	12%	-25	0
Japón	8%	0	0
Emergentes	32%	-5.0	-5.0
Asia Emergente	21%	-25	-2.5
Latinoamérica	6%	-25	-2.5
EEMEA	5%	0	0
Renta Variable Nacional	20%	2.5	2.5
Renta Fija Nacional	65%	0	2.5
Caja	5%	0	2.5
0 a 1 año CLP	2.5%	-25	2.5
0 a 1 año UF	2.5%	2.5	0
Gobierno Nominal	7.5%	0	0
1 a 3 años	5%	2.5	2.5
Más de 3 años	2.5%	-25	-2.5
Gobierno UF	7.5%	0	0
1 a 3 años	5%	0	0
Más de 3 años	2.5%	0	0
Corporativos	45%	0	0
Renta Fija Extranjera	35%	0	-2.5
Desarrollados	22.5%	0	-2.5
Money Market	2.5%	0	0
Investment Grade	10%	0	0
High Yield	10%	0	-2.5
Emergente	12.5%	0	0
Corporativos USD	10%	0	0
Soberanos moneda local	2.5%	0	0



Desempeño Activos: Renta variable y monedas (%)

Al 29-nov.-24						
Renta variable (% en dólares)	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Mundo	18.6	1.7	4.2	10	25	40
Desarrollados	20.2	2.5	4.9	11	26	43
EE.UU.	26.8	3.8	8.5	15	33	54
Eurozona	0.7	-4.4	-7.1	-5	5	21
Reino Unido	6.4	-1.4	-4.8	1	11	16
Japón	7.1	2.1	-3.9	2	12	25
Asia ex Japón*	6.6	1.0	2.7	9	16	10
Emergentes	5.4	-5.1	-1.5	1	10	13
Asia	9.8	-5.2	-0.3	2	14	17
China	13.3	-6.7	12.5	4	11	6
Latinoamérica	-24.9	-7.6	-10.7	-15	-19	-8
Brasil	-27.5	-9.3	-13.6	-13	-23	-12
México	-27.1	-4.9	-6.8	-23	-19	-6
Chile	-4.7	-2.9	-4.0	-8	1	17
EMEA**	0.9	-3.1	-3.2	3	5	4

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)	-4.3	-1.4	-4.3	-1	-3	1
Euro	-4.6	-2.2	-4.8	-2	-4	2
Reino Unido	-0.3	-2.3	-3.5	0	0	6
Japón	-6.5	2.2	-3.3	5	-2	-9
Emergentes	0.5	-0.7	-0.8	1	2	7
Argentina	-25.2	-2.4	-6.5	-13	-181	-506
Brasil	-23.9	-4.5	-7.0	-16	-23	-14
Chile	-11.3	-1.5	-6.3	-7	-12	-8
Colombia	-14.5	-0.9	-7.7	-14	-11	8
México	-19.9	-1.3	-2.7	-20	-18	-6
Perú	-1.5	0.3	-0.3	0	-1	2
China	-1.8	-1.5	-2.2	0	-2	-1

* 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-nov.-24	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	4.2	-8	5	28	-81	-47	-30
10 años	4.2	33	-8	33	-43	-8	45
Chile							
2 años	4.8	-35	0	6	-36	-93	-273
10 años	5.1	18	-15	17	-28	4	-25
Brasil							
2 años	13.2	359	41	157	214	311	-8
10 años	12.6	217	2	99	54	171	-25
México							
2 años	9.3	-41	-44	-37	-100	-61	-69
10 años	9.2	73	-30	5	-17	43	47
Alemania 10 años	2.1	7	-24	-19	-59	-33	19
Francia 10 años	2.9	35	-17	-10	-25	-8	53
Italia 10 años	3.3	-42	-27	-45	-71	-87	-68
España 10 años	2.8	-19	-23	-30	-67	-62	-9
Reino Unido 10 años	4.2	71	-6	30	-9	16	116
Japón 10 años	1.0	43	7	15	-4	38	80
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)							
Latam	517	75	-10	-50	84	52	36
Brasil	280	19	14	1	27	18	2
Chile	194	-6	3	-5	20	-10	2
Colombia	395	58	4	9	33	30	-42
México	378	-25	7	-21	24	-42	-44
Perú	224	2	-1	-9	7	-1	5
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)							
Asia	269	-93	-6	-40	-28	-82	-132
Europa	467	-40	-6	-29	4	-118	-265
Latam	334	-50	11	-5	15	-62	-98
Investment Grade	222	-21	3	-5	26	-45	-42
High Yield	443	-75	18	-2	15	-85	-157
Brasil	342	-60	12	-10	3	-53	-137
Chile	253	-83	9	0	15	-111	-114
Colombia	457	-35	18	10	20	-74	-66
México	317	-19	14	11	42	-35	-17
Perú	243	-98	10	-17	-9	-133	-99
HG EE.UU.	81	-23	-3	-15	-7	-30	-61
HY EE.UU.	268	-66	-17	-47	-47	-112	-195

Fuente: Bloomberg y Estudios Security

Este informe es proporcionado únicamente con fines de orientación e información general, por lo que, en ningún caso él debe emplearse o considerarse como asesoría de inversión y/o financiera, recomendación, y/o oferta a firme de compra ni venta de valores. Asimismo, este informe no es un documento de oferta, por lo que no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas a ningún acto. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables, la que, por tanto, a nuestro mejor saber y entender, se ajusta a los hechos y no contiene omisiones que puedan afectar su comprensión. Sin embargo, podría contener, eventualmente, errores, los que, no son atribuibles a, ni aceptados como propios por los autores de este informe, Grupo Security y sus filiales. Si bien hemos tomado precauciones razonables para que la información tenida en cuenta al tiempo de la elaboración de este informe se mantuviera actualizada, no podemos asegurar que ella no haya variado durante su elaboración y emisión. Asimismo, la información contenida aquí puede estar sujeta a cambios sin previo aviso. Los precios, estimaciones o valores indicados están sujetas a riesgos, incertidumbres y otros factores que pueden provocar que los eventos reales difieran materialmente de cualquier desarrollo anticipado, y, por tanto, pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Los inversionistas deben comprender que (i) las proyecciones futuras pueden no concretarse y (ii) el rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. Todas las inversiones mencionadas en este informe tienen riesgo de pérdida. Este informe no garantiza que las proyecciones contenidas en él estén libres de error. Ni los autores de este informe, ni Grupo Security y sus filiales hacen representación o garantía, expresa o implícita, sobre la precisión, completitud o integridad de este informe, por lo que ellos no asumen responsabilidad frente a ninguna persona por el empleo, uso o comprensión de este informe ni por la información contenida en él. Este informe no tiene en cuenta objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ninguna persona específica, por lo que las inversiones especificadas en él pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos, horizontes de inversión, y sus niveles de riesgo específicos. En el caso de la renta variable local, sus valorizaciones se efectúan a través de un modelo de descuento de flujos de caja proyectados, cuya tasa de descuento se basa en un modelo de costo de capital ponderado. Los autores de este informe se encuentran sujetos a estrictas reglas de inversión con el objeto de evitar potenciales conflictos de interés, por lo que no hay conflicto que informar. Para más información sobre estas reglas, por favor dirigirse al siguiente link: [reglamento](#). Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.