



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Febrero 2024

## Mercado digiere bien una FED aún dubitativa

### Resumen

Enero terminó el mes con la Reserva Federal de EE. UU. sosteniendo la tasa de política monetaria sin modificaciones y manteniendo una posición cautelosa respecto al momento de iniciar los recortes, guiando en contra la posibilidad de recortes inminentes, idea que se mantenía incorporada por el mercado hasta hace algunas semanas. Los recortes se darán este año, pero por el momento la resiliencia de la actividad económica y el mercado del trabajo no presupone una premura en comenzar con ellos. Con esto, las expectativas de consenso siguen girando en torno a un equilibrio macroeconómico que parece una anomalía histórica pero que por el momento los datos han ido validando: La inflación se moderaría consistentemente hasta los niveles objetivos, mientras que la actividad no entra en recesión, lo que permite recortes que se dan de manera preventiva para acomodar la postura hacia un nivel de restricción menor.

### Visión por clase de activo:

**Renta Variable/Renta Fija:** El entorno macro y de mercado mantiene expectativas optimistas respecto a la evolución futura de las condiciones de liquidez. Por otra parte, los datos han ido validado este escenario, pero si bien la inflación sigue moderándose, el mercado del trabajo se queda al debe de mostrar una moderación mayor, al mismo tiempo que en lo último los costos de transporte a nivel global retoman las alzas dado la intensificación de los conflictos geopolíticos, lo que podría mantener a los bancos centrales en la orilla de la cautela. Todo esto, hace que cueste pensar que los elementos mutaron significativamente como para tomar más riesgo en los portafolios.

**RV EE.UU./Resto del Mundo:** A pesar de que la divergencia de retornos entre China y EE. UU. se ha seguido acrecentando, la brecha de perspectivas de actividad no se acorta significativamente en el primer mes del año y si algo, se confirma que los ruidos seguirán presentes en la economía emergente por un rato más. Por otro lado, las compañías más grandes en EE. UU. continuaron liderando los retornos y haciendo destacar a esta bolsa versus el resto del mundo. Estos elementos hacen mantener la preferencia por EE. UU. versus China y mercados emergentes en general, donde el poco optimismo en China se transmite vía precios de materias primas y términos de intercambio.

**RF Internacional:** La visión de las tasas a nivel internacional presentó pocos cambios en el mes. Las tasas prácticamente no variaron, y las de largo plazo en EE. UU. parecen coherentes con la estructura de tasas de corto plazo y primas por plazo más normalizadas, así mismo, las tasas de convergencia parecen cuadrar con este escenario más optimista en la actividad económica.

**Tipo de Cambio:** Todo parece indicar que la sensibilidad de la moneda local a los diferenciales de tasas de interés estaría teniendo un protagonismo mayor en los movimientos de la paridad. Si uno piensa que a lo largo del año estos parámetros se normalizarían una vez que la Reserva Federal comience con los recortes, apuntar a \$830 para final de año sigue haciendo sentido, aunque en el corto plazo podría seguir pesando más las sensibilidades alteradas y las presiones para el peso chileno podrían continuar.

**RF Local:** El BCCh parece estar decidido a dar un marcado ritmo a los recortes de tasas, después del último ajuste de 100 pb en enero, cambio que respondería a la sorpresa a la baja en la inflación total y subyacente hacia finales del 2023. De no mediar grandes desvíos en el escenario, en particular algún accidente con el tipo de cambio, la convergencia al 4% de TPM se adelantaría en casi un semestre. Con todo, mantenemos puntos de cautela en el ritmo que se imprimirá, en particular ligados a precios de materias primas que se mantienen resilientes y tipo de cambio. Esto implicaría que las tasas de corto y mediano plazo se mantendrían en los niveles actuales. Para tasas largas, los principales factores continuarán estando asociados a tasas largas externas, normalización de primas por plazo y presiones sobre perspectivas de deuda pública local. Respecto a la inflación, después de la sorpresa importante a la baja en diciembre la expectativa del mercado ha continuado moviéndose a la baja. No obstante, a un año plazo, la expectativa del mercado apunta a una inflación de 2,5%, por debajo de la meta de 3%. Si a esto se le suma el perfil más agresivo de recortes en las tasas aumenta el atractivo de preferir UF.

**RV Local:** Mantenemos la leve apuesta por el ciclo para este año, con cambios acotados en el mes, que responden principalmente a oportunidades resultantes de cambios en las valorizaciones y mitigación de riesgos particulares en el corto plazo.

**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)

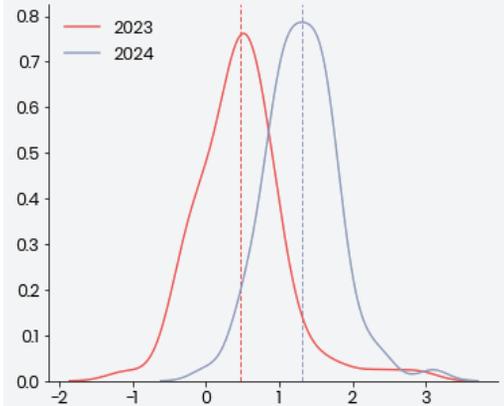
**Enero terminó el mes con la Reserva Federal de EE. UU. sosteniendo la tasa de política monetaria sin modificaciones y manteniendo una posición cautelosa respecto al momento de iniciar los recortes,** guiando en contra la posibilidad de recortes inminentes, idea que se mantenía incorporada por el mercado hasta hace algunas semanas. Los recortes se darán este año, pero por el momento la resiliencia de la actividad económica y el mercado del trabajo no presupone una premura en comenzar con ellos.

Con esto, las expectativas de consenso siguen girando en torno a un equilibrio macroeconómico que parece una anomalía histórica pero que por el momento los datos han ido validando: **La inflación se moderaría consistentemente hasta los niveles objetivos, mientras que la actividad no entra en recesión, lo que permite recortes que se dan de manera preventiva para acomodar la postura hacia un nivel de restricción menor.** Las proyecciones de consenso de economistas siguen en pie con esta expectativa, contrastando fuertemente con el escenario proyectado a principios del 2023 (gráficos 1 y 2). Con esto cabe al menos preguntarse qué tanto espacio tienen los mercados para incorporar noticias más favorables, como se hizo constantemente a lo largo del año pasado y que permitió el retorno favorable de bolsas otros activos de riesgo.

En el detalle, las expectativas del mercado apuntan a que la Reserva Federal recortaría alrededor de 125-150 puntos base en el año, una trayectoria de la política monetaria que si bien es más agresiva que lo adelantado por la FED en diciembre no se ve extremo versus los ciclos anteriores de recortes, no obstante, **pensar en escenarios más agresivos requiere mirar los ajustes que se han dado en ciclos que terminaron con consecuencias más negativas para la actividad económica** (gráfico 3).

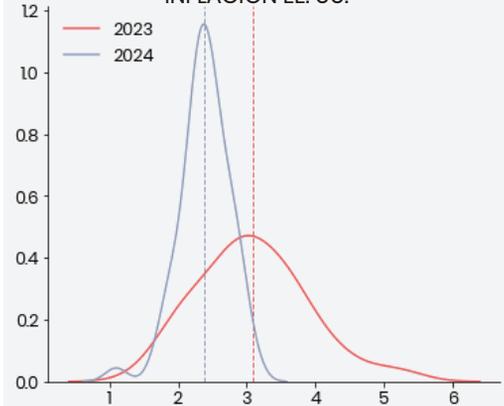
**El mes estuvo marcado también por el ruido que continuó en China, donde nuevamente queda en evidencia que la crisis inmobiliaria continúa teniendo efectos colaterales adicionales y que caídas mayores no se pueden descartar.** Si bien se conocieron medidas de estímulo adicionales por parte de la autoridad estas siguen careciendo de la fuerza necesaria para contrarrestar a los vientos de frente que recibe la economía. Lamentablemente, no se permite pensar en un repunte significativo de las expectativas en el corto plazo. En esta economía, medidas de estímulo graduales chocan con una economía menos sensible a los canales típicos de política monetaria y fiscal (gráfico 4).

GRÁFICO 1: DISTRIBUCIÓN PROYECCIONES CRECIMIENTO PIB EE. UU.



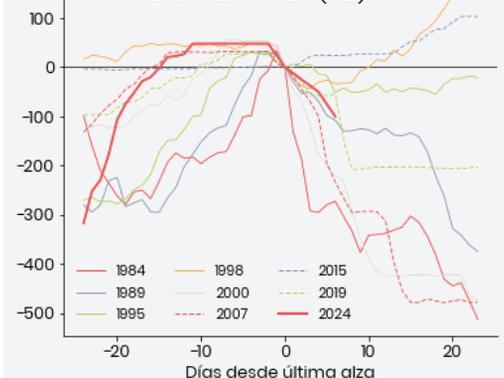
\* Proyecciones en enero de cada año, para el año en curso.  
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: DISTRIBUCIÓN PROYECCIONES INFLACIÓN EE. UU.



\* Proyecciones en enero de cada año, para el año en curso.  
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: EPISODIOS CICLOS DE RECORTES EN LA FED FUNDS (P.B.)



\*2024 Corresponde a escenario central de Estudios Security.  
Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

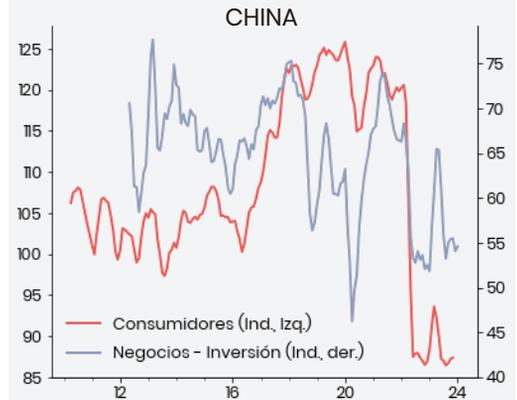
En la práctica, **este entorno macro y de mercado mantiene expectativas con un optimismo alto respecto a la evolución de las condiciones de liquidez.** Por otra parte, si bien la inflación sigue moderándose, el mercado del trabajo se queda al debe de mostrar una moderación mayor, al mismo tiempo que los costos de transporte a nivel global retoman las alzas dado la intensificación de los conflictos geopolíticos, lo que podría mantener a los bancos centrales en la orilla de la cautela. Todo esto, hace que cueste pensar que los elementos mutaron significativamente como para tomar más riesgo en los portafolios. Así, el portafolio mantiene por un mes más la sobreponderación de la renta fija versus la renta variable.

A pesar de que la divergencia de retornos entre China y EE. UU. se ha seguido acrecentando, la brecha de perspectivas de actividad no se acorta significativamente en el primer mes del año y si algo, se confirma que los ruidos seguirían presentes en la economía emergente por un rato más. Por otro lado, las compañías más grandes en EE. UU. continuaron liderando los retornos y haciendo destacar a esta bolsa versus el resto del mundo. **Estos elementos hacen mantener la preferencia por EE. UU. versus China y mercados emergentes en general, donde el poco optimismo en China se transmite vía precios de materias primas y términos de intercambio.**

La visión de las tasas a nivel internacional presentó pocos cambios en el mes. Las tasas prácticamente no variaron, y las de largo plazo en EE. UU. parecen coherentes con la estructura de tasas de corto plazo y primas por plazo más normalizadas, así mismo, las tasas de convergencia parecen cuadrar con este escenario más optimista en la actividad económica. **Con esto se mantiene la duración neutral del portafolio, toda vez que las tasas de corto plazo siguen siendo atractivas.**

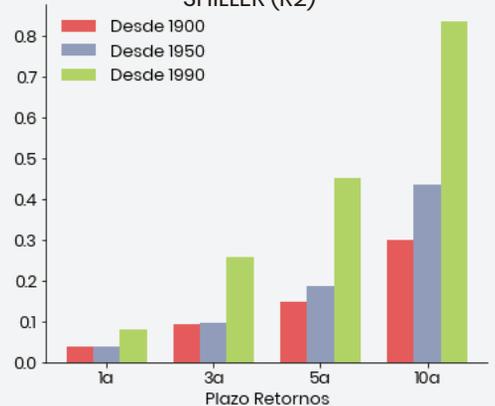
La principal sorpresa negativa en el primer mes del año vino de la mano de un tipo de cambio local que se depreció marcadamente, a pesar de que se vio un dólar global estable. Todo parece indicar que la sensibilidad de la moneda local a los diferenciales de tasas de interés estaría teniendo un protagonismo mayor en los movimientos de la paridad. Si uno piensa que a lo largo del año estos parámetros se normalizarían una vez que la Reserva Federal comience con los recortes de tasas, apuntar a un nivel de 830 para final de año sigue haciendo sentido, aunque en el corto plazo podría seguir pesando más las sensibilidades alteradas y las presiones para el peso chileno podrían continuar. **Con todo, con una depreciación de casi 6% en el mes y desequilibrios reales que se ven de más de un 8%, preferimos mantener la apuesta abierta en los portafolios a favor de la moneda local.**

GRÁFICO 4: INDICADORES DE CONFIANZA



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

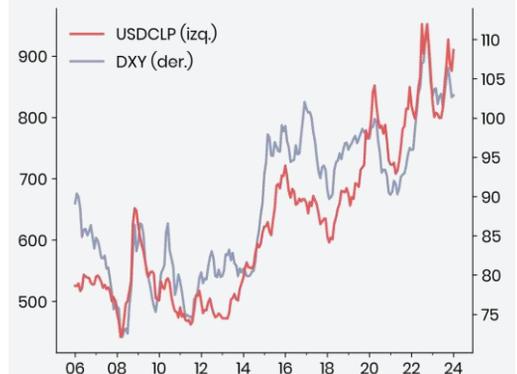
GRÁFICO 5: RETORNOS S&P 500 Y CAPE SHILLER (R2)



Estimación de retornos a distintos plazos usando como variable independiente la métrica de valoración CAPE de Shiller

Fuente: Estudios Security.

GRÁFICO 6: USDCLP Y DÓLAR GLOBAL



Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

**El Banco Central de Chile parece estar decidido a dar un marcado ritmo a los recortes de tasas, después del último ajuste de 100 pb en enero**, cambio que respondería principalmente a la sorpresa a la baja en la inflación total y subyacente hacia finales del 2023.

**De no mediar grandes desvíos en el escenario macro global y local, en particular algún accidente con el tipo de cambio, la convergencia al 4% de TPM se adelantaría en casi un semestre.** Cabe mencionar que nuestro escenario converge al 4,5% hacia el cierre del año. Con todo, mantenemos algunos puntos de cautela en el ritmo que imprimirá el Banco Central, en particular ligados a precios de materias primas que se mantienen resilientes y un tipo de cambio. Esto implicaría que las tasas de corto y mediano plazo se mantendrían en los niveles actuales, por lo que mantenemos el posicionamiento neutral en este segmento.

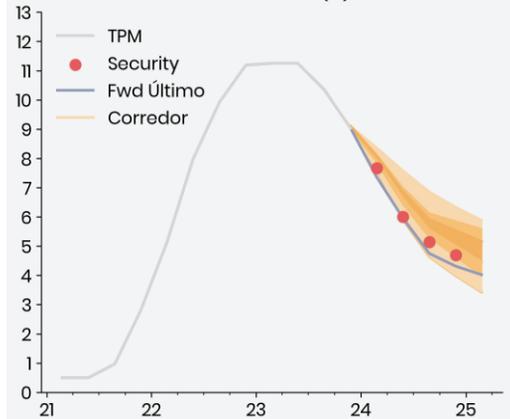
Para tasas largas, los principales factores continuarán estando asociados a tasas largas externas, normalización de primas por plazo y presiones sobre perspectivas de deuda pública local. **Esto nos sigue haciendo visualizar aumentos para las tasas de largo plazo.**

Respecto a la inflación, después de la sorpresa importante a la baja en diciembre la expectativa del mercado ha continuado moviéndose a la baja. No obstante, para 2026, la expectativa del mercado apunta a una inflación de 2,3%, por debajo de la meta de 3%. Si a esto se le suma el perfil más agresivo de recortes en las tasas aumenta el atractivo de 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.**

Para la **renta fija corporativa**, enero significó un retorno levemente positivo, pero con una percepción incipiente de mayor riesgo en papeles de menor clasificación. Los resultados del tercer trimestre **confirmaron un deterioro adicional en las métricas financieras, manteniéndose en algunos casos en peaks 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 confirmen algún alivio, al ir incorporando parte de la baja en las tasas de interés (reduciendo gastos financieros), menor inflación y un Ebitda más estabilizado. **En ello se fundamenta nuestra posición neutral en este activo, privilegiando igualmente papeles de mejor calidad crediticia** dado que internalizarían más rápido cambios favorables en las perspectivas.

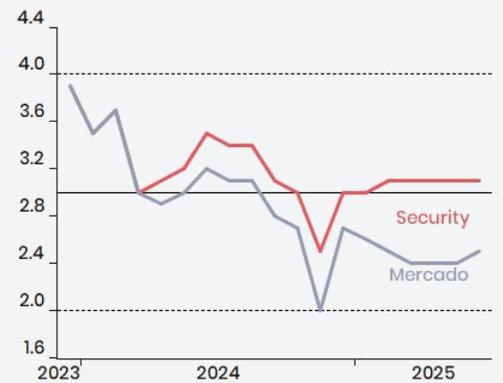
**En renta variable local**, mantenemos la leve apuesta por el ciclo para este año, con cambios acotados en el mes, que responden principalmente a oportunidades resultantes de cambios en las valorizaciones y mitigación de riesgo particulares en el corto plazo. (Carteras Accionarias Security Febrero 2024).

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



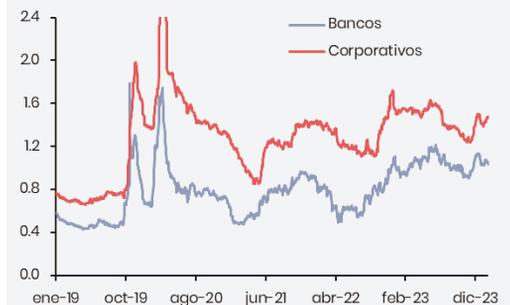
Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

GRÁFICO 8: EXPECTATIVA IPC CHILE (var % interanual)



Fuente: ICAP y Estudios Security.

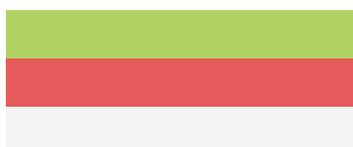
GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS LOCALES (P.P.)



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

## Visión Activos Estudios Security Febrero 2024

	Benchmark	Cartera Febrero	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	5
0 a 1 año CLP	2.5%	0	0
0 a 1 año UF	2.5%	5	5
Gobierno Nominal	7.5%	-2.5	-3
1 a 3 años	5%	0	0
Más de 3 años	2.5%	-2.5	-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
<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 (%)

Al 31-01-2024	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Renta variable (% en dólares)</b>						
<b>Mundo</b>	0.5	0.5	14.8	3	13	2
<b>Desarrollados</b>	1.1	1.1	15.8	5	15	5
EE.UU.	1.5	1.5	15.9	6	19	7
Eurozona	0.1	0.1	16.5	1	8	1
Reino Unido	-1.6	-1.6	9.0	-2	1	-2
Japón	4.4	4.4	18.3	7	16	6
Asia ex Japón*	-3.5	-3.5	11.9	-4	-9	-6
<b>Emergentes</b>	-4.7	-4.8	6.6	-7	-5	-19
Asia	-5.3	-5.3	5.0	-8	-8	-20
China	-10.6	-10.6	-10.8	-25	-31	-39
Latinoamérica	-4.8	-4.8	15.8	-1	9	11
Brasil	-5.9	-5.9	13.2	-1	9	5
México	-1.9	-1.9	22.9	2	14	34
Chile	-9.5	-9.5	6.8	-15	-3	13
EMEA**	-1.0	-1.6	10.2	-3	1	-30

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

<b>Desarrollados (DXY)</b>	-1.9	-1.9	3.2	-1	-1	-7
Euro	-1.7	-1.7	2.7	-2	0	-3
Reino Unido	-0.1	-0.1	4.7	-1	3	-5
Japón	-3.7	-3.7	3.5	-3	-12	-27
<b>Emergentes</b>	-1.0	-1.0	3.1	1	1	-1
Argentina	-2.2	-2.2	-136.1	-200	-342	-687
Brasil	-1.7	-1.7	2.0	-4	3	7
Chile	-6.8	-6.8	-3.7	-11	-16	-16
Colombia	-1.0	-1.0	5.0	0	16	1
México	-1.1	-1.1	4.7	-2	9	17
Perú	-2.8	-2.8	0.8	-5	1	1
China	-0.7	-0.7	2.2	0	-6	-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)

AI 31-01-2024	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	-2	-2	-84	-65	2	306
10 años	4.0	10	10	-91	1	44	218
<b>Chile</b>							
2 años	4.6	-59	-59	-226	-119	-277	-158
10 años	4.8	-9	-9	-122	-24	-47	-73
<b>Brasil</b>							
2 años	9.6	6	6	-142	-58	-314	-207
10 años	10.6	21	21	-125	-29	-245	-78
<b>México</b>							
2 años	9.7	2	2	-93	1	-9	224
10 años	8.6	18	18	-104	33	22	106
<b>Alemania 10 años</b>	2.2	13	13	-65	-32	-13	214
<b>Francia 10 años</b>	2.6	9	9	-77	-36	-10	222
<b>Italia 10 años</b>	3.7	2	2	-106	-37	-57	237
<b>España 10 años</b>	3.1	15	15	-74	-36	-23	232
<b>Reino Unido 10 años</b>	3.8	26	26	-61	-42	46	249
<b>Japón 10 años</b>	0.7	12	12	-22	12	24	55
<b>Spreads soberanos USD</b>							
<b>Emergentes (EMBIG)</b>							
Latam	446	4	4	-48	0	-20	26
Brasil	281	20	20	19	29	-26	-48
Chile	207	6	6	-8	27	1	22
Colombia	370	33	33	-18	-2	-59	-21
México	399	-3	-3	-41	-8	-10	28
Perú	227	5	5	-10	7	-30	30
<b>Spreads corporativos USD (puntos base)</b>							
<b>Emergentes (CEMBI)</b>							
Asia	344	-18	-18	-26	-29	13	34
Europa	499	-8	-8	-88	-89	-115	17
Latam	379	-5	-5	-25	-2	-35	8
Investment Grade	240	-2	-2	-30	0	-14	26
High Yield	509	-9	-9	-29	-14	-64	-4
Brasil	395	-7	-7	-7	-10	-89	-35
Chile	328	-7	-7	-29	4	-11	67
Colombia	504	12	12	-49	1	-4	91
México	327	-9	-9	-28	5	16	40
Perú	330	-11	-11	-52	13	-14	64
<b>HG EE.UU.</b>	100	-4	-4	-32	-19	-25	-10
<b>HY EE.UU.</b>	342	8	3	-100	-37	-88	-21

Fuente: Bloomberg y Estudios Security