



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Marzo 2024

Una apuesta por activos locales

Resumen

En febrero, los datos económicos confirmaron que el mercado habría comenzado el año con una expectativa muy optimista respecto al relajamiento de la política monetaria en EE. UU. La actividad mostró seguir más que resiliente y se sumaron sorpresas de inflación al alza que alimentaron las dudas de cómo se seguirá dando el proceso de moderación hacia los niveles objetivos. Así, sigue abierta la duda respecto al crecimiento de EE. UU. Las expectativas siguen apuntando a una moderación, aunque estas continúan mejorando progresivamente, a diferencia del resto del mundo, que muestran un estancamiento desde hace varios meses. No obstante, con esto se mantiene abierta la puerta a escenarios donde la inflación se demora en normalizarse completamente, aunque la dinámica más moderada de la inflación PCE es una noticia bien recibida. Mientras todo esto pasa, los mercados han continuado impulsados, donde ha importado más el optimismo en torno a los cambios en el crecimiento, productividad y ganancia de las compañías gracias a las nuevas tecnologías.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: Se intensifican varios dilemas que se vienen configurando desde hace un tiempo, y que generan divergencias en las expectativas, pero también en los precios de distintos activos y cuya resolución podría determinar en gran medida como sigue la evolución de los mercados hacia adelante. Si bien no se puede descartar un frenesí que continúa, las valorizaciones más altas debiesen exigir a mediano plazo la realización de las apuestas sobre el crecimiento, las ganancias y la velocidad a la que se materializarían. Asimismo, las bolsas no se pueden quedar ajenas a la macro de manera sostenida, y en ese aspecto el balance de riesgos tiene varios riesgos bajistas, por lo que mantenemos una visión menos favorable para los activos más riesgosos.

RV EE.UU./Resto del Mundo: El escepticismo respecto al efecto de las últimas medidas de la autoridad en China es alto. Mal que mal, la economía china continúa con niveles de pesimismo altos, tanto por el lado de consumidores como inversionistas, y la rampante deflación es sinónimo de un nivel de restricción mayor en las tasas de interés. Con ello, cuesta pensar en un cambio sustancial en las perspectivas del futuro del ciclo económico, y la recuperación de las bolsas correspondería a una estabilización más que al inicio de un ciclo alcista sostenido.

RF Internacional: El atractivo de la duración ha aumentado, aunque sin llevar los niveles hacia extremos que propicien un cambio en la postura neutral que mantiene el portafolio. La trayectoria implícita para la Fed Funds está muy alineada con el escenario base que utilizamos, y las tasas de largo plazo tienen tasas de convergencia implícita que se ven dentro de los rangos que parecen lógicos al considerar las evoluciones más probables de los premios por plazo.

Tipo de Cambio: Lo más relevante para la dinámica de corto plazo es que las últimas señales por fin se han movido algo en favor del peso. Las cifras de inflación PCE en EE. UU. pierden algo de tensión, las cifras de actividad local revirtieron los débiles registros de diciembre, y finalmente los diferenciales de tasas de corto plazo se estabilizaron y, en parte, ampliaron en favor del peso.

RF Local: Tras el recorte más agresivo de la TPM por parte del BCCh en la reunión de enero y el mensaje más expansivo, los precios de mercado internalizaron una convergencia de la TPM hacia el 4,5% a mediados de año. Lo anterior respondería a que la inflación se ha moderado más rápido y los indicadores de inflación subyacente se ubican en niveles consistentes con la meta de 3%. No esperamos grandes ganancias de capital en la parte corta de la curva nominal, lo que nos lleva a mantener el sesgo neutral en ese segmento. Un tipo de cambio que se ha depreciado en lo más reciente y señales de una incipiente recuperación de la actividad económica, podría llevar decisiones más cautas con los recortes de la TPM. Respecto a la parte larga de la curva nominal, el reciente incremento en las tasas largas externas no se ha traspasado a las tasas locales. Considerando nuestra expectativa de una normalización de primas por plazo junto con presiones adicionales de gasto fiscal y deuda pública, seguimos previendo una presión al alza para las tasas largas. Así, ratificamos la recomendación de subponderar la parte larga de la curva en pesos, y sobreponderar la parte corta de la curva en UF.

RV Local: Este mes aumentamos levemente el apetito por riesgo de las carteras accionarias. Ajustamos a la baja nuestra exposición al sector bancario, mientras que el sector forestal eleva su participación.

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 febrero, los datos económicos confirmaron que el mercado habría comenzado el año con una expectativa muy optimista respecto al relajamiento de la política monetaria en EE. UU. **La actividad mostró seguir más que resiliente y se sumaron sorpresas de inflación al alza que alimentaron las dudas de cómo se seguirá dando el proceso de moderación hacia los niveles objetivos.** Con esto, se intensifican varios dilemas que se vienen configurando desde hace un tiempo, que generan divergencias en las expectativas, pero también en los precios de distintos activos y cuya resolución podría determinar en gran medida como sigue la evolución de los mercados hacia adelante.

Por un lado, **sigue abierta la duda respecto al crecimiento de EE. UU. Las expectativas siguen apuntando a una moderación, aunque estas continúan mejorando progresivamente,** a diferencia del resto del mundo, con un estancamiento desde hace varios meses. Por el momento, el consenso parece ser que la economía desafiará el impacto típico que se podría haber anticipado con la magnitud del ajuste en la política monetaria de los últimos años (gráfico 1).

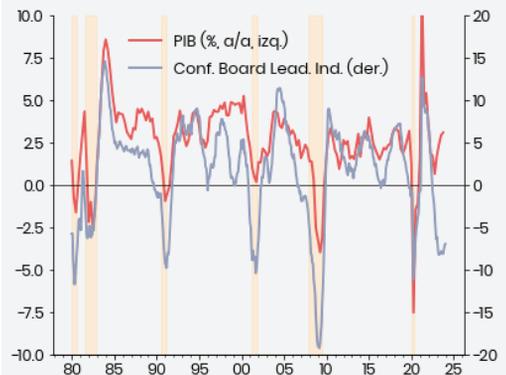
No obstante, **con esto se mantiene abierta la puerta a escenarios donde la inflación se demora en normalizarse completamente.** La sorpresa al alza de enero no ayuda a disipar estas dudas. En los hechos, **el dilema es que buena parte del impulso de menores inflaciones que se vio en el último año y medio estaría perdiendo fuerza** (gráfico 2), de la mano de factores de oferta que ya están más normalizados, y precios de bienes que volverían a moverse en línea con la historia. Así, se requeriría mayor empuje por parte de los servicios para una adecuada normalización de las presiones inflacionarias. En este respecto, no todo fueron noticias adversas en el último mes. **A pesar de la sorpresa al alza en la creación de empleo y salarios promedios que retomaron algo de fuerza, varias señales siguen apuntando a la baja en la dirección del crecimiento salarial, y la inflación PCE muestra menos desvíos versus la inflación CPI.**

Con todo, **las sorpresas de actividad e inflación llevaron a que el mercado reulara respecto a la evolución anticipada de la política monetaria para los próximos trimestres.** Después de proyectar recortes que comenzaban en marzo, ahora la trayectoria más plausible está muy alineada con lo adelantado por la FED en la reunión de diciembre (gráfico 3). La posibilidad de que la FED se arrepienta y guie hacia una postura de política que no necesariamente se relaja en la magnitud proyectada a fines del año pasado gana algo de ímpetu.

Mientras todo esto pasa, los mercados han continuado impulsados, generando una divergencia versus el ajuste en las perspectivas de la política monetaria y el aumento de las tasas (gráfico 4). Por el momento, **ha importado más el optimismo en torno a los cambios en el crecimiento, productividad y ganancia de las compañías gracias a las nuevas tecnologías.**

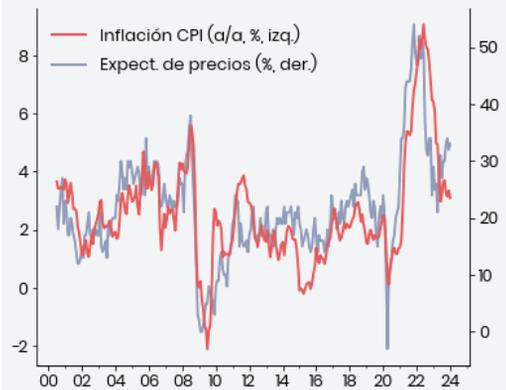
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 1: PIB E INDICADORES LÍDERES EE. UU.



Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

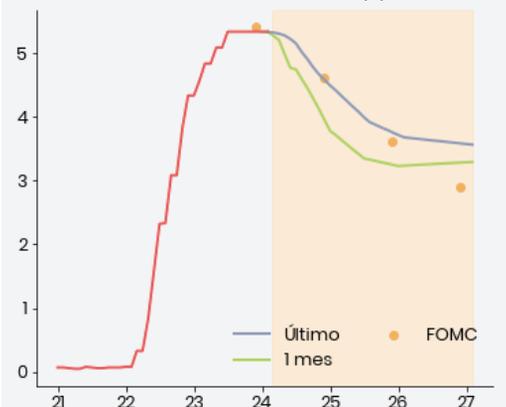
GRÁFICO 2: INFLACIÓN EE.UU. Y EXPECTATIVAS DE AUMENTOS DE PRECIOS



* Expectativas de acuerdo con encuesta NFIB.

Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: FED FUNDS (%)



Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

Si bien no se puede descartar un frenesí que continúa, las valorizaciones más altas debiesen exigir a mediano plazo la realización de las apuestas sobre el crecimiento, las ganancias y la velocidad a la que se materializarían. **Asimismo, las bolsas no se pueden quedar ajenas a la macro de manera sostenida, y en ese aspecto el balance de riesgos tiene varios riesgos bajistas, por lo que mantenemos una visión menos favorable para los activos más riesgosos.**

Por otro lado, en China se apreció una recuperación de las bolsas de la mano de una autoridad que parece haber evaluado como intolerable el nivel de caída en los índices accionarios, lo que habría llevado a intensificar las medidas para apuntalar el mercado. Asimismo, se tomaron medidas adicionales para intentar estimular el alicaído mercado inmobiliario. **No obstante, el escepticismo respecto al efecto de estas medidas se mantiene. Mal que mal, la economía continúa con niveles de pesimismo altos, tanto por el lado de consumidores como inversionistas, y la rampante deflación (gráfico 5) es sinónimo de un nivel de restricción mayor en las tasas de interés.** Con ello, cuesta pensar en un cambio sustancial en las perspectivas del futuro del ciclo económico, y la recuperación de las bolsas correspondería a una estabilización más que al inicio de un ciclo alcista sostenido. **Con esto, seguimos pensando que las perspectivas de mercados emergentes son menos auspiciosas y mantenemos una subponderación.**

Las tasas subieron alrededor de 15 pb. en el mes, aumentando el atractivo de la duración, aunque sin llevar los niveles hacia extremos que propicien un cambio en la postura neutral que mantiene el portafolio. La trayectoria implícita para la Fed Funds está muy alineada con el escenario base que utilizamos, y las tasas de largo plazo tienen tasas de convergencia implícita que se ven dentro de los rangos que parecen lógicos al considerar las evoluciones más probables de los premios por plazo. **Con esto, dentro de la renta fija internacional no hacemos cambios en los sesgos este mes.**

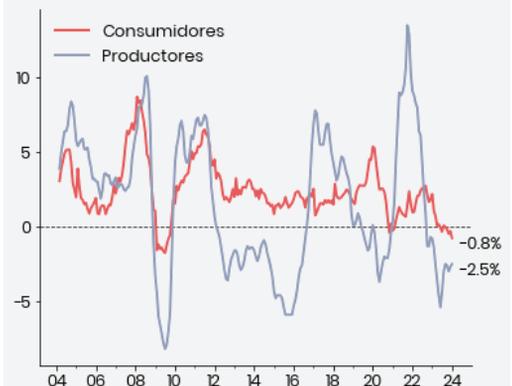
La variable que mayor presión ha recibido con la tensión entre los recortes de tasas esperados en EE. UU. versus Chile es el tipo de cambio. Desde el 4T23 que el peso ha estado depreciándose de manera más marcada que monedas comparables, y el tipo de cambio real, está cerca de 10% castigado respecto de su promedio histórico. Con todo, **lo más relevante para la dinámica de corto plazo es que las últimas señales por fin se han movido algo en favor del peso. Las cifras de inflación en EE. UU. pierden algo de tensión, las cifras de actividad local revirtieron los débiles registros de diciembre, y finalmente los diferenciales de tasas de corto plazo se estabilizaron y, en parte, ampliaron en favor del peso.** Si bien la volatilidad se mantiene muy elevada, estimamos que existe atractivo, por lo que aumentamos levemente la posición abierta a favor del peso.

GRÁFICO 4: TASAS Y MÚLTIPLOS BOLSAS
EE. UU.



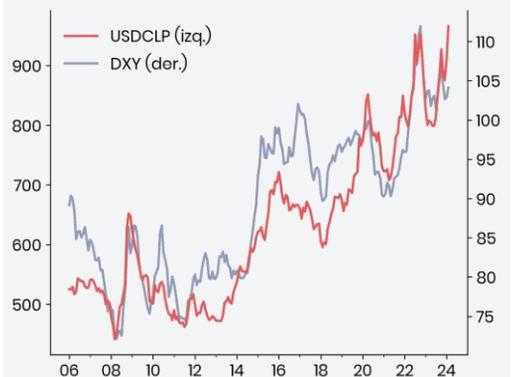
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: INFLACIÓN CHINA (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: USDCLP Y DÓLAR GLOBAL



Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

Tras el recorte más agresivo de la TPM por parte del Banco Central en la reunión de enero y el mensaje más expansivo, **los precios de mercado internalizaron una convergencia de la TPM hacia el 4,5% más cerca de mediados de año** que a fines de este, visión que compartimos.

Lo anterior respondería a que la **inflación se ha moderado más rápido más allá de la sorpresa de enero** y los indicadores de inflación subyacente se ubican en niveles consistentes con la meta de 3%. Adicionalmente, la expectativa de inflación implícita en los precios de mercado a uno y dos años plazo se ubican bajo 3%, lo que parece atractivo.

La probabilidad de que el Banco Central vaya más rápido que lo implícito en los precios de mercado nos parece muy baja, por lo que **no esperamos grandes ganancias de capital en la parte corta de la curva nominal, lo que nos lleva a mantener el sesgo neutral en ese segmento**. Por el contrario, un tipo de cambio que -con una elevada volatilidad- se ha depreciado en lo más reciente y señales de una incipiente recuperación de la actividad económica, podría llevar al Banco Central a ser más cauto con los recortes de la TPM.

Respecto a la parte larga de la curva nominal, el reciente incremento en las tasas largas externas no se ha traspasado a las tasas locales, a diferencia de lo observado en gran parte de 2023. Si a lo anterior le sumamos nuestra expectativa de una normalización de primas por plazo junto con presiones adicionales de gasto fiscal y deuda pública, es que seguimos previendo una presión al alza para las tasas largas.

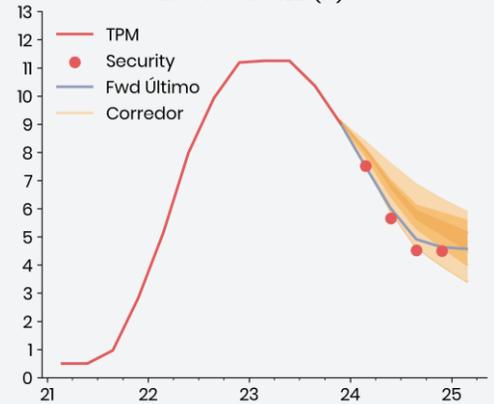
En definitiva, ratificamos la recomendación de subponderar la parte larga de la curva en pesos, y sobreponderar la parte corta de la curva en UF.

Para la **renta fija corporativa**, en este último mes se mantuvo una baja actividad y, con ello, un desempeño bastante estable a nivel de spreads. Los resultados del cuarto trimestre **confirmarían un nuevo deterioro en las métricas financieras, aunque en algunos casos marcaría un punto de inflexión**, particularmente en industrias más dependientes del ciclo económico. En este sentido, habrá especial interés en emisores afectados en términos de clasificación de riesgo o covenants. Los primeros reportes de 2024 debieran confirmar 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, pero privilegiando papeles de mejor calidad crediticia**, dado que internalizarían más rápido cambios favorables en las perspectivas.

En renta variable local, este mes aumentamos levemente el apetito por riesgo de las carteras accionarias. Ajustamos nuestra exposición al sector bancario, mientras que el sector forestal eleva su participación ([Carteras Accionarias Security Marzo 2024](#)).

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

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



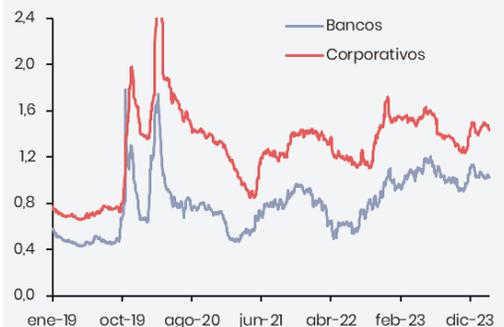
Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

GRÁFICO 8: EXPECTATIVA IPC CHILE (var % interanual)



Fuente: ICAP y Estudios Security.

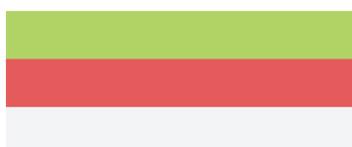
GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS LOCALES (P.P.)



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Marzo 2024

	Benchmark	Cartera Marzo	Cartera anterior
Renta Variable	40%	-5	-5
Renta Fija	60%	5	5
Renta Variable Extranjera	80%	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
Renta Variable Nacional	20%	0	0
Renta Fija Nacional	65%	5.0	2.5
Caja	5%	7.5	5
0 a 1 año CLP	2.5%	2.5	0
0 a 1 año UF	2.5%	5	5
Gobierno Nominal	7.5%	-2.5	-2.5
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
Renta Fija Extranjera	35%	-5.0	-2.5
Desarrollados	22.5%	-5.0	-2.5
Money Market	2.5%	-2.5	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 29-02-2024	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	4.6	40	32	0	-24	-15	322
10 años	4.3	39	16	-2	13	34	241
Chile							
2 años	5.0	-13	40	-72	-107	-312	-241
10 años	5.2	24	25	11	-20	-45	-64
Brasil							
2 años	9.8	23	15	-25	-27	-284	-207
10 años	10.8	37	10	-9	-25	-265	-87
México							
2 años	9.7	5	-6	-16	-33	-104	182
10 años	8.6	19	-11	-11	-9	-32	74
Alemania 10 años	2.4	39	17	-1	-11	-23	225
Francia 10 años	2.9	33	16	-10	-15	-22	225
Italia 10 años	3.9	18	15	-28	-27	-59	213
España 10 años	3.3	30	10	-13	-24	-38	214
Reino Unido 10 años	4.1	52	15	-3	-29	35	266
Japón 10 años	0.7	10	-1	4	6	20	52
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)							
Latam	419	-23	-26	-46	-40	-58	-32
Brasil	259	-2	-3	-4	-5	-34	-77
Chile	198	-3	-2	-6	4	-5	-17
Colombia	359	22	-1	-7	-32	-85	-46
México	387	-16	-13	-33	-31	-31	-12
Perú	212	-10	-11	-13	-10	-29	-14
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)							
Asia	322	-35	-23	-37	-60	-26	-75
Europa	456	-51	-31	-129	-141	-146	-1115
Latam	352	-33	-23	-45	-37	-65	-48
Investment Grade	224	-19	-7	-43	-27	-32	-29
High Yield	467	-51	-41	-62	-55	-110	-64
Brasil	362	-40	-29	-33	-46	-116	-94
Chile	303	-33	-15	-61	-17	-43	6
Colombia	460	-32	-46	-71	-50	-72	8
México	305	-31	-21	-47	-29	-5	-11
Perú	293	-48	-43	-83	-42	-54	-9
HG EE.UU.	98	-6	0	-13	-24	-32	-32
HY EE.UU.	331	-3	-10	-49	-56	-91	-46

* 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 29-02-2024	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	4.7	3.1	10.0	11	21	9
Desarrollados	5.3	3.1	10.7	12	23	12
EE.UU.	6.7	3.4	12.1	14	29	16
Eurozona	2.9	3.3	7.4	8	12	10
Reino Unido	-2.2	-0.2	2.4	3	1	-3
Japón	7.4	4.8	12.2	15	24	10
Asia ex Japón*	-3.4	0.5	5.6	4	-3	-8
Emergentes	-0.3	3.1	3.9	3	6	-13
Asia	0.2	3.9	3.8	3	5	-13
China	-3.1	4.1	-4.9	-11	-16	-31
Latinoamérica	-5.3	-0.8	2.5	4	15	5
Brasil	-6.2	-0.7	-0.1	5	20	0
México	-4.8	-2.2	5.5	2	11	24
Chile	-5.7	2.8	0.2	-5	3	18
EMEA**	0.5	0.9	5.1	4	8	-20
Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)	-2.8	-0.5	-1.4	-1	1	-8
Euro	-2.1	0.2	-1.4	0	2	-4
Reino Unido	-0.8	-0.2	-0.4	0	4	-6
Japón	-6.1	-1.3	-1.5	-2	-10	-30
Emergentes	-0.7	0.3	0.4	3	4	0
Argentina	-4.2	-2.1	-134.0	-141	-327	-684
Brasil	-2.3	-0.3	-1.7	-2	5	4
Chile	-10.3	-3.4	-11.1	-12	-16	-21
Colombia	-1.4	0.1	1.6	4	19	0
México	-0.5	1.0	1.2	-2	7	16
Perú	-2.1	0.7	-1.4	-3	0	0
China	-1.3	-0.3	-1.0	1	-4	-14

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 mantuviere 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.