



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Abril 2024



Mantenemos la apuesta por activos locales

Resumen

El primer trimestre del año tuvo sorpresas al alza en la inflación y una actividad económica que se mantuvo positiva en EE. UU., más débil en la Eurozona y estable con incertidumbre elevada en China. Las sorpresas de inflación parecen no desviar significativamente por el momento la expectativa de normalización en las presiones de precios para los meses siguientes. En las últimas reuniones de política monetaria los bancos centrales de países desarrollados parecen no haber modificado en gran medida las perspectivas adelantadas respecto a las posturas de política monetaria para este año. Con esto, la evolución de los mercados se vería influenciada por la validación de estas expectativas.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: Las bolsas han continuado impulsadas, alcanzando nuevos máximos históricos en muchos casos, alimentadas por el optimismo en torno a la inteligencia artificial, perspectivas de crecimiento mundial que siguen favorables (principalmente por EE. UU.) y por el visto bueno que parecen haber dado los bancos centrales al relajamiento de las condiciones financieras del último tiempo. A nuestro juicio el equilibrio sigue siendo bien ajustado, y neutralizar la posición de renta variable versus renta fija, dado el posicionamiento actual, implicaría principalmente recomendar comprar activos de Asia Emergente donde la perspectiva respecto a la performance futura no es favorable.

RV EE.UU./Resto del Mundo: En China los datos económicos han mejorado algo, aunque con una confianza baja de que estas mejoras alteren significativamente los factores estructurales. Las bolsas han recuperado levemente las pérdidas de los últimos meses, aunque los movimientos parecen responder principalmente a las medidas tomadas por la autoridad para sostener la caída, en vez de a cambios sustantivos en la percepción general de una masa más amplia de inversionistas globales. Las perspectivas podrían mejorar una vez que la autoridad muestre un ímpetu mayor en la magnitud de los estímulos a consumidores; demuestre una convicción mayor de respaldar las finanzas alicaídas de los gobiernos locales; o aumente la magnitud de los estímulos para el sector inmobiliario. Para este último se anticipa que todavía queda un trecho relevante de ajustes que recorrer.

RF Internacional: El escenario para la trayectoria de recortes de tasas en EE. UU. está alineado con el escenario más probable. Pensar en tres recortes de la Fed Funds en un contexto de inflación que sigue cayendo y una economía que se sostiene con crecimientos moderados, es coherente con la evolución de la política monetaria en episodios de aterrizaje suave en el pasado en los países desarrollados. Por otro lado, el colchón que mantienen las tasas de largo plazo nos parece por el momento todavía acotado como para pensar en aumentar la duración de los portafolios.

Tipo de Cambio: Si se deja de lado la volatilidad de las cifras de corto plazo y se pone atención en una mirada de mediano plazo, los fundamentales se mantienen hacia una depreciación del dólar global y una normalización de las sensibilidades históricas, por lo que mantenemos la apuesta por el peso.

RF Local: El inicio de año se ha dado con significativas sorpresas al alza en materia de actividad e inflación. Tanto el Imacec como el IPC han tenido registros muy por sobre las expectativas. En consecuencia, los precios de mercado ajustaron al alza la trayectoria prevista para la TPM durante el año. Para la reunión de mañana nuestra expectativa es de un recorte de 75pb, lo que se ha ido internalizando en los precios, que hace algunas semanas preveían 100pb. Con todo, la trayectoria de mercado y la nuestra para el resto del año son muy similares. Los forwards de inflación hace algunas semanas anticipaban una muy baja variación interanual para el IPC, de 2,5% durante gran parte de 2025, lo que nos llevó a tomar un sesgo a favor de las UF. No obstante, con la reciente corrección al alza las brechas se disiparon, lo que nos lleva a moderar dicho sesgo. Respecto a la parte larga de la curva nominal, seguimos previendo una presión al alza ante nuestra expectativa de una normalización de primas por plazo junto con presiones adicionales de gasto fiscal y deuda pública, ratificando la recomendación de subponderar este segmento.

RV Local: Este mes mantuvimos el apetito por riesgo de las carteras accionarias. Ajustamos nuestra exposición al sector commodities minero, ubicándonos levemente subponderados. El sector industrial, en tanto, 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

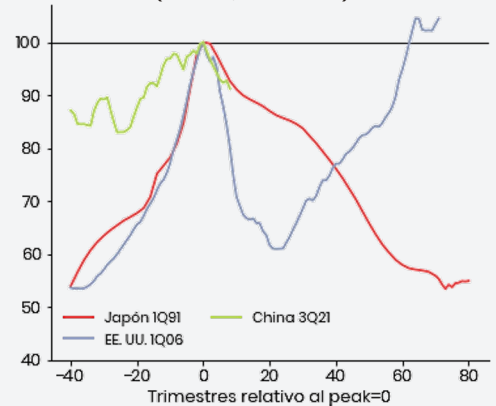
Marcela Calisto H.
Economista
marcela.calisto@security.cl

El primer trimestre del año tuvo sorpresas al alza en la inflación y una actividad económica que se mantuvo positiva en EE. UU., más débil en la Eurozona y estable, con incertidumbre elevada, en China. **Las sorpresas de inflación parecen no desviar significativamente por el momento la expectativa de normalización en las presiones de precios para los meses siguientes.** Varios elementos de una sola vez estarían detrás de estos aumentos y la inflación PCE, que sirve de referencia para la política monetaria de la FED, sigue estando más alineada y con menores brechas que su par CPI. En las últimas reuniones de política monetaria **los bancos centrales de países desarrollados parecen no haber modificado en gran medida las perspectivas adelantadas respecto a las posturas de política monetaria para este año.** Con esto, la evolución de los mercados seguiría determinada por la validación de estas expectativas, es decir, por lo que se desprenda de los nuevos datos de inflación y mercados laborales.

Las bolsas han continuado impulsadas, alcanzando nuevos máximos históricos en muchos casos, alimentadas por el optimismo en torno a la inteligencia artificial, perspectivas de crecimiento mundial que siguen favorables (principalmente por EE. UU.) y por el visto bueno que parecen haber dado los bancos centrales al relajamiento de las condiciones financieras del último tiempo. Con todo, en el último mes vimos retornos favorables algo más extendidos que en los meses anteriores. **A nuestro juicio el equilibrio sigue siendo bien ajustado, y neutralizar la posición de renta variable versus renta fija implicaría principalmente recomendar comprar activos de Asia Emergente, donde la perspectiva respecto a la performance futura no es favorable, por lo que seguimos cómodos manteniendo una posición corta en la renta variable que se da principalmente en activos emergentes.**

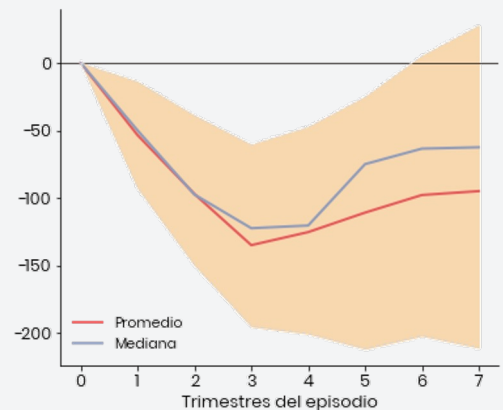
En China los datos económicos han mejorado algo, aunque con una confianza baja de que estas mejoras alteren significativamente los factores estructurales que apuntan a una debilidad de la economía que continuaría. Las bolsas han recuperado levemente las pérdidas de los últimos meses, aunque los movimientos parecen responder principalmente a las medidas tomadas por la autoridad para sostener la caída, en vez de a cambios sustantivos en la percepción general de una masa más amplia de inversionistas globales. Las perspectivas podrían mejorar una vez que la autoridad muestre un ímpetu mayor en la magnitud de los estímulos a consumidores; demuestre una convicción mayor de respaldar las finanzas alicaídas de los gobiernos locales; o aumente la magnitud de los estímulos para potenciar la demanda y oferta del sector inmobiliario. Para este último se anticipa que todavía queda un trecho relevante de ajustes a la baja que recorrer (gráfico 1).

GRÁFICO 1: PRECIOS REALES DE VIVIENDAS (ÍNDICE, PEAK=100)



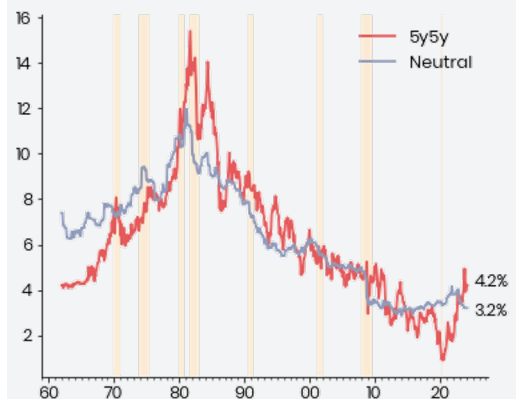
Fuente: BIS y Estudios Security.

GRÁFICO 2: TPM EN EPISODIOS DE ATERRIAJE SUAVE EN PAÍSES DESARROLLADOS



Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: TASAS EE. UU. (%)



Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

Las tasas a nivel internacional se mantuvieron relativamente estables en el mes, en donde la tensión de las sorpresas inflacionarias se vio contenida por la convicción de los bancos centrales de que lo necesario para iniciar los recortes de tasas siguen presentes. Con todo, **creemos que el escenario para la trayectoria de recortes de tasas en EE. UU. está alineado con el escenario más probable. Pensar en tres recortes en un contexto de inflación que sigue cayendo y una economía que se sostiene con crecimientos moderados, es coherente con la evolución de la política monetaria en episodios de aterrizaje suave en el pasado en los países desarrollados** (gráfico 2).

Por otro lado, el colchón que mantienen las tasas de largo plazo nos parece por el momento todavía acotado como para pensar en aumentar la duración de los portafolios. Las tasas de convergencia implícita tienen menos de 100 puntos de diferencia versus los valores razonables de esperar en el mediano plazo (gráfico 3). Entendiendo que el escenario respecto a las tasas de equilibrio de la economía tiene una incertidumbre mayor (gráfico 4), después de que haya quedado en evidencia que la economía ha sido capaz de soportar favorablemente los niveles más elevados de tasas de interés, parece muy arriesgado desviarse significativamente de la duración neutral.

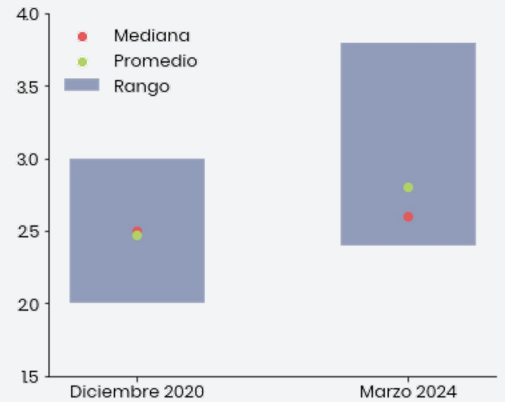
Los spreads de riesgo de crédito han continuado disminuyendo y muestran un panorama que no reflejaría de manera adecuada los potenciales ajustes necesarios para las compañías en un contexto de tasas de interés que seguirían elevadas a pesar de los primeros recortes (gráfico 5). Con esto ratificamos la posición sub ponderada en el segmento high yield corporativo de EE. UU.

La moneda local se depreció algo por sobre 1% en el mes, revirtiendo por completo la apreciación que llegó a tener a mediados de marzo cuando las sorpresas al alza en la inflación y crecimiento local habían llevado al mercado a pensar en una preocupación mayor por parte del banco central respecto al traspaso de la depreciación cambiaria. No obstante, de acuerdo con declaraciones de miembros del consejo, se da a entender que este traspaso seguiría siendo menor. Con todo, los modelos de variables macro financieras muestran una depreciación excesiva, incluso cuando se considera la mayor sensibilidad de la moneda a los diferenciales de tasas de interés. **Así, apostar a que algo de esta sobre depreciación se devuelve nos sigue haciendo sentido.** Asimismo, si se deja de lado la volatilidad de las cifras de corto plazo y se pone atención en una mirada de mediano plazo, los fundamentales se mantienen hacia una depreciación del dólar global y una normalización de las sensibilidades históricas.

A nivel local, **el inicio de año se ha dado con significativas sorpresas al alza en materia de actividad e inflación.** En efecto, tanto el Imacec de enero como el de febrero presentaron aumentos muy por sobre lo esperado (2,5% vs 0,6% y 4,5% vs 3,3%, respectivamente).

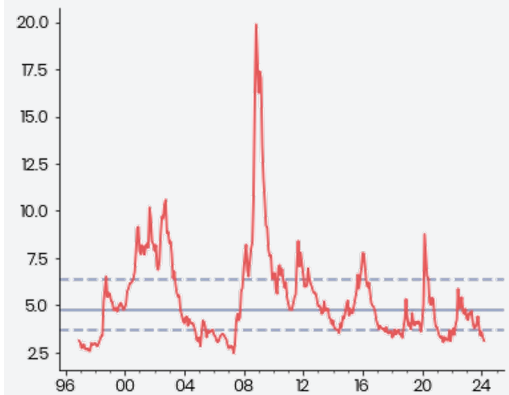
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 4: FED FUNDS LARGO PLAZO FOMC (%)



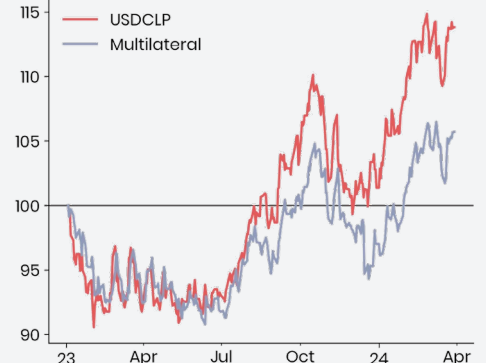
Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

GRÁFICO 5: SPREAD US HIGH YIELD (P.B.)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: TIPO DE CAMBIO CHILE (ÍNDICE, ENE.2023=100)



Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

Por su parte, el IPC también mostro registros muy por sobre las expectativas, de 0,7% vs 0,3% en enero y de 0,6% frente al 0,1% en febrero.

Dado lo anterior, **los precios de mercado ajustaron al alza la trayectoria prevista para la TPM durante el año.** Recordando que las tasas de mercado bajaron significativamente tras la reunión de política de enero, en la cual el mensaje del instituto emisor apuntaba a una rápida convergencia de la tasa referencial hacia el 4%, nivel considerado neutral. **En particular, para la reunión de mañana nuestra expectativa es de un recorte de 75pb, lo que se ha ido internalizando en los precios, que hace algunas semanas preveían 100pb.** Con todo, la trayectoria de mercado y la nuestra para el resto del año son muy similares.

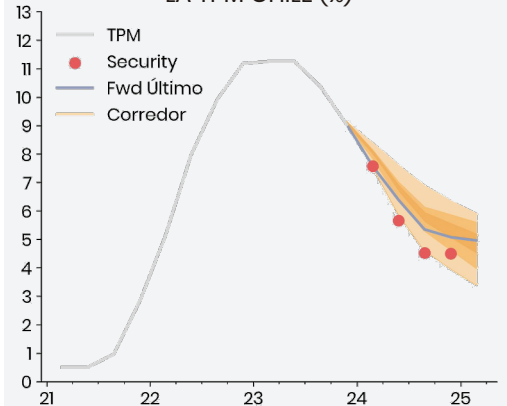
Por su parte, los forwards de inflación hace algunas semanas anticipaban una muy baja variación interanual para el IPC, de 2,5% durante gran parte de 2025, lo que nos llevó a tomar un sesgo a favor de las UF. No obstante, con la reciente corrección al alza las brechas se disiparon, lo que nos lleva a **moderar dicho sesgo, pero sin eliminarlo ya que todavía prevemos algo más de inflación en el corto plazo que lo implícito en el mercado.**

Respecto a la parte larga de la curva nominal, **seguimos previendo una presión al alza ante nuestra expectativa de una normalización de primas por plazo junto con presiones adicionales de gasto fiscal y deuda pública,** ratificando la recomendación de subponderar este segmento.

Para la **renta fija corporativa,** hemos visto un leve aumento en la actividad, concentrada en papeles de mejor calidad crediticia, junto con leves ajustes a nivel de spreads. Los resultados del cuarto trimestre confirmaron un nuevo deterioro en ciertas métricas financieras (particularmente ligadas a Ebitda), aunque en algunos casos marcaría un punto de inflexión, en especial en industrias más dependientes del ciclo económico, que se han visto más afectados en términos de nota crediticia y/o covenants. Los primeros reportes de resultados de 2024 debieran confirmar algún alivio, con menores presiones en ingresos y gastos financieros. **En ello se fundamenta nuestra posición neutral en este activo, pero privilegiando papeles de mejor clasificación,** viendo mayor posibilidad de toma de riesgo hacia la segunda mitad de año.

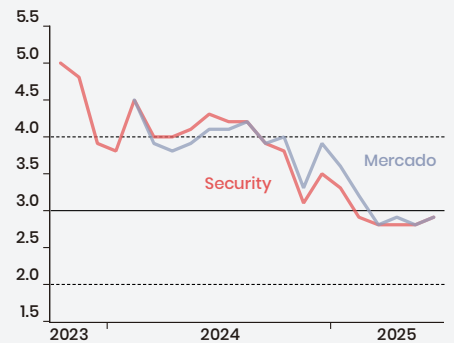
En renta variable local, este mes mantuvimos el apetito por riesgo de las carteras accionarias. Ajustamos nuestra exposición al sector commodities minero, ubicándonos levemente subponderados. El sector industrial, en tanto, eleva su participación. [\(Carteras Accionarias Security Abril 2024\).](#)

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



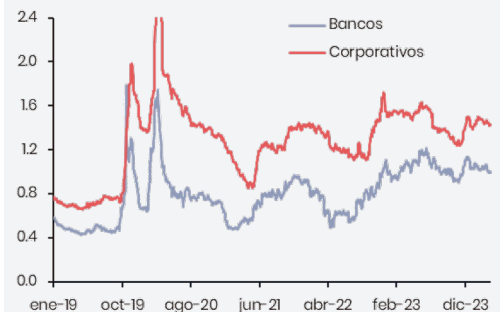
Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

GRÁFICO 8: EXPECTATIVA IPC CHILE (var % interanual)



Fuente: ICAP y Estudios Security.

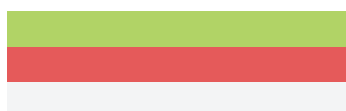
GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS LOCALES (P.P.)



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Abril 2024

	Benchmark	Cartera Abril	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%	2.5	5.0
Caja	5%	5.0	7.5
0 a 1 año CLP	2.5%	2.5	2.5
0 a 1 año UF	2.5%	2.5	5.0
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%	-2.5	-5.0
Desarrollados	22.5%	-5.0	-5.0
Money Market	2.5%	-2.5	-2.5
Investment Grade	10%	0	0
High Yield	10%	-2.5	-2.5
Emergente	12.5%	2.5	0
Corporativos USD	10%	0	0
Soberanos moneda local	2.5%	2.5	0



Sobreponderar
Subponderar
Posición neutral

Desempeño Activos: Renta variable y monedas (%)

Al 3/29/24	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	7.8	2.9	7.8	19	23	8
Desarrollados	8.5	3.0	8.5	20	25	11
EE.UU.	10.0	3.1	10.0	23	31	13
Eurozona	7.2	4.2	7.2	21	16	14
Reino Unido	1.7	4.0	1.7	8	8	2
Japón	10.1	2.5	10.1	19	24	13
Asia ex Japón*	-2.7	0.7	-2.7	8	0	-13
Emergentes	1.9	2.2	1.9	9	6	-8
Asia	3.0	2.8	3.0	10	5	-7
China	-2.2	0.9	-2.2	-7	-18	-25
Latinoamérica	-4.8	0.6	-4.8	10	16	-5
Brasil	-8.5	-2.5	-8.5	6	20	-14
México	0.4	5.4	0.4	17	14	21
Chile	-4.5	1.2	-4.5	3	1	8
EMEA**	0.0	-0.5	0.0	8	8	-15
Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)	-3.1	-0.3	-3.1	2	-2	-6
Euro	-2.3	-0.2	-2.3	2	0	-3
Reino Unido	-0.9	-0.1	-0.9	3	3	-4
Japón	-7.3	-1.1	-7.3	-1	-14	-23
Emergentes	-0.9	-0.2	-0.9	3	2	-1
Argentina	-6.1	-1.8	-6.1	-145	-312	-674
Brasil	-3.2	-0.8	-3.2	0	3	-5
Chile	-12.3	-1.8	-12.3	-10	-24	-26
Colombia	0.3	1.6	0.3	5	16	-3
México	2.0	2.6	2.0	4	8	17
Perú	-0.4	1.7	-0.4	2	1	0
China	-2.0	-0.7	-2.0	0	-5	-14

* 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 3/29/24	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	4.6	37	-3	37	-43	54	227
10 años	4.2	33	-6	33	-38	63	179
Chile							
2 años	5.2	2	15	2	-129	-257	-287
10 años	5.2	25	1	25	-53	-1	-108
Brasil							
2 años	10.0	37	13	37	-65	-216	-184
10 años	11.0	61	23	61	-76	-208	-58
México							
2 años	9.8	7	2	7	-84	-45	99
10 años	8.7	30	11	30	-74	23	47
Alemania 10 años	2.3	27	-12	27	-54	-1	165
Francia 10 años	2.8	24	-8	24	-58	-1	174
Italia 10 años	3.7	0	-18	0	-111	-43	157
España 10 años	3.2	17	-14	17	-76	-18	164
Reino Unido 10 años	3.9	32	-20	32	-46	53	224
Japón 10 años	0.7	11	2	11	-4	40	48
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)							
Latam	395	-46	-23	-46	-88	-125	-11
Brasil	256	-5	-3	-5	-7	-53	-38
Chile	189	-12	-9	-12	-10	-27	15
Colombia	350	13	-9	13	-45	-101	4
México	371	-32	-16	-32	-64	-94	17
Perú	210	-12	-2	-12	-20	-53	20
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)							
Asia	310	-52	-11	-52	-79	-70	-45
Europa	464	-43	8	-43	-106	-157	-1462
Latam	339	-45	-13	-45	-46	-131	-25
Investment Grade	217	-26	-7	-26	-36	-77	-7
High Yield	452	-66	-15	-66	-66	-197	-35
Brasil	353	-49	-9	-49	-39	-166	-62
Chile	283	-53	-20	-53	-36	-117	21
Colombia	446	-46	-14	-46	-78	-159	47
México	293	-43	-13	-43	-45	-72	-2
Perú	278	-63	-15	-63	-81	-131	24
HGEEUU.	93	-11	-7	-11	-31	-57	-33
HYEEUU.	312	-22	-17	-22	-91	-171	-26

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.