



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Mayo 2024

## La medida de la Reserva Federal calma a los mercados.

### Resumen

El mercado estuvo tensionado ante las dudas que se siguieron alimentando respecto a lo que sería la evolución de la política monetaria. La inflación de marzo sorprendió por tercera vez al alza, en un contexto de mercado laboral que ha seguido sólido y con perspectivas de crecimiento que han aumentado. En la reunión de esta semana la FED indicó que parece seguir esperando que la inflación retome la moderación, aunque reconoce que la confianza es menor para la realización de este escenario. Con todo, por el momento la FED parece descartar la posibilidad de tener que subir nuevamente las tasas, aunque la expectativa del mercado y por ende, la evolución del apetito por riesgo seguiría muy vulnerable a las sorpresas económicas y a la validación de este escenario macro.

### Visión por clase de activo:

**Renta Variable/Renta Fija:** Adicional a las tensiones de la política monetaria, el balance de riesgos incorpora los conflictos geopolíticos, que siguen presentes y mantienen abierta la puerta a potenciales shocks en la oferta de materias primas energéticas, sobre todo por un potencial incremento de las tensiones entre Irán e Israel. No obstante, los activos más riesgosos mantienen niveles de valorización que se siguen viendo extremos en perspectiva histórica, con spreads de renta fija y primas por riesgo de las acciones muy cerca de los mínimos. Con esto, se mantiene la posibilidad de que las valorizaciones necesiten ajustarse a la baja ante la confirmación de que las tasas se mantendrían en niveles más altos por un tiempo mayor.

**RV EE.UU./Resto del Mundo:** Si bien las perspectivas para la economía de China del corto plazo han estado algo más sostenidas, creemos que en términos de fundamentales más de largo plazo las señales han seguido siendo débiles, y sigue primando una incertidumbre alta y confianza baja. A nivel más general, las perspectivas para los mercados emergentes dependen en gran medida de la evolución que muestre el dólar, y en este respecto la dinámica de corto plazo estará muy influenciada por las señales que se tengan para la evolución de la FED Funds, aspecto en el cual la claridad es menor.

**RF Internacional:** El movimiento de las tasas fue particularmente relevante en el mes, con una curva en dólares que se movió a lo largo de todos los plazos hasta alcanzar niveles cercanos a los máximos del ciclo y que vuelven a tener incorporado un nivel de tensión importante, incluso cuando se considera nuevos niveles para las tasas neutrales. Con esto, habría más confianza en que las tasas estarían cercanas a su techo y por lo tanto aumentamos levemente la duración del portafolios.

**Tipo de Cambio:** Hacia adelante, movimientos marcados a la baja requerirán, según nuestra opinión, la confirmación de los primeros recortes por parte de la FED, así pensamos que, si bien, sigue haciendo sentido pensar en niveles del tipo de cambio real que hacia finales de año cierran de manera parcial la brecha versus fundamentales, el camino hacia esos niveles sigue complicado y sobre todo en el corto plazo no se descartan contratiempos adicionales.

**RF Local:** La cifra de Imacec de marzo revirtió en gran parte el efecto positivo del día adicional en febrero. Para abril, el desempeño volvería a ser más elevado, entre 3% y 3,5%. Con todo, la economía debería seguir con una recuperación gradual, apoyada principalmente por el mayor impulso externo. En inflación, la cifra de marzo revirtió las sorpresas de enero y febrero. Con todo, el aumento del tipo de cambio ha llevado al alza las proyecciones de los próximos dos meses hasta 0,4% para cada mes, visión que compartimos. Para el cierre del año el mercado ha llevado las perspectivas hasta 4%-4,5%, más allá de las nuestras (3,5%-4%). En este contexto, hemos decidido eliminar el sesgo a favor de las UF. Respecto a la política monetaria, las dudas del mercado apuntan a la velocidad y la magnitud de los recortes de TPM. Con todo, para la próxima reunión se prevé un recorte de 50pb, en línea con nuestra visión. La tasa de convergencia del mercado se ubica en 5%, un nivel alto a nuestro juicio, por lo que decidimos cerrar el sesgo en contra de ese segmento.

**RV Local:** Este mes realizamos ajustes acotados, reduciendo la posición en Enel Chile para aumentar la exposición a Banco Santander y Mall Plaza. En el resto de los sectores, se mantuvo el sesgo hacia mayor ponderación en Forestal.

**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 abril el mercado estuvo tensionado ante las dudas que se siguieron alimentando respecto a lo que sería la evolución de la política monetaria. La inflación de marzo sorprendió por tercera vez al alza, en un contexto de mercado laboral con una creación de empleo que ha seguido alta y las perspectivas de crecimiento han aumentado (gráfico 1). En la reunión de esta semana la FED indicó que parece seguir esperando que la inflación retome la moderación en el resto de los trimestres, aunque reconoce que la confianza es menor para la realización de este escenario (gráfico 2). Con todo, **por el momento la FED parece descartar la posibilidad de tener que subir nuevamente las tasas, aunque la expectativa del mercado y, por ende, la evolución del apetito por riesgo seguiría muy vulnerable a las sorpresas económicas y a la validación de este escenario macro.**

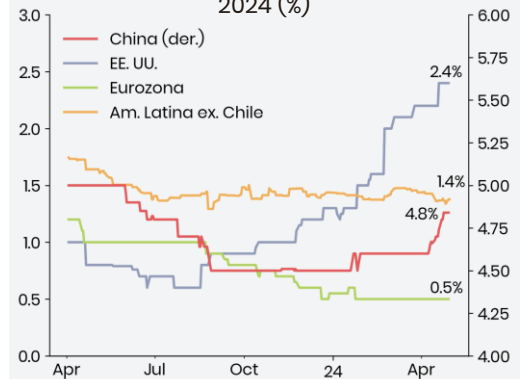
Por su parte, **el balance de riesgos incorpora los conflictos geopolíticos**, que siguen presentes y mantienen abierta la puerta a potenciales shocks en la oferta de materias primas energéticas, sobre todo por un potencial incremento de las tensiones entre Irán e Israel. Con todo, **el mercado parece tener como escenario base uno donde ante potenciales shocks en la oferta habría capacidad de compensar y sustituir la demanda con algo más de holgura que en el pasado.**

En este contexto, **los activos más riesgosos mantienen niveles de valorización que se siguen viendo extremos en perspectiva histórica**, con spreads de renta fija muy cerca de los mínimos y primas por riesgo de las acciones en torno al percentil 25 (considerando los últimos 15 años), tanto en EE. UU. como la Eurozona (gráfico 3). Con esto, se mantiene la posibilidad de que las valorizaciones necesiten ajustarse a la baja ante la confirmación de que las tasas se mantendrían en niveles más altos por un tiempo mayor.

En EE. UU. las continuas señales de resiliencia en la actividad han ayudado a mantener impulsados durante los últimos meses los retornos de las bolsas. Solo en abril las bolsas estuvieron más débiles, que también es el primer mes donde ha habido alguna señal incipiente de una moderación mayor en la actividad. Con todo, **parece haber una coherencia adecuada entre las expectativas de crecimiento de las ganancias y la actividad. Un 10% de crecimiento de las ganancias se condice con una economía que crece por sobre el 2%** (gráfico 4).

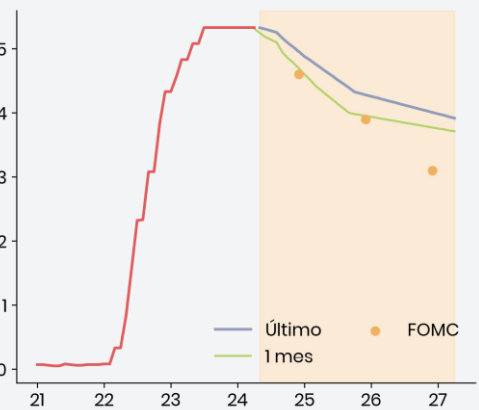
Por su parte, los mercados bursátiles asiáticos tuvieron un desempeño relativo positivo, acortando la brecha de retornos año a la fecha. Con todo, **si bien las perspectivas para la economía de China del corto plazo han estado algo más sostenidas, creemos que en términos de fundamentales más de largo plazo las señales han seguido siendo débiles, y sigue primando una incertidumbre alta y confianza baja.**

GRÁFICO 1: CONSENSO CRECIMIENTO PIB 2024 (%)



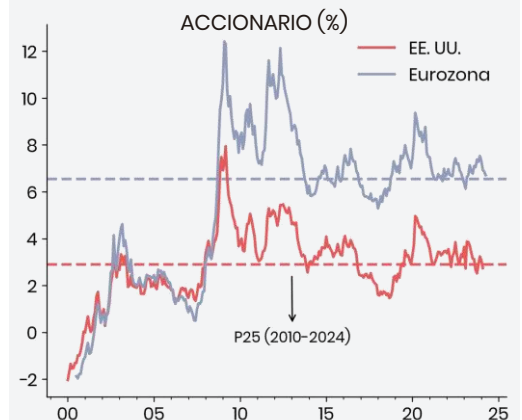
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: EE.UU. TPM (FED FUNDS, %)



Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: PREMIO POR RIESGO



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

A nivel más general, **las perspectivas para los mercados emergentes dependen en gran medida de la evolución que muestre el dólar, y si bien a nivel estructural sigue siendo factible pensar en una depreciación de este, con un cierre parcial de la brecha contra los promedios históricos y fundamentales, la dinámica de corto plazo estará muy influenciada por las señales que se tengan para la evolución de la FED Funds, aspecto en el cual la claridad es menor.**

El movimiento de las tasas fue particularmente relevante en el mes, con una curva en dólares que se movió a lo largo de todos los plazos hasta alcanzar niveles cercanos a los máximos del ciclo y que vuelven a tener incorporado un nivel de tensión importante, incluso cuando se incluye en el análisis consideraciones respecto a nuevos niveles para las tasas neutrales (gráfico 5). Es bien ilustrativo que el aumento de las tasas largas de abril parece estar impulsado en parte relevante por la expectativa del mercado acerca de lo que sería el nivel futuro de la tasa de política monetaria. Esta última habría alcanzado niveles máximos del último ciclo, mientras que las primas por plazo se habrían mantenido más estables, marcando una diferencia con los episodios anteriores de aumentos en las tasas en el último ciclo. Con esto, **habría más confianza en que las tasas estarían cercanas a su techo y por lo tanto ver mayores alzas sería más difícil, por lo que aumentamos algo la duración del portafolios.**

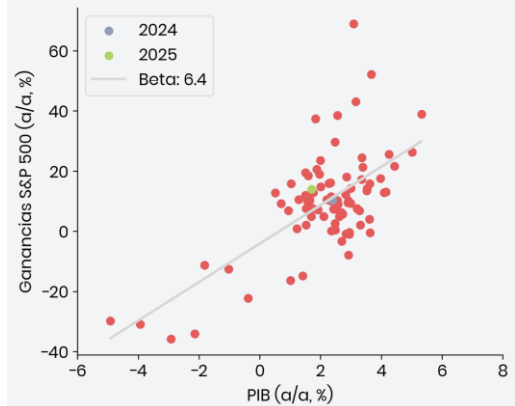
En la **renta fija corporativa internacional seguimos pensando que los spreads se ven demasiado bajos y no reflejan de manera adecuada la probabilidad de un ajuste mayor en la actividad o en las condiciones financieras**, por lo que creemos óptimo mantener la subponderación en esta clase de activo.

En el mes el tipo de cambio local se apreció en parte importante gracias al aumento del precio del cobre, que más que compensó la tensión adicional por el lado del dólar global. En términos de los diferenciales de tasas de interés, variable que ha determinado relevantemente el movimiento de las monedas en el último tiempo, la subida de las tasas en EE. UU. se traspasó en gran medida a la curva local, manteniendo estable los diferenciales. Hacia el futuro, **movimientos marcados a la baja requerirán, según nuestra opinión, la confirmación de los primeros recortes por parte de la FED, así pensamos que, si bien, sigue haciendo sentido pensar en niveles del tipo de cambio real que hacia finales de año cierran de manera parcial la brecha versus fundamentales (gráfico 6), el camino hacia esos niveles sigue complicado y sobre todo en el corto plazo no se descartan contratiempos adicionales.**

**A nivel local, la cifra de Imacec de marzo revirtió en gran parte el efecto positivo del día adicional en febrero.** Para abril, el desempeño volvería a ser más elevado –entre 3% y 3,5%– por la existencia de tres días hábiles más con respecto a abril de 2023.

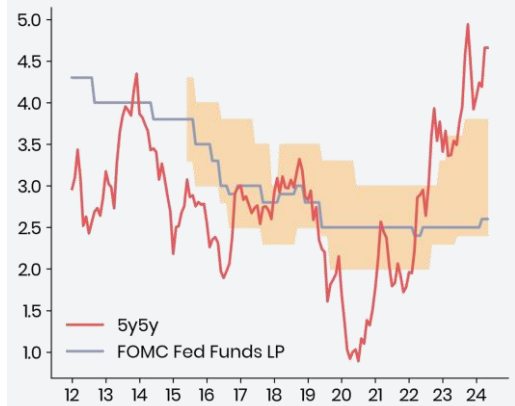
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 4: PIB EE.UU Y GANANCIAS COMPAÑÍAS



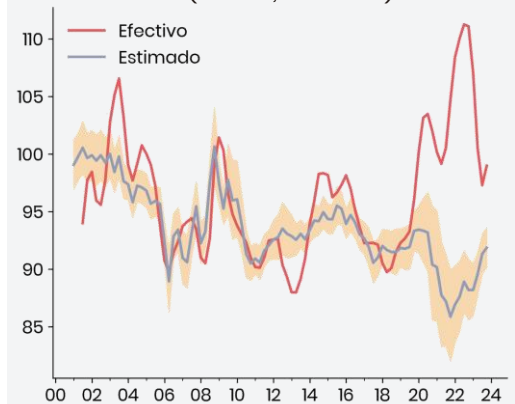
Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: EE. UU. TASAS (%)



Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: MODELO DE TIPO DE CAMBIO REAL (ÍNDICE, 1986=100)



Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

Con todo, más allá de la volatilidad de las cifras mes a mes, **la economía debería seguir con una recuperación gradual, apoyada principalmente por el mayor impulso externo debido a la mejora de términos de intercambio que genera el alza del precio del cobre.**

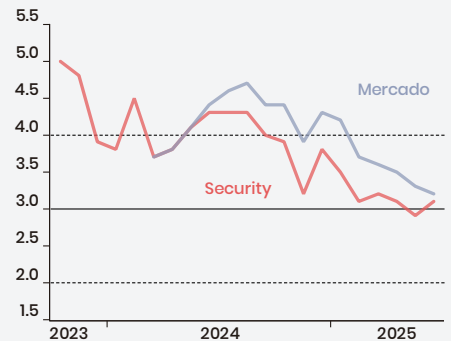
En inflación pasó algo similar, la cifra de marzo se ubicó por debajo de lo previsto, revirtiendo las sorpresas de enero y febrero. Con todo, **el aumento del tipo de cambio ha llevado al alza las proyecciones de los próximos dos meses hasta 0,4% para cada mes, visión que compartimos.** No obstante, para el cierre del año el mercado ha llevado las perspectivas hasta 4%-4,5%, más allá de las nuestras que apuntan a un 3,5%-4%. **En este contexto, hemos decidido eliminar el sesgo a favor de las UF.**

Respecto a la política monetaria, el mensaje del Banco Central de la última reunión -en la cual bajaron la TPM desde 7,25% a 6,5%- fue que todavía el escenario base apunta a seguir reduciendo la TPM en los próximos meses. Las dudas del mercado apuntan a la velocidad y la magnitud de los ajustes. **Con todo, para la próxima reunión se prevé un recorte de 50pb, en línea con nuestra visión. La tasa de convergencia para la TPM del mercado se ubica en 5%, o dicho de otra forma las tasas de largo plazo están en niveles altos acorde a nuestro juicio, por lo que decidimos cerrar el sesgo en contra de ese segmento.** La corrección en las tasas de largo plazo vendría de la mano de una expectativa de bajas en las tasas externas.

Para la **renta fija corporativa**, observamos en abril una mayor actividad en términos de emisiones, pero continúa concentrada en papeles de mejor clasificación de riesgo. En tanto, los spreads anotaron bajas pese a la incertidumbre externa, riesgo que se manifestó mayormente a nivel de tasas base. Este favorable desempeño podría relacionarse a las expectativas de mejora de resultados para este año, con un IT24 que presentaría un alza en Ebitda a/a, aunque mayormente influenciado por tipo de cambio, escondiendo todavía ciertas debilidades en consumo. En este sentido, serán de especial atención sectores más vinculados al ciclo, pues podríamos confirmar un punto de inflexión en indicadores fuertemente golpeados en 2023. Así, **nuestra posición neutral en este activo (privilegiando calidad crediticia) se fundamenta en esta recuperación gradual de resultados**, evaluando una posible toma de riesgo hacia la segunda mitad del año, una vez que se consoliden indicadores financieros más sólidos.

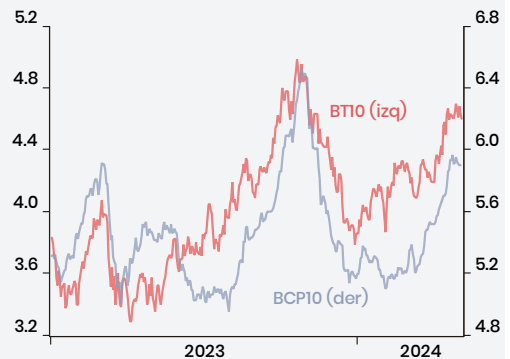
**En renta variable local**, este mes realizamos ajustes acotados, reduciendo la posición en Enel Chile para aumentar la exposición a Banco Santander y Mall Plaza. En el resto de los sectores, se mantuvo el sesgo hacia mayor ponderación en Forestal. ([Carteras Accionarias Security Mayo 2024](#)).

GRÁFICO 7: EXPECTATIVA IPC CHILE  
(var % interanual)



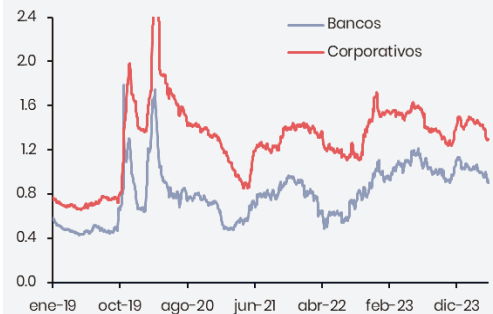
Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

GRÁFICO 8: TASAS DE INTERÉS CHILE Y  
EE.UU. (10 años, %)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

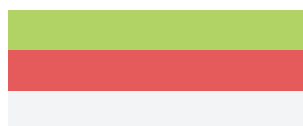
GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y  
BANCARIOS LOCALES (P.P.)



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

## Visión Activos Estudios Security Mayo 2024

	Benchmark	Cartera Mayo	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%	2.5	5.0
0 a 1 año CLP	2.5%	2.5	2.5
0 a 1 año UF	2.5%	0	2.5
Gobierno Nominal	7.5%	0	-2.5
1 a 3 años	5%	0	0
Más de 3 años	2.5%	0	-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	-5.0
Money Market	2.5%	-2.5	-2.5
Investment Grade	10%	2.5	0
High Yield	10%	-2.5	-2.5
Emergente	12.5%	0.0	2.5
Corporativos USD	10%	0	0
Soberanos moneda local	2.5%	0	2.5



Sobreponderar  
Subponderar  
Posición neutral

## Desempeño Activos: Renta variable y monedas (%)

Al 1-may.-24	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Renta variable (% en dólares)</b>						
<b>Mundo</b>	5.3	-2.0	4.1	19	17	17
<b>Desarrollados</b>	5.6	-2.3	3.7	20	18	20
EE.UU.	7.1	-2.4	4.3	21	23	23
Eurozona	5.0	-1.6	5.1	22	9	26
Reino Unido	3.9	2.1	5.5	15	3	8
Japón	2.2	-5.3	-1.4	12	14	17
Asia ex Japón*	-3.7	-0.7	1.2	11	-3	-7
<b>Emergentes</b>	2.7	0.9	7.0	15	8	-2
Asia	4.2	1.1	9.3	16	8	-2
China	4.6	6.5	16.3	5	-8	-16
Latinoamérica	-6.5	-0.8	-3.0	12	11	9
Brasil	-10.8	-0.8	-6.2	5	13	1
México	-1.7	-2.3	-1.0	21	8	31
Chile	-3.7	1.3	5.5	14	2	24
EMEA**	0.4	0.9	0.8	11	4	-11
<b>Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)</b>						
<b>Desarrollados (DXY)</b>	-4.6	-0.9	-2.9	1	-4	-2
Euro	-3.4	-0.5	-1.3	1	-3	1
Reino Unido	-2.0	-0.6	-1.5	3	0	0
Japón	-11.8	-4.0	-7.8	-4	-15	-21
<b>Emergentes</b>	-1.4	-0.4	-0.4	3	2	2
Argentina	-8.5	-2.3	-6.1	-151	-294	-658
Brasil	-6.9	-2.4	-5.5	-4	-4	-2
Chile	-9.8	2.6	-2.7	-7	-19	-11
Colombia	-1.3	-1.5	-0.9	5	16	2
México	-0.4	-2.3	0.3	5	5	17
Perú	-1.6	-1.1	1.2	2	-2	2
China	-1.7	0.3	-0.7	1	-4	-8

\* 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 1-may.-24	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Swaps moneda local</b>							
<b>EE.UU.</b>							
2 años	4.9	69	22	74	-3	80	221
10 años	4.6	73	26	73	-20	102	159
<b>Chile</b>							
2 años	5.4	21	11	87	-147	-239	-247
10 años	5.4	44	13	61	-68	17	-97
<b>Brasil</b>							
2 años	10.8	117	75	114	-30	-116	-175
10 años	11.8	145	71	130	-1	-61	-41
<b>México</b>							
2 años	10.5	79	63	79	-18	53	125
10 años	9.6	112	71	101	-10	122	57
<b>Alemania 10 años</b>	2.6	56	29	47	-17	27	163
<b>Francia 10 años</b>	3.1	50	25	42	-32	16	158
<b>Italia 10 años</b>	3.9	22	22	22	-79	-36	102
<b>España 10 años</b>	3.4	37	21	24	-47	0	135
<b>Reino Unido 10 años</b>	4.3	78	45	58	-6	69	242
<b>Japón 10 años</b>	0.9	27	14	17	-8	47	65
<b>Spreads soberanos USD</b>							
<b>Emergentes (EMBIG)</b>	357	-20	24	-31	-70	-81	-33
<b>Latam</b>	435	-7	43	-10	-63	-70	-24
Brasil	255	-6	2	-21	-12	-45	-55
Chile	186	-15	1	-21	-35	-12	-24
Colombia	361	24	13	-19	-23	-105	-46
México	369	-34	1	-30	-76	-75	-46
Perú	218	-4	10	-9	-24	-21	-23
<b>Spreads corporativos USD (puntos base)</b>							
<b>Emergentes (CEMBI)</b>	306	-50	0	-39	-71	-74	-30
<b>Asia</b>	308	-54	2	-34	-64	-65	-22
<b>Europa</b>	471	-36	19	-30	-124	-168	-251
<b>Latam</b>	329	-55	-5	-47	-83	-105	-52
Investment Grade	208	-35	-4	-31	-70	-68	-37
High Yield	436	-82	-10	-70	-111	-158	-66
Brasil	347	-55	-1	-45	-63	-103	-84
Chile	251	-85	-26	-76	-118	-125	-34
Colombia	443	-49	2	-60	-125	-172	16
México	286	-50	-2	-36	-74	-58	-23
Perú	264	-77	-7	-66	-127	-117	-29
<b>HG EE.UU.</b>	91	-13	-2	-13	-42	-49	-50
<b>HY EE.UU.</b>	321	-13	9	-35	-126	-124	-84

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.