



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Junio 2024



Signos de moderación en la economía de EEUU... ¿se cumplirá esta vez?

Resumen

Las noticias económicas en EE. UU. apuntaron a una dinámica de la política monetaria menos restrictiva. Los datos de inflación frenaron las sorpresas al alza del primer trimestre. Por el lado de la actividad económica, el mercado laboral mostró una moderación mayor en abril, mientras que las cifras de consumo también se contuvieron. Con esto, el mercado ha mantenido alimentado el escenario de incisos en los recortes de la tasa de política monetaria por parte de la FED y se ha seguido validando una expectativa de recortes de 100 pb de aquí a fines del próximo año. Con todo, algunos miembros del consejo parecen menos convencidos y siguen poniendo énfasis en la probabilidad de que la inflación se mantenga alta durante los próximos trimestres y necesite una Fed Funds que se mantiene más alta por un tiempo mayor.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: Con valorizaciones en niveles todavía elevados, son pocos los elementos que han hecho variar el balance de riesgos, y se sigue apuntando a una toma de riesgos baja. Potenciales cambios en el sentimiento de mercado podrían venir por la incertidumbre en torno a la política monetaria, posibilidad de una desaceleración mayor en EE. UU., ajustes a la baja en las expectativas de las ganancias de las compañías detrás de los retornos elevados de los índices accionarios y un entorno geopolítico, que como sabemos, sigue con una tensión mayor del que se estaba acostumbrado hasta hace unos años atrás.

RV EE.UU./Resto del Mundo: En China, la recuperación de las perspectivas y los activos ha continuado. Las bolsas locales han recuperado cerca de 20% desde mediados de enero. En parte esto se explica por la mejora en los datos efectivos del IT23, pero también por el impulso mayor que han mostrado las autoridades para llevar a cabo estímulos conducentes a apuntalar el mercado inmobiliario. Con todo, la principal fuente de cautela sigue siendo que estas medidas no parecen ser de la magnitud suficiente para significar un cambio sustancial en las perspectivas de consumidores e inversionistas.

RF Internacional: Las sorpresas a la baja en los datos económicos de EE. UU. estuvieron acompañadas de caídas en las tasas. Las de largo plazo se encuentran 20 pb abajo versus finales de abril. Estos niveles de todos modos mantienen espacios de amortiguamiento suficientes versus los niveles que recogen adecuadamente nuestras expectativas para la política monetaria y primas por plazo más normalizadas, por lo que mantenemos la leve sobre ponderación de la duración.

Tipo de Cambio: Las brechas versus fundamentales no se cierran con la apreciación impulsada por el precio del cobre, por lo que pensar en menores presiones por el lado de los diferenciales de tasas una vez iniciados los recortes de la FED sí podría llevar la moneda hacia niveles de apreciación mayores. Con todo, el camino hacia esos niveles sigue complicado, con presiones para el dólar global que no se pueden descartar, por lo que vemos espacio acotado para apreciaciones muy significativas de corto plazo en momentos en que el tipo de cambio se aproxime nuevamente a niveles bajo los 900 pesos.

RF Local: En el ámbito interno, la actividad económica ha tenido un desempeño mejor al previsto. Ello por cuanto estamos recibiendo un impulso externo mejor al esperado. La nota de cautela viene dada por la debilidad de la demanda interna. A lo anterior se agrega la significativa apreciación del peso en lo más reciente, que ayudaría a tener registros inflacionarios más contenidos. De hecho, los precios de mercado han ajustado a la baja la expectativa, convergiendo al 3% en la primera parte de 2025. Nuestra visión apunta en la misma dirección. Respecto a la política monetaria, el mensaje del Banco Central fue que todavía el escenario base apunta a seguir reduciendo la TPM en los próximos meses. Con todo, para la próxima reunión prevemos un recorte entre 25 y 50pb, en línea con lo implícito en los precios de mercado. En la parte larga de la curva, la elevada correlación entre las tasas locales y las externas debería ser transitoria, y las tasas de largo plazo volverían a responder a sus fundamentos, principalmente el elevado nivel de deuda pública, que debería generar una presión al alza.

RV Local: Realizamos ajustes acotados en las carteras, motivados principalmente por valorizaciones más ajustadas en algunas compañías y espacios que se abren en otras gracias a mejores perspectivas en sus fundamentales.

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

Las noticias económicas en EE. UU. apuntaron a una dinámica de la política monetaria menos restrictiva. Los datos de inflación frenaron las sorpresas al alza del primer trimestre. Por el lado de la actividad económica, el mercado laboral mostró una moderación mayor en abril, mientras que las cifras de consumo también se contuvieron. Así, vimos como las estimaciones del PIB del primer trimestre se corrigieron a la baja y las proyecciones del crecimiento del segundo se han movido más de 2 pp a la baja (gráfico 1).

Con esto, **el mercado ha mantenido alimentado el escenario de inicios en los recortes de la tasa de política monetaria por parte de la FED y se ha seguido validando una expectativa de recortes de 100 pb de aquí a fines del próximo año** (gráfico 2). Con todo, algunos miembros del consejo parecen menos convencidos y siguen poniendo énfasis en la probabilidad de que la inflación se mantenga alta durante los próximos trimestres y necesite una Fed Funds que se mantiene más alta por un tiempo mayor.

Los ejercicios de sensibilidad de acuerdo con las reglas de Taylor típicas muestran que un escenario en donde la tasa de política monetaria podría mantenerse en torno a los niveles actuales es uno donde la expectativa de inflación vuelve a apuntar hacia el 3% para el mediano plazo (un año adelante). Con esto, **el camino hacia adelante sigue requiriendo de datos que se mueven más en línea con el último mes y donde se deja atrás de manera clara las presiones mayores del primer trimestre.**

De ahí en más, son pocos los elementos que han hecho variar el balance de riesgos. Potenciales cambios en el sentimiento de mercado podrían venir por la incertidumbre en torno a la política monetaria, posibilidad de una desaceleración mayor en EE. UU., ajustes a la baja en las expectativas de las ganancias de las compañías detrás de los retornos elevados de los índices accionarios y un entorno geopolítico, que como sabemos, sigue con una tensión mayor del que se estaba acostumbrado hasta hace unos años atrás.

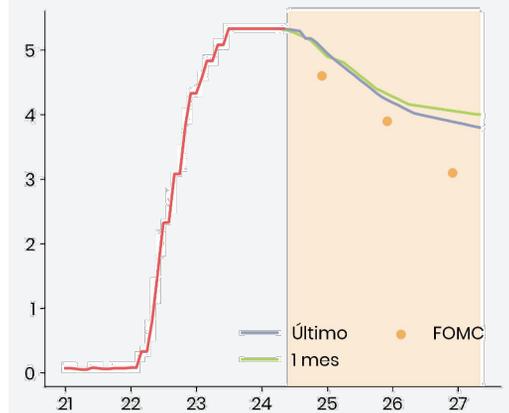
En China, la recuperación de las perspectivas y los activos ha continuado. Las bolsas locales han recuperado cerca de 20% desde mediados de enero (gráfico 3). En parte esto se explica por la mejora en los datos efectivos del primer trimestre, pero también por el impulso mayor que han mostrado las autoridades para llevar a cabo estímulos conducentes a apuntalar el mercado inmobiliario. El último plan conlleva la compra de viviendas finalizadas y no vendidas por parte de los gobiernos locales, así como un relajamiento mayor de los requisitos para las condiciones de financiamiento. Con todo, la principal fuente de cautela sigue siendo que estas medidas no parecen ser de la magnitud suficiente para significar un cambio sustancial en las perspectivas de consumidores e inversionistas.

GRÁFICO 1: EE. UU.: NOWCAST PIB 2T24 (T/T, SAAR, %)



Fuente: Reserva Federal de Atlanta y Estudios Security.

GRÁFICO 2: EE.UU. TPM (FED FUNDS, %)



Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: MSCI GLOBAL Y CHINA (ÍNDICE, OCT.23=100)



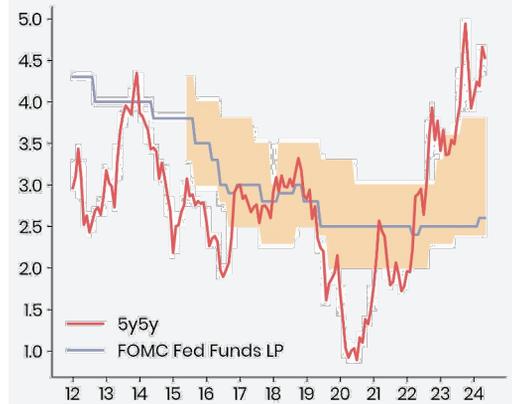
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

El plan de estímulo abarca un monto de alrededor de 0,6% del PIB, versus una necesidad estimada que sería mayor al 5% del PIB. Por otra parte, los problemas de financiamiento de los desarrolladores tampoco se subsanan relevantemente. **Así, mantenemos la subponderación de Asia Emergente versus EE. UU. dentro de los sesgos de la renta variable internacional.**

Las sorpresas a la baja en los datos económicos de EE. UU. estuvieron acompañadas de caídas en las tasas. Las de largo plazo se encuentran 20 pb abajo versus finales de abril. **Estos niveles de todos modos mantienen espacios de amortiguamiento todavía suficientes versus los niveles que recogen adecuadamente nuestras expectativas para la política monetaria y primas por plazo más normalizadas** (gráfico 4). Con todo, creemos que hay dos fuentes de riesgo que podrían motivar movimientos al alza, y que si bien, no son parte de los escenarios base, vale la pena monitorear de cerca. Primero está la incertidumbre en torno a la inflación de mediano plazo, que ha caído significativamente, de la mano con la caída de los valores efectivos. Nuevas sorpresas al alza podrían aumentar la dispersión de las expectativas y con ello las primas por plazo presentes en las tasas (gráfico 5). De manera similar, la incertidumbre en torno al nivel óptimo con el cual debe responder la FED también tiene un impacto en las primas por plazo, más allá del efecto directo en la convergencia implícita en la parte larga de las curvas. **Con todo, por el momento esos riesgos se ven contenidos o correctamente incorporados, por lo que mantenemos nuestra leve sobreponderación de la duración en la renta fija internacional.**

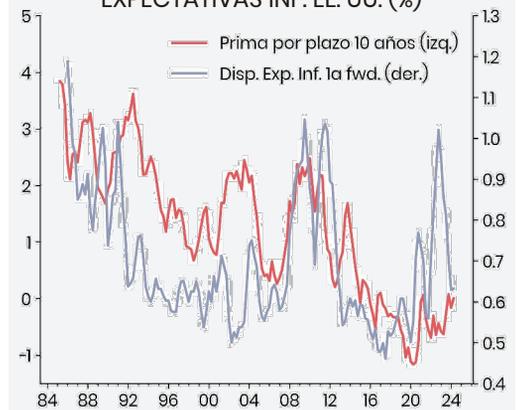
En el mes el tipo de cambio se apreció importantemente, gracias principalmente al movimiento al alza en el precio del cobre. Movimiento que se ha devuelto parcialmente en los últimos días. **Las brechas versus fundamentales y en términos del tipo de cambio real no se cierran con la apreciación impulsada por el precio del cobre (gráfico 6), por lo que pensar en menores presiones por el lado de los diferenciales de tasas una vez iniciados los recortes de la FED sí podría llevar la moneda hacia niveles de apreciación mayores.** Con todo, el camino hacia esos niveles sigue complicado, con presiones para el dólar global que no se pueden descartar, por lo que **vemos espacio acotado para apreciaciones muy significativas de corto plazo en momentos en que el tipo de cambio se aproxime nuevamente a niveles bajo los 900 pesos.**

GRÁFICO 4: EE. UU. TASAS (%)



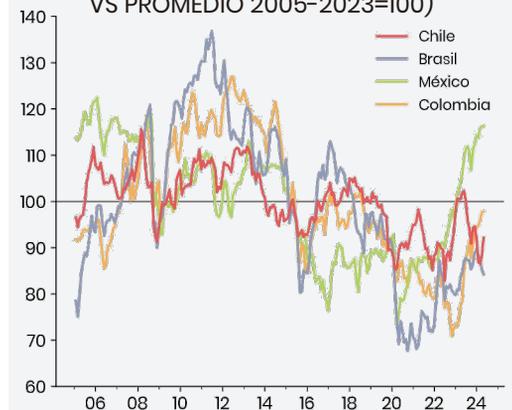
Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: PRIMA POR PLAZO E INCERT. EXPECTATIVAS INF. EE. UU. (%)



Fuente: Reserva Federal, Reserva Federal de Filadelfia y Estudios Security.

GRÁFICO 6: TIPO DE CAMBIO REAL (DESV. VS PROMEDIO 2005-2023=100)



Fuente: BCCh, BIS, Bloomberg y Estudios Security.

En el ámbito interno, en lo que va del año **la actividad económica ha tenido un desempeño mejor al previsto**, más allá de las cifras de cada mes. Ello por cuanto estamos recibiendo un impulso externo mucho mejor al esperado. La nota de cautela viene dada por la debilidad de la demanda interna, y por ende de presiones inflacionarias contenidas.

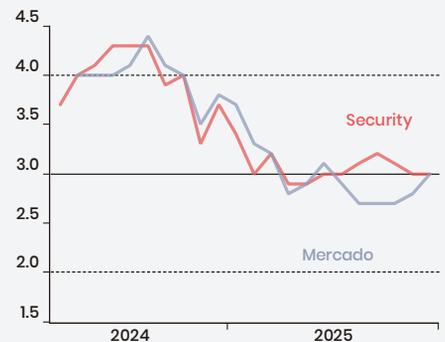
A lo anterior se agrega la significativa apreciación del peso en lo más reciente, que ayudaría a tener registros inflacionarios más contenidos que los observados en el primer cuatrimestre. De hecho, **los precios de mercado han ajustado a la baja la expectativa para la variación anual del IPC, convergiendo al 3% en la primera parte de 2025, nivel en el que se quedaría fluctuando por todo el horizonte de proyección. Nuestra visión apunta en la misma dirección, por lo que mantenemos el sesgo neutral entre pesos y UF.**

Respecto a la política monetaria, el mensaje del Banco Central de la última reunión –en la cual bajaron la TPM desde 6,5% a 6%– fue que todavía el escenario base apunta a seguir reduciendo la TPM en los próximos meses. Con todo, **para la próxima reunión preveemos un recorte entre 25 y 50pb, en línea con lo implícito en los precios de mercado.** En la parte larga de la curva se dio la corrección a la baja que esperábamos ante el ajuste de las tasas externas. Esta elevada correlación entre las tasas locales y las externas debería ser transitoria, y **las tasas de largo plazo volverían a responder a sus fundamentos, principalmente el elevado nivel de deuda pública, que debería generar una presión al alza. Con todo, en el corto plazo mantenemos el sesgo neutral.**

Para la **renta fija corporativa**, se mantuvo la actividad en términos de emisiones, pero concentrada en sector financiero no bancario y fondos inmobiliarios. Los **spreads continuaron relativamente estables**, luego de la baja que caracterizó el mes anterior. Este desempeño estaría relacionado con el repunte que se espera en los resultados de este año, con un IT24 que presentó un alza en el Ebitda trimestral a/a, aunque mayormente influenciado por tipo de cambio, con mejoras aún incipientes en términos de consumo. Si bien, destaca la recuperación en liquidez y menor endeudamiento financiero, quedamos atentos a cómo reaccionará el mercado ante la creciente necesidad de refinanciamiento frente a importantes montos de pasivos que vencen en los siguientes meses. Así, **nuestra posición sigue neutral en este activo, manteniendo un privilegio por calidad crediticia**, pero evaluando una posible toma de riesgo hacia la segunda mitad del año, una vez que se consoliden indicadores financieros más sólidos.

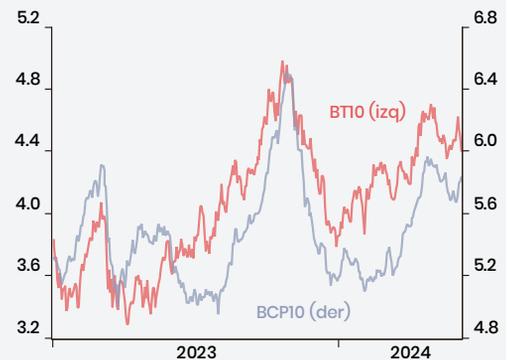
En renta variable local, este mes realizamos ajustes acotados en las carteras, motivados principalmente por valorizaciones más ajustadas en algunas compañías y espacio que se abren en otras gracias a mejores perspectivas en sus fundamentales. (Carteras Accionarias Security Junio 2024).

GRÁFICO 7: EXPECTATIVA IPC CHILE
(var % interanual)



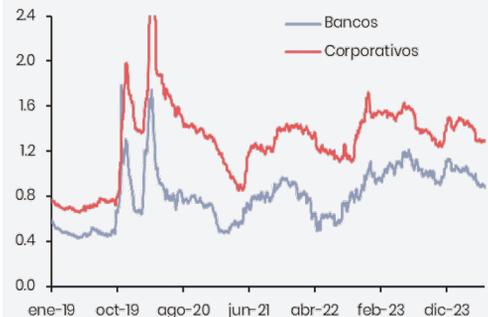
Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

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



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

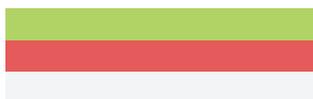
GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS LOCALES (P.P.)



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Junio 2024

	Benchmark	Cartera Junio	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	2.5
Caja	5%	2.5	2.5
0 a 1 año CLP	2.5%	2.5	2.5
0 a 1 año UF	2.5%	0	0
Gobierno Nominal	7.5%	0	0
1 a 3 años	5%	0	0
Más de 3 años	2.5%	0	0
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	-2.5
Desarrollados	22.5%	-2.5	-2.5
Money Market	2.5%	-2.5	-2.5
Investment Grade	10%	2.5	2.5
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-may.-24	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	8.1	3.8	3.2	13	22	20
Desarrollados	8.7	4.2	3.2	14	23	23
EE.UU.	10.3	4.6	3.3	15	26	28
Eurozona	6.9	3.3	3.9	12	18	24
Reino Unido	6.5	3.0	8.9	12	14	9
Japón	6.0	1.3	-1.3	11	16	19
Asia ex Japón*	-1.5	2.7	2.0	7	7	-5
Emergentes	2.5	0.3	2.7	6	9	-3
Asia	5.2	1.2	5.0	8	10	-1
China	6.3	2.1	9.7	4	2	-15
Latinoamérica	-12.2	-3.9	-7.3	-5	6	-5
Brasil	-18.0	-5.9	-12.6	-13	3	-15
México	-6.3	-2.8	-1.6	2	7	20
Chile	2.0	6.6	8.1	8	7	11
EMEA**	-3.3	-2.9	-3.8	1	7	-11
Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)	-3.3	1.5	-0.5	-1	0	-3
Euro	-1.8	1.5	0.3	0	2	1
Reino Unido	-0.1	1.7	0.6	1	3	1
Japón	-11.5	0.1	-5.0	-6	-12	-22
Emergentes	-1.0	0.5	-0.2	0	3	1
Argentina	-10.8	-2.1	-6.3	-148	-274	-645
Brasil	-8.1	-1.1	-5.6	-7	-3	-10
Chile	-4.9	4.4	4.9	-6	-13	-11
Colombia	0.2	1.5	1.6	4	13	-3
México	0.0	0.8	0.5	2	4	14
Perú	-0.6	1.0	1.5	0	-1	0
China	-2.0	-0.1	-0.7	-2	-2	-9

* 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 31-may.-24	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	4.9	64	-15	25	18	50	235
10 años	4.5	65	-17	26	16	88	167
Chile							
2 años	5.1	-3	-24	10	-68	-230	-271
10 años	5.3	43	-1	19	21	12	-75
Brasil							
2 años	11.0	137	19	113	97	-18	-164
10 años	11.9	150	5	113	104	26	-47
México							
2 años	10.2	55	-24	50	30	40	121
10 años	9.3	86	-26	67	49	95	83
Alemania 10 años							
Francia 10 años							
Italia 10 años							
España 10 años							
Reino Unido 10 años							
Japón 10 años							
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)							
Latam	485	43	53	66	28	-29	36
Brasil	256	-5	-1	-2	0	-46	-54
Chile	180	-21	-4	-18	-21	-29	-12
Colombia	358	21	-2	-1	-9	-104	-4
México	355	-47	-11	-31	-64	-105	-46
Perú	216	-6	-2	4	-5	-37	7
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)							
Asia	289	-72	-17	-31	-75	-99	-51
Europa	468	-39	4	12	-108	-245	-354
Latam	322	-62	-3	-29	-67	-117	-78
Investment Grade	199	-43	-6	-24	-62	-82	-52
High Yield	438	-80	7	-29	-82	-160	-96
Brasil	336	-65	-7	-26	-51	-122	-103
Chile	242	-94	-5	-61	-114	-143	-72
Colombia	443	-49	6	-17	-75	-175	5
México	283	-53	0	-22	-64	-70	-49
Perú	259	-82	-2	-34	-109	-125	-47
HG EE.UU.	88	-16	-3	-12	-23	-54	-52
HY EE.UU.	320	-14	2	-9	-64	-149	-102

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: [reqlamento](#). 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.