



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Julio 2024

Nuevas señales de normalización, pero aún no son suficientes

Resumen

A nivel mundial, la actividad económica se ha mantenido estable, con algunas mejoras en las perspectivas de la Eurozona y China, contrarrestadas por una leve pérdida de impulso en EE. UU. Donde las noticias han sido más claras es en la moderación de la inflación en esta última economía, con todos los datos del último mes sorprendiendo a la baja y entregando una renovada confianza de que el proceso de moderación en las variaciones de precio sigue en pie. En este contexto, los últimos mensajes de la FED han seguido apuntando a un manejo de los riesgos que privilegia la cautela, retrasando el inicio de la normalización de la postura de la política monetaria y manteniendo una posición claramente dependiente de los datos. Con todo, si se analiza el grueso de los datos del mercado laboral y la actividad económica en EE. UU., sigue teniendo sentido pensar en una economía que mantiene la tendencia de moderación.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: Los movimientos más recientes de las bolsas parecen más vulnerables a correcciones cuando se analiza cómo se mueven a la baja las perspectivas de crecimiento en los precios de los activos, lo que no alcanza a ser compensado con el relajamiento en las tensiones acerca de la política monetaria. Los premios por riesgo que mantienen las bolsas a nivel global se siguen viendo muy bajo y, con ello, siguen apuntando a una toma de riesgos que debería ser más cautelosa.

RV EE.UU./Resto del Mundo: Nuestra preferencia sigue estando enfocada en la bolsa de EE. UU. frente a la de mercados emergentes, en particular China. En esta última economía, las noticias han seguido siendo débiles en lo referente a la actividad, sobre todo en el sector inmobiliario, con caídas adicionales en varias métricas, a pesar de los anuncios de nuevos estímulos por parte de las autoridades en los últimos meses, probablemente ratificando la evaluación de que la magnitud de estos es muy limitada frente a las dimensiones de la crisis.

RV Local/Am. Latina: Decidimos iniciar una apuesta relativa en la cual consideramos que la bolsa chilena podría mostrar cierta superioridad en rendimiento frente a la de sus pares de la región, considerando la incertidumbre política más elevada en México y Brasil y pensando en los escenarios donde las elecciones municipales en Chile del segundo semestre entreguen buenos resultados para los mercados, con resultados que favorecen posiciones menos extremas.

Tipo de Cambio: Durante el mes, el tipo de cambio se depreció en algo más de 3%, principalmente debido a la corrección en el precio del cobre y a la estabilidad en niveles elevados del dólar a nivel global, a pesar del entorno más favorable para las tasas y los activos de riesgo. Para la segunda mitad del año, mantenemos nuestra posición favorable hacia el peso chileno, anticipando que parte de la brecha respecto a los fundamentos y la historia podría cerrarse, con menores riesgos provenientes de la política monetaria en EE. UU., así como un entorno local de incertidumbre potencialmente más favorable después de las elecciones, siempre y cuando se eviten resultados con posturas extremas.

RF Local: En el ámbito interno, la actividad económica ha decepcionado en el segundo trimestre, poniendo una nota de cautela sobre la recuperación. Nuestra visión, es que la economía seguirá creciendo en torno al 2%, aunque la debilidad de la demanda interna mantiene contenidas las presiones inflacionarias. El ente emisor señaló que gran parte del proceso de normalización monetaria ya se ha materializado, lo que a nuestro juicio lo hace mucho más dependiente de los próximos datos para continuar con las bajas de TPM. Si se da nuestro escenario de registros de IPC subyacente más contenidos, una apreciación del peso y una Fed que inicia los recortes de tasa en septiembre, el Banco Central continuaría con los ajustes en las próximas reuniones, aunque con una magnitud de solo 25pb. Además, al no tener grandes diferencias con el mercado en las proyecciones de inflación para los próximos meses mantenemos el sesgo neutral entre pesos y UF.

RV Local: Realizamos ajustes acotados en las carteras, de modo de dar mayor espacio a Enel Chile, debido al buen escenario hídrico que ha dejado un alto nivel de energía embalsada.

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

A nivel mundial, **la actividad económica se ha mantenido estable, con algunas mejoras en las perspectivas de la Eurozona y China, contrarrestadas por una leve pérdida de impulso en EE. UU.** (gráfico 1) Aunque en esta economía muchas señales son ambiguas; y el nivel de crecimiento anticipado en el corto plazo sigue siendo robusto. **Donde las noticias han sido más claras es en la moderación de la inflación en EE. UU.**, con todos los datos del último mes sorprendiendo a la baja y entregando una renovada confianza de que el proceso de moderación en las variaciones de precio sigue en pie.

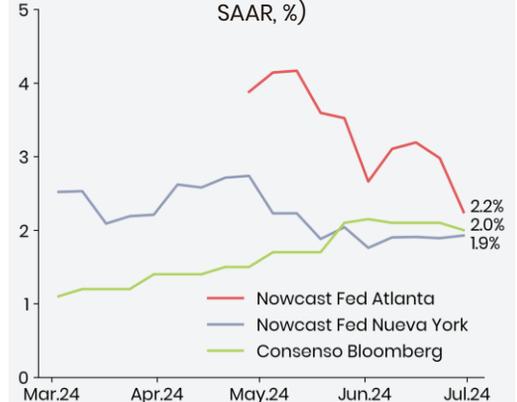
En este contexto, **los últimos mensajes de la FED han seguido apuntando a un manejo de los riesgos que privilegia la cautela.** Los ajustes de la última reunión indican menores recortes para este año, retrasando el inicio de la normalización de la postura de la política monetaria y manteniendo una posición claramente dependiente de los datos. En la Eurozona, si bien el Banco Central Europeo inició los recortes, el mensaje también apuntó a un relajamiento de la postura que no sería tan acelerado como anticipaba el mercado.

Con todo, **si se analiza el grueso de los datos del mercado laboral y la actividad económica en EE. UU., sigue teniendo sentido pensar en una economía que mantiene la tendencia de moderación** (gráfico 2). El conjunto de los indicadores del mercado laboral muestra que este se ha normalizado de manera relevante y que cualquier debilidad adicional por parte del consumo podría materializarse con más fuerza en un aumento del desempleo, propiciando un enfoque por parte de la FED algo más equilibrado entre sus dos objetivos. Ese parece ser el escenario más probable para la segunda mitad del año.

Asimismo, **la segunda mitad del año comenzará con un grado de incertidumbre que debería ir aumentando gradualmente a medida que se acerque la elección presidencial en EE. UU. y se resuelvan los focos de incertidumbre política en Europa.** Todo esto en un ambiente de riesgos geopolíticos que siguen elevados, donde no se pueden descartar resurgimientos de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China, dependiendo del devenir de las elecciones. Esto podría generar un ambiente menos propicio para la toma de riesgos.

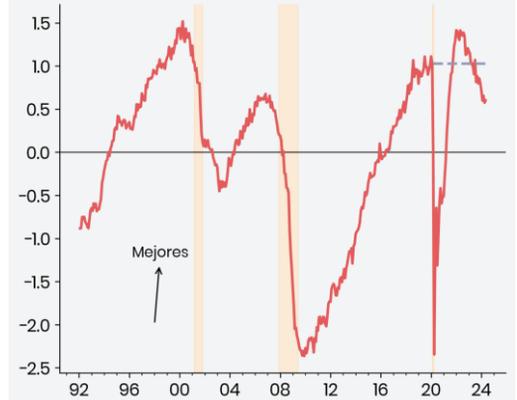
En este entorno, las bolsas continuaron acumulando ganancias en el último mes, impulsadas principalmente por el desempeño de algunas de las compañías más grandes y el optimismo en torno a la utilización de la inteligencia artificial. De todos modos, **los movimientos más recientes parecen más vulnerables a correcciones cuando se analiza el impulso en torno al crecimiento y las menores presiones en la política monetaria que se observan en otros precios de activos** (gráfico 3). **Los premios por riesgo que mantienen las bolsas a nivel global se siguen viendo muy bajos** (gráfico 4) y, con ello, siguen apuntando a una toma de riesgos que debería ser más cautelosa.

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



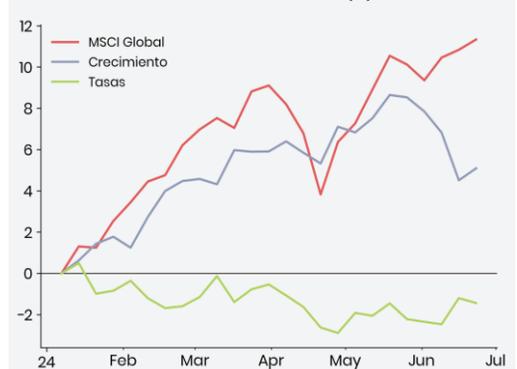
Fuente: Reserva Federal de Atlanta, Reserva Federal de Nueva York, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: INDICADOR COND. DEL MERCADO LABORAL EE.UU (0 = PROM. LARGO PLAZO)



Fuente: FRED y Estudios Security.

GRÁFICO 3: DESCOMPOSICIÓN DESEMPEÑO YTD MSCI GLOBAL (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

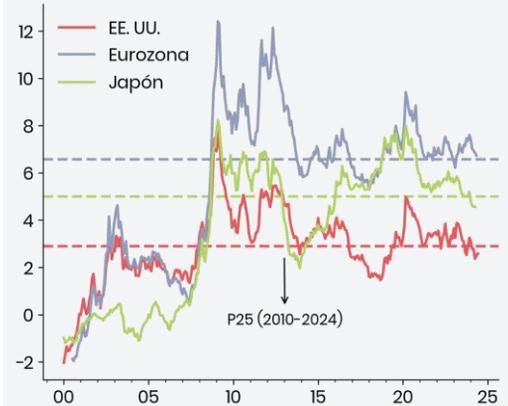
Nuestra preferencia sigue estando enfocada en la bolsa de EE. UU. frente a la de mercados emergentes, en particular China. En esta última economía, las noticias han seguido siendo débiles en lo referente a la actividad, sobre todo en el sector inmobiliario, con caídas adicionales en varias métricas, a pesar de los anuncios de nuevos estímulos por parte de las autoridades en los últimos meses, probablemente ratificando la evaluación de que la magnitud de estos es muy limitada frente a las dimensiones de la crisis.

En América Latina, la incertidumbre política volvió a ganar fuerza en el último mes de la mano de las elecciones en México (gráfico 5), donde tras la robusta victoria de la coalición de izquierda, el mercado puso mayor probabilidad a los escenarios de cambios más radicales en las posiciones fiscales. En Brasil, algunas señales de menor disciplina fiscal también encendieron las alertas de los mercados. Posterior a estas novedades, **decidimos iniciar una apuesta relativa en la cual consideramos que la bolsa chilena podría mostrar cierta superioridad en rendimiento frente a la de estos dos países, sobre todo pensando en los escenarios donde las elecciones municipales en Chile del segundo semestre entreguen buenos resultados para los mercados, evitando resultados que favorezcan posiciones extremas, así como en la depreciación del peso chileno del último mes, que le otorga un mayor espacio de recuperación a todos los activos locales.**

No hay mayores cambios en nuestra visión del resto de las clases de activos internacionales. Nuestra perspectiva sigue apuntando a que el escenario más probable para la política monetaria en EE. UU. es a la baja, por lo que, **al considerar el colchón que mantienen las tasas de largo plazo, preferimos mantener una posición con mayor duración, a pesar de la caída de las tasas de largo plazo de junio. Los spreads corporativos de la clase de activo high yield en EE. UU. siguen viéndose muy caros.**

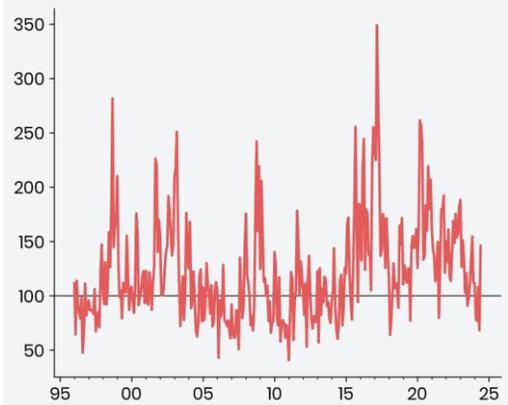
Durante el mes, el tipo de cambio se depreció en algo más de 3%, principalmente debido a la corrección en el precio del cobre y a la estabilidad en niveles elevados del dólar a nivel global, a pesar del entorno más favorable para las tasas y los activos de riesgo. **Para la segunda mitad del año, mantenemos nuestra posición favorable hacia el peso chileno, anticipando que parte de la brecha respecto a los fundamentos y la historia podría cerrarse, con menores riesgos provenientes de la política monetaria en EE. UU., así como un entorno local de incertidumbre potencialmente más favorable después de las elecciones, siempre y cuando se eviten resultados con posturas extremas.** De todos modos, ajustamos levemente los sesgos para mantener el mismo nivel de diferencial a favor del peso chileno referente al *benchmark*, después de considerar el aumento de la ponderación de la bolsa local.

GRÁFICO 4: PREMIO POR RIESGO ACCIONARIO (%)



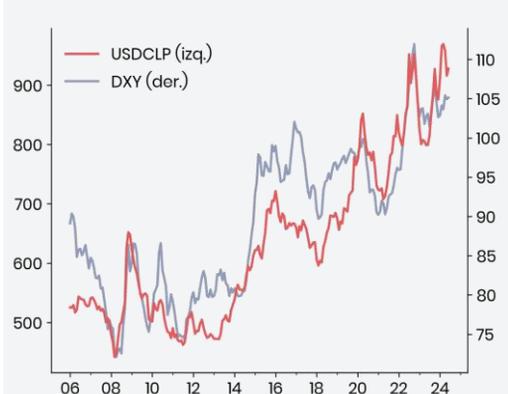
Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE POLÍTICA Y ECONÓMICA AM. LATINA



Fuente: Economic Policy Uncertainty y Estudios Security.

GRÁFICO 6: USDCLP Y DÓLAR GLOBAL



Fuente: BCCh, Bloomberg y Estudios Security.

En el ámbito interno, la actividad económica sorprendió al alza durante el primer trimestre, lo que incrementó las proyecciones de crecimiento para el año. No obstante, **las cifras del segundo trimestre han decepcionado, poniendo una nota de cautela sobre la recuperación.** Nuestra visión, más allá de la volatilidad de las cifras mes a mes, es que **la economía seguiría creciendo en torno al 2%**, nivel considerado el de tendencia, en los próximos trimestres. La nota de cautela viene dada por la debilidad de la demanda interna, y por ende de presiones inflacionarias contenidas.

En materia inflacionaria, los próximos registros serían más contenidos que los observados en el primer cuatrimestre, especialmente las medidas de inflación subyacente, que no incluyen ajustes en precios específicos como las tarifas eléctricas. Y si bien un alza por una vez en este ítem no debería afectar la política monetaria, la magnitud del ajuste hace que existan eventuales efectos de segunda vuelta que podrían condicionar el actuar del Banco Central.

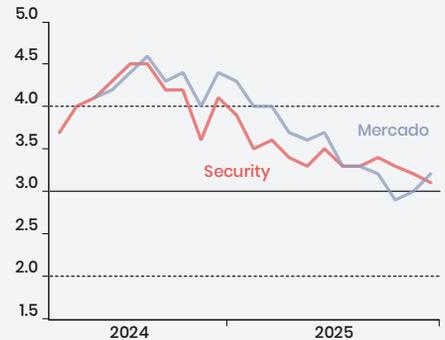
De hecho, el propio ente emisor señaló que gran parte del proceso de normalización monetaria ya se ha materializado, lo que a nuestro juicio lo hace mucho más dependiente de los próximos datos para continuar con las bajas de TPM. **Si se da nuestro escenario de registros de IPC subyacente más contenidos, una apreciación del peso y una Fed que inicia los recortes de tasa en septiembre, el Banco Central continuaría con los ajustes en las próximas reuniones, aunque con una magnitud de solo 25pb.**

En este contexto, al no tener grandes diferencias con el mercado en las proyecciones de inflación para los próximos meses **mantenemos el sesgo neutral entre pesos y UF.**

En **renta fija corporativa**, los **spreads presentaron bajas**, luego de la mayor estabilidad que predominó en mayo. **Nuevas colocaciones continúan acotadas en emisores de mayor clasificación**, esta vez sectores financiero no bancario y energía. Esta evolución en spreads se relacionaría 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 montos relevantes 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 última parte del año, una vez que se consoliden indicadores financieros más sólidos.

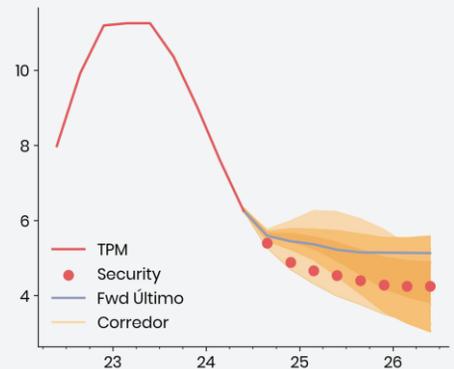
En renta variable local, este mes realizamos ajustes acotados en las carteras, de modo de dar mayor espacio a Enel Chile, debido al buen escenario hídrico que ha dejado un alto nivel de energía embalsada. [\(Carteras Accionarias Security Julio 2024\).](#)

GRÁFICO 7: EXPECTATIVA IPC CHILE
(var % interanual)



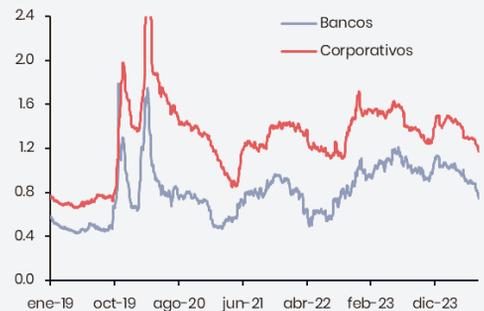
Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

GRÁFICO 8: CORREDOR DE TPM (%)



Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

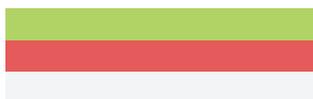
GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS LOCALES (P.P.)



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Julio 2024

	Benchmark	Cartera Julio	Cartera anterior
Renta Variable	40%	-5	-5
Renta Fija	60%	5	5
Renta Variable Extranjera	80%	-2.5	0
Desarrollados	48%	2.5	2.5
EE.UU.	28%	2.5	2.5
Europa	12%	0	0
Japón	8%	0	0
Emergentes	32%	-5.0	-2.5
Asia Emergente	21%	-2.5	-2.5
Latinoamérica	6%	-2.5	0
EEMEA	5%	0	0
Renta Variable Nacional	20%	2.5	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 28-jun.-24	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	10.3	1.2	2.4	10	19	32
Desarrollados	10.8	1.4	2.2	11	20	36
EE.UU.	14.1	2.8	3.7	14	25	43
Eurozona	2.9	-4.9	-4.1	3	8	31
Reino Unido	4.3	-2.2	2.5	5	9	14
Japón	5.2	-1.0	-4.0	6	10	26
Asia ex Japón*	-1.3	-1.3	1.4	-2	3	1
Emergentes	6.1	-0.2	4.4	6	9	5
Asia	10.0	0.5	7.1	10	12	6
China	3.5	-6.4	5.9	4	-5	-24
Latinoamérica	-18.2	-9.3	-14.0	-18	-10	4
Brasil	-21.8	-7.3	-14.5	-22	-12	-2
México	-16.9	-13.3	-17.2	-17	-10	15
Chile	-4.0	-9.5	0.5	-3	-4	24
EMEA**	0.3	1.4	0.3	1	6	1

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)	-4.5	-1.2	-1.3	-5	-3	-1
Euro	-3.1	-1.5	-0.8	-4	-2	2
Reino Unido	-0.8	-1.1	0.1	-1	0	4
Japón	-14.1	-2.5	-6.3	-14	-11	-18
Emergentes	-1.0	-0.7	-0.1	-1	3	3
Argentina	-13.0	-2.4	-6.6	-13	-257	-632
Brasil	-15.1	-8.3	-11.5	-15	-15	-6
Chile	-7.8	-4.8	4.0	-6	-18	-3
Colombia	-6.8	-7.7	-7.0	-7	0	-1
México	-8.1	-9.2	-10.4	-8	-7	9
Perú	-3.8	-2.5	-3.3	-4	-6	-1
China	-2.5	-0.5	-0.5	-3	0	-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 28-jun.-24	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	4.7	47	-24	10	44	0	160
10 años	4.3	48	-20	15	49	63	114
Chile							
2 años	5.3	13	18	12	16	-123	-310
10 años	5.4	46	9	21	51	34	-106
Brasil							
2 años	11.8	218	94	181	217	119	-142
10 años	12.4	198	59	138	198	144	-65
México							
2 años	10.3	58	4	52	56	74	71
10 años	9.4	96	12	66	94	138	44
Alemania 10 años	2.5	46	-9	19	56	16	85
Francia 10 años	3.3	74	25	50	84	45	112
Italia 10 años	4.1	37	18	37	49	9	40
España 10 años	3.4	43	8	27	53	6	60
Reino Unido 10 años	4.1	59	-9	27	65	-15	166
Japón 10 años	1.1	44	3	35	46	67	82
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)	399	22	47	60	21	-17	-58
Latam	562	120	119	167	121	88	22
Brasil	280	19	19	24	19	-7	-84
Chile	189	-12	6	0	-12	-8	-32
Colombia	368	31	-4	18	30	-59	-103
México	381	-22	19	11	-21	-48	-110
Perú	218	-4	-7	8	-5	-12	-31
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)	303	-54	1	-8	-53	-70	-81
Asia	299	-62	-2	-10	-61	-71	-72
Europa	474	-33	8	10	-68	-148	-414
Latam	332	-52	4	-6	-47	-82	-109
Investment Grade	212	-30	5	-5	-45	-53	-61
High Yield	446	-71	10	-5	-61	-119	-150
Brasil	348	-54	1	-5	-41	-88	-139
Chile	235	-101	-14	-48	-101	-130	-104
Colombia	442	-50	-2	-4	-49	-125	-97
México	300	-36	16	7	-37	-41	-48
Perú	257	-84	-4	-21	-89	-94	-74
HG EE.UU.	97	-7	9	4	-7	-37	-59
HY EE.UU.	318	-16	9	6	-14	-109	-208

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.