



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Agosto 2024



Renace el doble mandato de la FED, pero mercados se muestran cautos

Resumen

En Estados Unidos, el balance entre la actividad económica y la inflación sigue mostrando una tendencia positiva. Los indicadores laborales continúan favorables, con una tasa de desempleo que permanece en niveles bajos y una inflación en descenso. Este entorno refuerza la confianza de la Reserva Federal (FED) en que podría estar en condiciones de iniciar recortes de tasas en su reunión de septiembre. El mercado, por su parte, anticipa tres recortes de tasas durante el año en curso, con expectativas de una política monetaria más expansiva en los años siguientes. Como resultado, las tasas de interés han seguido una trayectoria descendente. A nivel global, el dólar ha mostrado una mayor estabilidad, aunque la incertidumbre ha aumentado en torno a las elecciones presidenciales en Estados Unidos. La atención se centra en los riesgos asociados con las reformas anticipadas y su posible impacto en el entorno económico.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: Al balance de riesgos se suma una creciente incertidumbre geopolítica, al mismo tiempo que persisten las preocupaciones sobre la capacidad de las empresas para cumplir con las expectativas que se han acumulado en los últimos meses. Esto ocurre en un escenario macroeconómico que, si bien podría beneficiarse de la moderación de la inflación, no está exento de la posibilidad de una desaceleración económica más pronunciada. En este marco, la estrategia de inversión sigue favoreciendo una subponderación de la renta variable en comparación con la renta fija.

RV EE.UU./Resto del Mundo: Tras los recientes datos de China y con perspectivas de que el panorama podría volverse más desafiante para el dólar global y los activos de mercados emergentes como consecuencia de potenciales cambios políticos en EE. UU., mantenemos nuestra preferencia por la renta variable de mercados desarrollados sobre la de mercados emergentes, con una inclinación particular hacia Estados Unidos frente a China.

RF Internacional: Después de las recientes caídas en las tasas de largo plazo en Estados Unidos, los riesgos asociados a la duración internacional se perciben ahora más equilibrados, especialmente al considerar escenarios donde podrían resurgir presiones inflacionarias o un incremento en las primas fiscales bajo un eventual gobierno de Trump. En consecuencia, hemos ajustado nuestra posición en la duración internacional a una postura neutral, al tiempo que mantenemos una posición corta en la renta fija corporativa de mayor riesgo crediticio en Estados Unidos.

Tipo de Cambio: El tipo de cambio enfrentó un mes desafiante, principalmente debido a la caída en el precio del cobre y a la estabilidad del dólar en niveles elevados a nivel global, a pesar del entorno más favorable para las tasas. De cara a la segunda mitad del año, mantenemos una perspectiva favorable hacia el peso chileno, anticipando que parte de la divergencia respecto a los fundamentos y la tendencia histórica podría corregirse. Esto se basa en la expectativa de menores riesgos derivados de la política monetaria en Estados Unidos, así como un entorno local potencialmente más estable después de las elecciones, siempre y cuando se eviten resultados que favorezcan posturas extremas.

RF Local: La actividad económica ha decepcionado durante el segundo trimestre, revirtiendo la sorpresa al alza del primer trimestre. En inflación, el escenario ha sido algo similar, acompañado además de una moderación en los indicadores subyacentes. Sin embargo, el reajuste de precios regulados que estaban pendientes, junto con la depreciación del tipo de cambio, han impulsado las expectativas de inflación de corto plazo. Nuestras proyecciones anticipan menos inflación que el mercado para el segundo semestre, lo que nos llevó a tomar un sesgo en contra de las UF de corto plazo. En política monetaria, el Banco Central realizó una pausa en los ajustes en la reunión de julio, entregando un mensaje más condicional a los datos de los próximos meses. De materializarse nuestro escenario, es posible que el Banco Central retome los ajustes en el último trimestre del año, llevando la TPM a 5,25% a diciembre.

RV Local: Este mes disminuimos la exposición al sector bancario ante perspectivas de una menor inflación frente al mercado para la segunda mitad del año, dando un mayor espacio al sector eléctrico 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

En Estados Unidos, el balance entre la actividad económica y la inflación ha mostrado una tendencia favorable. Al cierre del segundo trimestre, la economía mantuvo un ritmo de crecimiento sólido, aunque ligeramente más moderado en comparación con el dinamismo observado el año pasado. Los indicadores laborales continúan siendo favorables, con una tasa de desempleo que permanece baja, mientras que la inflación sigue una trayectoria descendente.

Este escenario parece reforzar la confianza de la Reserva Federal (FED) en que las condiciones necesarias para iniciar los recortes de tasas podrían estar para la reunión de septiembre. La evaluación actual sugiere que el mercado laboral, que en el pasado fue un factor de presión inflacionaria, ya no representa un riesgo significativo en ese aspecto, permitiendo a la FED enfocarse más equitativamente en la gestión de sus objetivos de inflación y empleo.

En este contexto, el mercado continúa anticipando tres recortes de tasas a lo largo del presente año, con una política monetaria más expansiva prevista para los años siguientes (ver gráfico 1). La percepción de que el desempleo podría superar las expectativas iniciales está ganando tracción, lo que podría justificar una moderación más significativa en la postura monetaria de la FED. Como resultado, las tasas de interés han mostrado una tendencia a la baja, y la curva de rendimientos se ha empujado de manera más pronunciada.

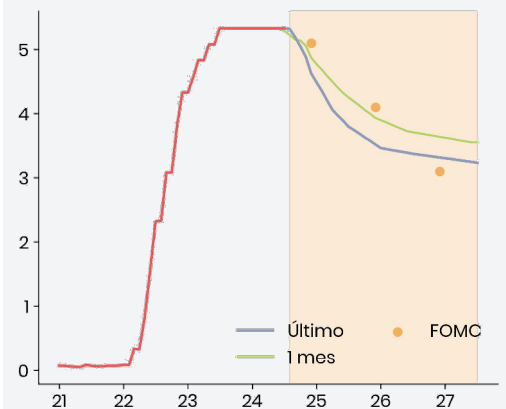
En cuanto al dólar, su valor a nivel global ha mostrado una mayor estabilidad. Esto se debe a que las presiones bajistas derivadas de la disminución de la inflación y la proximidad de los recortes de tasas han sido contrarrestadas por la creciente incertidumbre en torno a las elecciones presidenciales en Estados Unidos (ver gráfico 2).

En relación con lo anterior, la atención se ha centrado en los riesgos asociados con las reformas anticipadas. **Aunque persiste una considerable incertidumbre sobre los cambios que se concretarían bajo un nuevo gobierno de Trump, parece cada vez más probable que los escenarios de riesgo negativos para los mercados ganen relevancia.** Entre los posibles escenarios más discutidos, destacan el aumento de tarifas y una consecuente guerra comercial, así como la posibilidad de un estímulo fiscal más agresivo, lo que podría generar presiones inflacionarias y desafíos para la estabilidad fiscal.

En muchos de los escenarios previstos, el dólar global emerge como uno de los activos más impactados, enfrentando presiones alcistas que podrían persistir. Asimismo, el panorama para los mercados emergentes y los activos más riesgosos en general podría verse afectado negativamente por las consecuencias de estas reformas (ver gráfico 3).

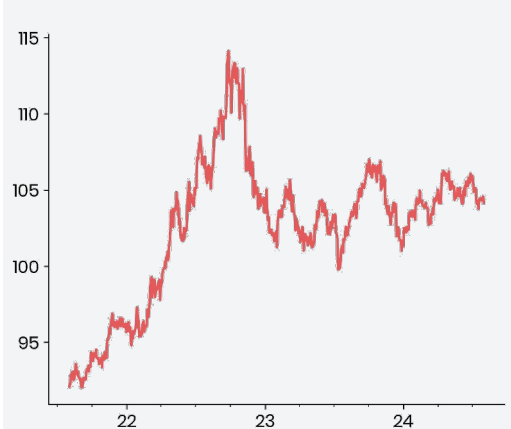
En este sentido, la situación en China no ha contribuido favorablemente, ya que los datos recientes de actividad económica presentan un panorama poco alentador (ver gráfico 4). La economía continúa enfrentando dificultades debido al lastre generado por la contracción del mercado inmobiliario y el bajo nivel de consumo privado. Si bien esta situación ha sido parcialmente compensada por mejoras en la producción industrial y un impulso en las exportaciones, persisten dudas significativas sobre la sostenibilidad de estas tendencias, especialmente considerando el posible impacto de la imposición de nuevas tarifas comerciales.

GRÁFICO 1: FED FUNDS (%)



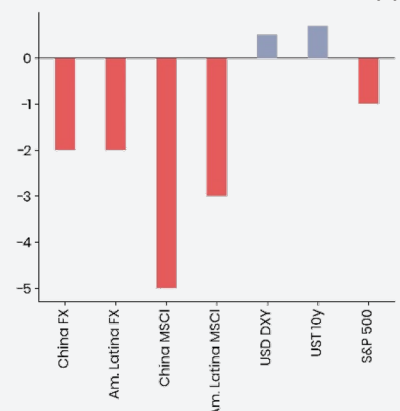
Fuente FRED, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: DÓLAR GLOBAL



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: RETORNO ACTIVOS EN EPISODIOS DE ANUNCIOS DE TARIFAS EN 2019 (%)



* Considera el promedio de 3 episodios de 3 días cada uno, ponderados por la magnitud de las tarifas anunciadas.

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Aunque las medidas anunciadas por las autoridades chinas parecen orientarse en la dirección correcta, no es raro que estén rodeadas de una considerable incertidumbre en cuanto a su magnitud y los efectos finales.

Mientras tanto, el sentimiento del mercado ha continuado siendo relativamente favorable. A pesar de que las bolsas experimentaron correcciones en el último mes, estas se enmarcan en una tendencia alcista que se ha mantenido durante varios meses. **Como resultado, las valorizaciones se mantienen elevadas y los premios por riesgo continúan siendo bajos.**

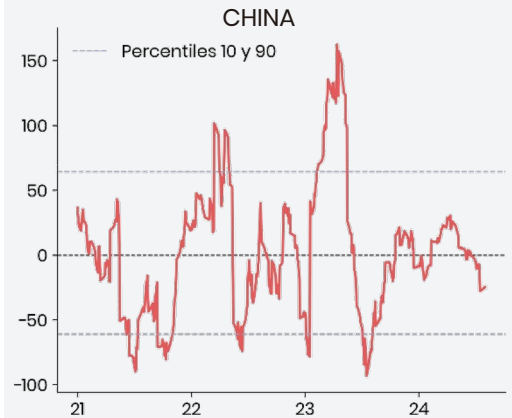
En este contexto, se suma una creciente incertidumbre geopolítica al balance de riesgos, donde persisten las preocupaciones sobre la capacidad de las empresas para cumplir con las expectativas que se han acumulado en los últimos meses. Esto ocurre en un escenario macroeconómico que, si bien podría beneficiarse de la moderación de la inflación, no está exento de la posibilidad de una desaceleración económica más pronunciada. **En este marco, la estrategia de inversión sigue favoreciendo una subponderación de la renta variable en comparación con la renta fija.**

Tras los recientes datos de China y con perspectivas de que el panorama podría volverse más desafiante para el dólar global y los activos de mercados emergentes, mantenemos nuestra preferencia por la renta variable de mercados desarrollados sobre la de mercados emergentes, con una inclinación particular hacia Estados Unidos frente a China. Además, seguimos observando una oportunidad de mejor rendimiento en la bolsa local en comparación con sus pares de América Latina. Este potencial podría verse impulsado por las perspectivas en torno a las elecciones municipales en Chile del segundo semestre, siempre que se eviten resultados que favorezcan posiciones extremas.

Después de las recientes caídas en las tasas de largo plazo en Estados Unidos, los riesgos asociados a la duración internacional se perciben ahora más equilibrados, especialmente al considerar escenarios donde podrían resurgir presiones inflacionarias o un incremento en las primas fiscales bajo un eventual gobierno de Trump (ver gráfico 5). En consecuencia, hemos ajustado nuestra posición en la duración internacional a una postura neutral, al tiempo que mantenemos una posición corta en la renta fija corporativa de mayor riesgo crediticio en Estados Unidos.

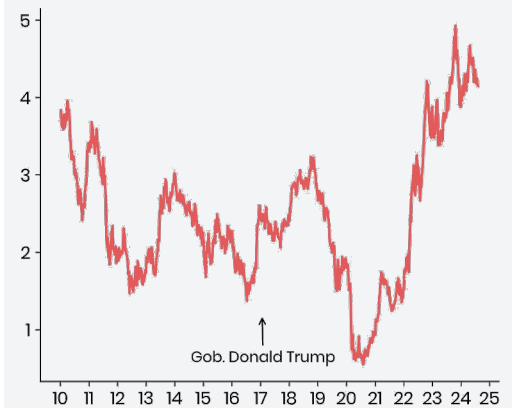
Por otro lado, el tipo de cambio enfrentó un mes desafiante, principalmente debido a la caída en el precio del cobre (ver gráfico 6) y a la estabilidad del dólar en niveles elevados a nivel global, a pesar del entorno más favorable para las tasas. **De cara a la segunda mitad del año, mantenemos una perspectiva favorable hacia el peso chileno, anticipando que parte de la divergencia respecto a los fundamentos y la tendencia histórica podría corregirse. Esto se basa en la expectativa de menores riesgos derivados de la política monetaria en Estados Unidos, así como un entorno local potencialmente más estable después de las elecciones, siempre y cuando se eviten resultados que favorezcan posturas extremas.**

GRÁFICO 4: SORPRESAS ECONÓMICAS



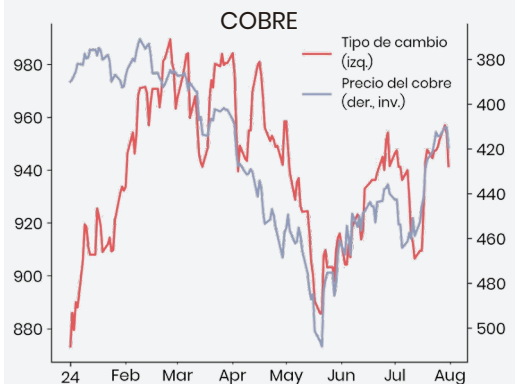
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: TASA 10 AÑOS (%) EE.UU



Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

GRÁFICO 6: TIPO DE CAMBIO Y PRECIO DEL



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

La actividad económica en Chile creció 1,6% en términos interanuales en el segundo trimestre, por debajo de lo previsto (2,7% acorde a la Encuesta de Expectativas de abril) y revirtiendo la sorpresa al alza del primer trimestre, cuando creció 2,3% vs el 1,5%-2% esperado. En materia de inflación ocurrió algo similar, durante el primer trimestre las cifras sorprendieron al alza (1,6% acumulado), mientras que en el segundo a la baja (0,7% acumulado). Además, con una moderación en los indicadores subyacentes, con aumentos 2% y 0,7%, respectivamente.

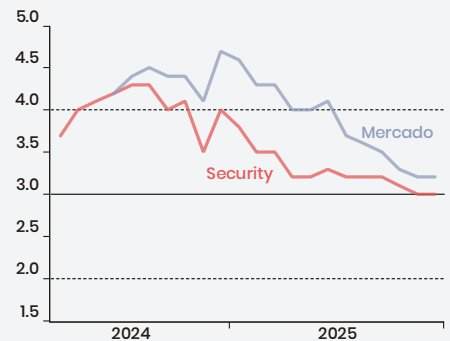
No obstante, el anuncio de reajustes de precios regulados que estaban pendientes (tarifas eléctricas, locomoción colectiva), junto con el alza del tipo de cambio han impulsado las expectativas de inflación de corto plazo, llevando la expectativa para la variación interanual del IPC a 4,7% a diciembre y postergando la convergencia al 3% hacia fines de 2025. Nuestras proyecciones al incorporar esta información anticipan menos inflación que el mercado para el segundo semestre, lo que nos llevó a tomar un sesgo en contra de las UF de corto plazo.

En materia de política monetaria, el Banco Central realizó una pausa en los ajustes en la reunión de julio, entregando un mensaje más condicional a los datos de los próximos meses. Con todo, también señaló que la TPM seguirá reduciéndose durante el horizonte de política monetaria. A nuestro juicio, la trayectoria de la tasa va a depender mucho más de lo que ocurra con las cifras de inflación, tipo de cambio y el proceso de normalización en EE.UU. De materializarse nuestro escenario de menor inflación que lo implícito en los precios de mercado para el segundo semestre, con la Fed iniciando las bajas de tasas en septiembre y un tipo de cambio que se acerque nuevamente a los \$900, es posible que el Banco Central retome los ajustes en el último trimestre del año, llevando la TPM a 5,25% a diciembre.

En renta fija corporativa, los spreads mantuvieron una tendencia a la baja, aunque más moderada que en junio, con colocaciones que siguen contenidas, frenando signos incipientes de mayor actividad de meses previos. Las expectativas de resultados del 2T24 apuntan a un fuerte aumento en Ebitda, consecuencia de una baja base de comparación (particularmente en industrias cíclicas) y un aporte importante de sectores ligados a materias primas, esencialmente celulosa, sumándose el impacto de un tipo de cambio depreciado. De confirmarse, se ratificaría la mejora en liquidez y el menor endeudamiento observados en el reporte anterior, aunque será necesario evaluar si la recuperación del consumo interno y los precios de commodities consolidan este desempeño en la segunda mitad del año. Por el momento, nuestro posicionamiento continúa neutral en este activo, priorizando calidad crediticia.

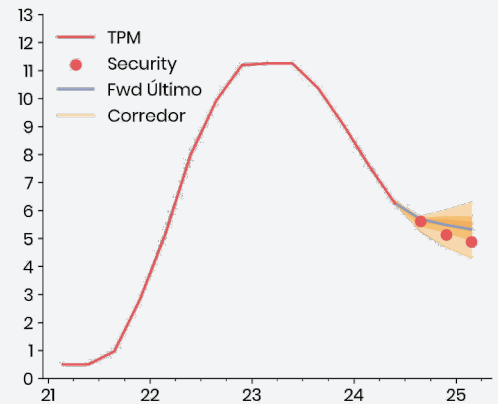
En renta variable local, este mes disminuimos la exposición al sector bancario, ante perspectivas de una menor inflación frente al mercado para la segunda mitad del año, dando un mayor espacio al sector eléctrico, debido al buen escenario hídrico que ha dejado un alto nivel de energía embalsada. (Carteras Accionarias Security Agosto 2024).

GRÁFICO 7: EXPECTATIVA IPC CHILE (var % interanual)



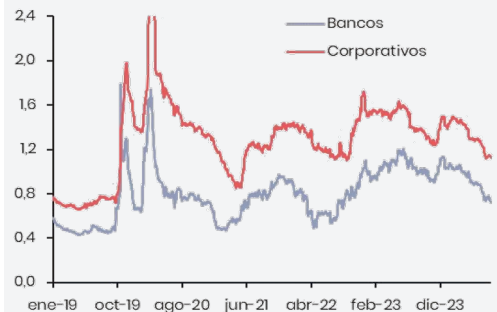
Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

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 Agosto 2024

	Benchmark	Cartera Agosto	Cartera anterior
Renta Variable	40%	-5	-5
Renta Fija	60%	5	5
Renta Variable Extranjera	80%	-2.5	-2.5
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	-5.0
Asia Emergente	21%	-2.5	-2.5
Latinoamérica	6%	-2.5	-2.5
EEMEA	5%	0	0
Renta Variable Nacional	20%	2.5	2.5
Renta Fija Nacional	65%	2.5	2.5
Caja	5%	2.5	2.5
0 a 1 año CLP	2.5%	5.0	2.5
0 a 1 año UF	2.5%	-2.5	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%	0	-2.5
Investment Grade	10%	0	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-jul.-24	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	10.2	-0.3	5.9	10	13	26
Desarrollados	10.9	-0.2	6.3	10	15	28
EE.UU.	13.6	-0.7	7.8	12	18	32
Eurozona	3.5	-0.1	0.1	3	5	29
Reino Unido	7.3	2.8	3.9	9	7	16
Japón	7.8	2.3	3.0	3	11	21
Asia ex Japón*	-1.0	0.8	3.2	3	-1	-1
Emergentes	4.7	-1.5	2.5	10	2	8
Asia	7.8	-2.1	3.8	14	5	9
China	-1.3	-4.7	-5.2	10	-17	-17
Latinoamérica	-18.6	-0.5	-10.9	-14	-15	2
Brasil	-21.7	0.1	-10.1	-17	-18	-5
México	-18.2	-1.7	-15.2	-17	-15	18
Chile	-3.2	1.5	1.1	7	-10	17
EMEA**	2.5	2.5	2.9	4	1	1
Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)	-2.6	1.8	2.1	-1	-2	1
Euro	-2.1	0.8	1.2	0	-2	5
Reino Unido	0.8	1.5	2.5	1	0	4
Japón	-6.7	6.9	4.4	-3	-6	-14
Emergentes	-1.0	0.2	0.5	0	1	4
Argentina	-15.3	-2.0	-6.3	-13	-239	-607
Brasil	-16.1	-0.1	-8.6	-14	-19	-9
Chile	-7.8	0.5	1.8	-1	-12	-6
Colombia	-5.0	1.7	-3.6	-4	-3	5
México	-9.4	-1.0	-8.5	-8	-11	9
Perú	-0.7	2.8	0.9	2	-3	4
China	-1.5	1.1	0.4	-1	-1	-7

* 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-jul.-24	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	4.3	9	-44	-71	11	-54	143
10 años	4.1	24	-37	-58	14	15	150
Chile							
2 años	5.1	-2	-20	-23	56	-62	-408
10 años	5.2	34	-17	-11	43	19	-115
Brasil							
2 años	11.6	197	-20	80	192	134	-137
10 años	11.7	131	-68	-14	110	81	-114
México							
2 años	10.0	33	-34	-47	31	32	127
10 años	9.2	75	-33	-37	57	90	113
Alemania 10 años	2.3	29	-29	-28	15	-17	154
Francia 10 años	3.0	46	-33	-4	36	0	168
Italia 10 años	3.7	2	-38	-20	1	-36	75
España 10 años	3.1	13	-35	-24	-2	-38	127
Reino Unido 10 años	3.9	39	-29	-38	13	-28	213
Japón 10 años	1.1	44	0	18	32	44	87
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBI)	410	33	6	58	20	24	-55
Latam	569	128	-4	137	123	124	43
Brasil	284	23	1	27	3	32	-57
Chile	202	1	10	17	-5	22	-24
Colombia	380	43	1	20	10	8	-64
México	388	-14	0	23	-11	-18	-80
Perú	230	8	8	12	3	10	-14
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)	309	-48	6	6	-38	-52	-107
Asia	298	-63	0	-8	-46	-74	-109
Europa	495	-12	21	31	-4	-93	-431
Latam	339	-45	7	14	-40	-42	-130
Investment Grade	228	-15	15	23	-12	-13	-71
High Yield	445	-73	-1	14	-65	-79	-187
Brasil	348	-54	0	5	-47	-57	-153
Chile	255	-80	22	8	-73	-69	-128
Colombia	461	-31	19	25	-42	-41	-84
México	307	-29	6	24	-20	-15	-70
Perú	264	-76	8	4	-66	-52	-126
HG EE.UU.	97	-7	3	6	-5	-22	-55
HY EE.UU.	325	-9	4	7	-34	-54	-155

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.