



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Julio 2019

## ENTORNO GLOBAL:

Mantenemos la cautela

## ESCENARIO LOCAL:

Se posterga la recuperación

## MONEDAS:

No esperamos que el dólar continúe debilitándose a esta velocidad

## RENTA FIJA INTERNACIONAL:

Spreads corporativos para tomar riesgo en emergentes

## RENTA FIJA LOCAL:

Caída en compensaciones inflacionarias parece excesiva

## RENTA VARIABLE INTERNACIONAL:

Sin grandes apuestas por regiones

## RENTA VARIABLE LOCAL:

Panorama algo más favorable en el margen, pero mantenemos balance de riesgos moderados

## Resumen

•Durante el mes pasado se produjo una fuerte reversión en mal desempeño de mayo, por las buenas señales en torno a conflicto EE.UU.-China que se confirmaron con el acuerdo de suspensión de tarifas y también por el giro hacia una política monetaria más expansiva a nivel global. Nuestro escenario base sigue incorporando una relación EE.UU.-China con vaivenes, por lo que mantenemos la recomendación de subponderar la renta variable, especialmente debido a que los activos no están baratos.

•El fortalecimiento de las monedas respecto al dólar se explica por mayor apetito por riesgo y la expectativa de condiciones financieras globales más expansivas. Sin embargo, en materia de crecimiento no ha habido grandes cambios, por lo que deberemos esperar para un debilitamiento adicional del dólar a nivel global. El nivel actual del tipo de cambio local se condice con factores globales.

•En la renta variable internacional, mantenemos la visión de no hacer grandes apuestas por regiones, aunque preferimos EE.UU. sobre la Eurozona, basados en el balance de riesgo entre ambos.

•En la renta fija internacional, nuestro escenario base incorpora alzas acotadas en las tasas estadounidenses y recomendamos sobreponderar los instrumentos corporativos de la región en desmedro del segmento *Investment grade* estadounidense, que tiene menor capacidad de acomodar caídas en *spreads*.

•En la renta fija local, llama la atención la caída en las expectativas de inflación, incluso para plazos más largos, pese al mayor estímulo. Creemos que esta es excesiva y se revertirá en los próximos meses, lo que nos lleva a preferir instrumentos en UF sobre los nominales.

•En la renta variable local, el panorama es algo más favorable en el margen para las compañías, despejándose parte de los factores de presión. Sin embargo mantenemos un balance de riesgos moderados, a la espera de mayores signos de recuperación de las utilidades de las compañías.

## Visiones por Clases de Activo – Julio 2019

	Tasas Cortas *	Tasas Largas *	Acciones	Monedas vs. US\$ **
Global	-	=	-	
Estados Unidos	-	=	+	
Europa	=/-	=	-	=
Japón	=	=	=	=
Emergentes				
Latam	=/-	=	=	=
Asia	=/-	=/-	=	=
Chile	-	=	=	=

\*(-) caída, (+) alza en nivel de tasas nominales.

\*\*(-) depreciación, (+) apreciación respecto al dólar.

## Entorno Global: Mantenemos la cautela

Durante el mes pasado se produjo una fuerte reversión en mal desempeño de mayo, con la mayor parte de los activos, tanto en bolsas como renta fija, rentando positivo, a lo que se sumó un debilitamiento del dólar más o menos transversal.

En parte esto se explica por las buenas señales en torno a conflicto EE.UU.-China que se fueron dando durante junio, las que se confirmaron al menos por ahora tras la reunión entre los líderes de ambos países el fin de semana, que finalizó con el acuerdo de suspender por ahora la imposición de las últimas tarifas anunciadas.

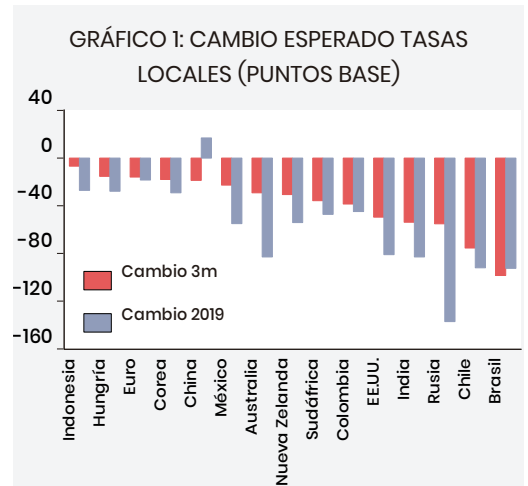
Pero igual o más importante, ha sido el giro hacia una política monetaria más expansiva a nivel global. Un cambio que se ha ido confirmando para la Fed (*Correo Security 18 de junio*), se extendió al Banco Central Europeo y para un grupo importante de autoridades en el mundo emergente (gráfico 1) que al no tener la presión de tasas al alza desde las principales economías (principalmente de EE.UU.) pueden enfocarse en el cierre de las brechas de actividad internas.

Nuestro escenario base sigue incorporando una relación EE.UU.-China con vaivenes (*Portafolios Security junio 2019*), por lo que mantenemos la recomendación de subponderar la renta variable, especialmente debido a que los activos no están baratos. También mantenemos la expectativa de próximos recortes de TPM en EE.UU. y en Chile (ambos en septiembre) y durante el año en otros países como Brasil y México.

En el corto plazo, además del resurgimiento de la tensión comercial, existen dos riesgos globales adicionales. El primero tiene que ver con una Fed que no valida completamente lo incorporado en los precios de mercado, que anticipan un recorte en la próxima reunión a fines de mes y un total de 3 al cierre de año (gráfico 2). El impacto de que esto ocurra es análogo a un alza de tasas, con efectos negativos sobre la bolsa y fortaleciendo el dólar.

Otro riesgo es que el estímulo que anticipamos por parte de las autoridades chinas no necesariamente vendría pronto. Esto porque las cifras de actividad, en particular ligadas a la demanda interna, no han mostrado un deterioro significativo que lo amerite (gráfico 3). De continuar postergándose, no esperamos un rápido repunte adicional en activos ligados a este, como el cobre.

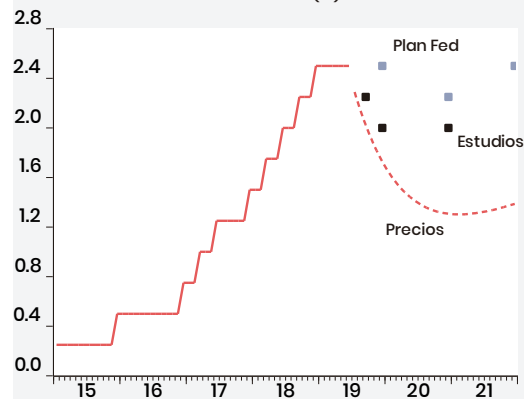
Por ahora mantenemos la posición de cautela, reflejada en la menor exposición a la renta variable, toma de riesgo en emergentes a través de bonos corporativos en dólares, mayor duración dentro de la renta fija, una exposición en línea con el benchmark a la parte local dentro de esta y una preferencia por instrumentos en UF, a la espera de una recuperación en expectativas de inflación de mayor plazo, que creemos bajas para el contexto global e interno.



Fuente: Estudios Security.

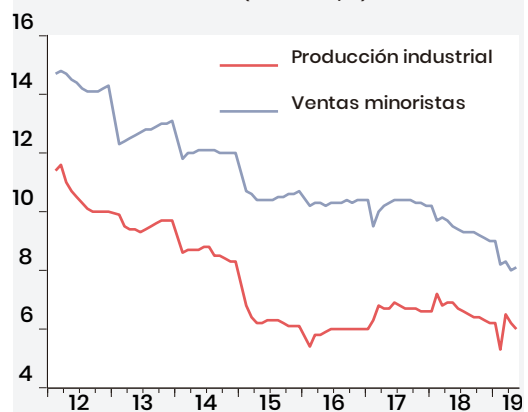
Nota: Medido a través de cambios en swaps en moneda local a dos años.

Gráfico 2: Trayectoria Esperada TPM EE.UU. (%)



Fuente: Fed y Estudios Security.

Gráfico 3: Indicadores de Actividad China (Var. % A/A)



Fuente: NBS y Estudios Security.

## Escenario Local: Se Posterga la Recuperación

La primera mitad del año ha tenido un desempeño económico muy por debajo de lo previsto. A nuestro juicio la principal razón viene por un *shock* externo, gatillado por la incertidumbre en torno a la guerra política-comercial entre EE.UU. y China, que ha aumentado la aversión al riesgo, deteriorado las confianzas, apoyado salida de capitales, impulsando caídas en los precios de las materias primas, deteriorando de términos de intercambio; en definitiva, un círculo vicioso para las economías emergentes. En el caso chileno se sumó además la paralización en la minería por factores climáticos, que exacerbó el mal desempeño.

Nuestro escenario base asume que la incertidumbre se mantendría elevada, lo que llevó a moderar la expectativa de una marcada recuperación. Pero también prevemos que no habría un deterioro adicional, en un contexto en el cual los mayores estímulos globales (Fed, BCE) podrían apoyar la toma de riesgo.

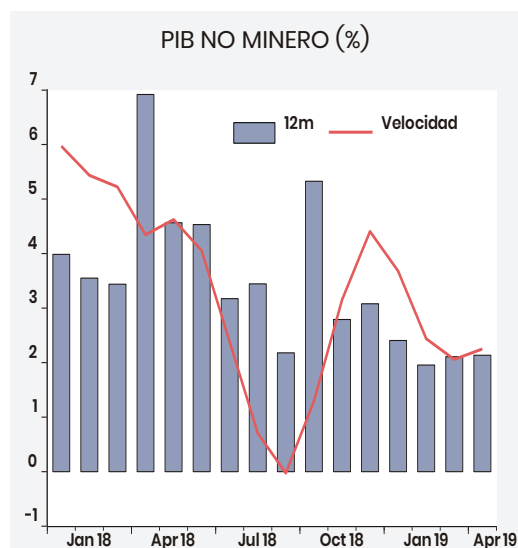
A esto se suma que las condiciones financieras locales permanecerán expansivas por más tiempo, con la TPM que bajaría otros 25pb en septiembre, y no subiría en los próximos trimestres. **Así, seguimos previendo una reaceleración del crecimiento del PIB, que empezaría con menor fuerza en la segunda mitad del año y se consolidaría en 2020.**

## Monedas: No esperamos que el dólar continúe debilitándose a esta velocidad

Durante el mes se produjo un fortalecimiento más o menos transversal de las monedas respecto al dólar, que se explica por una expectativa de condiciones financieras más expansivas a nivel global, lo que favorece la toma de riesgo y más que compensa el efecto de las caídas en las tasas en otros países, a lo que se suma la mejora en la percepción respecto a un acuerdo en materia comercial.

Las historias locales siguen pesando también, y en el margen hubo desarrollos positivos en Argentina y Brasil. Sin embargo, en materia de crecimiento no ha habido grandes cambios, lo que reduce las fuentes de un debilitamiento adicional del dólar a nuevas mejoras en el entorno global.

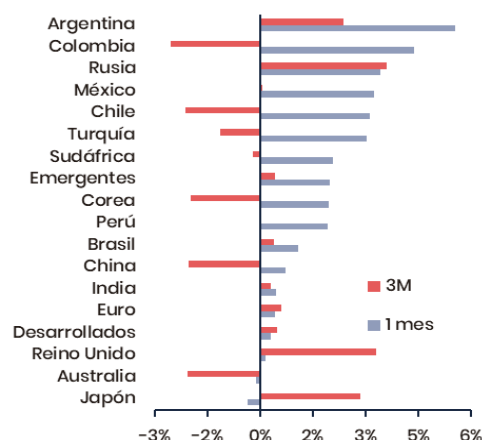
**Para el tipo de cambio local el nivel actual en torno a \$680 se condice con factores globales. Para pensar en caídas (fortalecimiento) adicionales, será necesario ya sea más noticias favorables en materia de la relación EE.UU.-China o un impulso adicional por parte de este último, aunque no lo anticipamos en el corto plazo.**



Fuente: Banco Central y Estudios Security.

Cifras del segundo trimestre corresponden a estimaciones propias.

## MONEDAS RESPECTO AL DÓLAR (VAR. %)\*



Fuente: Estudios Security.

\* Un alza en el índice representa una apreciación de la moneda respecto al dólar.

# PORTAFOLIOS SECURITY

## Renta Fija Internacional: *Spreads* corporativos para tomar riesgo en emergentes

Junio nuevamente fue un mes favorable para la renta fija corporativa, tanto en EE.UU. como en Latinoamérica. Sin embargo, en el último tiempo las ganancias han venido principalmente de la mano de una caída en las tasas base y no de una compresión de *spread* transversal. La interpretación de esto es que el mercado incorpora una política monetaria, de la Fed y otros bancos centrales, más expansiva, que a su vez ayudaría a acomodar una desaceleración, sin una recesión.

Nuestro escenario base incorpora alzas acotadas en la tasa de diez años estadounidense, que esperamos cierre 2019 en torno a 2,2%-2,3%. La fuente de alzas vendría de una mejora en las expectativas de crecimiento, lo que permitiría que los *spreads* corporativos puedan comprimirse algo más de manera de al menos mantener el *yield*.

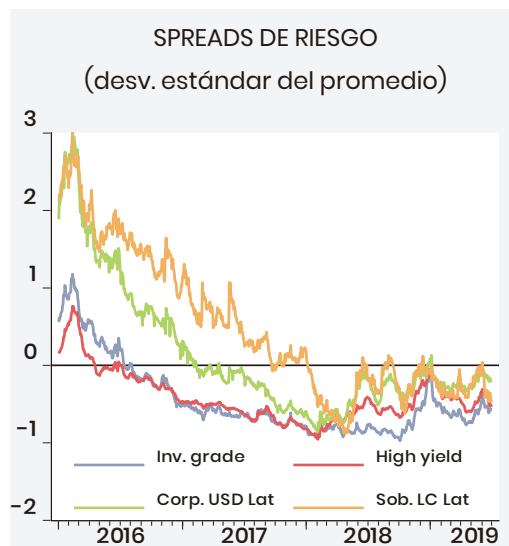
**Esto aplica principalmente para los instrumentos corporativos en dólares en Latinoamérica, que recomendamos sobreponderar en desmedro del segmento *Investment grade* estadounidense, los que creemos tienen menor capacidad de acomodar caídas en *spreads*, tanto en nivel absoluto como respecto a su historia reciente.**

## Renta Fija Local: Caída en Compensaciones Inflacionarias Parece Excesiva

Tras la sorpresiva rebaja en la TPM en junio, las tasas de interés bajaron de manera significativa a todos los plazos. Pero lo que más llama la atención es la caída en las expectativas de inflación, incluso para plazos más largos, pese al mayor estímulo. Prevedemos que dicha caída sería excesiva al menos por tres razones. Primero, la actividad económica no ha mostrado una desaceleración adicional y, si bien tampoco hay indicios de una marcada recuperación, los antecedentes disponibles apuntan a un leve repunte hacia el segundo semestre.

Segundo, el panorama internacional no se ha deteriorado en el mes e incluso en la última semana ha mejorado, lo que de mantenerse daría un mayor impulso externo. Tercero, los registros inflacionarios de corto plazo serían bajos, pero dentro de lo esperado. La reversión de algunas alzas en productos específicos de mayo (paquete turístico, combustibles) apuntan a un nulo IPC en junio, con un indicador subyacente (IPCSAE) en 0,2%.

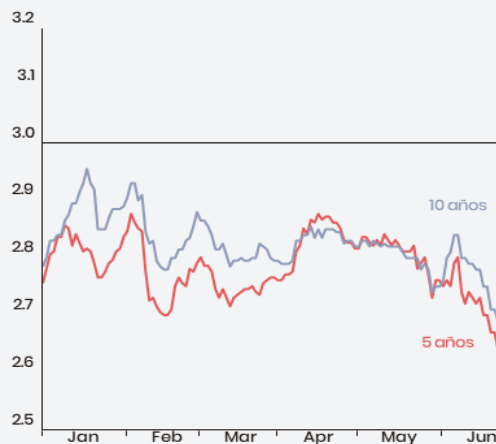
En definitiva, **consideramos que la caída reciente en las expectativas de inflación se revertirán en los próximos meses, lo que en términos de estrategia nos lleva a sugerir un sesgo a las UF sobre los nominales.**



Fuente: Estudios Security.

Nota: Cada serie muestra el desvío del promedio histórico desde 2007, expresado en desviaciones estándar. Spread soberanos en moneda local calculado como la diferencia entre el yield del índice GBI Broad Diversified Latam y la tasa de 10 años de EE.UU.

## COMPENSACIÓN INFLACIONARIA (SWAPS, %)



Fuente: Estudios Security, Bolsa de Comercio.

## Renta Variable Internacional: Sin grandes apuestas por regiones

Las bolsas globales recuperaron las pérdidas de mayo y continúan mostrando ganancias acumuladas importantes en el año. De manera importante, regiones que se veían más castigadas (medidas en dólares), como Asia emergente y Chile tuvieron un buen desempeño.

Un problema hacia adelante es que las bolsas no se ven baratas en base a las condiciones macro (actividad, dólar, tasas), por lo que aunque no anticipamos caídas bruscas, serán necesarias mejoras adicionales en estos factores para validar mayor toma de riesgo, lo que no es nuestro escenario base. Habiéndose incorporado un tono más expansivo para las tasas del que creemos se dará, la clave será que la actividad global repunte, lo que podría ocurrir en el segundo semestre si las autoridades monetarias (no solo la Fed) llevan adelante algún tipo de estímulo y la percepción de riesgo entre EE.UU. y China cede algo más.

**En este contexto, mantenemos la visión de no hacer grandes apuestas por regiones, aunque seguimos prefiriendo de EE.UU. sobre la Eurozona, porque esperamos que los indicadores de actividad sigan favoreciendo al primero, creemos que la Fed tiene menos restricciones para aplicar más estímulo en caso de ser necesario que el BCE y por otros factores de riesgo, en particular la aún débil situación de la banca europea y la mayor exposición a riesgos provenientes de China.**

## Renta Variable Local: Panorama mas favorable en el margen, pero mantenemos balance de riesgos moderados

Durante el mes, el IPSA tuvo un rendimiento positivo de 1%, mientras que las carteras Táctica y Fundamental registraron un desempeño inferior, con un retorno de -0,3% y 0,6%, respectivamente.

Aunque el panorama global ha dado alguna muestra de mejora, las cifras de actividad local siguen mostrando debilidad, aunque sin deterioros adicionales. Esperamos que la recuperación del segundo semestre apoye a su vez el crecimiento de las utilidades corporativas, especialmente las mas expuestas a demanda interna.

En términos de valuaciones, la bolsa local muestra un castigo significativo, con múltiplos cerca de 20% por debajo de sus niveles históricos. Buena parte de esto se explica por la debilidad de los resultados corporativos junto a importantes anuncios de aumentos de capital. Estos últimos se materializarían en las próximas semanas liberando en parte esta presión. La recuperación de los resultados, en tanto se observaría mas hacia el segundo semestre.

**Con todo, estimamos que el panorama es algo mas favorable en el margen despejándose parte de los factores de presión. Sin embargo mantenemos un balance de riesgos moderados en nuestra cartera accionaria, a la espera de mayores signos de recuperación de las utilidades de las compañías.**

### DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$ (variación %)

Al 1 de julio de 2019	2019	1m	3m	6m	12m	24m
<b>Total Mundo</b>	15.6	7.0	1.9	5.9	4.7	13.0
<b>Países Desarrollados</b>	16.4	7.2	2.3	6.1	5.3	14.1
Estados Unidos	18.5	8.0	3.0	6.5	8.6	22.1
Eurozona	13.8	6.4	1.1	6.4	-2.8	-0.5
Reino Unido	10.0	4.4	-2.2	4.7	-4.7	-1.7
Japón	8.8	5.6	1.1	-0.6	-2.9	4.1
Asia ex Japón*	15.3	6.7	2.0	9.9	3.5	9.1
<b>Países Emergentes</b>	10.2	5.5	-1.5	4.6	0.5	4.9
Asia Emergente	9.5	5.5	-3.2	3.5	-3.0	3.5
China	12.5	7.7	-6.8	3.0	-8.2	9.0
India	7.6	-2.0	0.5	8.6	8.1	11.7
América Latina	11.7	6.5	2.5	8.5	18.4	12.1
Brasil	15.0	6.5	5.9	10.4	38.0	30.5
<b>Chile (MSCI)</b>	-3.5	4.5	-9.1	-8.5	-13.0	-6.0
<b>Chile (S&amp;P/CLX US\$)</b>	1.2	4.4	-6.3	-3.2	-8.2	3.2
M.Oriente/Africa/Europa	12.2	4.8	3.6	7.3	4.1	6.5

Fuente: MSCI y Estudios Security.

\* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

### CARTERA ACCIONARIA TÁCTICA

<b>Copec</b>	<b>Mallplaza</b>
<b>Bsantander</b>	<b>SMU</b>
<b>Enelam</b>	<b>SQM-B</b>

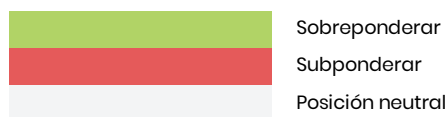
\*Esta cartera asigna la misma ponderación a cada acción.

### CARTERA ACCIONARIA FUNDAMENTAL

<b>SQM-B</b>	<b>15%</b>	<b>SMU</b>	<b>8%</b>
<b>Enelam</b>	<b>13%</b>	<b>Cencoshopp</b>	<b>7%</b>
<b>Bsantander</b>	<b>12%</b>	<b>CMPC</b>	<b>5%</b>
<b>Copec</b>	<b>9%</b>	<b>Colbún</b>	<b>5%</b>
<b>Enelchile</b>	<b>8%</b>	<b>Falabella</b>	<b>5%</b>
<b>Mallplaza</b>	<b>8%</b>	<b>LTM</b>	<b>5%</b>

## Visión Activos Estudios Security Julio 2019

	Benchmark	Cartera Julio	Cartera anterior
Renta Variable	40%		
Renta Fija	60%		
<b>Renta Variable Extranjera</b>	<b>80%</b>		
Desarrollados	48%		
EE.UU.	28%		
Europa	12%		
Japón	8%		
Emergentes	32%		
Asia Emergente	21%		
Latinoamérica	6%		
EEMEA	5%		
<b>Renta Variable Nacional</b>	<b>20%</b>		
<b>Renta Fija Nacional</b>	<b>65%</b>		
Caja	5%		
0 a 1 año CLP	2.5%		
0 a 1 año UF	2.5%		
Gobierno Nominal	7.5%		
1 a 3 años	5%		
Más de 3 años	2.5%		
Gobierno UF	7.5%		
1 a 3 años	5%		
Más de 3 años	2.5%		
Corporativos	45%		
<b>Renta Fija Extranjera</b>	<b>35%</b>		
Desarrollados	20%		
Money Market	5%		
Investment Grade	7.5%		
High Yield	7.5%		
Emergente	15%		
Corporativos USD	7.5%		
Soberanos moneda local	7.5%		



# DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque S.  
Economista Jefe  
[felipe.jaque@security.cl](mailto:felipe.jaque@security.cl)

César Guzmán B.  
Gerente de Macroeconomía  
[cesar.guzman@security.cl](mailto:cesar.guzman@security.cl)

Constanza Pérez S.  
Subgerente de Renta Variable  
[constanza.perez@security.cl](mailto:constanza.perez@security.cl)

Paulina Barahona N.  
Subgerente de Renta Fija Corporativa  
[paulina.barahona@security.cl](mailto:paulina.barahona@security.cl)

Jorge Cariola G.  
Subgerente de Estrategia Global  
[jorge.cariola@security.cl](mailto:jorge.cariola@security.cl)

Magdalena de Ramón C.  
Analista Renta Fija Internacional  
[magdalena.deramon@security.cl](mailto:magdalena.deramon@security.cl)

Sebastián Montero A.  
Analista Macroeconomía  
[sebastian.montero@security.cl](mailto:sebastian.montero@security.cl)

Rodrigo Gardella B.  
Analista de Inversiones  
[rodrigo.gardella@security.cl](mailto:rodrigo.gardella@security.cl)

Nicolás Libuy I.  
Analista de Inversiones  
[nicolas.libuy@security.cl](mailto:nicolas.libuy@security.cl)

Juan Carlos Prieto Z.  
Analista de Inversiones  
[juancarlos.prieto@security.cl](mailto:juancarlos.prieto@security.cl)

Sebastián Barrios S.  
Analista de Inversiones  
[sebastian.barrios@security.cl](mailto:sebastian.barrios@security.cl)

Gonzalo Sandoval I.  
Analista de Inversiones  
[gonzalo.sandoval@security.cl](mailto:gonzalo.sandoval@security.cl)

Yessenia González del C.  
Editora de Contenidos y Comunicaciones  
[yessenia.gonzalez@security.cl](mailto:yessenia.gonzalez@security.cl)

Aldo Lema N.  
Economista Asociado  
[aldo.lema@security.cl](mailto:aldo.lema@security.cl)

## CORREDORA DE BOLSA

Viviana Neira Oliver  
Gerente Intermediación Renta Fija Nacional  
(56-2) 2584 4646 - 2901 6239  
[viviana.neira@security.cl](mailto:viviana.neira@security.cl)

Nicolás Gallegos Pereira  
Jefe Intermediación Renta Fija Nacional  
(56-2) 2584 4646 - 2901 6239  
[nicolas.gallegos@security.cl](mailto:nicolas.gallegos@security.cl)

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web [inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl)

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes, Santiago, Chile.  
[inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl) • [@inv\\_security](https://www.instagram.com/inv_security) • (56 2) 2581 5600

INVERSIONES security

Este informe no constituye oferta a firme de compra ni venta de valores, no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables. Sin embargo, podría contener eventualmente algún error, que de modo alguno compromete la responsabilidad de los autores de este informe. Asimismo, los precios o valores indicados pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Las inversiones especificadas en este informe pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos y sus niveles de riesgo específicos. 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.