



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios  
Septiembre 2018

## ENTORNO GLOBAL:

Un Escenario Incierto y Algo Peor Para Emergentes

## ESCENARIO LOCAL:

Recuperación Supedita Al Panorama Externo

## MONEDAS:

Fuerte Contagio de la Región

## RENTA FIJA INTERNACIONAL:

Reducimos Exposición a Monedas Latam

## RENTA FIJA LOCAL:

Banco Central Ratificó el Sesgo Restrictivo Pese a Deterioro Externo

## RENTA VARIABLE INTERNACIONAL:

Buscando Reducir Exposición al Riesgo

## RENTA VARIABLE LOCAL:

Mantenemos Sesgo al Ciclo

## Antecedentes

- Nuestra interpretación del desempeño de los activos fuera de EE.UU. tiene que ver con el menor apetito por riesgo a nivel global, que se ha reflejado en que los inversionistas extranjeros han reducido su exposición al mundo emergente. En el corto plazo seguimos viendo pocos gatillantes para un cambio en el panorama, por lo que recomendamos reducir la exposición a la renta variable, llevándola a una posición neutral.
- Argentina y Brasil representan el principal riesgo para el peso chileno, ya sea a través de movimientos coincidentes en los tipo de cambio, como a través de un deterioro de las perspectivas locales para 2019. Si bien esperamos un cierre de año en niveles más apreciados que el actual, en plazos más cortos vemos más riesgos, por lo que recomendamos evitar tomar grandes apuestas en torno al tipo de cambio.
- El posicionamiento dentro de la renta variable busca mitigar la exposición a algunas fuentes de riesgo. Recomendamos sobreponderar EE.UU. y Asia emergente, a lo que sumamos Chile. Para moderar la exposición en los emergentes, sugerimos subponderar EMEA y en mayor medida Latinoamérica.
- En la renta fija internacional, mantenemos la recomendación de preferir los instrumentos corporativos en dólares, en desmedro de la exposición directa a las monedas y tasas soberanas.
- En la renta fija local, el Banco Central reiteró el sesgo restrictivo, dando a entender que la TPM subiría probablemente en diciembre. A nuestro juicio, la materialización del escenario de riesgo ha sido más profundo y duradero de lo previsto, condición suficiente para postergar el inicio de la normalización monetaria hasta al menos el primer trimestre de 2019. Con todo, el ajuste de la TPM se daría siempre y cuando la situación externa se normalice, lo que por ahora vemos poco probable en el corto plazo.
- En la renta variable local, la visión es algo más cauta. El sesgo de las carteras se concentra en papeles con menos exposición a Latinoamérica, y sectores expuestos a ciclo en Asia y Chile, donde los fundamentos macroeconómicos aparecen más sólidos para enfrentar la mayor volatilidad global.

## Visiones por Clases de Activos – Septiembre 2018

	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.

## Entorno Global: Un Escenario Incierto y Algo Peor Para Emergentes

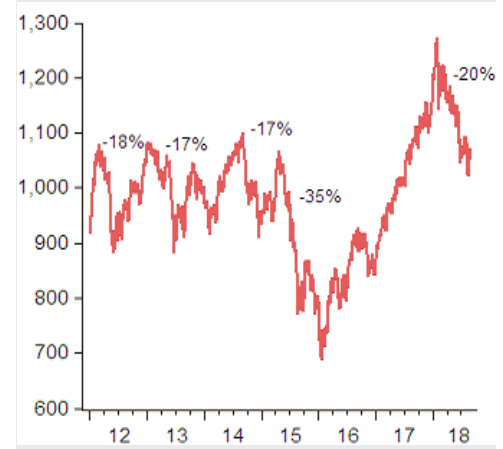
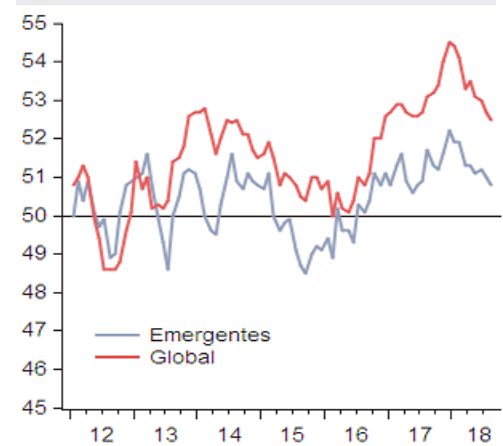
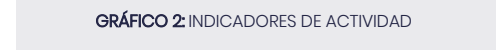
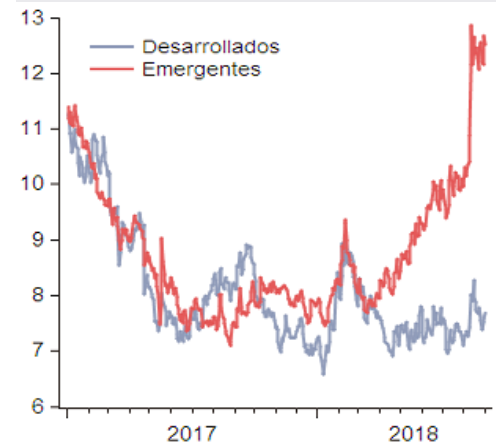
Pese a que los activos globales han tenido mayor estabilidad en el agregado, de la mano de un dólar global que también dejó de fortalecerse con la velocidad de hace unos meses, la sucesión de golpes que este ha dado a la economía mundial han, en nuestra opinión, deteriorado las perspectivas a futuro (Correo Security 26 de julio).

Las razones del fortalecimiento del dólar durante este año pueden simplificarse en tres. Primero, la mayor fortaleza cíclica de la economía estadounidense, de la mano del mayor impulso fiscal (*Correo Security 30 de julio*) y su impacto favorable a los ingresos de los consumidores y empresas. Segundo, el proceso de desaceleración estructural en el que se encuentra China (*Correo Security 26 de febrero*) bajo el cual las autoridades buscan, entre otros objetivos, reducir la alta carga financiera de la economía. Y tercero, la mayor tensión comercial entre estos dos países cuyos primeros anuncios coinciden con el comienzo de un periodo de mayor incertidumbre para el mundo emergente (al menos en términos de la volatilidad implícita en los precios de opciones de sus monedas, gráfico 1).

En este contexto, el mal desempeño de los activos fuera de EE.UU. debe ser interpretado bajo estos factores, que se refieren más a un rebalanceo en términos de crecimiento que a una desaceleración brusca a nivel global. Si bien los indicadores económicos han desacelerado (gráfico 2), en los últimos años ha habido varios episodios donde la percepción para la actividad se ha deteriorado incluso más fuerte. La caída actual del índice de acciones emergentes ha sido de similar magnitud a estos episodios (gráfico 3).

**Más que por una futura crisis en el mundo emergente, nuestra interpretación va más por el lado del menor apetito por riesgo a nivel global, que se ha reflejado en que los inversionistas extranjeros han reducido su exposición a dichas economías, llevándola de vuelta a mercados más seguros, como EE.UU. y Japón (gráfico 4). En otras palabras, la divergencia entre EE.UU. y China, sumada a la tensión comercial entre ambos ha llevado a mayor búsqueda de refugio en los inversionistas globales, perjudicando transversalmente los activos emergentes (tanto renta fija como acciones).**

Este diagnóstico nos lleva a querer posicionarnos entre dos escenarios. El primero incluye una reversión de la mayor percepción de riesgo que, en buena parte a través de un debilitamiento del dólar a nivel global, sería positivo para los instrumentos más riesgosos en general, especialmente en emergentes. Para esto se necesitan noticias positivas en términos de la relación comercial entre este y China, que idealmente no incluya un aumento sustancial en las tarifas, por sobre las que ya están en curso.



## PORTAFOLIOS SECURITY

Una segunda posibilidad es una mantención del panorama actual, con fundamentos buenos a nivel global, pero que se mezclan con malas noticias principalmente desde la política. Una razón importante para no esperar una reducción de la retórica en contra de China por parte de EE.UU. es que una parte importante de la población, especialmente entre votantes del Partido Republicano, considera que la imposición de tarifas adicionales es positiva para la economía (gráfico 5). En paralelo, si bien el impacto macro de estas medidas es negativo (Correo Security 26 de abril), no es particularmente grande para el caso de EE.UU., lo que permite interpretar los incentivos del gobierno para mantener el status quo como estrategia electoral al menos hasta noviembre.

Cuál de estas dos alternativas pesa más depende del plazo en que se planifique. **En el corto plazo seguimos viendo pocos gatillantes para un cambio en el panorama** (Correo Security 22 de agosto), lo que entrega mayor peso al segundo escenario, aunque sí estimamos que la mayor incertidumbre política se resolvería en un plazo más largo.

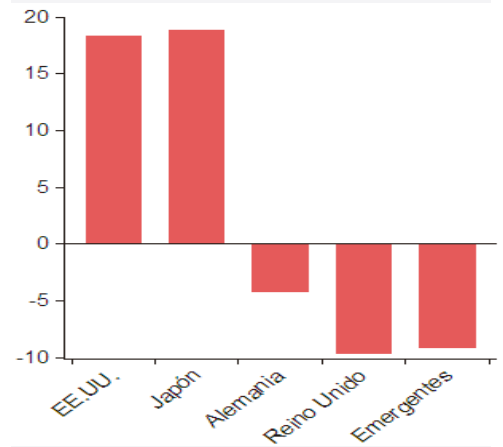
Por esto, **recomendamos reducir la exposición a la renta variable, llevándola a una posición neutral**. Dentro de esta, mantenemos la recomendación de sobreponderar EE.UU. y Asia emergente, en búsqueda de balancear posibles riesgos de anuncios adicionales en torno a la relación comercial entre ambos (aunque en el margen las noticias han tenido un impacto menor que las iniciales). También recomendamos reducir levemente la exposición a la renta variable local, que pese a las buenas cifras locales (en el agregado) y buenos resultados de las compañías, continúa con un desempeño similar al de la región.

**Recomendamos subponderar Latinoamérica y EMEA, cuyos miembros destacan en términos de vulnerabilidad** (Correo Security 15 de junio). El caso de Brasil es importante, en una economía cuya actividad, tanto efectiva como esperada, se ha deteriorado, a lo que no ha contribuido la perspectiva de reforma fiscal en una elección que continuará siendo el principal tema (Correo Security 3 de septiembre). El deterioro reciente de Argentina (Correo Security 31 de agosto) agrega incertidumbre y junto a la situación brasileña dificultan aún más el retorno de los inversionistas locales a la región.

Como siempre, existen riesgos en torno a nuestro escenario, que a grandes rasgos pueden resumirse en un aumento de la percepción de riesgo en el mundo desarrollado que se suma a la de los emergentes. Dentro de los factores que podrían generarlo, destaca un posible desorden fiscal, ya sea en EE.UU., producto del aumento del déficit que se espera para los próximos años, o en países como Italia, cuyo proyecto de presupuesto es la última fuente de tensión en la Eurozona.

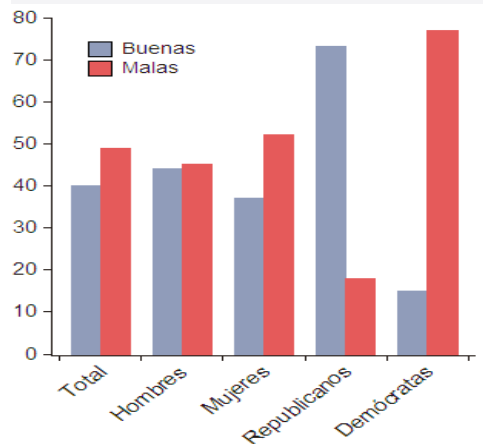
Finalmente, un riesgo siempre presente y que (afortunadamente por ahora) no se ha materializado, es una aceleración de la inflación en EE.UU., que de ocurrir probablemente llevaría a un ajuste más brusco en la posición de política monetaria de la Fed, lo que no está incorporando en los precios de mercado (gráfico 6).

GRÁFICO 4: FLUJOS ACUMULADOS (DESDE MARZO, USD MIL MILLONES)



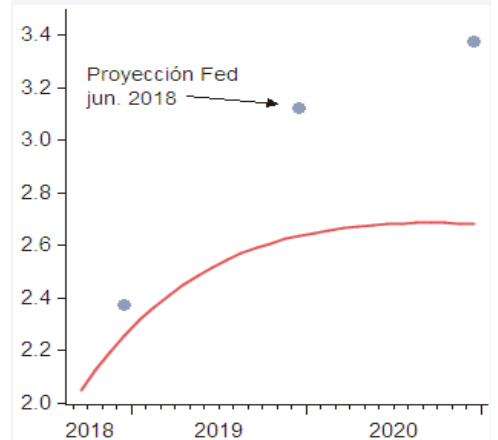
Fuente: IIF y Estudios Security

GRÁFICO 5: % QUE CONSIDERA LA IMPOSICIÓN DE TARIFAS ADICIONALES BUENAS/MALAS PARA EE.UU.



Fuente: Pew Research Center y Estudios Security.

GRÁFICO 6: TRAYECTORIA IMPLÍCITA TPM EEUU. (%)



Fuente: Fed y Estudios Security.

## Escenario Local: Recuperación Supedita Al Panorama Externo

La sorpresa de los últimos meses ha sido la reversión del favorable impulso externo para las economías emergentes vigente desde 2016. Y si bien en una primera instancia pensábamos que la apreciación del dólar -una de las variables que mejor refleja este panorama- era transitoria, ésta ha sido más pronunciada y duradera.

En las últimas semanas, además se exacerbó debido a un *shock* de confianza en las monedas de los países emergentes más vulnerables (Turquía, Argentina), lo que ha mermado las perspectivas de crecimiento de estas economías. Lo anterior tiene efectos en la actividad local, debido a que Chile es una economía pequeña y abierta, por lo que es muy dependiente de lo que suceda en el mundo.

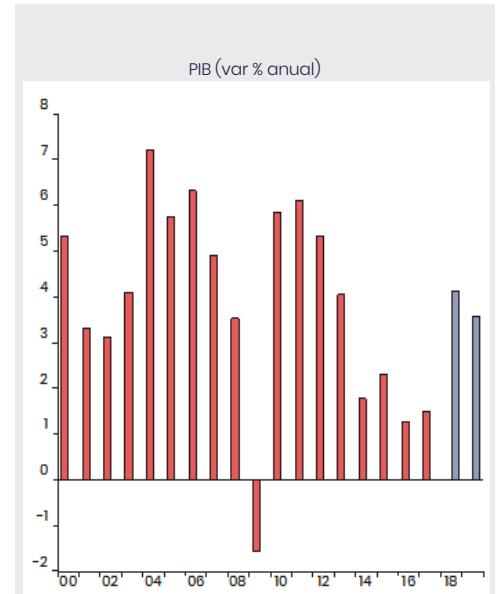
Así, el escenario base que hemos tenido desde el año pasado que incluía una recuperación prolongada que se traduce en un crecimiento del PIB entre 4% y 4,5% en 2019, cambió a uno en el cual el crecimiento del producto en Chile se acoplaría al del mundo (3,5%-4%).

## Monedas: Fuerte Contagio en la Región

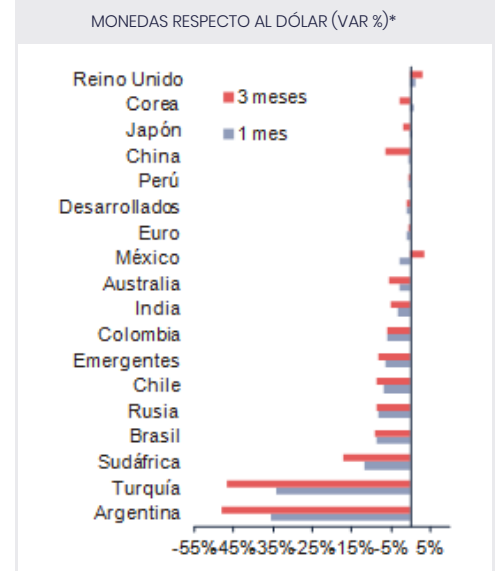
Los eventos en Turquía ayudaron a un nuevo fortalecimiento del dólar de manera transversal, aunque las últimas semanas han tenido algo más de estabilidad cambiaria en países desarrollados y Asia emergente. Durante este periodo, la atención se volcó a Latinoamérica, donde el debilitamiento de Argentina y Brasil sirvieron para arrastrar al resto de la región, aunque sin afectar demasiado al resto del mundo.

Nuestro escenario de corto plazo incorpora mayor estabilidad del dólar a nivel global, aunque por ahora no incluye una depreciación fuerte. No prevemos grandes cambios en términos del balance de actividad e inflación entre EE.UU. y el resto del mundo, mientras que en la parte política no veríamos grandes novedades electorales ni asociadas a la política comercial estadounidense.

En el mundo emergente vemos algo más de riesgo, en particular a través de nuevas malas noticias de países percibidos como vulnerables como Turquía, Argentina o Brasil. Estos dos últimos son los que representan la principal amenaza para el peso chileno. Si bien esperamos un cierre de año en niveles más apreciados que el actual, en plazos más cortos vemos más riesgos, por lo que recomendamos evitar tomar grandes apuestas en torno al tipo de cambio.



Fuente: Banco Central y Estudios Security



Fuente: Estudios Security.  
\*Un alza del índice representa una apreciación de la moneda respecto del dólar

## Renta Fija Internacional: Reducimos Exposición a Monedas Latam

En Latinoamérica, la renta fija corporativa en dólares ha tenido un mejor desempeño que su contraparte soberana (en moneda local) y también que la renta variable. Sin embargo, los *spreads* no son inmunes a la variación del tipo de cambio y se han ampliado por el empeoramiento de las perspectivas para algunos países de la región.

En paralelo, el fortalecimiento del dólar durante el año, sumado por tasas más altas, especialmente las de menor plazo, han resultado en un mejor desempeño de los instrumentos de EE.UU., incluidos los más riesgosos (*High Yield*), reflejo de que la mayor percepción de riesgo es asimétrica entre este y el resto del mundo.

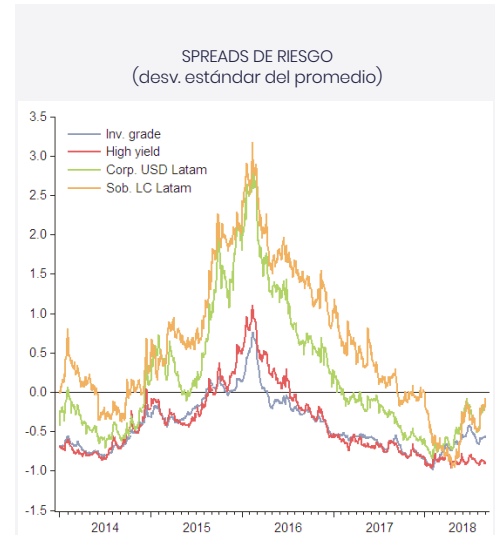
Hacia adelante, mantenemos la recomendación de preferir los instrumentos corporativos en dólares, en desmedro de la exposición directa a las monedas y tasas soberanas, una fuente de riesgo importante en el caso de Brasil y en menor medida (producto de su menor peso en los índices) de Argentina.

## Renta Fija Local: Banco Central Ratificó el Sesgo Restrictivo Pese a Deterioro Externo

En el reciente IPoM el Banco Central señaló que la actividad ha mostrado un desempeño por sobre lo previsto -con el consiguiente cierre más rápido de brechas de capacidad-, en un contexto de consolidación de expectativas de convergencia del IPC a la meta en los próximos meses.

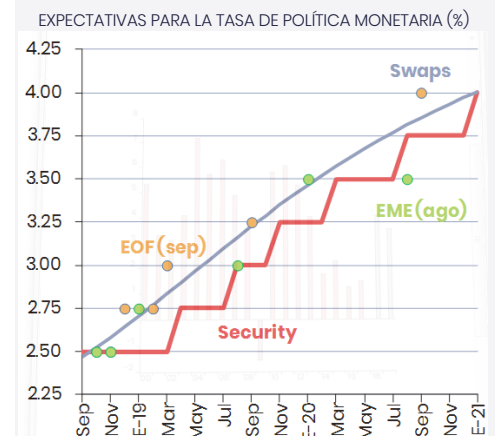
Lo anterior, llevó a reiterar el sesgo restrictivo vigente desde el informe previo, dando a entender que la tasa de política monetaria subiría en los próximos meses, probablemente en diciembre.

A nuestro juicio, la materialización del escenario de riesgo, esto es condiciones financieras externas más restrictivas que moderan las perspectivas para la actividad, ha sido más profundo y duradero de lo previsto, condición suficiente para postergar el inicio del proceso de normalización monetaria hasta al menos el primer trimestre de 2019. Con todo, el ajuste de la TPM se daría siempre y cuando la situación externa se normalice, lo que por ahora vemos poco probable en el corto plazo.



Fuente: Estudios Security.

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



Fuente: Estudios Security, Banco Central.

EOF: Encuesta de Operadores Financieros; EME: Encuesta Mensual de Expectativas.

## Renta Variable Internacional; Buscando Reducir Exposición al Riesgo

El mes se caracterizó por un mejor desempeño en EE.UU. respecto al resto del mundo, que vino de la mano de una economía que continúa fuerte, a lo que se ha sumado su retórica en contra de China. Los desarrollos en algunos mercados como Argentina, Brasil y Turquía han agregado a las pérdidas de sus respectivas regiones, las que han tenido caídas significativamente más fuertes que Asia emergente.

El posicionamiento dentro de la renta variable busca mitigar la exposición a algunas fuentes de riesgo. Por un lado recomendamos sobreponderar EE.UU., que si bien aparece con niveles de valuaciones más altos, está respaldado por una actividad sólida y por ser la fuente de los riesgos políticos. Para capturar potenciales noticias favorables, también recomendamos sobreponderar Asia emergente, a lo que sumamos Chile (aunque reducimos la posición levemente respecto a meses anteriores). Para moderar la exposición en los emergentes, sugerimos subponderar EMEA y en mayor medida Latinoamérica.

En el neto, la cartera sugerida de renta variable internacional queda menos expuesta al riesgo, principalmente a través de moderar la exposición a Latinoamérica y aumentar, llevando a neutral, la de Japón.

## Renta Variable Local: Mantenemos Sesgo al Ciclo

La bolsa local mostró caídas, exacerbadas además por una depreciación del peso, acoplándose a la región. A nivel de empresas, las correcciones se acentuaron en compañías con mayor exposición a Latinoamérica (donde destacó Latam y Cencosud por su participación en Brasil y Argentina) y al ciclo, a través de *commodities* principalmente.

En línea con el panorama global, la visión es algo más cauta para la bolsa, especialmente debido a que se mantienen abiertas las opciones para un debilitamiento adicional en algunos países percibidos como más vulnerables, lo que se contrapone a la dinámica macroeconómica local aún saludable y los sólidos avances en los resultados de las compañías

El sesgo de las carteras se concentra en papeles con menos exposición a Latinoamérica, y privilegiamos sectores expuestos a ciclo en Asia y Chile, donde los fundamentos macroeconómicos aparecen más sólidos para hacer frente a la mayor volatilidad global.

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$  
(Variación %)

A1	31 de agosto de 2018	2018	1m	3m	6m	12m
<b>Total Mundo</b>		19	0.8	2.0	2.3	9.0
<b>Países Desarrollados</b>		3.4	10	3.1	4.1	10.7
Estados Unidos		8.7	3.1	6.1	7.9	17.2
Eurozona		-4.8	-3.3	-1.8	-3.1	-0.9
Reino Unido		-7.7	-5.3	-8.3	-1.3	-0.7
Japón		-2.7	-0.1	-1.5	-3.0	7.0
Asia ex.Japón*		-4.8	-2.5	-2.0	-3.2	-0.5
<b>Países Emergentes</b>		-8.8	-2.9	-8.8	-10.7	-3.2
Asia Emergente		-8.8	-10	-8.7	-7.7	0.5
China		-9.4	-3.9	-12.9	-12.7	-1.8
India		-1.8	0.7	5.3	2.8	4.9
América Latina		-12.9	-8.8	-4.1	-19.6	-15.4
Brasil		-20.0	-12.0	-9.8	-29.8	-20.8
Chile (M S CI)		-6.7	-8.9	-10.9	-17.1	-9.5
Chile (IP SA US\$)		-14.5	-9.4	-4.7	-18.5	-8.5
M. Oriente/Africa/Europa		-15.9	-7.8	-7.9	-17.8	-10.7

\*Hong Kong, Singapur, Australia y Nueva Zelanda  
Fuente: MSCI y Departamento de Estudios Security.

CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Nº de acciones	15	12	9	6
	Ponderaciones (%)			
SQM-B	15 (+4)	15 (+4)	17 (+5)	23 (+6)
COPEC	12	13	15	19
BSANIANDER	11 (+1)	12 (+2)	12 (+1)	17 (+1)
FALABELLA	10 (-5)	11 (-8)	11 (-8)	16 (-7)
CMPC	9 (+3)	9 (+3)	11 (+3)	13 (+13)
CAP	7	7	10	12
ENELAM	6	6	8	
LIM	6 (-3)	6 (-3)	8 (-3)	
MALLPLAZA	6 (+6)	6 (+6)	8 (+8)	
ALSGENER	4 (+4)	5 (+5)		
SALACORP	4	5		
CCU	4 (+2)	5 (+5)		
COLBUN	2			
ENEL	2			
ECL	2			
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fuente: Estudios Security.

## Cartera Recomendada Security Septiembre 2018

	Benchmark	Cartera Agosto 2018	Cartera Recomendada	Diferencia (Sesgo, %)
Renta Variable	40.0%	42.5%	40.0%	0.0
Renta Fija	60.0%	57.5%	60.0%	0.0
<b>Total</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	

Renta Variable Extranjera	80.0%	75.0%	77.5%	-2.5
Desarrollados	48.0%	45.5%	50.5%	2.5
EE.UU.	28.0%	30.5%	30.5%	2.5
Europa	12.0%	9.5%	12.0%	0.0
Japón	8.0%	5.5%	8.0%	0.0
Emergentes	32.0%	29.5%	27.0%	-5.0
Asia Emergente	21.0%	23.5%	23.5%	2.5
Latinoamérica	6.0%	3.5%	1.0%	-5.0
EEMEA	5.0%	2.5%	2.5%	-2.5
Renta Variable Nacional	20.0%	25.0%	22.5%	2.5
<b>Total Renta Variable</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>0.0</b>

Renta Fija Nacional	65.0%	67.5%	67.5%	2.5
Caja	5.0%	5.0%	10.0%	5.0
0 a 1 año CLP	2.5%	2.5%	7.5%	5.0
0 a 1 año UF	2.5%	2.5%	2.5%	0.0
Gobierno Nominal	7.5%	5.0%	5.0%	-2.5
1 a 3 años	5.0%	5.0%	5.0%	0.0
Más de 3 años	2.5%	0.0%	0.0%	-2.5
Gobierno UF	7.5%	5.0%	5.0%	-2.5
1 a 3 años	5.0%	5.0%	5.0%	0.0
Más de 3 años	2.5%	0.0%	0.0%	-2.5
Corporativos	45.0%	52.5%	47.5%	2.5
Renta Fija Extranjera	35.0%	32.5%	32.5%	-2.5
Desarrollados	20.0%	17.5%	17.5%	-2.5
Money Market	5.0%	5.0%	5.0%	0.0
Investment Grade	7.5%	5.0%	5.0%	-2.5
High Yield	7.5%	7.5%	7.5%	0.0
Emergente	15.0%	15.0%	15.0%	0.0
USD	7.5%	7.5%	10.0%	2.5
Moneda Local	7.5%	7.5%	5.0%	-2.5
<b>Total Renta Fija</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>0.0</b>



# DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

**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)

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

**Juan José Ayestarán N.**  
Subgerente de Estudios  
Renta Fija  
[juanjose.ayesteran@security.cl](mailto:juanjose.ayesteran@security.cl)

**Paulina Barahona N.**  
Analista Senior de Inversiones  
[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)

**Rosario del Río D.**  
Analista Renta Fija  
Internacional  
[rosario.delrio@security.cl](mailto:rosario.delrio@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)

**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)

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.