



5.6631
9.334
4.25647
7.2235
5.6631

PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios
Octubre 2018

ENTORNO GLOBAL: Sobrerreacción se Corrige, pero Escenario Se Mantiene

ESCENARIO LOCAL: Moderación en Línea con lo Previsto

MONEDAS: Movimientos Más Moderados y Heterogéneos

RENTA FIJA INTERNACIONAL: Elecciones en Brasil Serán el Evento del Mes

RENTA FIJA LOCAL: Banco Central Iniciaría el Ajuste Monetario

RENTA VARIABLE INTERNACIONAL: Se Mantienen Fuentes de Riesgo

RENTA VARIABLE LOCAL: Mantenemos Sesgo al Ciclo

Antecedentes

- Pese a haber sido un mes donde los activos de riesgo tuvieron un mejor desempeño, no esperamos que la tendencia continúe, en parte por interpretamos las recientes alzas en algunos mercados como una normalización de un elemento de sobrerreacción previo. Así, mantenemos la recomendación de mantener una posición neutral en el balance renta fija y variable.
- Si bien en el agregado el dólar global se ha mantenido estable, esto sigue escondiendo gran heterogeneidad a nivel bilateral. Vemos mayor riesgo en el mundo emergente, mientras que para Chile, esperamos un cierre de año en niveles similares al actual, aunque probablemente seguiremos viendo niveles de volatilidad altos.
- En la renta variable internacional, seguimos esperando que EE.UU. lidere el desempeño, de la mano de una economía y utilidades que siguen creciendo sanamente. Asia debiera recuperar al menos parte de la brecha, en particular con el resto de los emergentes. Recomendamos subponderar Latinoamérica y EMEA, cuyos problemas estructurales no se han ido, lo que esperamos vuelva a ser el foco de diferenciación en un panorama global más estable.
- En la renta fija internacional, en la antesala de las elecciones en Brasil recomendamos subponderar los bonos soberanos latinoamericanos denominados en moneda local y reducir hasta neutral la exposición a la deuda corporativa en dólares.
- En la renta fija local, todo indica que el ente rector comenzaría a ajustar la TPM en el último trimestre del año. Si bien es un poco antes de lo previsto, viene a ratificar que las tasas de interés tienen un sesgo al alza. Dado lo anterior, seguimos recomendando una duración baja en la cartera, sin una preferencia por monedas.
- En la renta variable local, a nivel regional, la visión es de cautela ante un panorama aún incierto especialmente en América Latina, donde los riesgos persisten y un debilitamiento adicional no se puede descartar. Pese a que la dinámica macroeconómica local aun es sólida, el contagio regional podría añadir volatilidad a la bolsa local. Así, mantenemos un sesgo hacia sectores cíclicos.

Visiones por Clases de Activos – Octubre 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.

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

**(-) depreciación, (+) apreciación.

Entorno Global: Sobrerreacción se Corrige, pero Escenario Se Mantiene

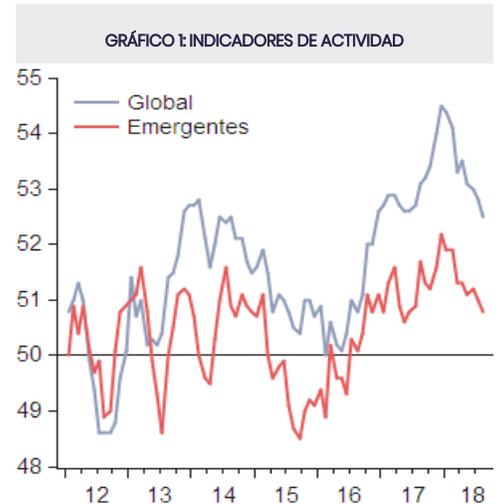
Pese a haber sido un mes donde los activos de riesgo tuvieron un mejor desempeño, no esperamos que la tendencia continúe. Para esto es importante separar dos elementos, siendo el primero que la recuperación de algunos precios de activos viene a corregir lo que creemos tenía un elemento de sobrerreacción (*Correo Security 22 de agosto*) producto de eventos negativos en el mundo emergente, como los ocurridos en Argentina y Turquía. Segundo, el alza reciente deja al índice agregado de este grupo en un nivel similar al de fines de junio, previo a buena parte de los eventos adversos. Así, volvemos a un escenario donde se necesitarán cambios en las perspectivas de actividad, las que por ahora siguen algo peores que a comienzos de año (gráfico 1). Con esta combinación, **mantenemos la recomendación de tener una posición neutral en términos de la exposición a la renta variable.**

Dentro de esta, mantenemos la preferencia por EE.UU., cuya economía debiera continuar un el buen desempeño durante este año y al menos en la primera parte de 2019, a medida que el impacto del impulso fiscal se va diluyendo. Esto fue reafirmado por la Fed, en línea con nuestro escenario base (*Correo Security 24 de septiembre*) y apoya el enfoque gradual de alzas de tasas. También sobreponderamos Asia emergente, región que quedó rezagada en el último mes en términos de desempeño. China aún no ha desplegado la mayor parte de su capacidad de apoyo a la economía (gráfico 2) y esperamos que sus autoridades actúen en caso de percibir un impacto mayor, aunque nuestra expectativa de un cambio importante en la tensión con EE.UU. ha ido cayendo. Finalmente, también recomendamos sobreponderar Chile.

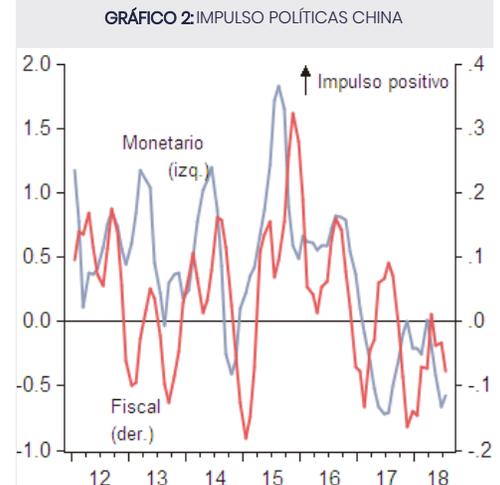
Por otro lado, recomendamos seguir subponderando la renta variable Latinoamérica, donde los desafíos fiscales son grandes (gráfico 3) y en la antesala de la elección en Brasil la incertidumbre y polarización del panorama político pone más riesgos negativos que al alza (*Correo Security 1 de octubre*).

En la renta fija, mantenemos una leve preferencia por la parte local, enfocada en los *spreads* corporativos y la parte más corta de la curva nominal soberana. En el segmento externo, subponderamos la parte de mejor clasificación en EE.UU., así como los instrumentos soberanos latinoamericanos denominados en moneda local y llevando a neutral (desde una sobreponderación) la deuda corporativa en dólares de la región.

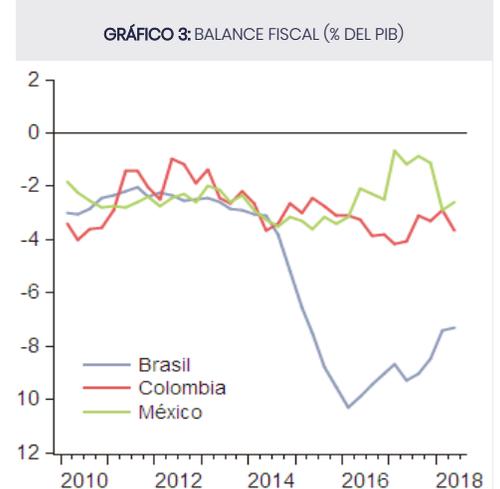
Con esto, la toma de riesgo de la cartera (beta) se mantiene relativamente estable respecto al mes pasado y además queda mejor posicionada para enfrentar un riesgo a la baja en Brasil, tasas más altas en EE.UU. y también permite capturar mayor devengo en la renta fija local, tras haberse adelantado las alzas de tasas por parte del Banco Central.



Fuente: Estudios Security



Fuente: Agencia Estadísticas China y Estudios Security. Nota: Impulsos definidos como cambio en M2 y balance fiscal, ambos expresados como porcentaje del PIB.



Fuente: Agencias Estadísticas y Estudios Security

Escenario Local: Moderación en Línea con lo Previsto

La actividad económica está exhibiendo una moderación en su ritmo de expansión, tras los elevados registros del segundo trimestre, la cual está dentro de lo previsto.

La interrogante con miras hacia 2019 viene dada por si el panorama externo se normaliza y se vuelve nuevamente muy expansivo (lo que llevaría a la economía a una expansión nuevamente sobre 4%) o si la volatilidad que están exhibiendo las condiciones financieras externas se prolonga por algunos meses, lo que está mermando las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes.

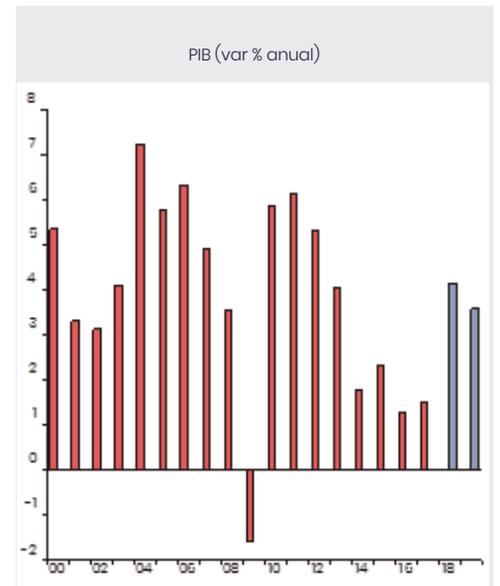
Este parece ser el escenario más probable, por lo que consideramos que el crecimiento del producto en Chile se acoplaría al del mundo (3,5%-4%).

Monedas: Movimientos Más Moderados y Heterogéneos

Si bien en el agregado el dólar global se ha mantenido estable, esto sigue escondiendo gran heterogeneidad a nivel bilateral. Por un lado, paridades fuertemente castigadas en meses previos, como Brasil, Sudáfrica y Turquía, han experimentado recuperaciones, otros países como India han tomado su lugar en términos de pérdidas (aunque las magnitudes son menores por ahora).

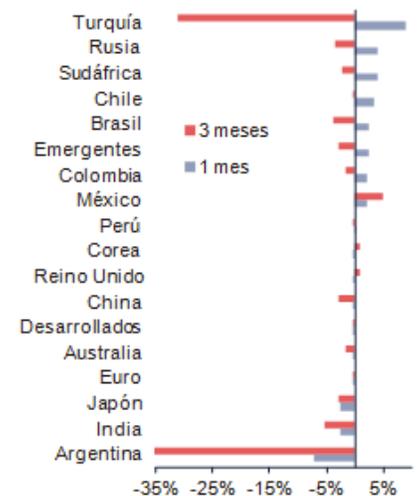
De manera importante, el yuan se ha mantenido estable, lo que probablemente obedece a algo más de intervención por parte de las autoridades, aunque también a un panorama global que ya ha incorporado un escenario negativo para la relación comercial entre EE.UU. y China.

Seguimos esperando mayor estabilidad del dólar a nivel global en el corto plazo, aunque con mayor riesgo en el mundo emergente. Para Chile, nuestra expectativa del mes anterior apuntaba a un fortalecimiento por lo que creíamos una sobreacción a malas noticias, lo que se dio. Ahora esperamos un cierre de año en niveles similares al actual, aunque probablemente seguiremos viendo niveles de volatilidad altos, similar a lo ocurrido en los últimos meses.



Fuente: Banco Central y Estudios Security

MONEDAS RESPECTO AL DÓLAR (VAR %)*



Fuente: Estudios Security.

*Un alza del índice representa una apreciación de la moneda respecto del dólar

Renta Fija Internacional: Elecciones en Brasil Serán el Evento del Mes

Nuestro escenario de corto plazo tiene como principal riesgo para la renta fija internacional lo que pueda ocurrir con la elección presidencial y parlamentaria en Brasil. Aunque se ha ido aclarando el panorama respecto a qué candidatos pasarán a la segunda vuelta (a realizarse el 28 de octubre), esperamos que la incertidumbre continúe incluso tras conocerse al resultado, debido a que las malas perspectivas para la balance fiscal continuarían y probabilidad la aprobación de una reforma sustantiva al sistema de pensiones (para la cual ninguno de los candidatos principales tiene una solución clara) se ve baja.

Así, recomendamos subponderar los bonos soberanos latinoamericanos denominados en moneda local y reducir hasta neutral la exposición a la deuda corporativa en dólares, la que igualmente se ve afectada por los movimientos del tipo de cambio.

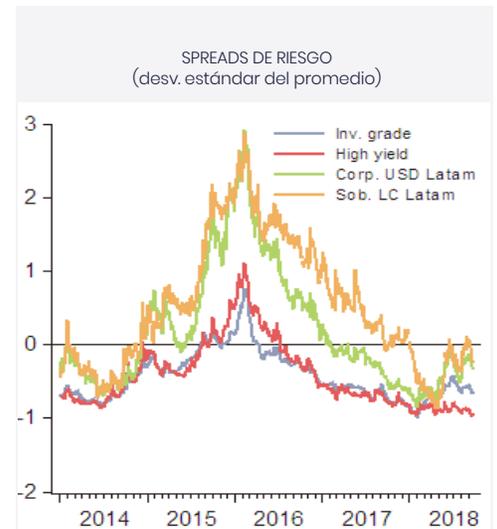
A mediano plazo, la tendencia al alza de las tasas globales debiera continuar, liderada por EE.UU., en línea con nuestra interpretación de la última comunicación de la Fed. Preferimos tener menor duración, subponderando el segmento *Investment Grade* estadounidense y balanceando la posición en dólares a través de instrumentos *Money Market* en esta moneda.

Renta Fija Local: Banco Central Iniciaría el Ajuste Monetario

El mensaje del último IPoM, la minuta de la reunión de septiembre y las declaraciones y presentaciones de los consejeros del Banco Central han ratificado que el inicio de proceso de normalización monetaria está a punto de comenzar.

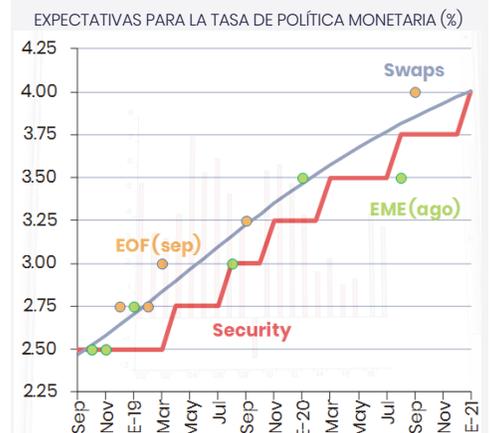
Las razones detrás de ello es que para la autoridad monetaria las brechas de capacidad están copadas, se prevé una convergencia a la meta del IPC (total y subyacente) por lo que las expectativas de inflación están todas ancladas al 3% y las condiciones financieras actuales son muy expansivas.

Por lo tanto, todo indica que el ente rector comenzaría a ajustar la TPM en el último trimestre del año. Y si bien es un poco antes de lo previsto, sólo viene a ratificar que las tasas de interés tienen un sesgo al alza. Dado lo anterior, seguimos recomendando una duración baja en la cartera, sin una preferencia por monedas (pesos y UF).



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 Broad Diversified Latam 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: Se Mantienen Fuentes de Riesgo

En un mes con una mayor toma de riesgo, el desempeño de las acciones globales estuvo liderado por mercados castigados como Brasil y Reino Unido, aunque estos últimos solo eliminaron las pérdidas del mes previo. La región más rezagada ha sido Asia emergente, donde a las caídas de China se sumó recientemente India.

Seguimos esperando que EE.UU. lidere el desempeño a mediano plazo, de la mano de una economía que sigue creciendo sanamente, utilidades que ha sorprendido incluso a las expectativas optimistas (aunque esto se va volviendo cada vez más difícil) y condiciones financieras que aún siguen siendo expansivas en términos históricos.

También creemos que Asia debiera recuperar al menos parte de la brecha, en particular con el resto de los emergentes. Esto debiera ayudar al escenario para materias primas y a través de esto a las perspectivas para la bolsa local, para la que esperamos las condiciones favorables en términos de actividad y resultados corporativos sigan apoyando.

Por otro lado, seguimos recomendando subponderar Latinoamérica y EMEA, regiones que creemos más riesgosas. A pesar del buen desempeño reciente, los problemas estructurales de sus economías, en términos de desbalance externo y fiscal, no se han ido, y esperamos vuelva a ser el foco de diferenciación en un panorama global más estable.

Renta Variable Local: Mantenemos Sesgo al Ciclo

Durante el mes, el IPSA mostró un desempeño lateral en moneda local, aunque con una fuerte volatilidad. El retorno en dólares se vio impulsado por una apreciación del peso chileno, que también tuvo fuertes fluctuaciones durante el periodo. Dentro de las compañías con mayores avances destacan los commodities recuperándose tras las caídas de agosto.

A nivel regional, la visión es de cautela ante un panorama aun incierto especialmente en América Latina, donde los riesgos persisten y un debilitamiento adicional no se puede descartar. Pese a que la dinámica macroeconómica local aun es solida, el contagio regional podría añadir volatilidad a la bolsa local.

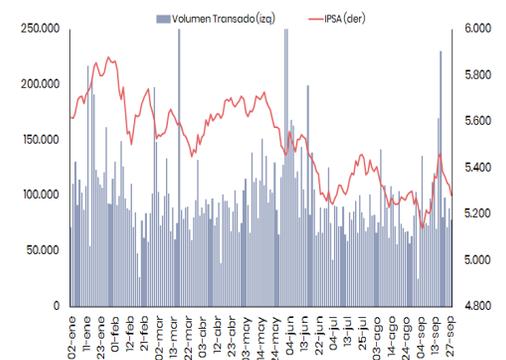
Mantenemos un sesgo hacia sectores cíclicos pero con un enfoque a Asia y Chile, evitando así exposición a Latinoamérica donde la vulnerabilidad persiste.

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$
(Variación %)

A l	28 de septiembre de 2018	26 18	1m	3m	6m	12m
Total Mundo		2.2	0.3	4.2	3.6	7.7
Países Desarrollados		3.8	0.4	4.9	5.7	9.2
Estados Unidos		9.1	0.3	6.7	10.3	15.7
Eurozona		-5.3	-0.5	-0.3	-4.8	-4.5
Reino Unido		-5.9	1.9	-0.9	-1.1	-1.1
Japón		-0.2	2.5	5.1	-0.3	8.3
Asia ex.Japón*		-5.7	-1.1	-1.8	-1.1	0.3
Países Emergentes		-9.5	-0.8	-1.1	-0.5	-3.1
Asia Emergente		-8.5	-1.9	-2.0	-9.1	-1.1
China		-10.9	-1.7	-8.5	-12.4	-4.0
India		-10.8	-9.3	-2.0	-3.9	-0.4
América Latina		-8.9	4.8	6.4	-15.0	-11.7
Brasil		-14.5	6.8	6.8	-23.1	-15.9
Chile (M SCI)		-13.3	2.8	-1.1	-14.3	-7.3
Chile (IP SA US\$)		-11.2	3.9	-1.0	-12.3	-4.0
M. Oriente/Africa/Europa		-14.6	1.3	-2.7	-18.5	-5.2

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

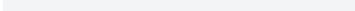
IPSA Y MONTOS TRANSADOS
(millones)



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago

Visión Activos Estudios Security Octubre 2018

	Benchmark	Cartera octubre	Cartera Septiembre
Renta Variable	40%		
Renta Fija	60%		
Renta Variable Extranjera	80%		
Desarrollados	48%		
EE.UU.	28%		
Europa	12%		
Japón	8%		
Emergentes	32%		
Asia Emergente	21%		
Latinoamérica	6%		
EEMEA	5%		
Renta Variable Nacional	20%		
Renta Fija Nacional	65%		
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%		
Renta Fija Extranjera	35%		
Desarrollados	20%		
Money Market	5%		
Investment Grade	7.5%		
High Yield	7.5%		
Emergente	15%		
Corporativos USD	7.5%		
Soberanos moneda local	7.5%		

 Sobreponderar
 Subponderar
 Posición neutral

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque S.
Economista Jefe
felipe.jaque@security.cl

César Guzmán B.
Gerente Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Constanza Pérez S.
Subgerente de Estudios Renta
Variable
constanza.perez@security.cl

Juan José Ayestarán N.
Subgerente de Estudios
Renta Fija
juanjose.ayesteran@security.cl

Paulina Barahona N.
Analista Senior de Inversiones
paulina.barahona@security.cl

Jorge Cariola G.
Subgerente de Estrategia
Global
jorge.cariola@security.cl

Rodrigo Gardella B.
Analista de Inversiones
rodrigo.gardella@security.cl

Nicolás Libuy I.
Analista de Inversiones
nicolas.libuy@security.cl

Juan Carlos Prieto Z.
Analista de Inversiones
juancarlos.prieto@security.cl

Sebastián Barrios S.
Analista de Inversiones
sebastian.barrios@security.cl

Yessenia González del C.
Editora de Contenidos y
Comunicaciones
yessenia.gonzalez@security.cl

Aldo Lema N.
Economista Asociado
aldo.lema@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web inversionessecurity.cl

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes. Santiago, Chile.
inversionessecurity.cl •  [@inv_security](https://twitter.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.