



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Junio 2019

## Resumen

- El escenario externo dio un giro brusco durante mayo, con un resurgimiento de la tensión entre EE.UU. y China, que llevó a un aumento en la percepción de riesgo. Esperamos un panorama frágil para las bolsas y monedas, en particular para activos ligados a China, por lo que recomendamos reducir la exposición a la renta variable dentro de un portafolio diversificado.
- El deterioro en las perspectivas se refleja en que buena parte de las caídas en activos de riesgo se ve validada por peores condiciones macroeconómicas globales. En otras palabras, en este punto la mayor parte de los activos no están “baratos”, aunque hay excepciones, destacando la bolsa local, para la que si bien existen riesgos idiosincráticos, parece sobre castigada. A esta se ha sumado más recientemente Asia emergente.
- Nuestro nuevo escenario base incluye la mantención del conflicto entre EE.UU. y China, con altos y bajos, pero sin escalar significativamente. En este contexto, esperamos mayor estímulo de política. En particular, la Fed llevaría adelante dos recortes de tasa durante 2019 y también esperamos condiciones monetarias más expansivas en China.
- En la renta variable internacional, mantenemos la preferencia por EE.UU., llevando Asia emergente a una posición neutral.
- En la renta fija, esperamos que las tasas de interés se mantengan bajas por ahora, por lo que recomendamos mantener una duración neutral respecto al *benchmark*. En la parte local preferimos capturarlo en la parte media la curva soberana, al tiempo que llevamos los instrumentos corporativos a neutral.
- En la parte internacional, preferimos los instrumentos corporativos en dólares, como forma de plasmar un panorama que en el mediano plazo aún esperamos sea más favorable a los emergentes.
- En materia de riesgos, estos pueden resumirse en el desarrollo del conflicto entre EE.UU. y China. En un escenario optimista donde se resuelva de manera rápida los activos emergentes debieran recuperar buena parte de las pérdidas. De escalar el conflicto esperamos que la renta fija soberana sea la principal favorecida.
- En nuestro escenario base, esperamos un tipo de cambio cerrando el año en torno a \$680 y una bolsa local que recuperaría parte del mal desempeño del año, llegando hasta los 5.400 puntos.

## Cambio en el escenario externo nos lleva a recomendar moderar la toma de riesgo

El escenario externo dio un giro brusco durante mayo. Aunque los principales elementos del panorama macro, especialmente en términos de cifras efectivas, siguen mostrando una economía global sana e inflación acotada, el resurgimiento de la tensión entre EE.UU. y China llevó a un aumento en la percepción de riesgo, trayendo de vuelta un escenario que tiene alguna similitudes con 2018 (gráfico 1) y que ha llevado a pérdidas importante en los activos de riesgo.

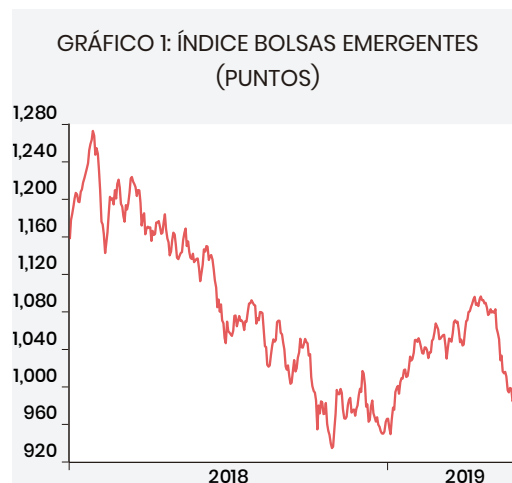
Pero también hay elementos distintos respecto al año pasado. En los negativos, destaca que la respuesta china a los anuncios ha sido más dura, no solo vía tarifas recíprocas y restricciones contra empresas específicas y productos relevantes (como el caso de las denominadas tierras raras), sino mediante la publicación de un documento con su posición oficial ([link al texto](#)), donde se destaca el avance en las negociaciones, pero al mismo se formaliza el requisito de remover todas las tarifas recientemente impuestas para firmar un acuerdo.

Este cambio es importante, y nos lleva a pensar que el conflicto podría extenderse ([Correo Security 15 de mayo](#)). De ocurrir, **esperamos la mantención de un panorama frágil para las bolsas y monedas, en particular para activos ligados a China**. En términos prácticos, si bien el impacto económico de las tarifas es negativo, incluso para el EE.UU. a través de mayor inflación y menor actividad, lo más relevante en el corto plazo ha sido el **shock negativo de condiciones financieras** (bolsas más bajas, *spreads* más altos y dólar más fuerte), el que no alcanza a ser compensado por la fuerte caída en las tasas libres de riesgo a nivel global (gráfico 2).

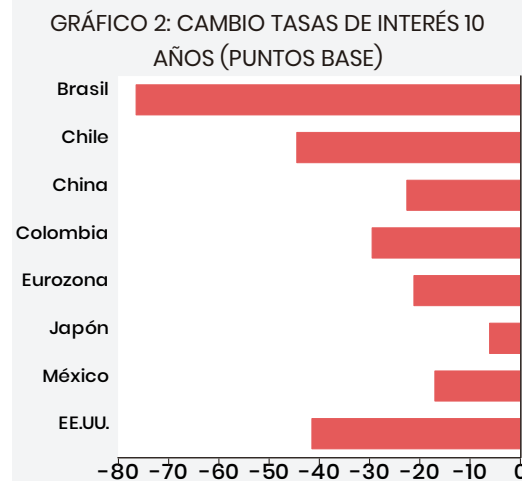
### Cambio en el escenario (al menos) de corto plazo

Como no esperamos una reversión rápida de varios de estos factores, **recomendamos reducir la exposición a la renta variable dentro de un portafolio, pasando de neutral a subponderar**. La versión del conflicto entre EE.UU. y China va más allá de las tarifas (que funcionan como otros impuestos) e incluye una discusión sobre posición dominante en el desarrollo de nuevas tecnologías e influencia política en otras regiones, los que son temas de más largo aliento y difíciles de predecir.

Esto se refleja en que **buena parte de las caídas en activos de riesgo se ve validada por el deterioro de las condiciones macroeconómicas**, que resumimos en perspectivas de actividad (gráfico 3), tasas de interés reales y dólar global. En otras palabras, esto indica que **en este punto los activos no están “baratos”, con excepciones, destacando la bolsa local, para la que si bien existen riesgos idiosincráticos ([Carteras Accionarias Security junio 2019](#)), parece sobre castigada**. A esta se ha sumado en lo más recientemente Asia emergente.



Fuente: Estudios Security.



Fuente: Estudios Security.



Fuente: Estudios Security.

**Dentro de las variables más relevantes para el cambio de escenario está que esperamos que el conflicto entre EE.UU. y China se mantenga, con altos y bajos, aunque sin escalar significativamente.** Nuestra estimación es que el golpe a las condiciones financieras de mayo compensa el *shock* positivo que tuvimos a comienzos de año, por lo que esperamos que, de mantenerse así, el crecimiento global siga una trayectoria más similar a la anticipada al cierre de 2018 (en torno al 3% versus una aceleración al 3,5%-3,75%).

En este contexto, **esperamos que las autoridades tanto en EE.UU. como en China apliquen mayor estímulo a sus respectivas economías. En particular, la Fed llevaría adelante dos recortes de tasa durante 2019, validando el escenario incorporado en los precios de mercado (gráfico 4).** La principal razón detrás de esto vendría más por el débil panorama inflacionario, que esperamos se mantenga (gráfico 5), a lo que se suma la incertidumbre en materia de actividad de la tensión comercial sobre una economía que continuaría desacelerando, aunque todavía esperamos que no caiga en una recesión en los próximos 24 meses.

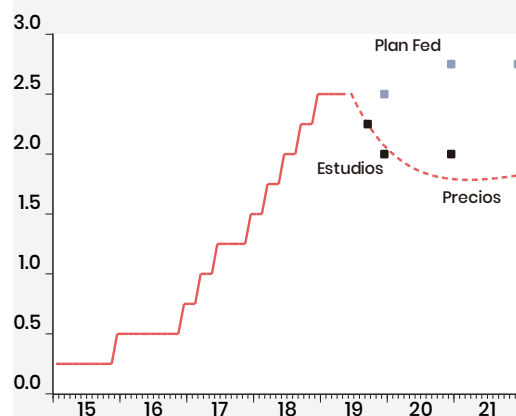
**También esperamos condiciones monetarias más expansivas en China ([link a Informe](#)),** a través de una combinación de tasas de interés más bajas y un mayor crecimiento de los agregados monetarios. En marzo nuestra expectativa era un impulso monetario de alrededor de la mitad de lo observado en 2015, que esperábamos tuviese un impacto en torno a 10% sobre el precio del cobre y a través de este sobre un tipo de cambio más fuerte. En los niveles actuales, esperamos que ese mismo impulso lleve al peso a cerrar el año en \$680.

**Este nuevo escenario base es consistente con activos emergentes que podrían continuar mostrando mayor volatilidad (gráfico 6), por lo que creemos adecuado reducir la exposición a estos mientras el acumulado del año aún muestra ganancias, pasando a una mayor ponderación de renta fija, en la que recomendamos mantener una duración al menos neutral.**

Dentro de la renta variable, aunque el desempeño de EE.UU. ha sido mejor al del resto y puede aparecer expuesto a una corrección mayor (como al cierre de 2018), creemos los buenos fundamentos macro y su carácter defensivo ayudarían en términos relativos. En otras palabras, si se diera un escenario de caídas fuertes en las bolsas, no esperamos que EE.UU. rente positivo, pero sí que tenga mejor desempeño.

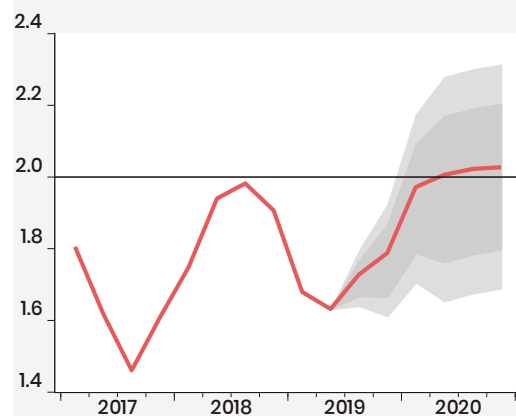
También **moderamos la exposición en Asia emergente, llevándolo neutral.** Aunque esperamos mayor estímulo en China y se resolvió la incertidumbre política en India, el mercado ha tendido a castigar la región, probablemente reflejando la expectativa de un impacto mayor, especialmente en otros países que proveen insumos a China para sus exportaciones a EE.UU.

GRÁFICO 4: TPM EE.UU. (%)



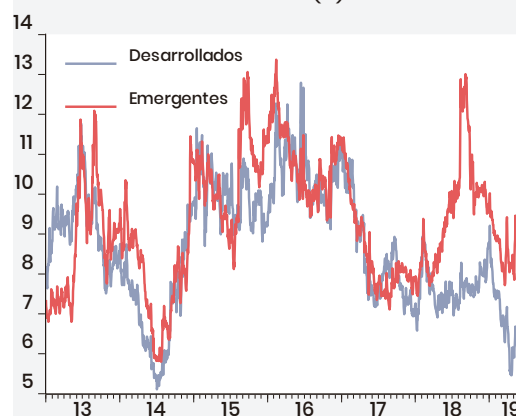
Fuente: Fed y Estudios Security.

GRÁFICO 5: INFLACIÓN SUBYACENTE EE.UU. (%)



Fuente: BEA y Estudios Security.

GRÁFICO 6: VOLATILIDAD IMPLÍCITA MONEDAS (%)



Fuente: Estudios Security.

En la renta fija, esperamos que las tasas de interés se mantengan bajas por ahora y, aunque esperamos que la tasa de diez años en EE.UU. termine algo por sobre los niveles actuales, solo esperamos alzas acotadas, llegando a 2,3%-2,4% hacia el cierre de año (gráfico 7). Para la renta fija local preferimos duraciones medias en la curva soberana, debido a que las tasas locales seguirían el desarrollo externo (*Informe Renta Fija mayo 2019*), pero podrían corregir parcialmente el recorte de TPM local que se ha incorporado y que no validamos (*Correo Security 6 de junio*). También recomendamos llevar los instrumentos corporativos locales a una posición neutral.

En la parte internacional, preferimos los bonos en dólares de empresas de Latinoamérica, como forma de plasmar un panorama que en el mediano plazo aún esperamos sea más favorable a los emergentes. Aunque en nuestro escenario base el cambio de etapa en el ciclo del dólar global se posterga (gráfico 8), aun esperamos pasar a una etapa de debilitamiento, la que históricamente ha sido favorable para emergentes (gráfico 9).

## Escenarios alternativos

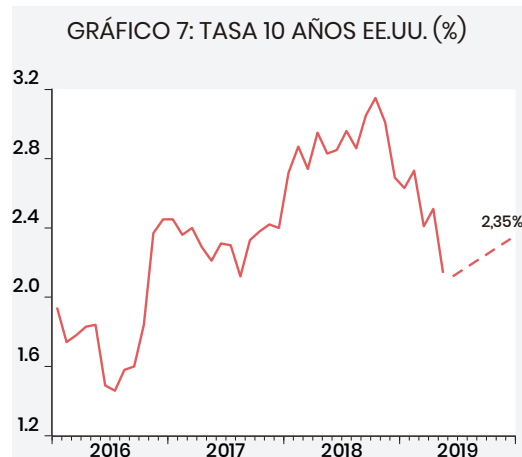
Nuestro escenario base supone que la resolución del conflicto entre EE.UU. y China es lenta y parcial, reflejándose en condiciones financieras más restrictivas del que esperábamos previamente. Pensando en un horizonte de inversión más largo, de un año o más, creemos que, a grandes rasgos, hay dos escenarios alternativos de cómo podría evolucionar la situación actual.

Un elemento que comparten estos con el base es la nueva ronda de estímulo por parte de las autoridades, política monetaria en EE.UU. y más amplia en China. Las principales diferencias entre escenarios vienen por la resolución del conflicto comercial, lo que puede afectar el punto de llegada (el crecimiento potencial global) y la intensidad de estímulo necesaria para que el deterioro cíclico no se profundice.

En un escenario optimista, EE.UU. y China llegan a un acuerdo en materia comercial, posiblemente en el encuentro del G20 a fin de mes y, con un tiempo más largo de negociación, se termina con restricciones (pero no prohibición) al actuar de compañías en sectores relevantes como las telecomunicaciones.

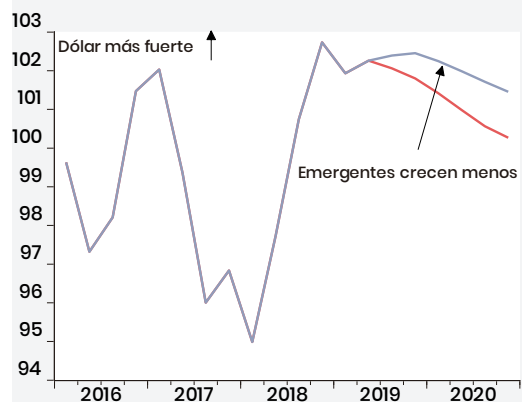
Aunque el acuerdo remueva las últimas tarifas, igualmente esperamos más estímulo, que permita una recuperación sostenida en la demanda interna china (*Portafolios Security mayo 2019*), sumado a uno en EE.UU. que enfrente la caída que han tenido las expectativas de inflación, particularmente medidas a través de en precios de mercado (gráfico 10) y que en este caso se materializaría a través de una señal de estabilidad de la Fed, dando a entender que el ciclo de alzas no continuaría (actualmente el plan es subir la TPM una vez durante 2020).

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS



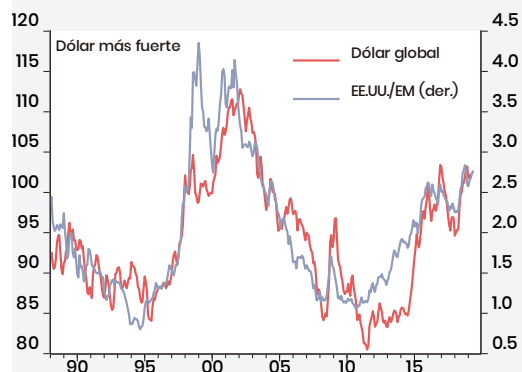
Fuente: Fed y Estudios Security.

## GRÁFICO 8: DÓLAR GLOBAL



Fuente: Fed y Estudios Security.

## GRÁFICO 9: DÓLAR Y DESEMPEÑO EE.UU./EM



Fuente: Fed y Estudios Security.

Este escenario **ayudaría al cierre de la brecha entre el desempeño de activos de países emergentes y EE.UU., donde esperamos que aquellos más ligados a China, como el cobre y el tipo de cambio local, se beneficien más al haber sido también más castigados.** De darse, anticipamos una paridad de cierre en torno a \$650 por dólar, con una bolsa local que podría alcanzar los 5.800 puntos.

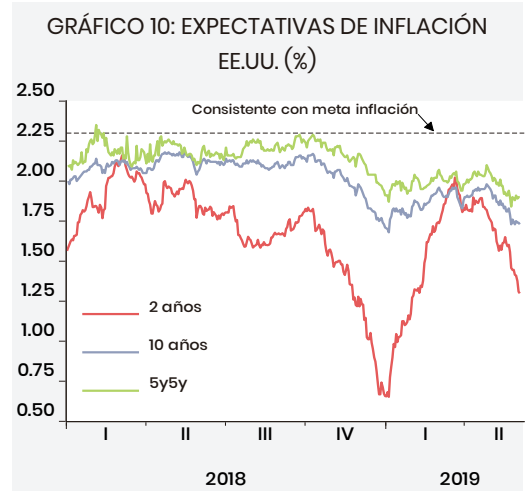
**La alternativa opuesta es un escenario pesimista donde ambas partes escalan el nivel de confrontación,** dejando de lado las negociaciones. En paralelo, EE.UU. avanza con su agenda, con tarifas sobre México e imponiendo otras a la importación de autos europeos.

**Actualmente asignamos una probabilidad muy baja a que esto ocurra,** al igual que lo que interpretamos recogen los precios de mercado. De acuerdo a estimaciones del Fondo Monetario Internacional, ya un escenario donde se aplican de manera permanente todas las tarifas a China tendría un impacto negativo importante sobre la economía estadounidense y sobre el mundo entero (gráfico 11). Enfrentando su reelección en 2020, creemos que los incentivos del Presidente Trump (que en lo más reciente a tenido un aumento en su baja aprobación, gráfico 12) están más alineados con mantener la economía enriellada, lo que se arriesga de manera importante en este escenario.

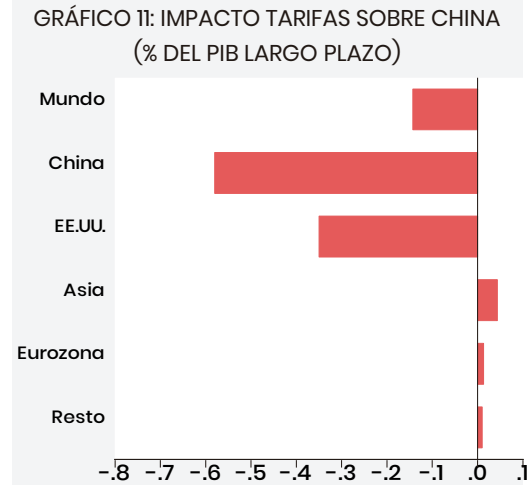
Aunque poco probable hoy, **las consecuencias son importantes y se reflejarían en caídas adicionales en los activos de riesgo y un alineamiento de EE.UU. con el resto.** También veríamos un fortalecimiento del dólar, junto a caídas en tasas libres de riesgo. Esperamos que el bono de EE.UU. a 10 años cayendo bajo 2%, reflejando un fuerte aumento en el riesgo de recesión.

**Para enfrentar esto, probablemente veríamos un Fed recortar la tasa de referencia en 100 puntos base de manera rápida y a las autoridades chinas inyectar más liquidez en el mercado, acelerando a tasas de crecimiento de agregados monetarias similares a las observadas en 2015** (gráfico 13).

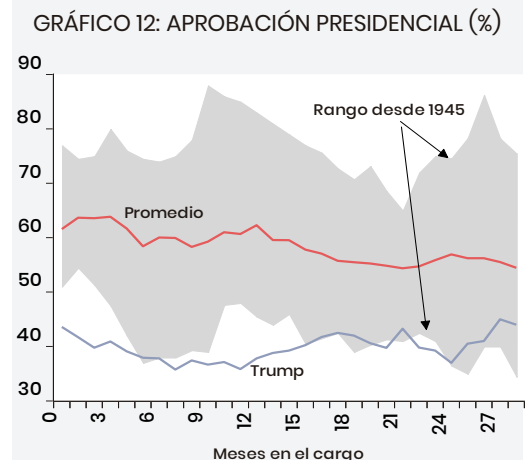
**En resumen,** el aumento reciente de la confrontación comercial y geopolítica ha llevado a una interpretación por parte de los mercados con elementos similares al cierre de 2018, en particular un mayor riesgo de recesión en EE.UU. y un deterioro marcado en las perspectivas para el mundo emergente. Si bien hay elementos que hoy son peores, en particular el cambio de postura de las autoridades chinas, no anticipamos que se materialice el escenario recesivo.



Fuente: Fed y Estudios Security.



Fuente: FMI.



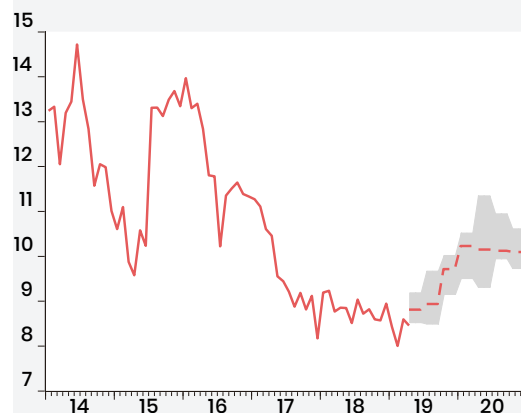
Fuente: Gallup y Estudios Security.

Sin embargo, tampoco esperamos que el conflicto se resuelva pronto, por lo que podríamos continuar viendo una percepción de riesgo alta sobre el mundo emergente y los activos de riesgo en particular. Por eso, nuestra recomendación, al menos para el corto plazo, es subponderar la renta variable y mantener una duración igual o levemente mayor al *benchmark* en la renta fija.

La forma en que esto se resuelva puede tener implicancias sobre la economía en el largo plazo, aunque esperamos que las políticas tanto estadounidense como china actúen para suavizar el ciclo. Por esto, anticipamos una nueva ronda de estímulo, principalmente de liquidez en China, junto a recortes de TPM por parte de la Fed, validando el escenario incorporado en los precios de mercado.

A nivel local esperamos que los esfuerzos se manifiestan a nivel de tipo de cambio (fortaleciéndolo), la mantención de tasas soberanas bajas, lo que a su vez ayudaría a corregir lo que consideramos un exceso de castigo sobre la bolsa local, aunque para esto último será necesario que factores propios de algunas compañías vayan moderándose.

GRÁFICO 13: CRECIMIENTO DINERO Y  
CRÉDITO CHINA (VAR % 12M)



Fuente: NBS y Estudios Security.

## Visión Activos Estudios Security Junio 2019

	Benchmark	Cartera Junio	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)

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

**Étienne Célery P.**  
Analista de Inversiones  
[etienne.celery@security.cl](mailto:etienne.celery@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.