



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Agosto 2019

ENTORNO GLOBAL:

Una Gran Fuente de Riesgo

ESCENARIO LOCAL:

Se Revierten los Vientos Externos

MONEDAS:

Mayor Percepción de Riesgo en Emergentes

RENTA FIJA INTERNACIONAL:

Spreads corporativos para tomar riesgo en emergentes

RENTA FIJA LOCAL:

Alza del Tipo de Cambio no Sería Inflacionaria

RENTA VARIABLE INTERNACIONAL:

Pocas Fuentes de Resguardo

RENTA VARIABLE LOCAL:

Mantenemos Balance de Riesgos Moderados

Resumen

•El desempeño de los activos durante julio se explicó por la expectativa políticas monetarias globales más expansivas. Sin embargo, también se manifestaron dos de los principales riesgos, una Fed menos expansiva de lo que el mercado anticipaba y el resurgimiento de la tensión entre EE.UU. y China. Los factores de riesgo pueden resumirse en el actuar del gobierno estadounidense y su presión sobre la política monetaria y comercial. Por esto, mantenemos la recomendación de subponderar la renta variable, prefiriendo duraciones más largas en las curvas soberanas y la exposición a emergentes a través de los *spreads* corporativos.

•La recomendación de cautela se aplica con más fuerza a las monedas. Los últimos eventos de política monetaria y comercial llevaron a un fortalecimiento del dólar, en particular contra emergentes. El tipo de cambio local ha sido de los más castigados, aunque la mayor parte está validada por factores globales.

•En la renta variable internacional, mantenemos la recomendación de no hacer grandes apuestas por regiones. Seguimos prefiriendo de EE.UU. sobre la Eurozona para mantener el balance entre desarrollados y emergentes y tomar algo menos de riesgo.

•En la renta fija internacional, creemos que se requiere todavía de un deterioro adicional de las condiciones globales para ver una ampliación fuerte en los *spreads*, por lo que mantenemos la recomendación de sobreponderar los instrumentos corporativos en dólares de empresas de Latinoamérica.

•En la renta fija local, la depreciación del peso impulsó la expectativa de inflación de corto plazo, no así la de mediano. En nuestro escenario base el panorama externo se normalizaría, lo que nos lleva a preferir instrumentos en UF sobre los nominales.

•En la renta variable local, mantenemos un balance de riesgos moderados. Si bien las valorizaciones actuales parecen atractivas en una perspectiva de largo plazo, la debilidad de los resultados podría mantener la presión en el corto plazo.

Visiones por Clases de Activo – Agosto 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: Una Gran Fuente de Riesgo

El desempeño de los activos durante julio se condijo con nuestro escenario base de una expectativa de política monetaria más expansiva a nivel global que apoyaría ganancias, en la medida que las perspectivas de actividad no deterioraran y la percepción de riesgo se mantuviera estable (*Portafolios Security julio 2019*).

Sin embargo, en la semana pasada vimos manifestarse dos de los factores de riesgo a nuestro escenario. Primero, pese a que la Fed recortó la tasa como se anticipada, el mensaje de una economía que aún se muestra sólida y la referencia a recortes de “medio ciclo” sirvieron para que el mercado interpretara el mensaje como más restrictivo, contraparte de un escenario muy expansivo incorporado en los precios de mercado (*Correo Security 29 de julio*).

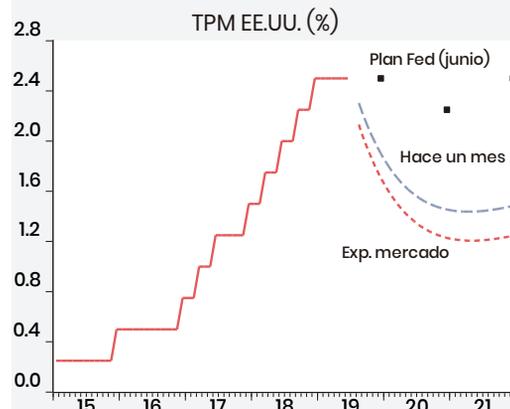
Segundo, y en parte por esto, el nuevo anuncio de tarifas a importaciones chinas complementaron el shock restrictivo de la Fed, llevando a caídas en bolsas y tasas, junto a la depreciación de monedas, particularmente emergentes. Esto volvió a incorporar un escenario donde se anticipan más recortes de tasas de lo que la Fed ha dejado entrever hasta ahora (gráfico 1), brecha que esperamos se mantenga. Nuestro escenario base sigue incluyendo un recorte adicional en septiembre para luego pasar a un sesgo neutral, aunque el riesgo de una tercera baja ha aumentado.

De manera importante, la debilidad en cifras económicas en el mundo desarrollado y China se han mantenido más o menos circunscritas al sector manufacturero (gráfico 2). Estas últimas son las que más han capturado los titulares, pero esta dicotomía permite pensar en un escenario más optimista, donde la fortaleza (en términos relativos) de la demanda interna ayuda a una recuperación en el ciclo manufacturero, tal como ha ocurrido en otras ocasiones (gráfico 3).

Lo malo es que aún faltaría para esto y que ocurra dependerá de la política estadounidense. Al anclar la Fed su escenario al panorama externo, entrega más herramientas al Presidente Trump para (1) crear condiciones para tasas más bajas y (2) eventualmente lograr más concesiones de las autoridades chinas, ambas con anuncios como el mayores tarifas. El riesgo de la estrategia es que valide una desaceleración mayor en la economía de EE.UU., y el resto del mundo.

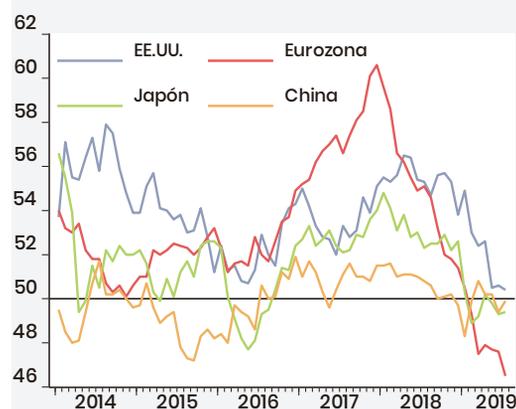
En materia de posicionamiento, al reducirse la dimensión de los riesgos, pero mantenerse muy latentes, mantenemos la recomendación de subponderar la renta variable, prefiriendo la exposición a duraciones más largas en la curva soberana (en USD y local) y la exposición a emergentes a través de los spreads corporativos en dólares.

GRÁFICO 1: TRAYECTORIA ESPERADA



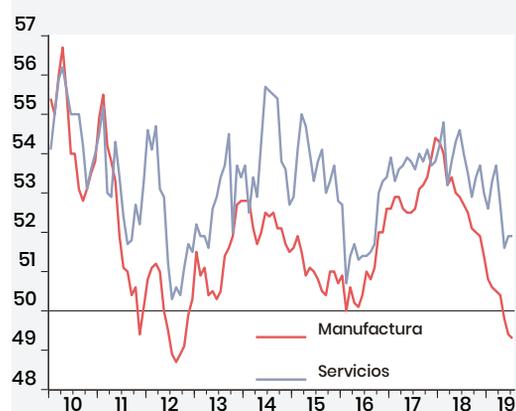
Fuente: Fed y Estudios Security.

GRÁFICO 2: PMI MANUFACTURERO (PUNTOS)



Fuente: Markit y Estudios Security.

GRÁFICO 3: PMI GLOBAL (PUNTOS)



Fuente: Estudios Security.

Escenario Local: Se Revierten los Vientos Externos

La primera mitad del año tuvo un desempeño económico decepcionante, con el PIB creciendo apenas 1,7%. Gran parte de este resultado tuvo relación con la mayor 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 los términos de intercambio; en definitiva, un círculo vicioso para las economías emergentes. Este magro panorama se ha agravado en los últimos días debido al recrudecimiento de las tensiones entre Trump y Xi Ping. Lo anterior está dominando a los mercados por sobre los efectos de los mayores estímulos globales.

La mala noticia es que la elevada incertidumbre permanecería en los próximos meses, por lo que si bien la actividad económica mostraría un segundo semestre mejor que el primero, el menor impulso externo pone en entredicho la magnitud y la sostenibilidad de la recuperación del gasto interno. De hecho, la expectativa de crecimiento para el año ha seguido bajando, al igual que la de 2020 (ver gráfico).

La respuesta de la autoridad monetaria local será la de aumentar los estímulos con la TPM bajando hasta 2%, sin descartar nuevos estímulos si el panorama global se sigue deteriorando.

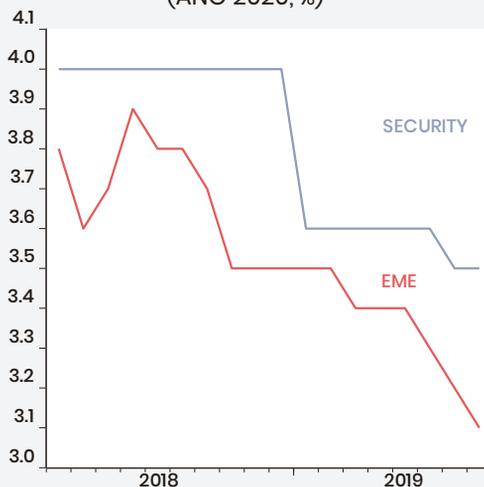
Monedas: Mayor Percepción de Riesgo en Emergentes

Los últimos eventos de política monetaria y comercial en EE.UU. llevaron a un fortalecimiento importante del dólar, en particular contra monedas emergentes. El mejor reflejo de que el movimiento ha sido por aversión al riesgo y no por factores de crecimiento o política monetaria, es que ha sido una apreciación transversal, donde solo monedas como el yen se han visto favorecidas. La excepción ha sido la lira turca, pero eso refleja más un desarrollo local, donde el fuerte recorte de tasas (y la expectativa de bajas adicionales) apoyaría ganancias de capital en su renta fija y mayor crecimiento en una economía debilitada.

El tipo de cambio local continúa siendo de los más castigados y creemos que la mayor parte del debilitamiento viene validado por el fenómeno de un dólar global más fuerte, la contraparte de la fuerte caída en el cobre (alrededor de 7%-8% desde inicios de julio) y la mayor caída en las tasas locales respecto a EE.UU.

La recomendación de cautela en el posicionamiento se aplica con más fuerza a las monedas. Si bien los cambios han sido bruscos, se condicen con un aumento importante de la percepción de riesgo global. Si bien no creemos que esta se mantenga en niveles tan elevados, se necesitarán señales más positivas para que se modere. Dentro de estas, se hace necesario una mejora en las cifras económicas, probablemente nuevas medidas de estímulo en China (diferentes a la depreciación de la moneda), junto a un retroceso en la tensión comercial entre este y EE.UU.

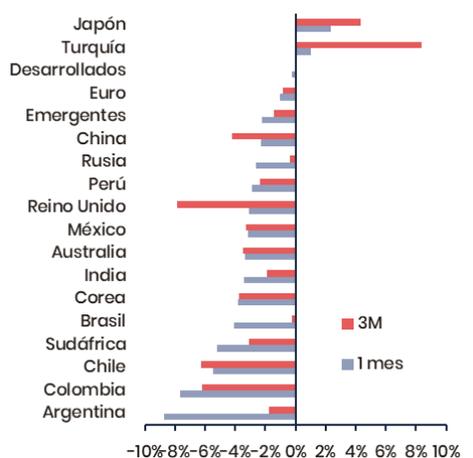
EXPECTATIVA DE CRECIMIENTO DEL PIB
(AÑO 2020, %)



Fuente: Banco Central y Estudios Security.

EME: Encuesta Mensual de Expectativas Económicas.

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

En el último tiempo los *spreads* de riesgo han tenido un alza, pero que ha sido compensada por la caída de las tasas base, dejando las ganancias mayormente acotadas al devengo de los instrumentos, más que a las ganancias de capital. En un escenario donde la percepción de riesgo se mantiene alta, no esperamos una compresión de *spreads*, pero sí creemos que los bonos corporativos pueden ser un instrumento de protección de valor en el mundo emergente, especialmente al compararlos con nuestras perspectivas para las acciones y que están menos afectados a las variaciones de tipo de cambio.

Un riesgo importante es que de incorporarse un panorama peor para la economía los *spreads* suban más de lo que caen las tasas, las que además tienen menos espacio para bajar, habiéndolo hecho ya cerca de 85 puntos base en el año para la tasa de diez años de EE.UU.

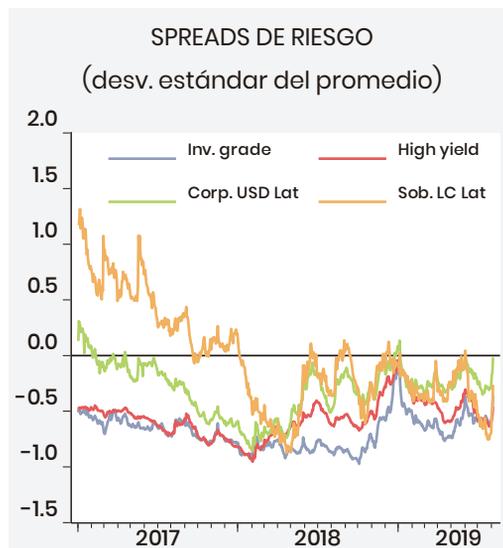
Sin embargo, creemos que se requiere todavía de un deterioro adicional de las condiciones globales para que esto ocurra, por lo que mantenemos la recomendación de sobreponderar los instrumentos corporativos en dólares de empresas de Latinoamérica, manteniendo una posición neutral en la renta fija corporativa estadounidense.

Renta Fija Local: Alza del Tipo de Cambio no Sería Inflacionaria

El deterioro del panorama externo está siendo significativo y se ha reflejado en la depreciación de las monedas, donde el peso no ha sido la excepción, situándose en torno a \$ 720. La reacción del mercado ha sido incrementar la expectativa de inflación de corto plazo, mientras las de mediano y largo plazo siguen contenidas. De hecho, la compensación inflacionaria a un año derivada de los swaps pasó desde 2,3% a fines de junio hasta 2,7%, mientras la de cinco años sigue en 2,6%.

Nuestra visión es que de mantenerse el escenario externo actual, la economía no repuntaría y seguiría creciendo por debajo del potencial, lo que a su vez mantendría muy contenidas las presiones inflacionarias, absorbiendo la depreciación cambiaria y por lo tanto la inflación no sólo no subiría sino que tiene alta probabilidad de caer.

Eso sí, lo anterior no es nuestro escenario base. Seguimos considerando que las tensiones financieras externas tenderán a normalizarse, lo que apoyaría una recuperación en los precios de las materias primas, una mejora de los términos de intercambio y un mayor dinamismo de la actividad económica. Esto último impulsaría al alza las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, 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: Pocas Fuentes de Resguardo

Las ganancias recientes en las bolsas han venido principalmente de la expectativa de mayor liquidez global, gracias a bancos centrales liderados por la Fed, que actuarían para contrarrestar el deterioro en las perspectivas de crecimiento, la baja inflación baja en el mundo desarrollado y las brecha de actividad en los emergentes. Esto funcionó bien en la medida que la percepción de riesgo se mantuvo relativamente estable, pero la expectativa de un salto en esta se mantuvo latente.

La semana pasada ocurrió, en forma de un resurgimiento de la tensión comercial entre EE.UU. y China, la que en realidad nunca se fue. Este es el contexto que justificaba la recomendación de subponderar la renta variable y que se mantiene. A nivel de regiones, los emergentes y en particular Asia se han visto fuertemente afectados, pero ni siquiera EE.UU. ha salido ileso esta vez.

Mantenemos la recomendación de no hacer grandes apuestas por regiones. Seguimos prefiriendo de EE.UU. sobre la Eurozona para que, manteniendo el balance entre desarrollados y emergentes, la cartera tenga algo menos de riesgo, de la mano de mejores perspectivas en términos de actividad para EE.UU. y una política monetaria, que vemos con más espacio para actuar en la Fed que el BCE.

Renta Variable Local: Mantenemos Balance de Riesgos Moderados

Durante el mes, el IPSA cayó un -2,4%, mientras que las carteras Táctica y Fundamental, registraron un desempeño inferior, con retornos de -4,8% y -4,6%, respectivamente. Esto se dio en medio de un panorama global más incierto en la última semana, sumado a cifras locales que aún decepcionan.

En términos de valuaciones, la bolsa local mantiene múltiplos muy por debajo de sus niveles históricos ya por varios meses. Buena parte de esto se explica por el debilitamiento de las expectativas de resultados. En efecto, menores precios de *commodities* junto con fuerte actividad promocional en *retail* y pérdidas no recurrentes asociadas al plan de descarbonización llevarían a las utilidades del IPSA a una corrección de un 15% en el año.

Con todo, mantenemos un balance de riesgos moderados en nuestra cartera accionaria. Si bien las valorizaciones actuales parecen atractivas en una perspectiva de largo plazo, la debilidad de los resultados podría mantener la presión en el corto plazo.

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$ (variación %)

Al	5 de agosto de 2019	2019	1m	3m	6m	12m	24m
Total Mundo		10.1	-5.3	-3.8	1.3	-3.5	4.4
Países Desarrollados		11.3	-4.9	-3.2	2.3	-2.6	6.4
Estados Unidos		13.8	-4.9	-3.0	3.7	1.0	14.8
Eurozona		6.9	-6.0	-5.0	-0.8	-11.8	-10.4
Reino Unido		1.8	-7.2	-9.6	-5.4	-14.1	-11.5
Japón		6.2	-2.6	-1.3	1.3	-7.6	-2.1
Asia ex Japón*		9.0	-6.8	-2.0	-0.1	-3.9	-1.8
Países Emergentes		0.8	-8.2	-8.4	-5.5	-10.5	-9.5
Asia Emergente		-0.2	-8.3	-10.1	-7.0	-12.3	-10.4
China		2.4	-9.2	-12.9	-9.6	-13.7	-9.5
India		-3.8	-10.4	-8.8	-4.9	-9.9	-6.9
América Latina		3.8	-8.5	-1.6	-2.4	-1.4	-4.8
Brasil		9.7	-6.7	5.3	1.7	15.9	10.1
Chile (Msci)		-14.6	-11.0	-13.8	-19.1	-27.1	-23.6
Chile (SP IPSA US\$)		-10.0	-10.9	-12.1	-15.9	-22.4	-16.2
M.Oriente/Africa/Europa		2.8	-7.5	-5.4	-0.8	-8.5	-8.4

Fuente: MSCI y Estudios Security.

* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

CARTERA ACCIONARIA TÁCTICA

CAP	Mallplaza
Bsantander	SMU
Enelam	SQM-B

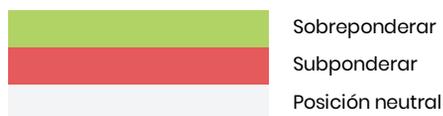
*Esta cartera asigna la misma ponderación a cada acción.

CARTERA ACCIONARIA FUNDAMENTAL

Enelam	13%	Mallplaza	8%
Bsantander	12%	SMU	8%
SQM-B	10%	CencoShopp	7%
CAP	10%	Colbún	5%
COPEC	9%	Falabella	5%
EnelChile	8%	LTM	5%

Visión Activos Estudios Security Agosto 2019

	Benchmark	Cartera Agosto	Cartera anterior
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%		



DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

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

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

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

Paulina Barahona N.
Subgerente de Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

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

Magdalena de Ramón C.
Analista Renta Fija Internacional
magdalena.deramon@security.cl

Sebastián Montero A.
Analista Macroeconomía
sebastian.montero@security.cl

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

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

Gonzalo Sandoval I.
Analista de Inversiones
gonzalo.sandoval@security.cl

Étienne Célèry P.
Analista de Inversiones
etienne.celery@security.cl

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

CORREDORA DE BOLSA

Viviana Neira O.
Gerente Intermediación Renta Fija Nacional
(56-2) 2584 4646 - 2901 6239
viviana.neira@security.cl

Nicolás Gallegos P.
Jefe Intermediación Renta Fija Nacional
(56-2) 2584 4646 - 2901 6239
nicolas.gallegos@security.cl

Javier Calleja S.
Jefe Renta Variable Clientes Institucionales
(56-2) 2581 5607
javier.calleja@security.cl

Manuel Achurra S.
Gerente Mesa de Distribución
(56-2) 2584 4643
manuel.achurra@security.cl

Rodrigo Pérez Y.
Jefe Renta Variable
(56-2) 2584 3169
rodrigo.perez@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://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.