



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios
Septiembre 2019

Jorge Cariola G. y César Guzmán B.

ENTORNO GLOBAL:

Riesgos continuarían presentes

ESCENARIO LOCAL:

Sin Gran Recuperación

MONEDAS:

Peor escenario global seguiría reflejándose en tipos de cambio

RENTA FIJA INTERNACIONAL:

Spreads han respondido a mayor percepción de riesgo

RENTA FIJA LOCAL:

UFs Largas

RENTA VARIABLE INTERNACIONAL:

Bolsas globales seguirían presionadas

RENTA VARIABLE LOCAL:

Volatilidad No Cedería en el Corto Plazo

Resumen

• Agosto se caracterizó por un aumento en la percepción de riesgo global, con un sector manufacturero debilitado, lo que no se ha visto reflejado aún en la confianza de los consumidores. La presión del gobierno de EE.UU. sobre China y la Fed sigue siendo el principal factor de riesgo, aunque ambas contrapartes han señalado que su intención es no escalar los conflictos. Nuestro escenario no incluye una resolución pronta de estos y mantenemos la recomendación de subponderar la renta variable dentro de un portafolio.

• La mayor percepción de riesgo se ha plasmado en debilitamiento de monedas respecto al dólar. Para el peso chileno, este ha sido validado por factores globales y no anticipamos una apreciación brusca, manteniendo la proyección de \$700 al cierre de año.

• En la renta variable internacional, preferimos a EE.UU. por su mejor posición en términos relativos. Mantenemos balance entre desarrollados y emergentes debido al carácter global de los factores de riesgos, que hablan de una incertidumbre generalizada.

• En la renta fija internacional, recomendamos matizar las posiciones más riesgosas y recomendamos sobreponderar los bonos corporativos de empresas latinoamericanas en dólares en desmedro del segmento *High Yield* de EE.UU., acompañado por una sobreponderación del segmento *Investment Grade*.

• En la renta fija local, la nueva baja de la TPM con sesgo expansivo llevaría a las compensaciones de mediano plazo al 3% con el correr de los meses, por lo que sugerimos mantener una duración levemente sobre el *benchmark* y un sesgo a las UF.

• En la renta variable local, mantenemos un balance de riesgos moderados. Si bien las valorizaciones actuales parecen atractivas y las perspectivas para 2020 mejorarían, la volatilidad y los factores de presión no cederían en el corto plazo.

Visiones por Clases de Activo – Septiembre 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: Riesgos continuarían presentes

El mes de agosto se caracterizó por un aumento en la percepción de riesgo global, que se vio reflejado en pérdidas en bolsas, depreciación de monedas respecto al dólar y nuevas caídas en las tasas base. Ambos estuvieron además concentrados en mercados emergentes aunque, si bien entre los desarrollados los movimientos cambiarios fueron más acotados, sus activos de riesgo tuvieron caídas.

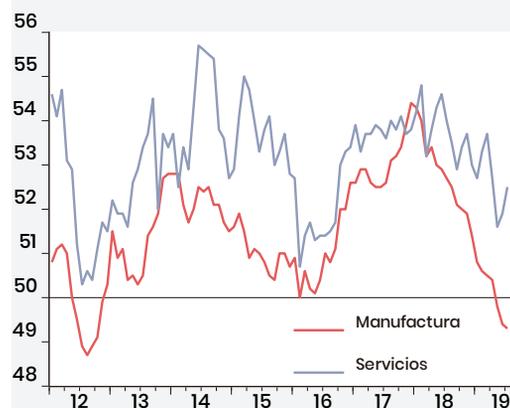
En paralelo, las cifras de actividad han continuado mostrando debilidad asociada al sector manufacturero (gráfico 1), aunque sin evidenciarse todavía un traspaso a los componentes de demanda interna. De hecho, indicadores de confianza de consumidores se mantienen altos en términos cíclicos (gráfico 2), lo que permite pensar en que el consumo, principal componente del crecimiento en el mundo desarrollado, no ha sufrido en demasía; aunque al mismo tiempo significa un factor de riesgo en caso de mostrar una desaceleración.

Una fuente posible para esta es una mantención, o escalamiento, del conflicto entre EE.UU. y China. Aunque las últimas señales del Presidente estadounidense no han sido muy consistentes, en el agregado implican una mantención de su posición actual, que incluye aumentos de tarifas en octubre, sin intenciones de avanzar en un acuerdo en el que no se vea favorecido. **Nuestro escenario incluye una extensión del conflicto por un tiempo aun prolongado** (*Portafolios Security junio de 2019*), por lo que mantenemos la recomendación de cautela, subponderando la renta variable dentro de un portafolio.

Otro de los elementos más relevantes es la política monetaria en EE.UU., con precios de mercado que incorporan fuertes recortes de tasas (gráfico 3) este y el próximo año. Si bien estos podrían materializarse (anticipamos una rebaja de 25 puntos en septiembre y diciembre), no es claro que las condiciones actuales de la economía, así como el escenario base de la entidad, justifiquen una TPM que vuelve al 1%. De no validarse esto representaría un *shock* restrictivo, que típicamente tiene asociada una apreciación del dólar y caídas en activos de riesgo.

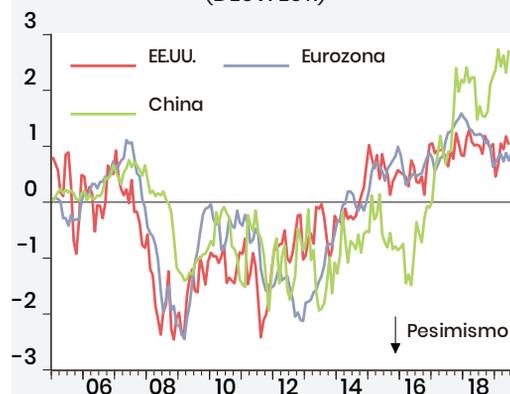
Finalmente, las autoridades chinas han mencionado que no desean escalar el conflicto comercial y han sumado algunas señales de mayor estímulo, pero creemos que aún son insuficientes para que la economía reaccelere (*Correo Security 2 de septiembre*). Por eso mantenemos un posicionamiento defensivo, prefiriendo EE.UU. dentro de las acciones, reduciendo la exposición al peso, manteniendo la duración en la renta fija en torno al *benchmark*, aunque manteniendo la apuesta por emergentes a nivel de bonos corporativos en USD, aunque subponderando el segmento *High Yield* estadounidense para compensar la toma de riesgo del portafolio.

GRÁFICO 1: PMI MANUFACTURERO (PUNTOS)



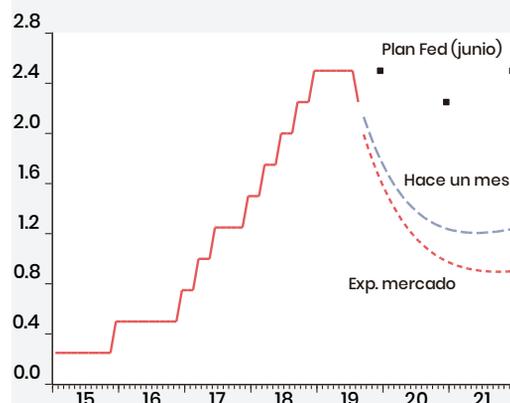
Fuente: Markit y Estudios Security.

GRÁFICO 2: CONFIANZA CONSUMIDORES (DESV. EST.)



Fuente: Comisión Europea, NBS, Universidad de Michigan y Estudios Security.

GRÁFICO 3: TPM EE.UU. (%)



Fuente: Fed y Estudios Security.

Escenario Local: Sin Gran Recuperación

Conocidas las primeras cifras de actividad de julio, se ratifica que el desempeño de la economía del segundo semestre partió mejor que el de la primera mitad del año.

No obstante, las perspectivas se han vuelto menos optimistas. Ello por cuanto el entorno externo se ha deteriorado y muy considerablemente en el último mes. Además, vemos pocos factores que puedan revertir este panorama en el corto plazo. De hecho, la guerra comercial se ha agudizado, lo que podría mantenerse durante el correr de 2020 en plena carrera presidencial en EE.UU. En este contexto, será difícil ver un ciclo favorable para las economías emergentes (debilidad del dólar, alza de precios de materias primas, flujos de capitales). De esta forma, la recuperación económica prevista hace algunos meses pierde fuerza, y el PIB se quedaría creciendo en torno a 3% en los próximos trimestres, por debajo del potencial.

Desde un punto de vista más optimista, las autoridades globales seguirían aumentando los estímulos para evitar que la desaceleración económica sea mayor.

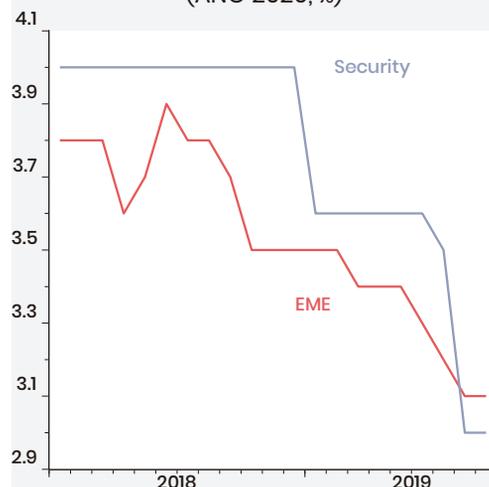
Monedas: Peor escenario global seguiría reflejándose en tipos de cambio

La mayor percepción de riesgo asociada al mundo emergente se ha continuado plasmando en un debilitamiento de sus monedas respecto al dólar. Por su parte, el yuan chino ha continuado depreciándose, lo que creemos refleja las perspectivas de un deterioro en los fundamentos de su economía (y no una herramienta de política comercial). La tensión entre EE.UU. y China podría mantener estas tendencias, lo que representa un mal escenario para las monedas del resto de los emergentes, incluido el tipo de cambio local.

No esperamos que el giro expansivo de los bancos centrales lleve a una ola de devaluaciones competitivas, ya que está más justificado por el debilitamiento de la economía global y la mayor incertidumbre que por la búsqueda de mayor competitividad en las exportaciones a través de tasas más bajas y su potencial efecto en la moneda.

Para el peso chileno, el debilitamiento de los últimos meses ha sido validado por factores globales, principalmente el precio del cobre. Como este y las tasas de interés continuarían reflejando un peor escenario global, no anticipamos una apreciación brusca -mantenemos la proyección de \$700 al cierre de año- y recomendamos cautela en materia de toma de riesgo a través de instrumentos asociados al tipo de cambio.

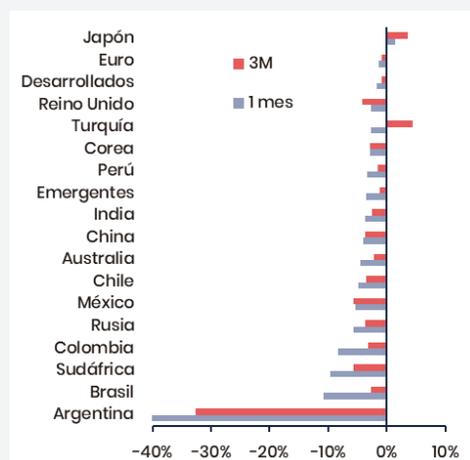
EXPECTATIVA DE CRECIMIENTO DEL PIB
(AÑO 2020, %)



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.

Renta Fija Internacional: *Spreads* esta vez respondieron a mayor percepción de riesgo

En los últimos meses la mayor percepción de riesgo se ha traducido en la ampliación de los *spreads*, que ha compensado la caída en las tasas base. Mantenemos la expectativa de que el panorama global no justifica una compresión de estos, pero dentro del abanico de activos del mundo emergente, los bonos corporativos ofrecen algo más de protección, aunque no están inmunes a aumentos en la percepción de riesgo global o shock más específicos como la elección argentina.

Dentro de la renta fija internacional, moderamos la toma de riesgo recomendando subponderar el segmento *High Yield* de EE.UU., también sujeto a *shock* globales, pero con *spreads* más bajo comparados contra su propia historia. También recomendamos sobreponderar la clase de activo por sobre la renta fija local, aumentando la exposición al dólar y las tasas base (más que sobre *spreads*) a través de una sobreponderación del segmento *Investment Grade* estadounidense.

El panorama global continuaría con un alta incertidumbre. Por eso recomendamos matizar las posiciones más riesgosas y recomendamos sobreponderar los bonos corporativos de empresas latinoamericanas en dólares en desmedro del segmento *High Yield* de EE.UU., acompañado por una sobreponderación del segmento *Investment Grade*.

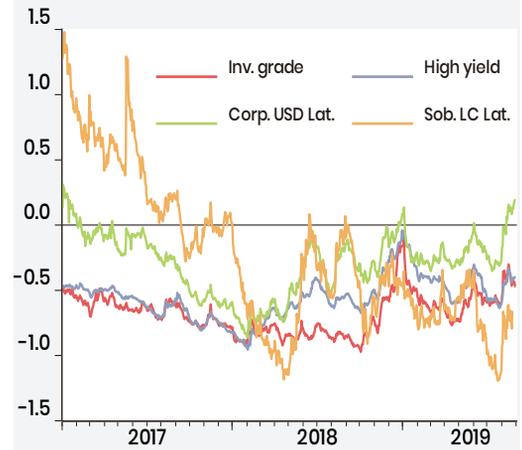
Renta Fija Local: UFs Largas

Este año las tasas de interés han sorprendido a la baja, debido a que la desaceleración de la economía ha sido mayor a la prevista, tanto la global como la doméstica, en un contexto de riesgos crecientes a lo largo del año.

Pero tras la caída de más de 100pb surge la pregunta si hay espacio para nuevas caídas o si hay una sobreacción en el mercado. Por un lado, el Banco Central bajó la TPM en 50pb adicionales en septiembre, aunque esta vez estaba internalizado, y mantuvo un sesgo expansivo. A nuestro juicio, **nuevas bajas vendrían sólo en el caso de un deterioro adicional del panorama externo**. En todo caso, los precios de mercado tienen implícito otro 35pb de recortes en los próximos meses por lo que sólo habría valor en la parte corta de la curva si el ente rector es más agresivo que eso, lo que no es nuestro escenario base. Eso sí, tampoco vemos ningún factor que las vaya a impulsar al alza en el corto plazo.

Por otra parte, las compensaciones inflacionarias a mediano plazo siguen muy contenidas, reflejando que el pobre desempeño de la actividad económica sería de largo aliento. Nuestro escenario base apunta a cierta normalización del panorama global, por lo que las compensaciones de mediano plazo se irían acercando al 3% con el correr de los meses. En este contexto, en términos de estrategia sugerimos mantener una duración levemente sobre el *benchmark* y un sesgo a las UF sobre los nominales.

SPREADS DE RIESGO
(desv. estándar del promedio)



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: Bolsas globales seguirían presionadas

Las bolsas han continuado mostrando un débil desempeño, el que ha incluido a EE.UU., reflejo de un deterioro en el panorama global más generalizado, con menor crecimiento esperado hacia adelante y alta incertidumbre que terminaría sin dejar ganadores en los conflictos actuales.

Esto se ha reflejado en que las pérdidas se han materializado a pesar de las fuertes caídas en las tasas libres de riesgo, lo que habla de una combinación de menor crecimiento esperado para las utilidades, pero principalmente de un aumento en el precio por riesgo. Un factor a tomar en cuenta es que las expectativas de consenso para el próximo año aún incorporan una expansión de dos dígitos en la última línea de las compañías, lo que esperamos sea difícil de alcanzar de continuar el magro panorama global.

Por esto mantenemos la recomendación de no hacer grandes apuestas por regiones. Seguimos prefiriendo de EE.UU., cuya economía sigue más sólida en términos relativos, tiene más municiones desde la política monetaria y un carácter defensivo (Japón por otra parte solo tiene esta última característica). Mantenemos un balance entre desarrollados y emergentes debido al carácter global de los factores de riesgo que observamos, que hablan de una incertidumbre generalizada.

Renta Variable Local: Volatilidad No Cedería en el Corto Plazo

Durante el período de vigencia de las CAS el IPSA cayó un 4% lo que se exacerbó con una depreciación adicional del peso. En este contexto, las carteras Táctica y Fundamental, registraron un desempeño mixto respecto al *benchmark* (la CAT con un retorno de -4,9% y CAF de -2,8%).

En términos de valuaciones, el IPSA sigue fuertemente castigado desde una perspectiva histórica e incluso respecto de sus pares emergentes. Buena parte de esto se explica por el debilitamiento de las expectativas de resultados. Menores precios de *commodities* junto con fuerte actividad promocional en *retail* y pérdidas puntuales asociadas al plan de descarbonización llevarían a las utilidades del IPSA a una caída de un 15% en el año. Hacia 2020, una recuperación gradual de los precios de materias primas y la normalización de los efectos no recurrentes llevarían a un crecimiento en torno a 16% en las utilidades.

Con todo, mantenemos un balance de riesgos moderados en nuestra cartera accionaria. Si bien las valorizaciones actuales parecen atractivas y las perspectivas para 2020 mejorarían, la volatilidad y los factores de presión no cederían en el corto plazo.

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$ (variación %)

Al 30 de agosto de 2019	2019	1m	3m	6m	12m	24m
Total Mundo	121	-3.1	1.0	1.0	-2.6	7.4
Países Desarrollados	13.5	-2.7	1.3	2.1	-2.0	9.4
Estados Unidos	17.0	-2.1	2.4	4.4	0.8	18.6
Eurozona	8.5	-3.6	-0.9	-0.5	-8.6	-7.9
Reino Unido	1.5	-6.7	-5.9	-8.2	-10.8	-9.2
Japón	6.1	-1.4	1.7	-2.5	-7.6	-0.8
Asia ex Japón*	7.1	-8.1	-3.1	-3.1	-4.0	-3.1
Países Emergentes	1.9	-6.6	-1.4	-7.1	-6.9	-7.2
Asia Emergente	2.2	-5.4	-1.2	-8.2	-9.8	-6.6
China	5.7	-4.8	-1.1	-9.6	-8.1	-5.8
India	-2.4	-5.8	-7.3	-7.2	-9.0	-3.0
América Latina	1.4	-10.7	-0.6	-4.1	6.6	-7.3
Brasil	5.6	-12.2	3.7	0.4	29.1	6.5
Chile (Msci)	-14.2	-9.4	-6.3	-16.7	-19.1	-23.4
Chile (SP IPSA US\$)	-9.4	-8.8	-5.8	-13.0	-14.0	-15.9
M.Oriento/Africa/Europa	1.3	-8.9	-2.8	-3.8	-1.7	-8.9

Fuente: MSCI y Estudios Security.

* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

CARTERA ACCIONARIA TÁCTICA

CAP	Enelam
Bsantander	Mallplaza
Chile	SQM-B

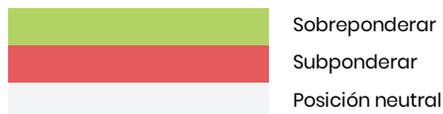
*Esta cartera asigna la misma ponderación a cada acción.

CARTERA ACCIONARIA FUNDAMENTAL

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

Visión Activos Estudios Security Septiembre 2019

	Benchmark	Cartera Septiembre	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

Paulina Feliú Q.
Analista de Inversiones
paulina.feliu@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

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.