



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Enero 2020

## Menor percepción de riesgo permitiría capturar mejoras en la economía global

### Resumen

• Nuestra expectativa para 2020 es de un repunte moderado en la economía global, gracias a menor percepción de riesgo que permitiría que el estímulo provisto por los bancos centrales apoye una aceleración en la demanda interna. Sin embargo, la recuperación no sería demasiado apoyada, pero tampoco entorpecida por las principales variables de política global.

• Esperamos un dólar global estable o levemente más débil durante 2020 y recomendamos sobreponderar la renta variable dentro de un portafolio diversificado. Dentro de esta, recomendamos preferir Asia emergente y subponderar Chile.

• El tipo de cambio local cerraría el año en niveles cercanos a \$750, aunque no descartamos periodos de volatilidad producto de que esperamos que peores fundamentos se compensen con una mejora cíclica de la economía y un dólar global algo más débil.

• Dentro de la renta fija local, reducimos la exposición a las tasas de mayores plazos, al tiempo que favorecemos los instrumentos denominados en UF, tanto a nivel soberanos como los bonos corporativos.

• En la renta fija internacional, mantenemos la preferencia por *spreads* de riesgo denominados en dólares de empresas de Latinoamérica, subponderando el segmento *High Yield* estadounidense.

• En la renta variable local, mantenemos la composición de las carteras, privilegiando compañías exportadoras y el sector eléctrico.

**Jorge Cariola G.**  
Subgerente de Estrategia Global  
[jorge.cariola@security.cl](mailto:jorge.cariola@security.cl)

**César Guzmán B.**  
Gerente Macroeconomía  
[cesar.guzman@security.cl](mailto:cesar.guzman@security.cl)

### Visiones por Clases de Activo – Enero 2020

	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.

El año pasado se caracterizó por la desaceleración del crecimiento global, apoyada por condiciones financieras más restrictivas al cierre de 2018 y que fue acelerado por el efecto negativo sobre inversión, comercio externo e incertidumbre de la tensión entre EE.UU. y China. Ante esto, destacó la respuesta de política, particularmente monetaria, que pasó de una trayectoria de tasas al alza a recortes transversales, liderados por la Fed. La combinación de estos elementos llevó a que el desempeño de los activos fuera destacable en el año calendario, pero tomando en cuenta un periodo un poco más largo, solo al cierre de 2019 comenzaron a mostrar ganancias (gráfico 1).

En el cierre de año, buena parte de los factores de riesgo que dominaron la narrativa de 2019 retrocedieron (*Portafolios Security diciembre 2019*), incluyendo la firma del acuerdo comercial entre EE.UU. y China (que se produciría el 15 de enero), la posibilidad de una desaceleración más marcada en estos y la menor posibilidad de una salida del Reino Unido de la Unión Europea (Brexit) sin un acuerdo.

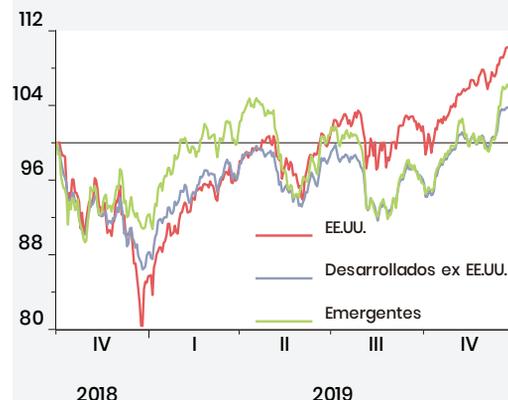
**Nuestra expectativa para 2020 es de un repunte moderado en la economía global** (*Correo Security 18 de diciembre*), impulsado por el mundo emergente (ex China), que se beneficiaría de la menor percepción de riesgo y permitiría que el estímulo provisto por los bancos centrales apoye mejoras en la demanda interna, lo que se sumaría a una recuperación del comercio externo, que ha desacelerado fuertemente en los últimos dos años (gráfico 2).

Sin embargo, **la recuperación en el crecimiento no sería demasiado apoyada, pero tampoco entorpecida, por las principales variables de política global: esperamos que la Fed mantenga las tasas estables durante 2020** (*Correo Security 9 de diciembre*), continuando además con sus compras de bonos soberanos, en busca de reducir la posibilidad de problemas de liquidez en el mercado interbancario (además de cambiar la composición de su balance a medida que vencen los instrumentos hipotecarios que actualmente tiene).

También **creemos que las autoridades chinas solo usarán dosis moderadas de estímulo adicional** el que, lentamente y en menor magnitud que en otros ciclos, se ha ido acumulando (gráfico 3). Mientras la economía siga una trayectoria relativamente estable en su desaceleración, debiéramos ver solo medidas que reduzcan la volatilidad en caso de ocurrir *shocks*, manteniendo además el foco en el objetivo de largo plazo de reducir los desbalances financieros.

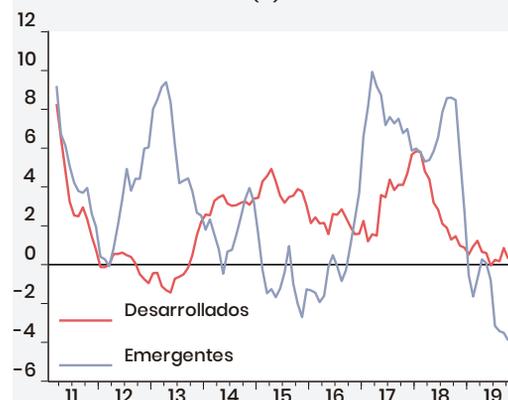
Todo esto no quita que no existan riesgos. **Los temas entre EE.UU. y China, así como su crecimiento, mantienen una cuota de incertidumbre, a lo que se suma el reciente aumento de la percepción de riesgo en Medio Oriente.** Si bien esto retrasaría el retorno de los inversionistas extranjeros a mercados emergentes no esperamos, **por ahora, una escalada permanente en el conflicto entre EE.UU. e Irán.**

GRÁFICO 1: RETORNO ACUMULADO BOLSAS (USD, 1 OCT 2018=100)



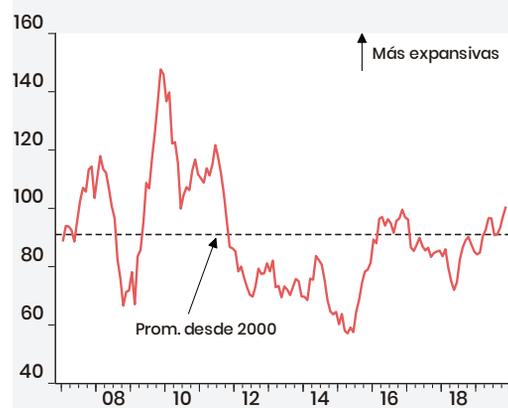
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: CRECIMIENTO IMPORTACIONES (%)



Fuente: CPB y Estudios Security.

GRÁFICO 3: CONDICIONES MONETARIAS CHINA



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

## Recomendamos sobreponderar la renta variable

Una consecuencia importante del escenario macro es que **esperamos un dólar global estable o levemente más débil durante 2020**. Detrás de esto está una **mejora en el diferencial de crecimiento del mundo respecto a EE.UU.** y una **política monetaria que no se vuelve más restrictiva en este versus el resto, lo que es matizado por un balance fiscal que no deteriora significativamente más**, aunque tampoco mejora (mayor déficit está relacionado con una moneda más débil).

En este contexto, **recomendamos sobreponderar la renta variable dentro de un portafolio diversificado**. La actividad y dólar globales (además de condiciones financieras en un sentido amplio) explican buena parte del **crecimiento de utilidades de las empresas** y apoyarían su recuperación este año, particularmente en emergentes (gráfico 4). Esto **sería el principal factor en el desempeño de la renta variable global, especialmente con múltiplos altos versus su historia**.

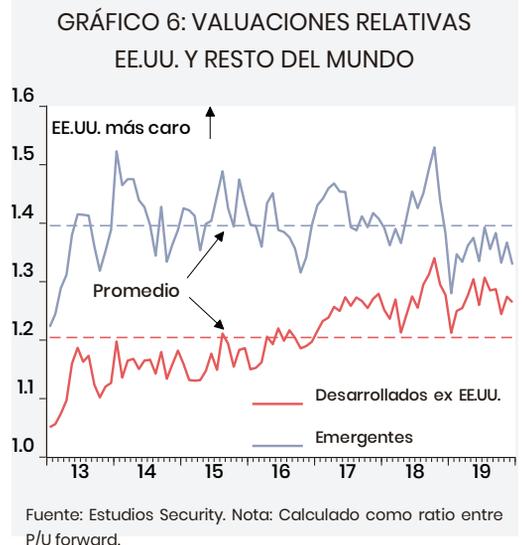
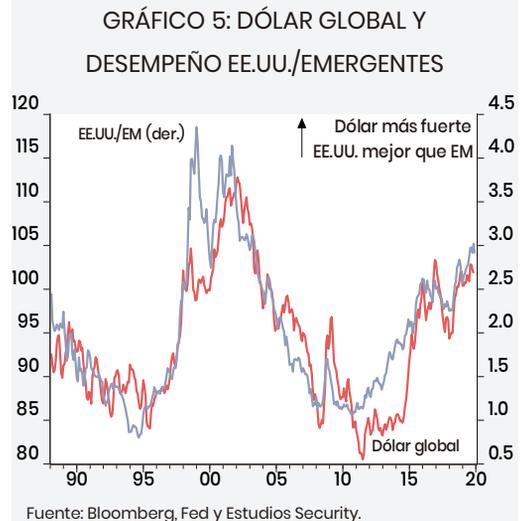
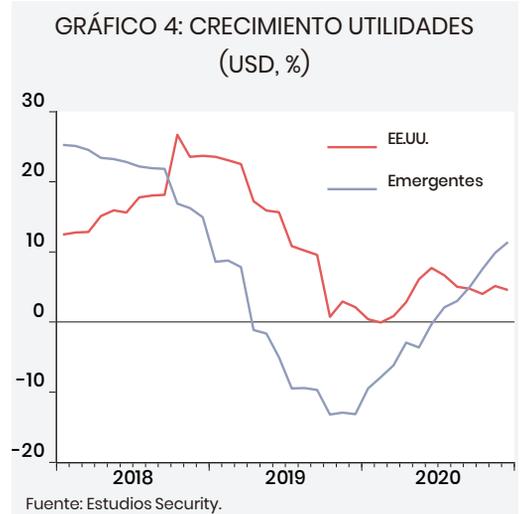
En la renta fija, las valuaciones también se ven estrechas. Esperamos que el mejor contexto económico apoye tasas más altas. En particular, **la tasa de 10 años en EE.UU. alcanzaría 2,2% al cierre de 2020**, mientras que **los spreads de riesgo corporativos (en dólares) tienen menos espacio para continuar cayendo**.

## Balance entre regiones

**Dentro de la renta variable, mantenemos la recomendación de preferir Asia emergente y de subponderar Chile** (aunque al aumentar la renta variable, la bolsa local queda en posición neutral en el portafolio). En nuestro escenario base, resumido en un dólar global algo más débil, los mercados fuera de EE.UU. debiera mostrar mejor desempeño (gráfico 5). Aún así, recomendamos mantener los mercados desarrollados en posición neutral, debido a que esperamos una recuperación moderada en la actividad, los factores de riesgo (políticos y comerciales) no se han ido del todo y la política monetaria y fiscal a nivel global no darán el impulso de años previos.

Por otro lado, medidas de valuaciones relativas muestran que **el mundo no está "barato" respecto a EE.UU.**, al menos versus su propia historia (gráfico 6), lo que es especialmente cierto para mercados emergentes. Finalmente, distintas medidas de premio por riesgo accionario no apuntan a demasiadas diferencias entre regiones.

**Subponderamos la bolsa local debido a un escenario más desafiante para las compañías**, que se ha validado en las últimas cifras y que ha llevado a importantes recortes en las proyecciones de crecimiento para 2020. También continúa existiendo una alta incertidumbre regulatoria, que junto a factores externos y climáticos mantienen abierta la posibilidad de mayores presiones de costo.



A nivel macro, si bien en términos interanuales las cifras seguirán siendo negativas, **el alza de 1% del Imacec de noviembre respecto al mes previo** (*Correo Security 2 de enero*) **refleja que la actividad económica tuvo menos disrupciones de lo esperado ese mes, lo que creemos moderaría los escenarios más negativos para este año.**

Esto no quita que **la economía continuará mostrando efectos negativos significativos**, como caída de la inversión, crecimiento por debajo del PIB global (con el consecuente deterioro del mercado laboral), aumento en las primas por riesgo y caída en los indicadores de confianza. Pero otorga un sustento a **nuestra proyección de un aumento del PIB entre 1,5% y 2% en 2020**, condicional a que no haya nuevas disrupciones en el país, lo que además estaría apoyado por un entorno externo algo más favorable del previsto hace unos meses.

**Dentro del IPSA mantenemos la composición de las carteras** (*Carteras Accionarias Security enero 2020*) buscando, en parte, proteger de los principales riesgos externos e internos. Para esto, **preferimos compañías exportadoras, que se benefician en términos relativos de una eventual depreciación del tipo de cambio** (por ejemplo por la tensión en Medio Oriente). También **sobreponderamos el sector eléctrico**, que protege tanto de eventuales presiones sobre la moneda y es menos sensible a la demanda interna local.

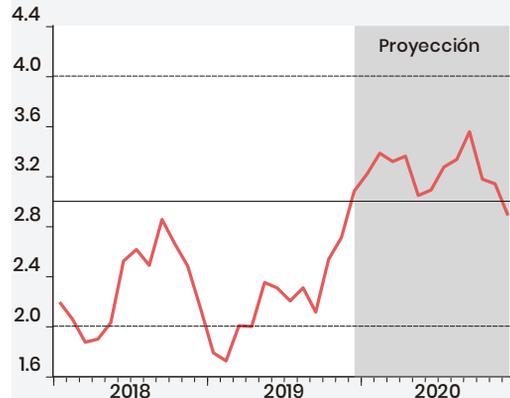
### Tipo de cambio local refleja mezcla de factores

**La mejora cíclica de la economía se compensaría con elementos de largo plazo algo peores**, especialmente en materia de balance fiscal y, posiblemente, menor crecimiento potencial, **para llevar a un tipo de cambio que esperamos termine el año en torno a \$750, aunque no es posible descartar periodos de volatilidad.** Este nivel está en línea con lo que estimamos es el nuevo equilibrio de mediano plazo, que incluye un premio por riesgo mayor de alrededor de \$50 por el deterioro de las perspectivas para la economía local.

### Esperamos que tasas de mayor plazo suban y spreads podrían caer

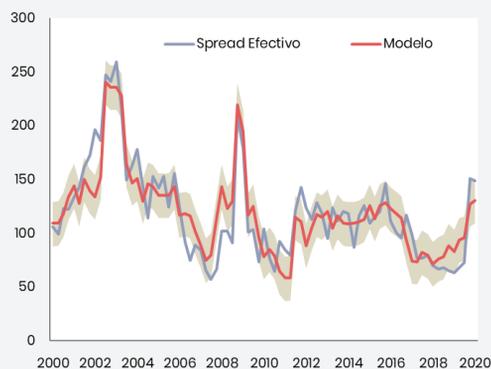
Nuestra expectativa de inflación de 3% al cierre de año (gráfico 7) también incluye distintos efectos contrapuestos. Por un lado, **un crecimiento por debajo del potencial continuaría ampliando la brechas de capacidad, manteniendo las presiones inflacionarias contenidas.** Por otra parte, la fuerte depreciación del peso en noviembre apoyó un alza en las expectativas de inflación, las que si bien se moderaron gracias a la intervención del Banco Central (y un debilitamiento del dólar a nivel global hasta hace unos días), se han mantenido más volátiles y en un nivel más alto que antes.

GRÁFICO 7: INFLACIÓN CHILE (%)



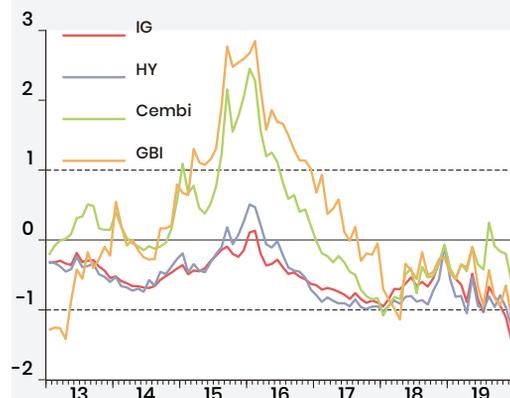
Fuente: INE y Estudios Security.

GRÁFICO 8: SPREADS BONOS CORPORATIVOS LOCALES (PUNTOS BASE)



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

GRÁFICO 9: SPREADS DE RIESGO (desv. estándar del promedio)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Hacia adelante, **estimamos que la probabilidad de que las compensaciones inflacionarias a distintos plazos se ubiquen sobre 3% es mayor a que lo hagan bajo este nivel**, lo que sumado a las mejores cifras de actividad que anticipamos llevarían a que el Banco Central mantenga la TPM en su nivel actual de 1,75% durante todo 2020, consistente con su sesgo neutral adoptado en diciembre. Así, **ratificamos nuestra recomendación de preferir instrumentos reajustables en desmedro de los nominales**.

También prevemos que las tasas de interés de largo plazo tienen un sesgo al alza ante el mayor riesgo país, el aumento del gasto fiscal (lo que impulsaría las primas por plazo hacia niveles más acorde con promedios históricos) y la trayectoria que anticipamos para las tasas globales, por lo que **recomendamos duraciones bajo el benchmark**.

También **recomendamos sobreponderar los instrumentos corporativos locales en UF que, en el segmento no bancario, creemos aún tienen espacio para mostrar caídas en los *spreads*** (gráfico 8), que se encuentran altos incluso en un escenario donde variables de crecimiento, consumo, morosidad y eficiencia muestran un deterioro ([Informe Renta Fija Local diciembre 2019](#)).

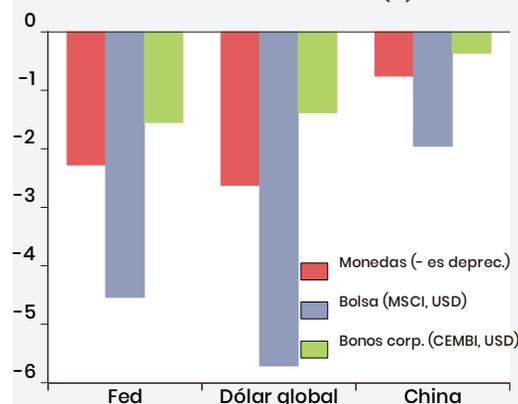
### Sobreponderamos *spreads* Latam

En la renta fija internacional, mantenemos la preferencia por los **bonos corporativos denominados en dólares de empresas de Latinoamérica**, en desmedro del segmento más riesgoso (*High Yield*) estadounidenses e instrumentos de *Money Market* en dólares.

Aunque esperemos una recuperación en el crecimiento de la región ([Correo Security 16 de diciembre](#)), no anticipamos fuertes ganancias de capital por caídas de *spreads*. Sin embargo, dentro de la clase de activos las valuaciones se ven más atractivas en términos relativos (gráfico 9). Por otro lado, **dentro de los emergentes, los bonos en dólares tienden a ser una forma más defensiva para exponerse a la región**, al menos respecto **a los principales riesgos globales** como una Fed más restrictiva, un dólar global más fuerte o una desaceleración en China (gráfico 10).

En resumen, esperamos que nuestro escenario de recuperación global se traduzca en un mejor desempeño de los activos de riesgo, por lo que recomendamos sobreponderar la renta variable, aunque dentro de esta mantenemos balance entre regiones al haber aún fuentes de incertidumbre. En la renta fija, recomendamos tener una duración en torno al *benchmark* (bajo este en la parte local), al tiempo que preferimos la exposición a los *spreads* de riesgo, que esperamos se mantengan estables, por sobre tasas base que anticipamos irían al alza, producto de mayor crecimiento y políticas monetarias estables.

GRÁFICO 10: IMPACTO SHOCKS GLOBALES SOBRE ACTIVOS LATAM (%)

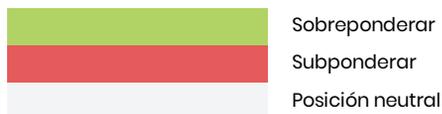


Fuente: Estudios Security.

Nota: Shocks corresponden a 25 puntos base de alza en la tasa real 1yly, apreciación de 1% en el dólar real multilateral y una caída en un punto en el PMI manufacturero de China calculado por Caixin/Markit.

## Visión Activos Estudios Security Enero 2020

	Benchmark	Cartera Enero	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%		



## ANEXO: RESUMEN DE INDICADORES

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 <sup>e</sup>	2020 <sup>e</sup>
<b>Indicadores Externos Relevantes</b>											
Crecimiento Mundial PPP (%)	5.4	4.3	3.5	3.5	3.6	3.5	3.4	3.8	3.6	3.0	3.2
Cobre (US\$/Libra, fdp)	415	343	361	327	291	210	257	308	276	275	275
Petróleo WTI (US\$ p/b)	79	95	94	98	93	49	43	51	65	57	55
Tasa de Fondos Federales (fdp,%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.8	1.5	2.5	1.8	1.8
Bono del Tesoro EE.UU 10 años (fdp, %)	3.3	1.9	1.8	2.9	2.2	2.2	2.5	2.4	2.8	1.8	2.2
Euro (fdp, US\$)	1.34	1.30	1.32	1.37	1.21	1.09	1.05	1.18	1.14	1.11	1.15
Yen (fdp,¥/US\$)	81	77	87	105	120	122	116	113	112	109	110
<b>Indicadores de Actividad</b>											
PIB (Var %)	5.8	6.1	5.3	4.0	1.8	2.3	1.7	1.3	4.0	1.0	1.5
Gasto Interno (Var %)	13.6	9.4	7.2	3.6	-0.5	2.5	1.8	2.9	4.7	1.6	1.2
Consumo Privado	10.7	8.2	6.1	4.6	2.7	2.1	2.6	3.0	4.0	2.1	1.5
Consumo del Gobierno	3.7	2.5	3.7	2.8	3.8	4.8	7.2	4.4	2.2	2.6	5.0
Inversión en Capital Fijo	13.1	16.1	11.3	3.3	-4.8	-0.3	-1.3	-2.7	4.7	2.5	-2.0
Exportaciones (Var real %)	2.3	5.5	0.4	3.3	0.3	-1.7	0.5	-1.1	5.0	-1.0	7.3
Importaciones (Var real %)	25.7	15.2	5.2	2.0	-6.5	-1.1	0.9	4.7	7.6	-1.9	-0.5
<b>Crecimiento Sectorial (%)</b>											
Agropecuaria -sívicola	1.4	9.5	-7.4	2.5	-3.5	9.5	3.6	-1.9	5.8	-3.3	5.0
Pesca	-2.2	22.8	19.3	-13.9	23.9	-9.9	-6.0	26.1	5.2	0.2	-1.8
Minería	2.6	-4.8	4.1	5.9	2.3	-0.9	-2.1	-1.8	5.2	-1.8	-0.2
Industria	3.3	7.9	3.3	2.0	-0.7	0.2	-1.1	1.8	3.9	0.5	1.5
Electricidad, gas y agua	8.8	11.7	8.5	6.1	3.8	3.4	1.7	5.6	5.0	-1.2	5.0
Construcción	1.6	5.3	7.2	5.0	-1.9	4.3	3.4	-3.2	3.2	3.3	1.8
Comercio, restaurantes y hoteles	14.4	12.9	7.4	7.7	2.8	2.2	1.7	2.7	4.7	1.1	-0.9
Transporte	8.2	8.7	5.6	3.0	3.1	5.3	3.8	2.0	4.4	3.2	2.0
Comunicaciones	14.2	4.5	5.3	2.1	2.5	5.9	3.7	3.4	4.7	1.3	1.5
Servicios Financieros y Empresariales	4.9	9.2	6.9	3.6	1.5	1.3	0.3	-0.8	3.9	3.3	1.5
Servicios de vivienda	2.6	4.6	3.1	3.8	4.2	3.3	1.2	2.4	3.1	1.9	1.4
Otros	6.3	5.1	5.5	3.6	2.7	3.0	3.6	2.8	3.3	0.7	2.2
<b>Mercado Laboral</b>											
Tasa de Desempleo (prom %)	8.1	7.1	6.4	5.9	6.4	6.2	6.5	6.7	7.0	7.1	9.2
Crecimiento del Empleo (%)	7.4	5.0	1.9	2.1	1.5	1.6	1.1	2.0	1.4	1.2	-1.5
Crecimiento de la Fuerza de Trabajo (%)	4.2	3.8	1.1	1.6	2.0	1.4	1.4	2.2	1.7	1.3	0.8
<b>Cuentas Externas</b>											
Balanza Comercial (miles de millones US\$)	15.9	10.8	2.6	2.0	6.5	3.4	4.9	7.4	4.7	3.9	2.8
Exportaciones (miles de millones US\$)	71.1	81.4	78.1	76.8	75.1	62.0	60.7	0.0	0.0	69.5	72.8
Importaciones (miles de millones US\$)	55.2	70.7	75.5	74.8	68.6	58.6	55.9	0.0	0.0	65.7	69.9
Cuenta Corriente (% del PIB)	1.4	-1.6	-3.9	-4.0	-1.6	-2.3	-1.6	-2.1	-3.1	-2.9	-1.3
<b>Finanzas Públicas</b>											
Balance Gobierno (% del PIB)	-0.5	1.3	0.6	-0.6	-1.6	-2.1	-2.7	-2.7	-1.7	-3.0	-4.4
Gasto Fiscal: variación (%)	6.7	3.1	4.7	3.9	6.5	7.4	3.8	4.7	3.0	3.9	5.6
<b>Precios</b>											
IPC dic-dic (%)	3.0	4.4	1.5	3.0	4.6	4.4	2.7	2.3	2.6	3.1	3.0
IPC Subyacente (IPCSAE) dic-dic (%)	1.5	2.4	1.5	2.1	4.3	4.7	2.8	1.9	2.3	2.4	3.0
<b>Tasas de Interés</b>											
Tasa Política Monetaria, TPM (fdp,%, en \$)	3.3	5.3	5.0	4.5	3.0	3.5	3.5	2.5	2.8	1.8	1.8
BCU-10 base 365d (fdp, % en UF)	2.9	2.7	2.6	2.2	1.5	1.6	1.5	1.9	1.6	0.7	0.9
BCE-10 base 365d (fdp, % en \$)	6.1	5.3	5.6	5.2	4.4	4.7	4.4	4.7	4.4	3.6	3.9
<b>Tipo de Cambio</b>											
T.de Cambio Observado (fdp, \$/US\$)	468	521	479	524	607	707	667	615	696	745	750