



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Octubre 2019

Jorge Cariola G. y César Guzmán B.

## ENTORNO GLOBAL:

Algunas luces, aunque con riesgos

## ESCENARIO LOCAL:

Sin impulso externo

## MONEDAS:

Estabilidad global se traspasaría a monedas

## RENTA FIJA INTERNACIONAL:

*Spreads* como toma de riesgo defensiva en emergentes

## RENTA FIJA LOCAL:

Banco Central Bajaría la TPM Sólo Ante un Deterioro Externo Adicional

## RENTA VARIABLE INTERNACIONAL:

Panorama para emergentes aún no se consolida

## RENTA VARIABLE LOCAL:

Balace de riesgos moderados ante panorama volátil

## Resumen

•En nuestro escenario base aun esperamos un crecimiento que se estabilizaría, aunque en niveles menores a los observados en los últimos años. Esperamos una moderación en los factores de riesgo, por lo que recomendamos mantener un balance entre renta fija y variable. Pero esto no quiere decir que las fuentes de incertidumbre se hayan ido, por lo que resaltamos que el aumento moderado en la recomendación de toma de riesgo debe hacerse con cautela.

•Esperamos que el dólar global se mantenga estable en niveles altos en términos cíclicos, debido a una percepción de riesgo aún alta y al debilitamiento que han seguido mostrando las principales contrapartes, como la Eurozona y China. Para el tipo de cambio local anticipamos un cierre de año en torno a \$700, aunque esto supone que la normalización del panorama global continúa.

•En la renta variable internacional, mantenemos la recomendación de mantener un balance entre este grupo de mercados desarrollados, al tiempo que también seguimos prefiriendo EE.UU. dentro de este último grupo.

•En la renta fija internacional, esperamos que los *spreads* de riesgo puedan acomodar tasas algo más altas, manteniendo un devengo más atractivo que la renta fija soberana. Por eso mantenemos la recomendación de sobreponderar los bonos corporativos de empresas latinoamericanas en dólares.

•En la renta fija local, seguimos considerando que el Banco Central mantendría la TPM en 2% con un sesgo expansivo, condicional en el panorama externo. Recomendamos llevar la duración al *benchmark* y preferir las instrumentos en UF.

•En la renta variable local, mantenemos un balance de riesgos moderados, con miras a un panorama que se mantendría volátil. Moderamos la exposición a sector *retail* en favor de bancos, dado el buen desempeño de Cencoshopp.

## Visiones por Clases de Activo – Octubre 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: Algunas luces, aunque con riesgos

Durante septiembre, bolsas y *spreads* revirtieron parte de las pérdidas previas. Las monedas presentaron un desempeño mixto, aunque sin mostrar grandes cambios respecto al dólar. Detrás de esto estuvieron mejores datos, particularmente en EE.UU., anuncios de avances en las conversaciones entre este y China y la confirmación de una posición más expansiva de la política monetaria global.

En este contexto, **nuestro escenario base no ha tenido grandes cambios**. Aun esperamos un crecimiento que se estabilizaría, aunque en niveles menores a los observados en los últimos años. Esto fue confirmado por las últimas cifras de percepción de actividad manufacturera (gráfico 1), aunque afortunadamente aún no muestran un contagio evidente a la confianza de los consumidores (*Portafolios Security septiembre 2019*), motor de la actividad en las principales economías.

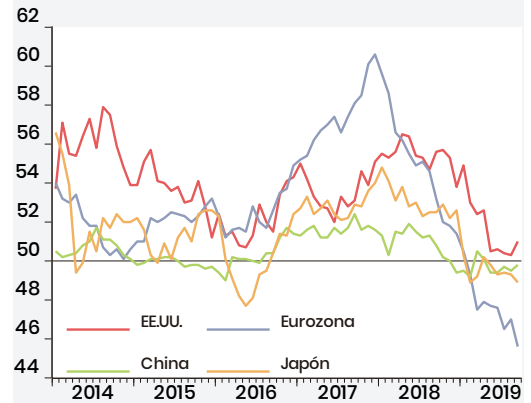
Los recientes eventos políticos en EE.UU. hacen pensar que el Presidente Trump podría adelantar un acuerdo (parcial) con China, buscando desviar la atención de su potencial juicio político (que no esperamos lleve a una destitución). En el agregado, esto podría ser positivo para la toma de riesgo, ya que menor incertidumbre global beneficiaría a los emergentes algo más de lo que se verían perjudicadas por un aumento de la incertidumbre en EE.UU. (gráfico 2). Esto, sumado al apoyo de las autoridades monetarias, podría llevar a un alza de la confianza de inversionistas que hoy parecen pesimistas, lo que se refleja en tasas de interés que aparecen bajo lo que estimamos su valor justo (gráfico 3). Por esto, **recomendamos aumentar la exposición a la renta variable, llevándola a terreno neutral**.

Sin embargo, **esto no quiere decir que los factores de riesgo se hayan ido, por lo que resaltamos que el aumento moderado en la recomendación de toma de riesgo debe hacerse con cautela**, ya que refleja diferenciales de valuaciones relativas de activos (menos y más riesgosos) y no un cambio radical en las perspectivas globales.

**Además del conflicto comercial, sigue destacando el estímulo monetario adicional que el mercado anticipa** en EE.UU., la Eurozona y China, que creemos podría no materializarse (salvo en caso de un deterioro adicional del escenario). Para la Fed en particular, aunque su última reunión resultó mayormente en línea con nuestro escenario (*Correo Security 12 de septiembre*), la división interna en el consejo respecto a recortes adicionales en la TPM se agrega a perspectivas de inflación que apuntan a niveles más cercanos a la meta de 2%, lo que limitaría el espacio (y la necesidad) de llevarlas adelante durante 2020.

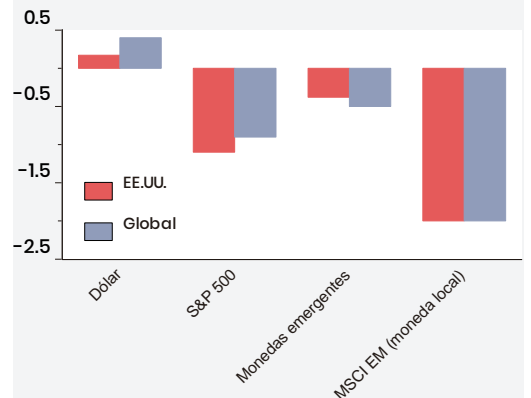
Por esto mantenemos una **recomendación de tener una duración en torno al benchmark** en la renta fija, al tiempo que mantenemos la **recomendación de preferir la exposición a mercados emergentes a través de bonos corporativos denominados en dólares**.

GRÁFICO 1: PMI MANUFACTURERO (PUNTOS)



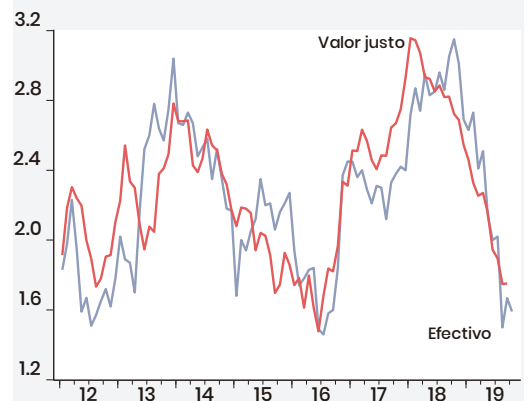
Fuente: Markit y Estudios Security.

GRÁFICO 2: IMPACTO INCERTIDUMBRE EE.UU. Y GLOBAL (%)



Fuente: Estudios Security. Nota: Impacto acumulado en dos meses de shock incertidumbre política EE.UU. (rojo) y global (azul) sobre cada activo.

GRÁFICO 3: TASA 10 AÑOS EE.UU. (%)



Fuente: Fed y Estudios Security. Nota: Modelo en base a TPM, expectativas de inflación de mediano plazo y actividad global.

## Escenario Local: Sin impulso externo

Las cifras económicas del tercer trimestre han sido mejores que las observadas en la primera mitad del año. De hecho, en julio y agosto la economía creció 3,4%, casi el doble del registro del primer semestre (1,8%), lo que confirma algunos signos de la reactivación que esperábamos. La desagregación muestra que el mayor dinamismo no fue solo en la minería (3,2% en el bimestre frente a la caída de 2% en enero-junio), sino que también obedeció al resto de los sectores (3,5% y 2,2%, respectivamente).

No obstante, para que dicha reactivación sea sostenible con miras hacia 2020 falta un impulso externo mayor. Y en este ámbito las perspectivas no son muy auspiciosas. La volatilidad financiera se mantendría elevada debido a que la guerra comercial se ha vuelto uno de los ejes de la campaña presidencial en EE.UU., lo que hace difícil anticipar un ciclo favorable para las economías emergentes (debilidad del dólar, alza de precios de materias primas, flujos de capitales). Pese a ello, creemos que estamos en un *peak* en los niveles de volatilidad y percepción de riesgo, por lo que de no haber nuevos focos de incertidumbre deberíamos ver una normalización en los precios de los activos financieros con el correr de los meses (bolsas, tasas, monedas, *commodities*).

En este escenario, el PIB crecería en torno a 3% en 2020, nuevamente por debajo del potencial.

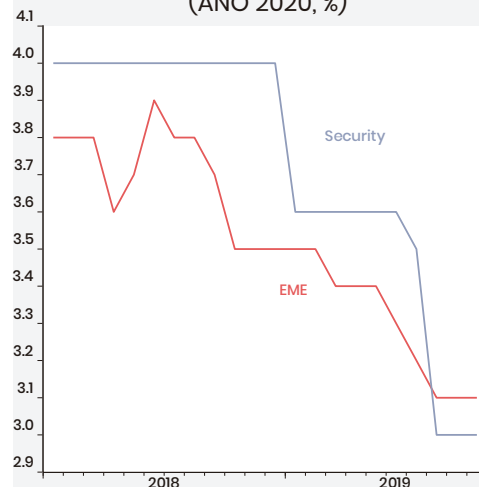
## Monedas: Estabilidad global se traspasaría a monedas

Un mes con algunas noticias positivas en materia global se tradujo en movimientos más acotados de las monedas respecto al dólar, a pesar del fuerte aumento en el precio del petróleo hace unas semanas y de bancos centrales recortando tasas de manera transversal. Nuestro escenario base considera un dólar global que se mantendría en niveles estables (y altos en términos cíclicos) por un tiempo, debido principalmente a una percepción de riesgo aún alta y al debilitamiento que han seguido mostrando las principales contrapartes, como la Eurozona y China.

Para el tipo de cambio local anticipamos un fortalecimiento moderado que llevaría a un cierre de año en torno a \$700 por dólar, aunque esto supone que la normalización del panorama global continúa. En particular, que el conflicto entre EE.UU. y China avanza hacia un acuerdo parcial aunque, quizá más importante, no sigue escalando. También incorpora que la Fed no sería mucho más restrictiva de lo que hoy incorporan los precios de mercado (esperamos un recorte más en lo que queda del año).

Mantenemos la recomendación de cautela en términos de posiciones cambiarias. Si bien nuestro escenario base es más optimista con el peso chileno hacia fin de año, la incertidumbre en torno a este es alta. En particular, actualmente no vemos un desalineamiento del tipo de cambio respecto a factores macro (precio del cobre, diferencial de tasas con EE.UU. y dólar global), por lo que no recomendamos para un perfil de riesgo moderado recomendamos no hacer grandes apuestas.

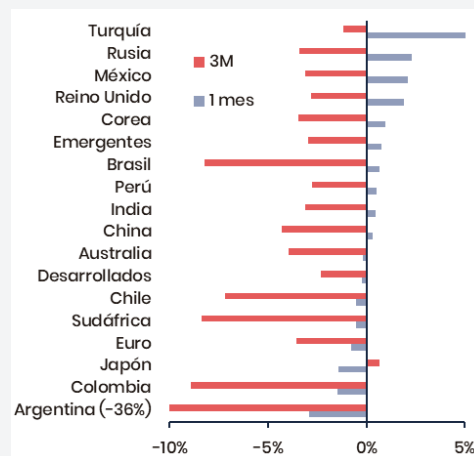
### EXPECTATIVA DE CRECIMIENTO DEL PIB (AÑO 2020, %)



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* como toma de riesgo defensiva en emergentes

Los *spreads* de riesgo han respondido a la mejora del panorama global, llevándolos a niveles bajos en términos de su propia historia. La decisión de aumentar moderadamente la exposición a la renta variable se basa en que esta podría tolerar tasas base (que creemos están bajo su valor justo), algo más altas, en la medida que estas vengan vía recuperación en las perspectivas de actividad y no por presiones inflacionarias. A pesar de esto, no creemos que las tasas en EE.UU. se disparen y esperamos un cierre de 2019 en torno a 1,7% para la tasa de 10 años.

Algo similar ocurre con la renta fija corporativa en emergentes, donde los *spreads* pueden acomodar tasas algo mayores, manteniendo un devengo más atractivo que la renta fija soberana. Por eso mantenemos la recomendación de sobreponderar los bonos corporativos de empresas latinoamericanas en dólares, toma de riesgo que moderamos subponderando el segmento *High Yield* de EE.UU.

Creemos que el panorama global mejoraría, pero debiéramos seguir viendo niveles de incertidumbre altos. Por eso recomendamos compensar la toma de riesgo en emergentes con la subponderación del segmento más riesgoso de instrumentos corporativos de EE.UU.

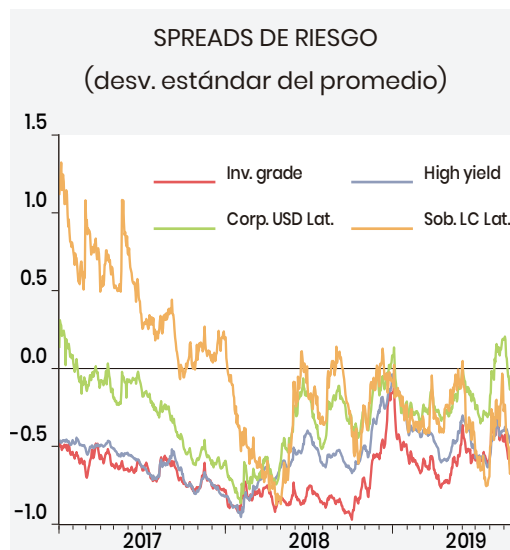
## Renta Fija Local: Banco Central Bajaría la TPM Sólo Ante un Deterioro Externo Adicional

En la última reunión de política, el Banco Central condicionó nuevas bajas en la TPM a la evolución de las condiciones macroeconómicas. A nuestro juicio, los factores a destacar son los siguientes.

Desde el ámbito doméstico, tanto la inflación total como la subyacente han mostrado un repunte en términos interanuales. Pero más importante ha sido el alza en las compensaciones inflacionarias a todos los plazos, a diferencia de lo ocurrido tras la baja de junio. A esto se suma la sorpresa positiva de la actividad en agosto.

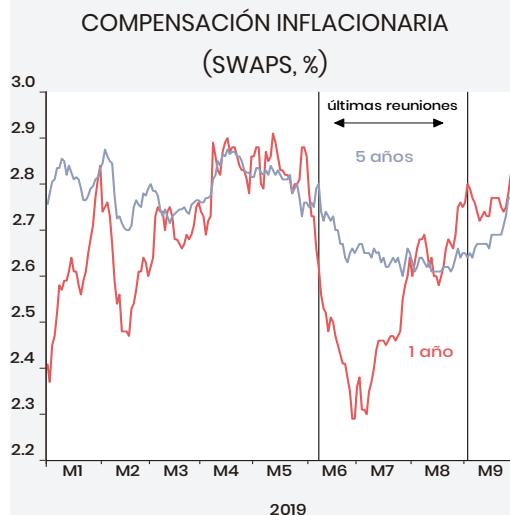
Las dudas provienen desde el frente internacional. La volatilidad se ha mantenido elevada, lo que hace difícil prever un impulso externo significativo. Con todo, seguimos considerando que el Banco Central mantendría la TPM en 2%, con el sesgo expansivo, materializando nuevas bajas sólo ante un deterioro adicional del panorama global, y su magnitud estaría condicional al grado de empeoramiento. Lo anterior contrasta con lo implícito en los precios de mercado que consideran entre uno y dos ajustes adicionales antes de fin de año.

Desde el punto de vista de las estrategias, creemos que es tiempo de acortar la duración de las carteras de renta fija igualando al *benchmark*. Además, en términos de monedas seguimos sugiriendo tener un leve sesgo a las UF en desmedro de los pesos, debido a que pese al alza de las compensaciones inflacionarias de mediano plazo, siguen bajo 3%.



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 Latam y la tasa de 10 años de EE.UU.



Fuente: Estudios Security, Bolsa de Comercio.

## Renta Variable Internacional: Panorama para emergentes aún no se consolida

Existen varias señales favorables para la renta variable global. Por un lado, el buen desempeño de septiembre ha permitido corregir parte del pesimismo que se había instalado en meses anteriores. Por otra parte, las alzas también tienen la capacidad de retroalimentar las expectativas, lo que junto a un mejor panorama respecto a los factores de riesgo (que igualmente seguirán presentes) podrían ayudar a una mejora en los indicadores de posicionamiento en la clase de activo, especialmente en los emergentes.

Sin embargo, por ahora **mantenemos la recomendación de mantener un balance entre este grupo de mercados desarrollados, al tiempo que también seguimos prefiriendo EE.UU. dentro de este último grupo**, en desmedro de la Eurozona.

La economía estadounidense sigue viéndose mejor que la europea, su política monetaria tiene más espacio para actuar y aunque podría quedarse atrás en caso de un aumento fuerte en el optimismo (especialmente debido a valuaciones que siguen altas tanto respecto a su historia como respecto a otros mercados), preferimos sacrificar una porción de las ganancias, pero tener una apuesta algo más defensiva en el caso de un nuevo deterioro en las perspectivas.

## Renta Variable Local: Volatilidad No Cedería en el Corto Plazo

Durante el período de vigencia de las CAS, el IPSA avanzó un 4,5%, mientras las carteras Táctica y Fundamental registraron un desempeño superior de 5,9% y 6,7%, para la CAT y CAF, respectivamente.

En términos de valuaciones, y pese a la recuperación de septiembre, el IPSA sigue castigado desde una perspectiva histórica y respecto de sus pares emergentes. El anuncio de OPA por parte de Latam es una buena señal para el mercado en términos de valuaciones, aunque sigue pesando el debilitamiento de las expectativas de resultados de las compañías en general. En efecto, menores precios de *commodities*, entre otros factores. Llevarían a las utilidades del IPSA a una caída de un 15% en el año. Estimamos que esto se revertiría hacia 2020, gracias a 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 el próximo año.

Así, **mantenemos un balance de riesgos moderados en nuestra cartera accionaria, con miras a un panorama que se mantendría volátil. Moderamos la exposición a sector *retail* en favor de bancos, dado el buen desempeño de Cencoshopp.**

### DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$ (variación %)

Al 1 de octubre de 2019	2019	1m	3m	6m	12m	24m
<b>Total Mundo</b>	13.2	1.1	-2.1	52.2	-1.6	8.5
<b>Países Desarrollados</b>	14.6	1.0	-1.5	61.5	-1.1	10.5
Estados Unidos	17.4	0.4	-1.0	106.7	1.1	19.1
Eurozona	10.2	1.7	-3.2	19.8	-7.2	-6.5
Reino Unido	4.9	3.1	-4.6	-8.2	-7.8	-6.2
Japón	11.0	4.8	2.1	46.7	-3.3	3.8
Asia ex Japón*	8.0	1.8	-6.3	-0.1	-3.2	-2.2
<b>Países Emergentes</b>	3.4	1.5	-6.2	-4.9	-5.6	-5.8
Asia Emergente	3.9	1.6	-5.1	13.5	-8.3	-5.1
China	5.3	-0.9	-6.5	18.7	-8.5	-6.2
India	-0.7	1.7	-7.7	30.1	-7.5	-1.4
América Latina	3.1	3.0	-7.7	-29.8	8.5	-5.7
Brasil	7.1	2.7	-6.8	-22.9	31.1	8.1
<b>Chile (MSCI)</b>	-11.1	5.1	-7.9	-40.5	-16.2	-20.7
<b>Chile (SP IPSA US\$)</b>	-6.1	4.9	-7.2	-22.7	-10.8	-12.7
M.Oriento/Africa/Europa	1.4	0.0	-9.7	-32.0	-1.6	-8.9

Fuente: MSCI y Estudios Security.

\* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

### CARTERA ACCIONARIA TÁCTICA

<b>CAP</b>	<b>Enelam</b>
<b>Bsantander</b>	<b>Mallplaza</b>
<b>Chile</b>	<b>SQM-B</b>

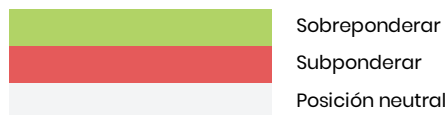
\*Esta cartera asigna la misma ponderación a cada acción.

### CARTERA ACCIONARIA FUNDAMENTAL

<b>Enelam</b>	<b>13%</b>	<b>Mallplaza</b>	<b>9%</b>
<b>Bsantander</b>	<b>12%</b>	<b>Chile</b>	<b>8%</b>
<b>SQM-B</b>	<b>10%</b>	<b>BCI</b>	<b>6%</b>
<b>CAP</b>	<b>10%</b>	<b>Colbún</b>	<b>5%</b>
<b>COPEC</b>	<b>9%</b>	<b>Falabella</b>	<b>5%</b>
<b>EnelChile</b>	<b>8%</b>	<b>LTM</b>	<b>5%</b>

## Visión Activos Estudios Security Octubre 2019

	Benchmark	Cartera Octubre	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)

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

**Paulina Feliú Q.**  
Analista de Inversiones  
[paulina.feliu@security.cl](mailto:paulina.feliu@security.cl)

**Aldo Lema N.**  
Economista Asociado  
[aldo.lema@security.cl](mailto: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](mailto:viviana.neira@security.cl)

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

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

**Rodrigo Pérez Y.**  
Jefe Renta Variable  
(56-2) 2584 3169  
[rodrigo.perez@security.cl](mailto:rodrigo.perez@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.