



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Mayo 2019

ENTORNO GLOBAL:

Segunda parte del año mostraría mejoras en actividad

ESCENARIO LOCAL:

Aceleración a partir del segundo trimestre

MONEDAS:

Historias locales seguirían teniendo rol protagónico

RENTA FIJA INTERNACIONAL:

Aumentamos la preferencia por spreads de la región

RENTA FIJA LOCAL:

Tasas de interés estarían en sus mínimos

RENTA VARIABLE INTERNACIONAL:

Mejor en el agregado, pero menos favorable a emergentes

RENTA VARIABLE LOCAL:

Mantenemos Balance de Riesgos Moderados

Resumen

•La combinación favorable para la toma de riesgo ha continuado a nivel global, con condiciones financieras globales más expansivas que apoyarían el giro expansivo de las políticas monetarias. Mantenemos el cauto optimismo y recomendamos mantener el balance entre renta fija y variable. Dentro de los riesgos destaca la expectativa de menor estímulo en China, la brecha entre el discurso de la Fed y los precios de mercado y los recientes anuncios del gobierno estadounidense en materia de posibles alzas de tarifas.

•El fortalecimiento reciente del dólar global y la caída en el precio de cobre han validado la reciente depreciación local. No recomendamos, por ahora, hacer grandes apuestas de corto plazo en el tipo de cambio, aunque aún esperamos que con los meses avancemos hacia nuestra expectativa de un cierre de año en \$640 por dólar. Sin embargo, para eso se necesitarán mejoras en China y una recuperación más evidente en la Eurozona.

•En la renta variable internacional, a la espera de que se materialicen las mejoras en actividad en los emergentes ex China, mantenemos la preferencia por EE.UU. y Asia emergente, manteniendo un balance entre desarrollados y emergentes.

•En la renta fija internacional, esperamos estabilidad en las tasas bases, dejando las mejoras de actividad que anticipamos para la Latinoamérica región como apoyo para los *spreads* corporativos.

•En la renta fija local, prevemos que las tasas de mercado estarían en sus niveles mínimos en este ciclo, debido a que los factores detrás de la caída reciente comenzarían a revertirse.

•En la renta variable local, las carteras no presentan cambios pese al descuento en valuaciones y mantenemos un perfil de riesgos moderado debido a la presión que podrían generar en el corto plazo de los aumentos de capital y un débil reporte de resultados.

Visiones por Clases de Activo – Mayo 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: Segunda parte del año mostraría mejoras en actividad

La combinación macroeconómica favorable para la toma de riesgo ha continuado a nivel global. **Las tres principales áreas económicas, China, EE.UU. y la Eurozona, sorprendieron al alza en materia de actividad en el primer trimestre y en el caso de los dos últimos aceleraron desde el cierre de 2018** (gráfico 1), al tiempo que la inflación global continúa moderada, incluso al remover el impacto de la caída del precio del petróleo al cierre del año pasado.

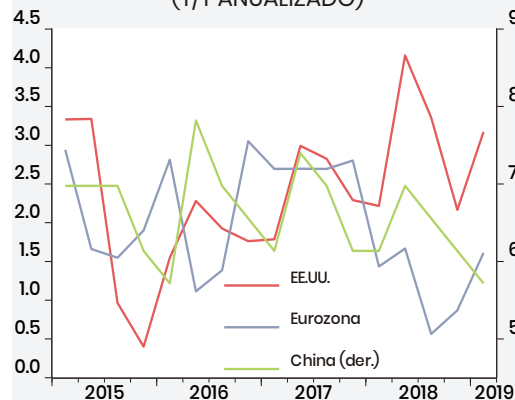
Esto es un buen signo que nos lleva a pensar que el mal desempeño del mundo emergente, con contracciones del PIB en Corea y México (a las que se suma la desaceleración que esperamos para Chile, *Informe Renta Fija Local abril 2019*), sería transitorio. **Las condiciones financieras globales (tasas soberanas, spreads de riesgo, precios de acciones) se han vuelto más expansivas en el primer tercio de 2019 y apoyarían el giro expansivo de las políticas monetarias en los distintos países para propiciar una recuperación.**

Mantenemos el cauto optimismo (*Portafolios Security abril 2019*) y **recomendamos mantener el balance entre renta fija y variable, aunque dentro de cada clase de activo recomendamos tomar un poco más de riesgo.** En las acciones mantenemos la preferencia por EE.UU. y Asia emergente, reflejando la expectativa de mayor estímulo en China, pero movemos la recomendación de subponderar desde la Eurozona (que se beneficiaría del impulso Chino) hacia Japón, donde creemos que hay menos factores de un exceso de retorno positivo.

En la renta fija, por su parte, preferimos los instrumentos corporativos, tanto en la parte local (versus los instrumentos soberanos en pesos de mayor duración) como en Latam, donde a su vez subponderamos los corporativos estadounidenses.

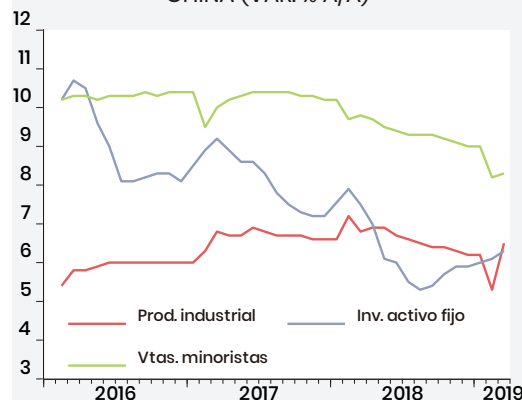
Dentro de los riesgos a nuestra visión destaca la rápida recuperación en indicadores de actividad chinos (gráfico 2) que podría llevar a que las autoridades no quieran llevar adelante estímulo adicional, aunque la descomposición del crecimiento del primer trimestre muestra que la demanda interna aún no se ha recuperado. Por otro lado, **en EE.UU. la Fed destacó que espera que la desaceleración en la inflación sea transitoria, al tiempo que descartó movimientos en la TPM en el corto plazo.** Los precios de mercado aún incorporan recortes hasta fin de año (gráfico 3), lo que da espacio para sorpresas en caso de mantenerse la autoridad en su posición. Los recientes anuncios del gobierno estadounidense en materia de posibles alzas de tarifas formaban parte de las fuentes de riesgo (*Correo Security 4 de marzo*), aunque aún esperamos que no se materialicen y EE.UU. y China alcancen un acuerdo comercial.

GRÁFICO 1: CRECIMIENTO PIB (T/T ANUALIZADO)



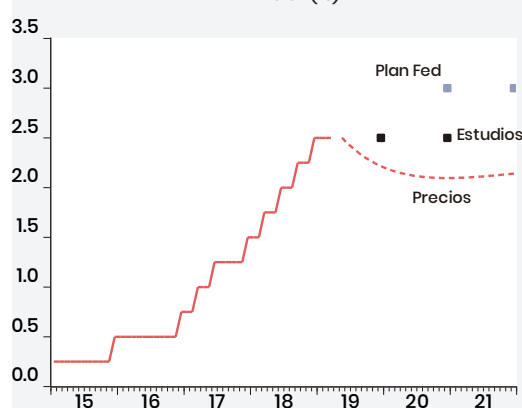
Fuente: BEA, Eurostat, NBS y Estudios Security.

GRÁFICO 2: INDICADORES DE ACTIVIDAD CHINA (VAR. % A/A)



Fuente: NBS y Estudios Security.

GRÁFICO 3: TRAYECTORIA ESPERADA TPM EE.UU. (%)



Fuente: Fed y Estudios Security.

Escenario Local: Aceleración a partir del segundo trimestre

El PIB creció apenas 1,8% en el primer trimestre, muy por debajo de lo previsto hace unos meses. Y si bien la principal razón detrás de este mal desempeño tiene relación con la caída en la minería (-4,6%) la que a su vez respondió a factores climáticos, no se puede soslayar el hecho de que el shock externo negativo del último trimestre de 2018 tuvo un efecto en la moderación de la actividad.

Pero dado que este factor se ha disipado casi por completo y nuestra expectativa es que seguiría mejorando en el año, es que ratificamos una visión para los próximos trimestres más optimista que la implícita en el consenso. A esto se suma que las condiciones financieras locales permanecerán expansivas por más tiempo, con la TPM sin movimientos en el año.

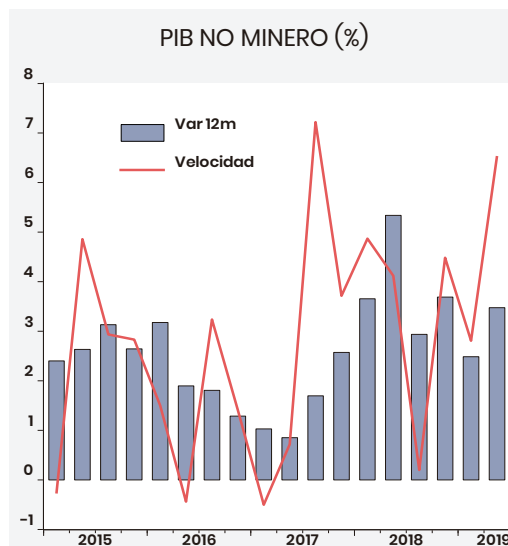
Así, prevemos una reaceleración del crecimiento del PIB a contar del segundo trimestre, con un alza interanual entre 3% y 3,5%. Medido en el margen (esto es, trimestre contra trimestre desestacionalizado y anualizado), el PIB pasaría de cero a una cifra sobre 7%, debido a la normalización de la minería. Por su parte el PIB sin minería, que finalizó el primer trimestre con un alza de 2,5%, exhibiría un incremento de 3,5% en el segundo, lo que es consistente con un aumento de 6,5% en la velocidad trimestral (frente al 2,8% del primer cuarto).

Monedas: Historias locales seguirían teniendo rol protagónico

Durante buena parte del mes el dólar global se mantuvo estable, gracias a sorpresas positivas en crecimiento en EEUU, China y la Eurozona, junto a inflación global contenida. Sin embargo, tras la interpretación restrictiva de la conferencia de prensa de la Fed, aceleró la apreciación del dólar de manera transversal, potenciada por los recientes anuncios de posibles alzas de tarifas por parte de EEUU.

Elementos locales también han contribuido, destacando la depreciación en Argentina ante las malas señales inflacionarias y respecto al resultado de la elección de octubre, o el fortalecimiento en Rusia de la mano del alza del petróleo, que no ha sido capturado por Colombia, creemos por el desbalance de la economía en materia de fiscal y balanza de pagos. Para el caso de Chile, las noticias negativas en materia de actividad se sumaron a lo ocurrido en Argentina, la volatilidad en Brasil y a la caída en el precio del cobre para debilitar al peso.

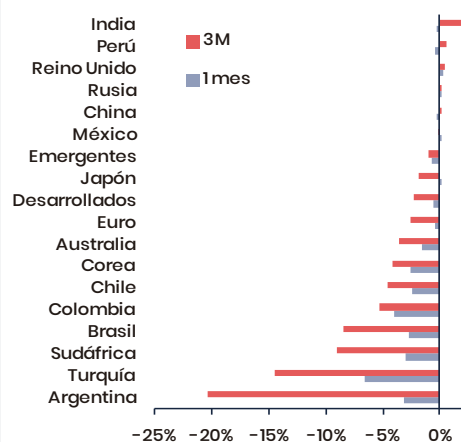
El fortalecimiento reciente del dólar global, que contribuyó a la caída del precio de cobre, ha validado la depreciación local. Por otro lado, los factores regionales seguirían jugando un rol importante. No anticipamos, por ahora, un debilitamiento brusco del dólar global, por lo que no recomendamos hacer apuestas en el corto plazo en materia cambiaria, aunque esperamos que con los meses avancemos hacia nuestra expectativa de un cierre de año en \$640 por dólar. Para eso se necesitarán mejoras en China y una recuperación más evidente en la Eurozona.



Fuente: Banco Central y Estudios Security.

Cifras del segundo trimestre corresponden a estimaciones propias.

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: Aumentamos la preferencia por *spreads* de la región

Los *spreads* corporativos se han comprimido de manera más o menos transversal durante el año, acompañando el buen desempeño de la renta variable y la caída que la tasa base de EE.UU., que acumula 15-20 puntos base en 2019.

Hacia adelante, creemos que esta se mantendría estable, con un alza hasta alrededor de 2,7% al cierre de año (desde el 2,5% actual), lo que en un contexto de las mejoras (moderadas) de actividad que anticipamos para la región, debieran apoyar al menos estabilidad en los *spreads*, e incluso caídas adicionales, aunque en este punto no esperamos que sean bruscas ni significativas.

Por otro lado, los instrumentos corporativos estadounidenses, tanto *Investment grade* como *High yield*, se han beneficiado incluso más que la deuda de países emergentes y hoy nos parecen más ajustados en términos cíclicos. Por otro lado, en un contexto de normalización en el precio el petróleo podríamos ver al segmento de mayor riesgo perder algo de las recientes ganancias.

Con todo, tanto en términos de valuaciones como de perspectivas macro, preferimos la toma de riesgo en emergentes en la renta fija corporativa.

Renta Fija Local: Tasas de interés estarían en sus mínimos

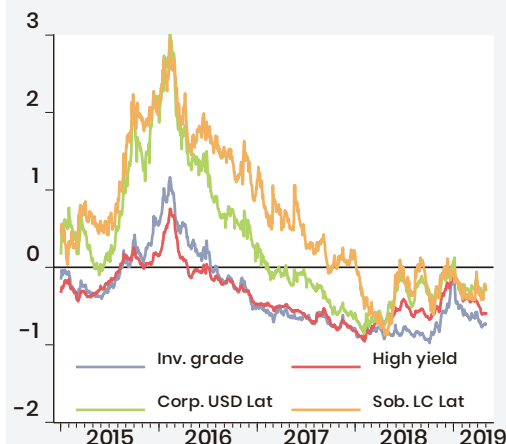
En lo que va del año las tasas de interés han exhibido una sorpresiva tendencia a la baja. Las razones detrás de ello fueron, entre otras, la moderación de la actividad local más allá de lo previsto, la mantención de presiones inflacionarias contenidas y la baja de las tasas de interés globales producto de la desaceleración de la actividad desde el último trimestre del año pasado. Todo ello llevó al Banco Central a postergar los ajustes de la TPM.

Con todo, estimamos que de aquí en adelante la economía comenzaría una fase de recuperación sostenida, que iría cerrando brechas, lo que a su vez comenzaría a alimentar las expectativas de inflación.

Todo ello sería muy gradual, ya que la recuperación en una primera instancia sería sin inflación debido a que, por un lado la economía todavía opera con brecha de capacidad y por otro la mejora del panorama global estaría acompañada por una debilidad del dólar y una apreciación del peso hasta \$640, lo que acotaría el componente transable del IPC.

En este contexto, las tasas de interés estarían en sus niveles mínimos en este ciclo, y si bien permanecerían estables en el corto plazo, una vez que se materialice la recuperación, el BCPI0 subiría hasta 4,3% mientras que el BCU10 lo haría hasta 1,4%.

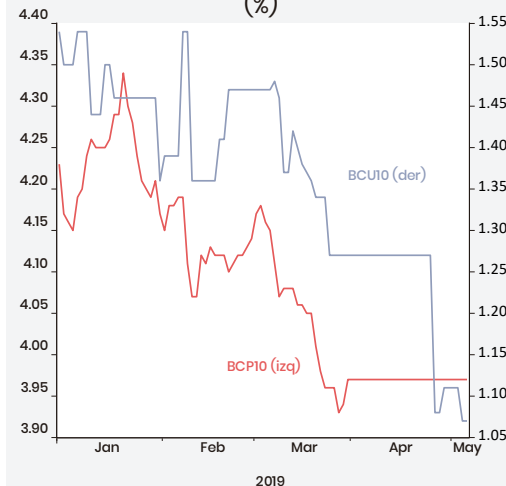
SPREADS DE RIESGO
(desv. estándar del promedio)



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.

TASAS DE INTERÉS DE MERCADO
(%)



Fuente: Estudios Security, Bolsa de Comercio.

Renta Variable Internacional: Mejor en el agregado, pero menos favorable a emergentes

El desempeño de las bolsas globales ha continuado siendo positivo, con algunas excepciones, de la mano de mejor actividad en el mundo desarrollado (EE.UU. y la Eurozona) y en China.

En el agregado, los desarrollados han tenido mejor desempeño, lo que no creemos que sea una repetición de 2018, sino que refleja problemas específicos en Latinoamérica (Brasil, México) e India, este último siendo fuertemente influido por factores idiosincráticos ligados en parte a la elección general que se lleva a cabo.

Dentro de los puntos donde tenemos mayor convicción destacan el impulso adicional que esperamos en China, sumado a condiciones financieras que continuarían estables en terreno no muy restrictivo en EE.UU. A nivel de crecimiento, esto ayudaría a la recuperación de la actividad, pero también esperamos que se refleje en mayor flujos de portafolio hacia el mundo emergente, apoyados por valuaciones más atractivas respecto a los desarrollados.

En este contexto y a la espera de que se materialice esta visión, mantenemos la preferencia por EE.UU. y Asia emergente, en desmedro de Japón y EMEA, manteniendo un balance por ahora entre desarrollados y emergentes.

Renta Variable Local: Mantenemos balance de riesgos moderados

El IPSA tuvo un rendimiento negativo de -1,3%, en un contexto de poca actividad en términos de montos transados y volatilidad. Las carteras Táctica y Fundamental registraron un desempeño inferior, con ambas generando un retorno de -3,2%.

En cuanto a las valuaciones de las compañías locales, las correcciones continúan aumentando la brecha respecto de niveles históricos, que en agregado transan con un descuento en torno a un 15%. El reporte de resultados del primer trimestre mostraría un estancamiento de las mejoras en la mayoría de los sectores con un avance de 7,7% en EBITDA y una disminución en márgenes en torno a 30 puntos bases. Adicionalmente, los recientes anuncios sobre el aumento de capital por parte de Enelam, junto con el IPO de *shopping centers* por parte de Cencosud y la apertura en bolsa de la filial de Minerva podría generar presión en el corto plazo.

Las carteras recomendadas no presentan cambios y, pese al descuento en valuaciones, mantenemos un perfil de riesgos moderado debido a la presión que podrían generar en el corto plazo los aumentos de capital sumado un débil reporte de resultados.

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$ (variación %)

Al	2 de mayo de 2019	2019	1m	3m	6m	12m	24m
Total Mundo		14.4	0.7	6.0	-0.4	3.2	13.9
Países Desarrollados		14.7	0.9	6.5	-1.0	4.3	14.6
Estados Unidos		16.6	1.3	7.8	-0.1	10.9	22.0
Eurozona		13.5	0.8	6.4	-1.9	-8.4	2.0
Reino Unido		11.0	-1.3	3.7	-1.9	-6.5	1.0
Japón		7.7	0.1	1.7	-8.8	-8.6	5.5
Asia ex Japón*		13.0	0.0	6.1	5.4	-0.9	5.4
Países Emergentes		11.7	-0.2	2.7	4.4	-5.2	9.2
Asia Emergente		13.2	0.1	5.4	4.3	-5.5	12.5
China		21.0	0.2	8.6	10.7	-4.3	24.9
India		6.8	-0.3	8.7	9.6	2.4	11.8
América Latina		5.8	-3.0	-8.0	3.2	-4.5	1.9
Brasil		4.7	-3.6	-11.3	13.3	-0.2	8.2
Chile (MSCI)		-0.7	-6.4	-12.0	-10.1	-21.0	-5.6
Chile (S&P/CLX US\$)		2.3	-5.3	-9.8	-6.7	-17.3	3.2
M.Oriente/Africa/Europa		9.1	0.7	-0.8	5.7	-3.8	0.1

Fuente: MSCI y Estudios Security.

* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

CARTERA ACCIONARIA TÁCTICA

Copec	Mallplaza
Enelchile	Sonda
LTM	SQM-B

*Esta cartera asigna la misma ponderación a cada acción.

CARTERA ACCIONARIA FUNDAMENTAL

SQM-B	15%	Mallplaza	7%
LTM	12%	CMPC	7%
Copec	11%	BCI	6%
Enelam	11%	Falabella	6%
Bsantander	8%	Colbún	5%
Enelchile	7%	Sonda	5%

Visión Activos Estudios Security Mayo 2019

	Benchmark	Cartera Mayo	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

Rodrigo Gardella B.
Analista de Inversiones
rodrigo.gardella@security.cl

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

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

Sebastián Barrios S.
Analista de Inversiones
sebastian.barrios@security.cl

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

Yessenia González del C.
Editora de Contenidos y Comunicaciones
yessenia.gonzalez@security.cl

Aldo Lema N.
Economista Asociado
aldo.lema@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.