



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios
Noviembre 2018

ENTORNO GLOBAL:

Se Abren Oportunidades

ESCENARIO LOCAL:

Menor Impulso Externo

MONEDAS:

Volatilidad Continuaría

RENTA FIJA INTERNACIONAL:

Tasas en EE.UU. Seguirían al Alza

RENTA FIJA LOCAL:

Mayor Atractivo en Papeles Nominales

RENTA VARIABLE INTERNACIONAL:

Espacio para Recuperación

RENTA VARIABLE LOCAL:

Favorecemos Sectores Cíclicos

Privilegiando Forestales

Antecedentes

• Nuestra interpretación de la caída es que es consistente con una menor expectativa de crecimiento, tanto de la economía como, quizá más importante, de las utilidades de las compañías. No creemos que la corrección se condice con los fundamentos de la economía, por lo que recomendamos aumentar la exposición a la renta variable, aunque sin representar un cambio en nuestro escenario de mediano plazo.

• El dólar volvió a fortalecerse, principalmente por la mayor percepción de riesgo. Las monedas reflejarán la expectativa sobre si China buscará estabilizar las expectativas de desaceleración de la economía y recomponer su relación con EE.UU. Independiente de las respuestas, esperamos que la volatilidad en los precios continúe.

• En la renta variable internacional, recomendamos sobreponderar EE.UU., en desmedro de Europa y EMEA. Por otro lado, mientras que Latinoamérica vuelve a neutral, optamos por reducir la exposición a Asia emergente y Chile.

• Nuestro escenario base para la renta fija internacional incluye tasas en EE.UU. que volverían a subir, lo que esperamos vaya acompañado de *spreads* que al menos se mantendrían estables, por lo que preferimos los instrumentos corporativos en la región por sobre EE.UU.

• En la renta fija local, tras el inicio de normalización monetaria, las dudas se centran en cuando termina el gradual proceso. Los precios de mercado ya internalizaron los ajustes, por lo que vemos un mayor atractivo a la curva en pesos debido a que le asignamos una mayor probabilidad a que el ente rector vaya más lento a que vaya más rápido, mientras que con las expectativas inflacionarias a distintos plazos al 3%, no vemos un atractivo en los rendimientos en UF.

• En la renta variable local, las valuaciones de las compañías sugieren un descuento en torno a un 9% tanto con respecto a sus múltiplos. Sin embargo, en el corto plazo no vemos gatillantes para cerrar este descuento. El reporte de resultados sugiere un crecimiento de EBITDA de 5%, moderando las cifras del primer semestre. Mantenemos un sesgo hacia sectores cíclicos con un enfoque a forestales.

Visiones por Clases de Activo – Noviembre 2018

	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: Se Abren Oportunidades

El mes tuvo caídas transversales en la bolsa, con la notable excepción de Brasil. La mala noticia es que al mal desempeño que el mundo ha tenido durante el año, se sumó EE.UU. Nuestra interpretación de la caída es que es consistente con una menor expectativa de crecimiento, tanto de la economía como, quizá más importante, de las utilidades de las compañías.

Respecto al primer elemento, aunque estaba en el consenso de mercado que el segundo trimestre de 2018 había marcado el *peak* del año, al haberse validado probablemente contribuyó a bajar las expectativas. Si a eso se suma que los detalles del reporte mostraron que la inversión tuvo una leve contracción y que fue el sector público el que tuvo mayor aceleración (gráfico 1), confirma que el impulso fiscal es el que está apoyando el crecimiento y que probablemente se irá diluyendo. El reporte vino a complementar los reportes de resultados, que si bien han seguido sorprendiendo al alza en términos de beneficios y utilidades, han venido acompañados de menor optimismo a futuro.

En el resto del mundo no hay grandes cambios, pero creemos que la corrección de precios no se condice con los fundamentos, sino que representa un punto alto en términos del pesimismo que se refleja en otros activos. Esperamos que al menos parte de este se revierta, por lo que **recomendamos aumentar la exposición a la renta variable**, con foco en EE.UU. y llevando Latinoamérica a neutral, donde hay espacio para mayores alzas si el gobierno brasileño da señales adicionales de querer abordar las dificultades de la economía (*Correo Security 9 de octubre*).

Recomendamos subponderar Europa, con cifras de crecimiento que siguen mostrando un debilitamiento, desafiando nuestro escenario para el segundo semestre (*Correo Security 13 de septiembre*). Los resultados electorales en Alemania, los problemas en Italia (*Correo Security 24 de octubre*) y los desafíos del Brexit solo contribuyen a esto.

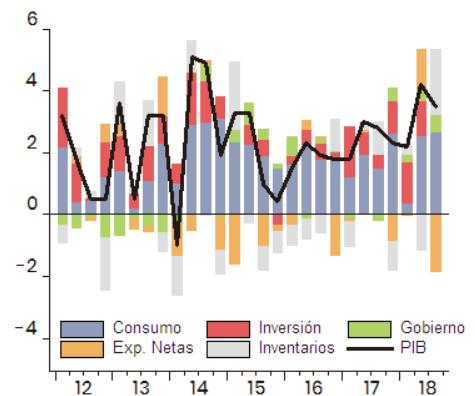
Probablemente **la variable más importante para abordar la toma de riesgo en un horizonte más largo tiene que ver con China, donde creemos que son necesarios más anuncios de apoyo de las autoridades** (gráfico 2) para que sus activos, y los del mundo emergente, mejoren de manera sostenida (*Correo Security 19 de octubre*). Sin embargo, los precios incorporan un escenario más negativo, ya que no esperamos que la economía desacelere mucho más de lo que ya está en el plan de las autoridades.

Finalmente, **llevamos la posición de Chile a neutral**, con un entorno externo aún desafiante y poco traspaso de las alzas en la región, pero más de las caídas (gráfico 3), a lo que se suman resultados corporativos que dejarían de mostrar mejoras (*Correo Security 22 de octubre*).

En la renta fija, la depreciación del peso nos lleva a **mantener una leve preferencia por la parte local**, a través de *spreads* corporativos y duración algo más larga de la curva soberana en pesos.

La mayor toma de riesgo en el margen se debe a que **creemos que los precios de mercado incorporan un escenario negativo**, lo que entrega mayor espacios para sorpresas en la otra dirección. Sin embargo, **a mediano plazo el entorno aún es desafiante y seguirá anclado a lo que hagan las autoridades chinas y a cómo se resuelva su relación con EE.UU.**

GRÁFICO 1: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB (puntos porcentuales)



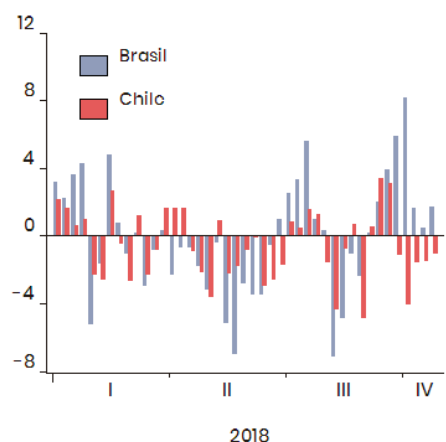
Fuente: BEA y Estudios Security.

GRÁFICO 2: RECAUDACIÓN Y GASTO FISCAL CHINA (var. % a/a)



Fuente: Agencia Estadísticas China y Estudios Security.

GRÁFICO 3: ACCIONES LATAM Y CHILE (var. % semanal)



Fuente: Estudios Security.

Escenario Local: Menor Impulso Externo

El crecimiento de 2,3% en el Imacec de septiembre ratificó que la moderación de la actividad en el tercer trimestre estuvo bajo lo previsto.

En efecto, hace algunos meses se preveía un alza del PIB de 3,5% en el tercer trimestre, la que finalmente fue 2,9%. Con todo, prevemos cifras algo mejores para el último cuarto del año (3,5%), debido al repunte de algunos indicadores (colocaciones bancarias, dinero, indicadores de expectativas, importaciones).

Más allá del cierre del año, el foco sigue puesto en 2019, con un panorama externo que pierde impulso, lo que se está traduciendo en una moderación de las perspectivas para los países emergentes, incluido Chile.

Nuestro escenario base sigue apuntando a un crecimiento del PIB en línea con el del mundo (3,5%-4%), lo que implícitamente considera una normalización de las condiciones externas (las cuales han presentado una elevada volatilidad), lo que conllevaría un mayor apetito por riesgo. Eso impulsaría los precios de las materias primas (cobre a US\$ 2,9), generando una mejora de términos de intercambio, lo que también se reflejaría en una apreciación del peso, desde los \$670 que consideramos debiera cerrar el año, hasta los \$640 en 2019.

No obstante, el impulso externo que tendría la economía durante 2019 sería menor al que preveíamos hace algunos meses.

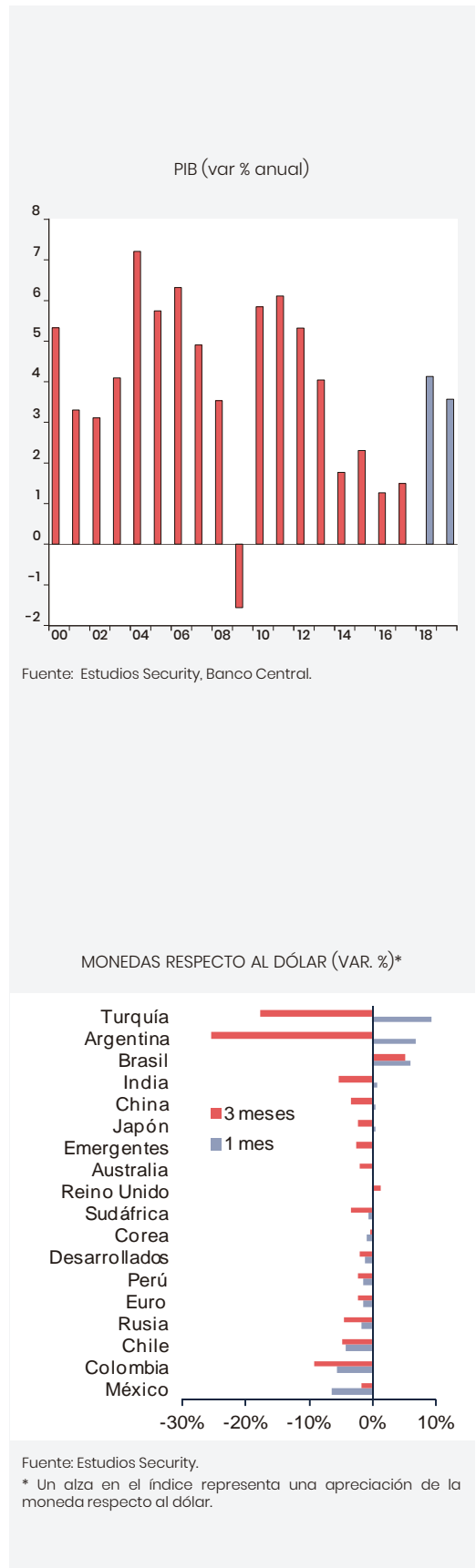
Monedas: Volatilidad Continuaría

Pese a mostrar algo más de estabilidad respecto a la primera parte del año, el dólar volvió a fortalecerse a nivel global, principalmente como respuesta a la mayor percepción de riesgo en torno a las caídas de la bolsa estadounidense. A nivel bilateral, destaca la recuperación que han tenido algunas de las monedas más castigadas, lo que permite pensar que efectivamente hubo algo de sobre-reacción y que en el último tiempo el escenario no se ha deteriorado de manera transversal.

Sin embargo, el yuan ha continuado debilitándose, lo que refleja que el mercado aún no considera las medidas anunciadas por las autoridades como suficientes. En línea con esto los precios de materias primas ha caído, destacando el cobre y el petróleo, lo que a su vez explica el mal desempeño del peso chileno y colombiano, respectivamente.

Hacia adelante, el escenario cambiario debiera reflejar la expectativa respecto a cómo China responde las preguntas relevantes: si buscará estabilizar las expectativas de desaceleración de la economía y si buscará recomponer su relación con EE.UU. Respuestas afirmativas en ambas debieran dar un impulso al mundo emergente, pero no esperamos cambios drásticos en el corto plazo.

Esto dejaría a las monedas, incluido el peso chileno, moviéndose en rangos más amplios a medida que aparecen noticias. Independiente de si el conflicto comercial EE.UU.-China se resuelve de manera favorable o no, esperamos que la volatilidad en los precios continúe.



Renta Fija Internacional: Tasas en EE.UU. Volverían al Alza

Lo que interpretamos como un shock negativo de expectativas de crecimiento y su contribución al aumento en la percepción de riesgo en EE.UU. ayudaron a que las tasas de interés en este cayeran, aunque en menor magnitud que en otros episodios similares. Esto se explica en que buena parte de lo ocurrido en la bolsa se explica por cosas de esta y no por un cambio radical en el panorama macro, lo que debiera ayudar a que la Fed mantenga su estrategia de alzas graduales junto a la reducción del tamaño de su hoja de balance.

En un escenario donde los activos recuperan sus pérdidas, las tasas debieran volver a subir, por lo que recomendamos subponderar la parte más segura de los instrumentos corporativos de EE.UU., mientras que preferimos los bonos de empresas en Latinoamérica, que podrían beneficiarse de un periodo de anuncios positivos en Brasil. Recomendamos mantener una posición neutral en los instrumentos soberanos en monedas locales, debido a que el optimismo en Brasil debiera ser al menos moderado por la mayor incertidumbre y mayores tasas en México.

Nuestro escenario base de mediano plazo incluye tasas en EE.UU. que volverían a subir, en la medida que la percepción de riesgo se normalice, lo que a su vez ayudaría a que los precios de materias primas, que explican parte de que la caída de las tasas sea principalmente por menor expectativas de inflación, también se recuperen. Como esto iría acompañado de *spreads* que al menos se mantendrían estables, preferimos los instrumentos corporativos en la región por sobre EE.UU.

Renta Fija Local: Mayor Atractivo en Papeles Nominales

Finalmente el Banco Central inició el proceso de normalización monetaria en octubre, subiendo la TPM en 25pb hasta 2,75%.

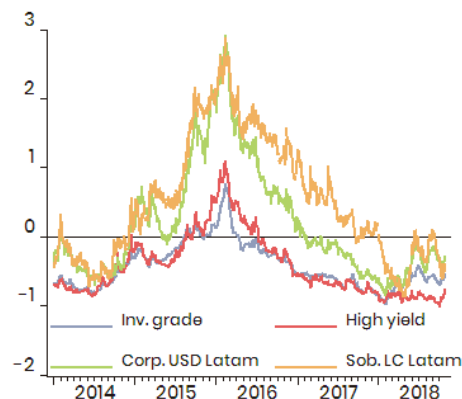
Las razones detrás de ello es que para la autoridad monetaria las brechas de capacidad están copadas, se prevé una convergencia a la meta del IPC -total y subyacente- por lo que las expectativas de inflación están todas ancladas al 3% y las condiciones financieras actuales son muy expansivas.

La pregunta ahora es cuando termina el gradual proceso, el implícito en el IPoM es 4,25% en 2020 o si el deterioro externo se transforma en una pérdida de dinamismo mayor, que interrumpa los ajustes.

Los precios de mercado ya internalizaron los ajustes, por lo que vemos un mayor atractivo a la curva en pesos debido a que le asignamos una mayor probabilidad a que el ente rector vaya más lento a que vaya más rápido, mientras que con las expectativas inflacionarias a distintos plazos al 3%, no vemos un atractivo en los rendimientos en UF.

Más aún considerando que prevemos inflaciones bajas en los próximos meses, incluso por debajo de lo implícito en los precios de mercado.

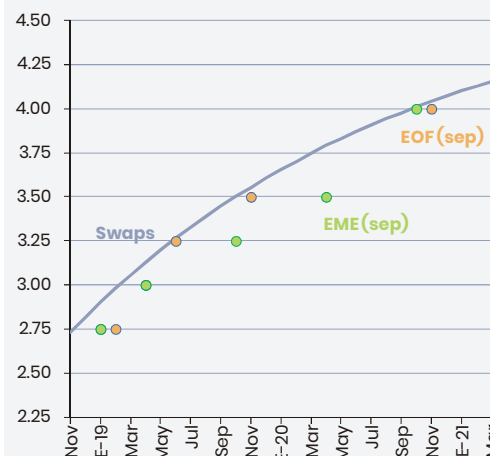
SPREADS DE RIESGO
(desv. Estándar del promedio)



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.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA ESPERADA (%)



Fuente: Estudios Security, Banco Central.

EOF: Encuesta de Operadores Financieros; EME: Encuesta Mensual de Expectativas

Renta Variable Internacional: Espacio para Recuperación

A nivel global, el mes de octubre fue el peor desde mediados de 2012, la crisis en la Eurozona avanzaba y la recuperación en EE.UU. aún era tímida. Esperamos que al menos parte de las caídas en este se reviertan, de la mano de una economía y compañías que debieran seguir teniendo un buen desempeño.

La corrección vino en buena parte por lo que (ahora) parece ser un exceso de optimismo, pero una vez ajustadas, al menos parcialmente, las valuaciones, esperamos que la bolsa estadounidense retome sus alzas.

En el resto del mundo hemos conocido principalmente malas noticias en los últimos meses, lo que permite pensar que hay un escenario relativamente pesimista incorporado en los precios. Por lo tanto, el espacio para sorpresas positivas es mayor, siendo posibles anuncios desde China una de las fuentes más importantes a monitorear.

En la región, los anuncios del gobierno electo en Brasil permiten pensar en que, al menos por ahora, buscarían abordar los problemas de la economía, lo que es positivo. Por esto preferimos llevar la posición de Latinoamérica a neutral, a la espera de que algunas señales adicionales.

Recomendamos sobreponderar EE.UU., en desmedro de Europa y EMEA. Por otro lado, mientras que Latinoamérica vuelve a neutral, optamos por reducir la exposición a Asia emergente y Chile.

Renta Variable Local: Favorecemos Sectores Cíclicos Privilegiando Forestales

Durante el mes, el IPSA mostró una corrección en moneda local de 1,7%, que se vio exacerbada por la depreciación del peso que resultó en una caída de 4,6% medido en dólares. Hacia fines de mes y alineados con las fuertes correcciones en los mercados globales, el IPSA alcanzó el mínimo del año. Dentro de las compañías con mejores retornos destacan las con exposición a Brasil que luego de la elección mostraron signos de recuperación.

A nivel regional la visión es marginalmente positiva, donde las señales del nuevo gobierno de Brasil despejarían parte de la incertidumbre que afectó a la región, aunque aún cautos a la espera de mayores antecedentes.

A nivel local, la moderación de la actividad en el tercer trimestre fue algo más pronunciada a lo previsto aunque estimamos que en el cuarto estas cifras mejorarían en el margen.

En cuanto a las compañías locales, las valuaciones sugieren un descuento en torno a un 9%, tanto con respecto a sus múltiplos históricos como a los relativos a la región. Sin embargo, en el corto plazo no vemos gatillantes para cerrar este descuento. El reporte de resultados en curso sugiere un crecimiento de EBITDA de 5%, lo que modera considerablemente las cifras del primer semestre donde el crecimiento estuvo en torno a 12%.

Mantenemos un sesgo hacia sectores cíclicos con un enfoque a forestales, sector que lideraría los crecimientos del reporte de resultados.

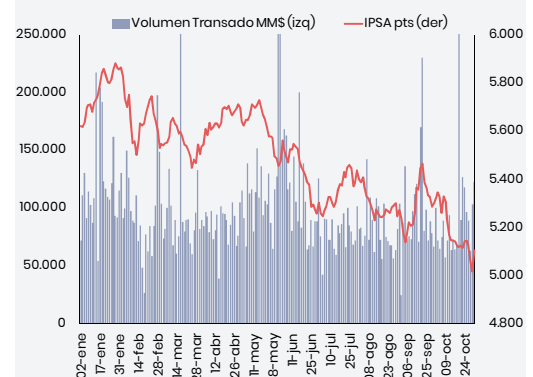
DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$
(variación %)

Al	2 de noviembre de 2018	2018	1m	3m	6m	12m
Total Mundo		-4.5	-6.4	-2.6	-3.7	-1.8
Países Desarrollados		-3.2	-6.7	-2.2	-2.5	-0.4
Estados Unidos		1.9	-6.9	-0.4	2.1	5.2
Eurozona		-2.4	-6.8	-7.8	-3.3	-2.7
Reino Unido		-11.7	-5.3	-7.0	-10.2	-7.0
Japón		-8.3	-8.4	-3.4	-8.1	-6.2
Asia ex Japón*		-11.1	-3.9	-7.4	-9.0	-7.5
Países Emergentes		-14.0	-3.5	-5.9	-12.3	-11.5
Asia Emergente		-14.7	-5.0	-8.7	-13.6	-13.4
China		-15.9	-3.2	-13.6	-6.2	-13.8
India		-14.7	-4.3	-6.3	-9.7	-12.5
América Latina		-3.7	3.6	12.5	-4.5	-1.7
Brasil		2.4	15.3	27.8	0.9	4.6
Chile (MSCI)		-19.4	-7.6	-8.0	-18.6	-16.5
Chile (S&L/CLS IPSA US\$)		-18.9	-9.1	-9.6	-18.8	-15.1
M.Oriente/África/Europa		-17.6	-1.7	-5.9	-11.6	-8.9

Fuente: MSCI y Estudios Security.

* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

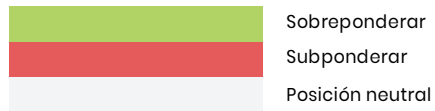
IPSA Y MONTOS TRANSADOS (2018)



Fuente: Económica y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Noviembre 2018

	Benchmark	Cartera Noviembre	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 Estudios
Renta Variable
constanza.perez@security.cl

Paulina Barahona N.
Analista Senior de Inversiones
paulina.barahona@security.cl

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

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.