

PORTAFOLIOS SECURITY

Mayo - 2017

ENTORNO GLOBAL
Mirando a Través de la Niebla
ESCENARIO LOCAL
Recuperación Gradual
MONEDAS
Los Fundamentos a Mediano Plazo Apoyan un Dólar Más Débil
RENTA FIJA INTERNACIONAL
Dólar Estable y Tasas Bajas Apoyan a Emergentes
RENTA FIJA LOCAL
TPM se Estacionaría en 2,5%
RENTA VARIABLE INTERNACIONAL
Escenario Favorable Tras Moderación de Riesgos
RENTA VARIABLE LOCAL
Sobreponderamos Sectores Retail y Eléctrico

Departamento de Estudios Security

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

- La niebla que han representado eventos políticos parece estar dando paso a la recuperación global como fundamento detrás de las decisiones de inversión. Esto nos lleva a mantener la recomendación de sobreponderar las acciones y de preferir a los emergentes, tanto dentro de esta como en la renta fija.
- A pesar de que podríamos ver volatilidad en el corto plazo, mantenemos nuestro escenario de estabilidad del dólar a nivel global, para ir transitando hacia el comienzo de un ciclo de debilitamiento de este a medida que la recuperación de la economía global se consolide.
- Las valuaciones más atractivas y nuestra perspectiva de condiciones favorables para las compañías debieran continuar apoyando la renta variable emergente, por lo que mantenemos la preferencia de estos en desmedro de EE.UU. y Japón.
- En la renta fija internacional, brechas de capacidad que continúan abriéndose junto a nuestro escenario para el dólar a nivel global, nos llevan a favorecer Latinoamérica a través de instrumentos en moneda local y en menor medida en dólares.
- Respecto a la renta fija local, nuestro escenario base considera una nueva baja de la Tasa de Política Monetaria que la ubicaría en 2,5% en la próxima reunión, nivel en que se mantendría por un período prolongado, lo que a nuestro juicio considera una expansividad adecuada. De todas formas, este escenario estaría bastante internalizado en el mercado, por lo que seguimos considerando poco espacio para ganancias de capital en las curvas soberanas.
- Para la renta variable local, a pesar de que los resultados del primer trimestre serían débiles, existe optimismo para el mediano plazo, lo que nos lleva a mantener la recomendación de una cartera con riesgos balanceados, sobreponderando a los sectores *Retail* y *Eléctrico*.

VISIONES POR CLASES DE ACTIVOS – MAYO 2017

	Tasas Cortas *	Tasas Largas *	Acciones	Monedas vs. US\$ **
Global	=/+	=/+	+	
Estados Unidos	=/+	=/+	=/-	
Europa	=	=/+	=	=
Japón	=	=	-	=
Emergentes				
Latam	=/-	=/-	+	=/+
Asia	=	=	+	=/+
Chile	-	=	=	=

* (-) caída / (+) alza en en nivel de tasas nominales.

** (-) depreciación, (+) apreciación.

Mayo - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Entorno Global: Mirando a Través de la Niebla

Las sorpresas políticas parecen haberse tomado un descanso este año. Las elecciones en Holanda, Francia y el funcionamiento del nuevo gobierno en EE.UU. no han traído mayores sobresaltos en los precios de mercado, más allá de eventos transitorios, lo que se ha reflejado en un buen desempeño de los activos de riesgo y en el debilitamiento del dólar a nivel global en lo que va de 2017 (gráfico 1).

Esto ha permitido que la recuperación de la economía global siga su curso, apoyando que sean los fundamentos de la economía lo que mueve las decisiones de inversión. Así, los flujos de portafolio han favorecido a los emergentes (gráfico 2) y un mejor desempeño de la Eurozona respecto a los otros desarrollados ([Semanal 2 de mayo](#)), reflejo de mejores perspectivas macroeconómicas.

Hacia adelante, debiéramos ver una continuación de la recuperación global, lo que apoya la toma de riesgo accionario (gráfico 3) y explica nuestra recomendación de aumentar la exposición a la renta variable dentro de un portafolio diversificado. Sin embargo, con el mundo creciendo en torno a 3,5% en el primer trimestre respecto al periodo anterior, la mayor parte de la aceleración del crecimiento habría pasado (tabla 1), y por ende, las magnitudes de rentabilidad no serían como las vistas durante la primera parte del año.

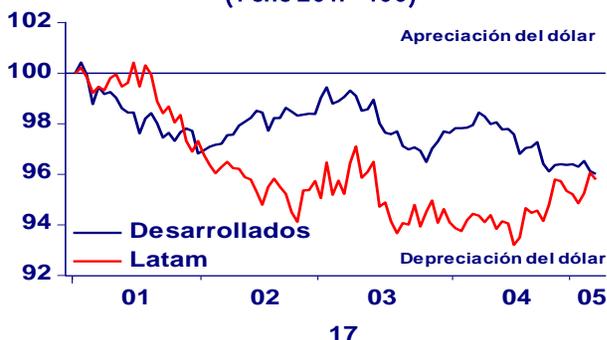
En términos de riesgos, si bien por ahora vemos que su probabilidad de ocurrencia ha caído, continúan presentes. La FED seguirá su campaña por revalidar su escenario de dos alzas de tasa en lo que queda del año, volviéndose un poco menos dependiente de cifras puntuales, lo que quedó de manifiesto en sus reiteradas menciones sobre la transitoriedad de los datos débiles en su última reunión ([Semanal 8 de mayo](#)). Por el lado fiscal, la aprobación una nueva versión de reforma al sistema de salud en primera instancia permitiría al gobierno avanzar en otros ámbitos, donde se vuelven particularmente importantes los detalles de la hasta ahora escueta propuesta de reforma tributaria. Si bien en el margen lo que se sabe tendría un impacto positivo sobre las empresas, no anticipamos un impulso significativo ([Correo Security 28 de abril](#)).

TABLA 1: CRECIMIENTO MUNDIAL (%)

	2013	2014	2015	2016	2017 e	2018 e
Mundo	3.3	3.5	3.4	3.1	3.4	3.4
Países Desarrollados	1.4	1.9	2.1	1.7	2.0	1.9
Estados Unidos	1.5	2.4	2.6	1.6	2.2	2.1
Eurozona	-0.4	1.2	2.0	1.7	1.7	1.5
Alemania	0.1	1.6	1.5	1.8	1.9	1.4
Francia	0.4	0.6	1.3	1.2	1.2	1.2
Italia	-1.9	0.1	0.8	0.9	0.9	1.0
España	-1.2	1.4	3.2	3.2	3.0	2.7
Reino Unido	1.7	3.1	2.2	1.8	1.6	1.7
Japón	1.6	0.3	1.2	1.0	1.3	0.8
Países Emergentes	4.7	4.7	4.2	4.1	4.4	4.6
América Latina	2.7	1.2	0.1	-1.0	1.1	1.8
Argentina	2.9	-2.5	2.6	-2.3	1.5	2.0
Brasil	2.5	0.5	-3.8	-3.6	0.6	1.5
Perú	5.8	2.4	3.3	3.9	3.5	4.0
México	1.4	2.3	2.6	2.3	1.5	2.1
Asia	6.6	6.8	6.7	6.4	6.2	6.1
China	7.8	7.3	6.9	6.7	6.3	6.2
India	5.0	7.2	7.9	6.8	7.0	7.0
Rusia	1.3	0.7	-2.8	-0.2	1.0	1.5
Chile	4.0	2.0	2.3	1.6	2.1	3.1

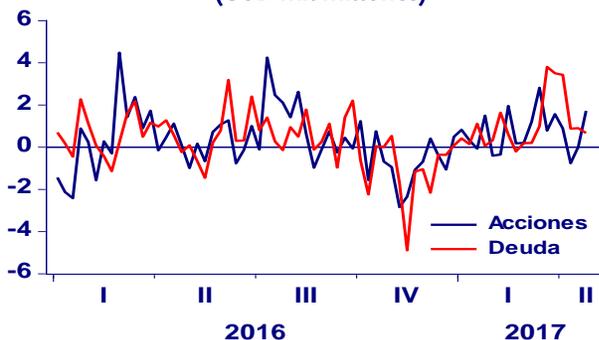
Fuente: Departamento de Estudios Security en base a bancos de inversión y ponderaciones (PPP) del FMI. e: esperado.

GRÁFICO 1: DÓLAR A NIVEL GLOBAL (1 ene 2017=100)



Fuente: Bloomberg, MSCI y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 2: FLUJOS DE PORTAFOLIO A EMERGENTES (USD mil millones)



Fuente: IIF y Departamento de Estudios Security.

Mayo - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Entorno Global: Mirando a Través de la Niebla

Esto deja a EE.UU. creciendo de manera similar a la actual mientras que el resto del mundo aceleraría. Un diferencial de crecimiento más favorable a los emergentes tiende a anticipar cambios en el ciclo del dólar (gráfico 4), que a su vez está asociado con un mejor desempeño de los emergentes respecto a desarrollados (gráfico 5).

En China, el buen dato de crecimiento del primer trimestre permitirá a las autoridades continuar reduciendo el grado de estímulo monetario sin arriesgarse a un empeoramiento de las perspectivas que lleve a una nueva ronda de salidas de capital y por ende, depreciación de la moneda combinada con pérdida de reservas del banco central. Similar a los últimos años, nuestro escenario continúa siendo uno de desaceleración controlada, que junto a una recuperación del resto del mundo y ajustes de oferta en algunos mercados, permitiría a los precios de materias primas retomar su tendencia al alza, tras las caídas recientes.

En el balance, nuestra visión continúa siendo optimista, lo que se refleja en la recomendación de sobreponderar la renta variable, prefiriendo a los emergentes tanto dentro de esta como en la renta fija, en desmedro de EE.UU. y de Japón en el caso de las acciones.

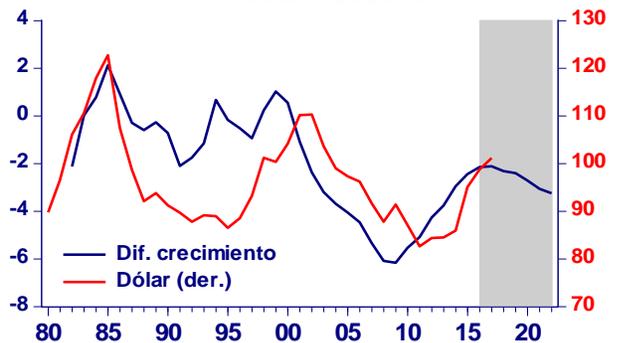
En la parte local, a pesar de no haber demasiado espacio para ganancias de capital en la renta fija, nuestro escenario de menor inflación respecto al mercado nos lleva a mantener la preferencia por los instrumentos en pesos, aunque privilegiando duración menor a 5 años. Finalmente, en la renta variable local mantenemos la recomendación de una cartera con riesgos balanceados, sobreponderando a los sectores Retail y Eléctrico.

La niebla que han representado eventos políticos parece estar disipándose, dando paso a la recuperación global como fundamento detrás de las decisiones de inversión. Esto nos lleva a mantener la recomendación de sobreponderar las acciones y de preferir a los emergentes tanto dentro de esta como en la renta fija.

GRÁFICO 3: ACTIVIDAD GLOBAL Y EXCESO RETORNO ACCIONES SOBRE RENTA FIJA

Fuente: JP Morga, MSCI, Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

Nota: El exceso de retorno accionario está calculado como la diferencia entre el retorno en doce meses del índice MSCI de acciones globales y un índice global de bonos, ambos en dólares.

GRÁFICO 4: DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO Y DÓLAR GLOBAL

Fuente: FED, FMI y Departamento de Estudios Security.

Nota: Un alza en el dólar representa una apreciación.

GRÁFICO 5: DÓLAR GLOBAL Y DESEMPEÑO RELATIVO ACCIONES

Fuente: FED, MSCI y Departamento de Estudios Security.

Nota: Un alza en el dólar representa una apreciación.

PORTAFOLIOS SECURITY

Mayo - 2017

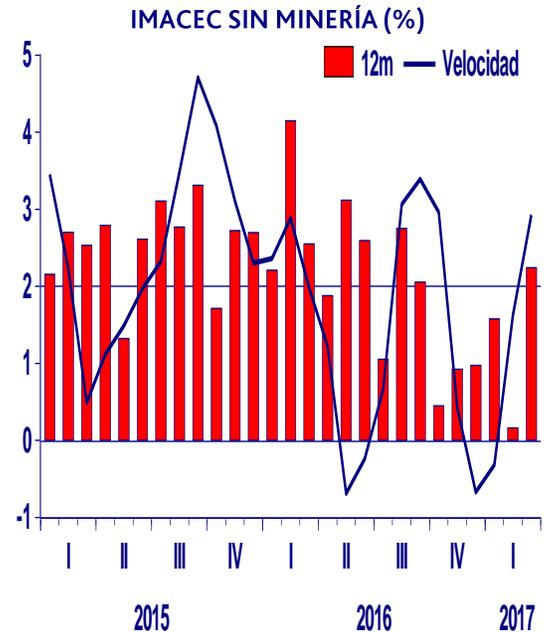
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Escenario Local: Recuperación Gradual

Pese a que el Imacec de marzo fue algo mejor a lo esperado, el primer trimestre tuvo un magro desempeño. Una gran parte de ello tiene que ver con la caída en la actividad minera (muy influenciada por la huelga en Escondida).

Pero mirando hacia adelante, los fundamentos que sostienen nuestra expectativa de recuperación se mantienen e incluso se han fortalecido en el margen. PIB mundial que se acelera gradualmente y de manera más sincronizada entre países y regiones; condiciones financieras globales que siguen siendo muy favorables para las economías emergentes; y un dólar que tiende a estabilizarse a nivel global con algún sesgo a la depreciación, lo que se traduce en mayores flujos de capitales y en precios de materias primas estables o al alza (más allá de la volatilidad reciente), y esto a su vez en mejoras de términos de intercambio.

De esta forma, ratificamos nuestra visión respecto a que la actividad económica iniciaría una recuperación gradual que llevaría al PIB a crecer en torno a 2% en el 2017.



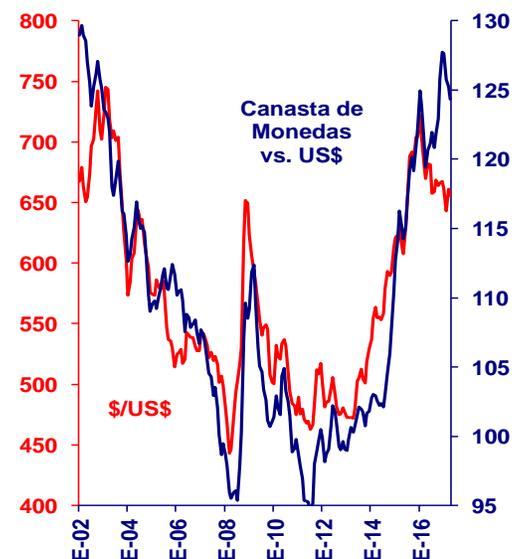
Fuente: Banco Central y Departamento de Estudios Security.
Nota: Velocidad corresponde a la variación trimestral anualizada y desestacionalizada.

Monedas: Los Fundamentos a Mediano Plazo Apoyan un Dólar Más Débil

El dólar a nivel global se ha debilitado y se ubica solo levemente sobre sus niveles previos a la elección en EE.UU. En el corto plazo existen riesgos hacia una apreciación por un aumento en la percepción de riesgo, geopolítico principalmente, pero de manera más relevante por una búsqueda por parte de la FED de re acoplar el escenario del mercado para la política monetaria con el suyo.

En el mediano plazo, la posición más avanzada en el ciclo económico de EE.UU. y la recuperación del mundo emergente, apoyan un diferencial de crecimiento favorable a este último y un dólar más débil. En Chile, la mejora en la actividad comenzaría a verse en el segundo trimestre, lo que sumado al fin del ciclo de bajas de tasas, apoyaría la estabilidad del tipo de cambio durante este año, seguida de un fortalecimiento en 2018.

Mantenemos nuestro escenario de estabilidad del dólar a nivel global, para ir transitando hacia el comienzo de un ciclo de debilitamiento de este a medida que la recuperación de la economía global se consolide.

PESO CHILENO (\$/USD) Y DÓLAR FRENTE A UNA CANASTA DE MONEDAS (Índice)

*Un alza del índice representa una apreciación del dólar.
Fuente: FED, Banco Central y Departamento de Estudios Security.

PORTAFOLIOS SECURITY

Mayo - 2017

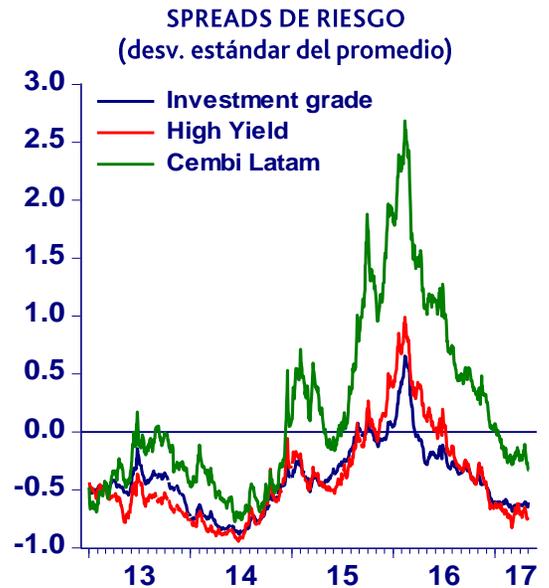
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Renta Fija Internacional: Dólar Estable y Tasas Bajas Apoyan a Emergentes

Los bancos centrales en EE.UU. y la Eurozona están en un escenario cómodo, con crecimiento sobre el potencial, sin señales inflacionarias evidentes. Sin embargo, el desacople entre el plan de la FED y lo incorporado los precios abre un flanco para una corrección en las tasas ante un discurso que busque alinear ambos.

Aunque las últimas noticias en términos de inflación y actividad no han sido buenas en EE.UU., las tasas debieran tender al alza por condiciones macroeconómicas que siguen siendo favorables. En Latinoamérica, la estabilidad del dólar permitiría a los bancos centrales continuar apoyando a través de políticas monetarias más expansivas, con un sesgo a serlo incluso más que lo incorporado actualmente en los precios.

Brechas de capacidad que continúan abriéndose junto a nuestro escenario para el dólar a nivel global nos llevan a favorecer la región a través de instrumentos en moneda local y en menor medida en dólares.



Fuente: Bloomberg, JP Morgan y Departamento de Estudios Security.

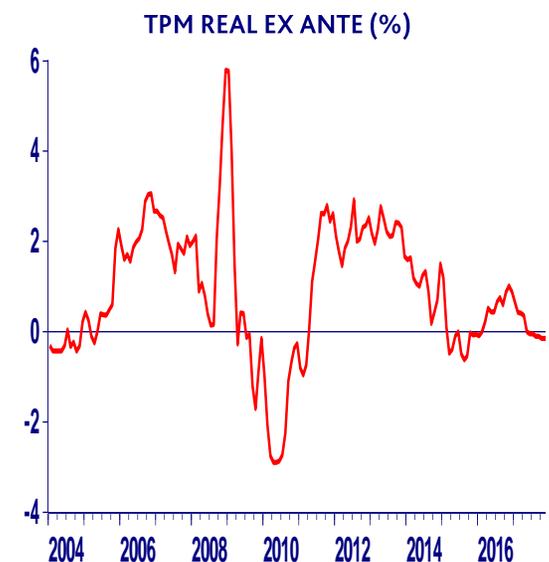
Nota: Cada serie muestra el desvío del promedio histórico desde 2007, medido en desviaciones estándar.

Renta Fija Local: TPM se Estacionaría en 2,5%

En el reciente IPoM de marzo -presentado los primeros días de abril- el Banco Central señaló que el escenario macro consideraba un mayor estímulo monetario. Luego, en la reunión de abril redujo la Tasa de Política Monetaria a 2,75% y si bien moderó el sesgo expansivo, dejó entrever un nuevo recorte en el corto plazo.

Nuestra visión es que el ente rector bajaría la TPM en 25 pb en la próxima reunión (18 de mayo), nivel en que se estacionaría por un período prolongado. Con una TPM en 2,5%, la TPM real ex ante (esto es descontando la expectativa de inflación a un año) volvería a estar cerca de cero, lo que consideramos una expansividad adecuada. De todas formas, este escenario estaría bastante internalizado en el mercado, por lo que seguimos considerando poco espacio para ganancias de capital en las curvas soberanas.

El escenario de riesgo considera expectativas de inflación que exhiban una caída significativa (ya sea por una actividad que se deteriora aún más, o una gran apreciación cambiaria), que llevaría a la autoridad a una mayor agresividad monetaria.



Fuente: Departamento de Estudios Security.

Nota: TPM nominal menos expectativas de inflación a 1 año.

PORTAFOLIOS SECURITY

Mayo - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Renta Variable Internacional: Escenario Favorable Tras Moderación de Riesgos

A las cifras más optimistas para el crecimiento se sumó un desarrollo favorable de eventos políticos, destacando el resultado de la elección presidencial en Francia y el anuncio de un proyecto de rebaja de impuestos en EE.UU., que ayudó a revertir la mayor percepción de riesgo de abril.

La recuperación de la economía volvería a apoyar a las acciones, por lo que recomendamos aumentar levemente la exposición a estas. Las valuaciones más atractivas y nuestra perspectiva de condiciones favorables para las compañías debieran continuar apoyando a los emergentes, por lo que mantenemos la preferencia de estos en desmedro de EE.UU. y Japón. Para la Eurozona, a pesar de preferirla dentro de los desarrollados, recomendamos una posición neutral por quedar algo de riesgo remanente que impide que las buenas condiciones económicas se reflejen en los precios.

Mantenemos nuestra visión favorable a emergentes dentro de la renta variable, privilegiando Latinoamérica y Asia sobre EE.UU. y Japón.

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$ (Variación %)

Al 3 de mayo de 2017	2017	1m	3m	6m	12m
Total Mundo	8.2	2.0	5.2	12.8	15.2
Países Desarrollados	7.5	2.0	4.9	13.0	14.5
Estados Unidos	6.8	1.5	4.7	14.4	16.6
Eurozona	13.5	5.9	11.2	17.9	16.1
Reino Unido	6.0	2.1	4.3	10.6	5.4
Japón	5.4	2.0	2.6	3.9	12.2
Asia ex Japón*	10.9	0.0	4.2	10.3	14.3
Países Emergentes	14.3	1.7	7.7	11.4	21.2
Asia Emergente	16.5	1.9	9.5	12.5	23.2
China	16.2	1.6	9.3	12.0	23.6
India	19.5	1.2	11.7	12.6	21.0
América Latina	12.9	-1.0	4.2	7.2	20.8
Brasil	11.9	-0.3	0.8	7.0	35.6
Chile (MSCI)	15.0	-3.1	8.9	9.4	15.2
Chile (IPSA US\$)	15.8	-3.2	9.1	10.3	20.0
M.Oriente/Africa/Europa	6.0	3.1	3.0	9.9	13.2

*Hong Kong, Singapur, Australia y Nueva Zelanda.

Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

Renta Variable Local: Sobreponderamos Sectores Retail y Eléctrico

En abril, el IPSA tuvo un desempeño lateral, similar a sus pares emergentes. En cuanto a impulsos externos, los focos de riesgo se han ido acotando y la recuperación de la economía global debiera seguir apoyando la toma de riesgos. Las condiciones financieras se mantienen favorables. En términos de valuaciones, la bolsa local continua algo ajustada respecto a sus promedios históricos, aunque aun habría espacio para el optimismo en el mediano plazo.

Pese a que estimamos que el crecimiento de utilidades podría tener un impulso adicional, el reporte de resultados del primer trimestre aun sería débil. Por otra parte, seguimos esperando que un contexto político pro mercado de mayor soporte a la bolsa local.

En definitiva, seguimos recomendando una cartera con riesgos balanceados, sobreponderando a los sectores Retail y Eléctrico.

CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

N° de acciones	15	12	9	6
	Ponderaciones (%)			
CENCOSUD	13	12	16	20
ECL	11	11	14	19
COPEC	11	11	14	18
BSANTANDER	10 (+4)	11 (+4)	12 (+4)	15 +(15)
ENELAM	9	10	11	14
FALABELLA	8	9	9	14
LAN	7	8	9	
CHILE	6 (-4)	7 (-4)	8 (-4)	(-15)
PARAUACO	6	6	7	
ENELGXCH	5	5		
CAP	4	5		
ENTEL	4	5		
SQMB	2			
CMPC	2			
SM-CHILE B	2			
Total	100	100	100	100

1) Estas carteras resultan de conciliar dos aspectos:

i) una selección de acciones basada en la mejor relación retorno-riesgo bajo una visión estratégica (largo plazo);

ii) la minimización de los desvíos respecto al benchmark (IPSA).

2) La cartera pivot y de diversificación parsimoniosa corresponde a la de 12 acciones (resaltado).

3) Entre paréntesis el cambio en el ponderador con respecto a la cartera anterior.

Fuente: Departamento de Estudios Security.

PORTAFOLIOS SECURITY

Mayo - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Cartera Recomendada Security Mayo 2017

Cartera Recomendada Mayo 2017				
	Benchmark	Cartera abril 2017	Cartera Recomendada	Diferencia (Sesgo, %)
Renta Variable	40.0%	42.5%	45.0%	5.0
Renta Fija	60.0%	57.5%	55.0%	-5.0
TOTAL	100.0%	100.0%	100.0%	
Renta Variable Extranjera	80.0%	80.0%	80.0%	0.0
Desarrollados	48.0%	43.0%	43.0%	-5.0
EE.UU.	28.0%	25.5%	25.5%	-2.5
Europa	12.0%	12.0%	12.0%	0.0
Japón	8.0%	5.5%	5.5%	-2.5
Emergentes	32.0%	37.0%	37.0%	5.0
Asia Emergente	21.0%	23.5%	23.5%	2.5
Latinoamérica	6.0%	8.5%	8.5%	2.5
EEMEA	5.0%	5.0%	5.0%	0.0
Renta Variable Nacional	20.0%	20.0%	20.0%	0.0
Total Renta Variable	100.0%	100.0%	100.0%	0.0
Renta Fija Nacional	65.0%	65.0%	65.0%	0.0
Caja	5.0%	0.0%	5.0%	0.0
0 a 1 año CLP	2.5%	0.0%	5.0%	2.5
0 a 1 año UF	2.5%	0.0%	0.0%	-2.5
Gobierno Nominal	7.5%	12.5%	10.0%	2.5
1 a 3 años	5.0%	7.5%	10.0%	5.0
Más de 3 años	2.5%	5.0%	0.0%	-2.5
Gobierno UF	7.5%	7.5%	5.0%	-2.5
1 a 3 años	5.0%	5.0%	5.0%	0.0
Más de 3 años	2.5%	2.5%	0.0%	-2.5
Corporativos	45.0%	45.0%	45.0%	0.0
Renta Fija Extranjera	35.0%	35.0%	35.0%	0.0
Desarrollados	20.0%	15.0%	12.5%	-7.5
Money Market	5.0%	0.0%	0.0%	-5.0
Investment Grade	7.5%	7.5%	5.0%	-2.5
High Yield	7.5%	7.5%	7.5%	0.0
Emergente	15.0%	20.0%	22.5%	7.5
USD	7.5%	12.5%	10.0%	2.5
Moneda Local	7.5%	7.5%	12.5%	5.0
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%	0.0

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Felipe Jaque S.	Economista Jefe	felipe.jaque@security.cl	(562) 25844540
César Guzmán B.	Gerente Macroeconomía	cesar.guzman@security.cl	(562) 25844075
Jorge Cariola G.	Analista Senior Macroeconomía	jorge.cariola@security.cl	(562) 25842392
Rosario Del Río D.	Analista Renta Fija Internacional	rosario.delrio@security.cl	(562) 25843017
Constanza Pérez S.	Subgerente de Estudios Renta Variable	constanza.perez@security.cl	(562) 25844998
Juan José Ayestarán N.	Subgerente de Estudios Renta Fija	juanjose.ayestaran@security.cl	(562) 25842390
Paulina Barahona N.	Analista Senior de Inversiones	paulina.barahona@security.cl	(562) 25842049
Martín García-Huidobro O.	Analista de Inversiones	martin.garciahuidobro@security.cl	(562) 25842391
Juan Carlos Prieto Z.	Analista de Inversiones	juancarlos.prieto@security.cl	(562) 25815533
Rodrigo Gardella B.	Analista de Inversiones	rodrigo.gardella@security.cl	(562) 25844985
Carolina Abuaud M.	Analista de Inversiones	carolina.abuaud@security.cl	(562) 25845506
Yessenia González del C.	Editora de Contenidos y Comunicaciones	yessenia.gonzalez@security.cl	(562) 25844572
Aldo Lema N.	Economista Asociado	aldo.lema@security.cl	(562) 25844540

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio Webwww.inversionessecurity.cl

twitter: Inv_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. Estos 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.