

PORTAFOLIOS SECURITY

Junio - 2017

ENTORNO GLOBAL

Riesgos No Han Descarrilado El Tren

ESCENARIO LOCAL

Repunte Apoyado en Factores Externos

MONEDAS

Los Fundamentos a Mediano Plazo Apoyan un Dólar Más Débil

RENTA FIJA INTERNACIONAL

Condiciones Financieras Expansivas Apoyan la Toma de Riesgo

RENTA FIJA LOCAL

Sesgo Neutral Durante la Segunda Mitad del Año

RENTA VARIABLE INTERNACIONAL

Con Algunos Sobresaltos, Escenario Continúa Siendo Favorable

RENTA VARIABLE LOCAL

Sobreponderamos Sectores Retail y Eléctrico

Departamento de Estudios Security

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

- Nuestro escenario global se mantiene plenamente vigente, con un dólar que se ha debilitado en parte por la recuperación de la actividad global. Mantenemos la preferencia por acciones y por los emergentes dentro de cada clase de activo.
- 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.
- Mantenemos la preferencia por Latinoamérica y Asia emergentes en la renta variable internacional, a lo que sumamos la recomendación de sobreponderar la Eurozona.
- En la renta fija internacional, un riesgo acotado de alzas bruscas en las tasas más largas en el corto plazo, junto a un dólar más débil nos llevan a mantener la recomendación de favorecer los emergentes a través de instrumentos en moneda local y en menor medida en dólares.
- Respecto a la renta fija local, la TPM se mantendrá en 2,5% por un período prolongado, junto al sesgo neutral. Para ver otro ajuste tendría que haber un cambio significativo en las expectativas de inflación, por ejemplo por una debilidad prolongada de la actividad. Por el otro lado, si se produjese una fuerte apreciación cambiaría producto de la mejora en las condiciones locales, incluso podría observarse un aumento de las expectativas inflacionarias de mediano plazo.
- Para la renta variable local, los resultados del primer trimestre fueron positivos en términos operacionales, lo que junto al apoyo externo y nuestro escenario de recuperación de la actividad nos lleva a mantener la recomendación de una cartera con riesgos balanceados, sobreponderando a los sectores *Retail* y *Eléctrico*.

VISIONES POR CLASES DE ACTIVOS – JUNIO 2017

	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.

PORTAFOLIOS SECURITY

Junio - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Entorno Global: Riesgos No Han Descarrilado El Tren

El desempeño de los activos de riesgo continúa siendo favorable, con tanto desarrollados como emergentes –en el agregado– experimentando retornos que acumulan alrededor de 10% en lo que va del año. Esto es signo de una recuperación transversal de la economía global (gráfico 1), que si bien no experimentaría una nueva aceleración similar a la observada desde mediados de año (gráfico 2), rompería la trayectoria a la baja en términos de crecimiento que habría llegado a su piso en 2016 (tabla 1).

El principal desacople de este año se ha dado en la parte política, donde en particular la Eurozona y en menor medida Asia emergente han tomado una trayectoria alineada con las proyecciones más optimistas y opuesta a lo que está ocurriendo en EE.UU., el Reino Unido –por la expectativa de un negociación dura del Brexit– y eventos aislados en Latinoamérica. Para Europa continental, el favorable resultado de los eventos políticos (*Semanal 15 de mayo*) ha apoyado un mejor desempeño de los activos riesgosos, los que recibieron un impulso adicional por parte del Banco Central Europeo. Esto permitiría que la buena macroeconomía y menor riesgo político se siga traspasando a los precios, motivando nuestro aumento en la exposición a las acciones de Eurozona.

Por el contrario, tras la fuerte alza en las tasas después de la elección de EE.UU. (gráfico 3), se produjo una moderación tras el cambio y mando y en el segundo trimestre se ha revertido producto de mayor percepción de riesgo político –reflejada en una caída del premio por plazo–, que se combinó con menores expectativas de inflación para hacer caer las tasas en EE.UU. (*Semanal 29 de mayo*). Esto ha impulsado la bolsa, apoyada también por la expectativa de que la agenda del gobierno en términos de mayor crecimiento sí se materializará. Sin embargo, esta solo vendría en 2018 y la probabilidad de que sea un aporte importante para una economía que ya no tiene mucha brecha de capacidad es baja (*Correo Security 28 de abril*), en particular porque cualquier riesgo inflacionario que genere será contrarrestado por condiciones financieras más restrictivas que llevarían a una desaceleración de la demanda interna del sector privado.

TABLA 1: CRECIMIENTO MUNDIAL (%)

	2013	2014	2015	2016	2017 e	2018 e
Mundo	3.3	3.5	3.4	3.1	3.4	3.5
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	1.8	1.5
Alemania	0.1	1.6	1.5	1.8	1.9	1.4
Francia	0.4	0.6	1.3	1.1	1.4	1.2
Italia	-1.9	0.1	0.8	1.0	1.1	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	4.5	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	2.8	4.0
México	1.4	2.3	2.6	2.3	1.8	2.1
Asia	6.6	6.8	6.7	6.4	6.3	6.2
China	7.8	7.3	6.9	6.7	6.5	6.2
India	5.0	7.2	7.9	7.1	7.0	7.2
Rusia	1.3	0.7	-2.8	-0.2	1.0	1.5
Chile	4.0	2.0	2.3	1.6	1.8	3.1

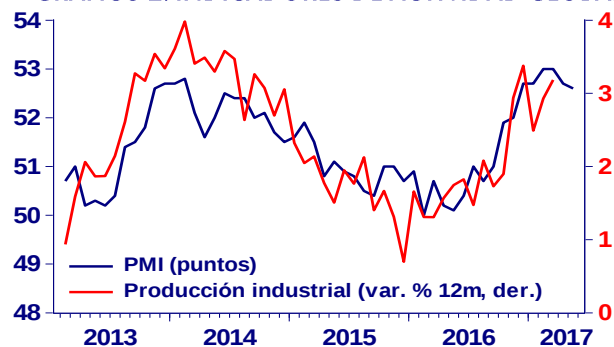
Fuente: Departamento de Estudios Security en base a bancos de inversión y ponderaciones (PPP) del FMI. e: esperado.

GRÁFICO 1: ACTIVIDAD GLOBAL Y RETORNO RELATIVO ACTIVOS



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

GRÁFICO 2: INDICADORES DE ACTIVIDAD GLOBAL



Fuente: Bloomberg, CPB y Departamento de Estudios Security.

PORTAFOLIOS SECURITY

Junio - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Entorno Global: Riesgos No Han Descarrilado El Tren

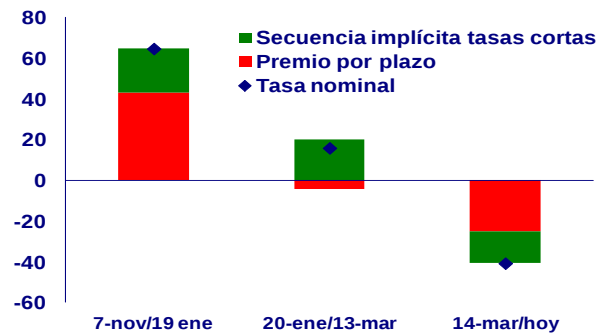
En el mundo emergente, China ha continuado mostrando mayor estabilidad apoyada por sus autoridades, que si bien han reducido la velocidad del ajuste de condiciones financieras (gráfico 4), introdujeron cambios en el mecanismo de cálculo de la paridad oficial con el dólar, que ayudarían a que esta se mantenga más estables. En paralelo, el Banco Central lleva cuatro meses consecutivos aumentando su stock de reservas, lo que habla de una menor salida de capitales que a su vez responde a las mejores cifras y perspectivas para la economía.

Finalmente, a pesar que los precios en Brasil actualmente reflejan un escenario más negativo en promedio tras las acusaciones contra el presidente Temer (gráfico 5), la economía está mejor preparada para enfrentar un shock adverso, principalmente por el ajuste en el gasto que hizo el sector privado en los últimos dos años (*Semanal 22 de mayo*). Por lo tanto, mantenemos nuestra visión favorable a la región, anclada en un mejor entorno externo, precios de materias primas que se quedarían un escalón más arriba que años anteriores y políticas monetarias que apoyaría el crecimiento.

En Chile, el escenario para la renta fija no tendría grandes cambios al estar la actividad débil y menor inflación dentro del escenario base del Banco Central. Para la renta variable local mantenemos la recomendación de una cartera con riesgos balanceados, sobreponderando los sectores Retail y Eléctrico.

Los riesgos a nuestro escenario siguen estando centrados en malas noticias desde China, a lo que se suma un escenario que confirme el fin del proceso de reformas fiscales en Brasil –que tomó el lugar de las elecciones en la Eurozona-. Además, con menor probabilidad por ahora, el riesgo de una reaparición de la inflación en EE.UU. continúa sobre la mesa.

Nuestro escenario global se mantiene vigente, con un dólar que se ha debilitado producto en parte de la recuperación de la actividad global. Mantenemos la preferencia por acciones y por los emergentes dentro de cada clase de activo. Los buenos fundamentos de la Eurozona se han reflejado en los precios de sus activos de riesgo y lo seguirán haciendo, por lo que recomendamos sobreponderar el bloque dentro de la renta variable.

GRÁFICO 3: DESCOMPOSICIÓN CAMBIO TASA 10 AÑOS EE.UU. (%)

Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

Nota: Cada punto muestra el cambio en la tasa de la deuda soberana en dólares a 10 años. La barra verde muestra el cambio en la tasa a 10 años implícita en las tasas de menores plazos y puede interpretarse como la secuencia de la tasa de política monetaria. La barra roja muestra el cambio en el premio por plazo que los inversionistas exigen a una tasa a 10 años por sobre una secuencia de tasas.

GRÁFICO 4: TASAS DE INTERÉS CHINA (%)

Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 5: TIPO DE CAMBIO BRASIL

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

PORTAFOLIOS SECURITY

Junio - 2017

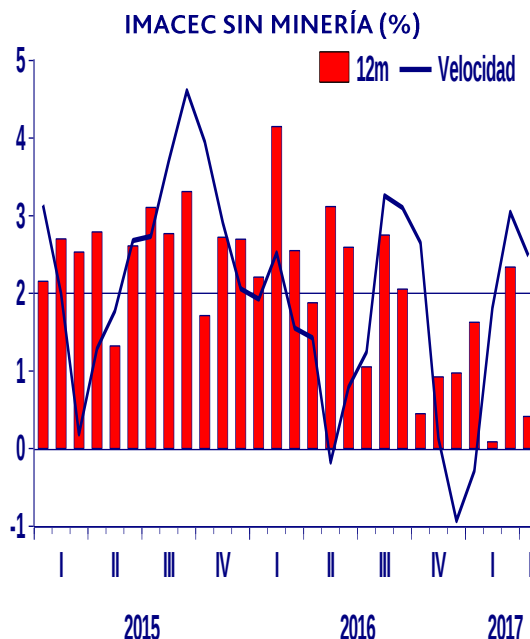
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Escenario Local: Repunte Apoyado en Factores Externos

La actividad económica en los primeros cuatro meses del año decepcionó. Si bien gran parte de ello tiene que ver con una caída en la producción minera (debido a la huelga en Escondida), es insoslayable que el resto de los sectores también tuvo un desempeño peor al previsto. Dado lo anterior redujimos la proyección de crecimiento del PIB para este año desde 2,1% a 1,8%.

Pero mirando hacia adelante, los fundamentos que sostienen nuestra expectativa de recuperación se mantienen.

Las cifras de actividad han ratificado que el PIB mundial creció sobre 3% en el primer trimestre, y todo apunta a un incremento incluso mayor en el segundo. Ello, con 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, y por lo tanto en mejoras de términos de intercambio.



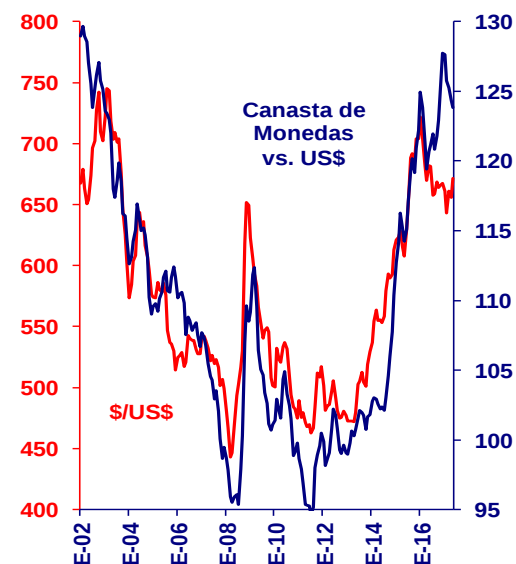
Fuente: Banco Central y Departamento de Estudios Security.
Nota: Velocidad corresponde a la variación trimestral anualizada y desestacionalizada.

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

El dólar a nivel global ha continuado debilitándose, favoreciendo el desempeño de los activos más riesgosos. En el corto plazo la FED debiera salir a validar su escenario de dos alzas en lo que queda del año, pero la posición más avanzada en el ciclo de EE.UU. apoyaría un mayor diferencial de crecimiento favorable al resto del mundo y un dólar más débil en una perspectiva más larga.

En Chile, la mejora en las cifras de actividad comenzaría a verse en el segundo trimestre, lo que sumado a un Banco Central que está cerca del fin de su ciclo de bajas de tasas apoyaría la estabilidad del tipo de cambio durante este año, seguida de un mayor fortalecimiento en 2018. Un riesgo a un debilitamiento adicional viene de un contagio de malas noticias en Brasil.

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 Estudios Security.

PORTAFOLIOS SECURITY

Junio - 2017

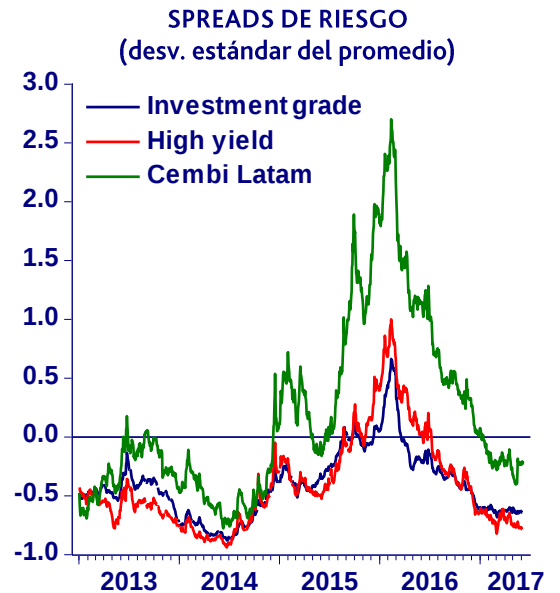
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Renta Fija Internacional: Condiciones Financieras Expansivas Apoyan la Toma de Riesgo

El escenario cómodo para los bancos centrales en EE.UU. y la Eurozona se mantiene, aunque para el primero se ha observado un desacople entre su plan y lo que incorporan los precios. Las tasas de interés se han mantenido bajas a pesar de un contexto económico favorable reflejado en cifras de actividad estables, aunque matizado por una desaceleración de la inflación. Los riesgos geopolíticos han persistido, limitando el alza y reduciendo el riesgo de una fuerte corrección, por ahora.

En Latinoamérica, políticas monetarias más expansivas, junto a nuestro escenario para el dólar a nivel global nos llevan a favorecer la región. Aunque no puede descartarse, nuestro escenario base no incluye un deterioro significativo del panorama en Brasil.

Un riesgo acotado de alzas bruscas en las tasas más largas en el corto plazo, junto a un dólar más débil a nivel global nos llevan a mantener la recomendación de favorecer los emergentes a través de instrumentos en moneda local y en menor medida en dólares.



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

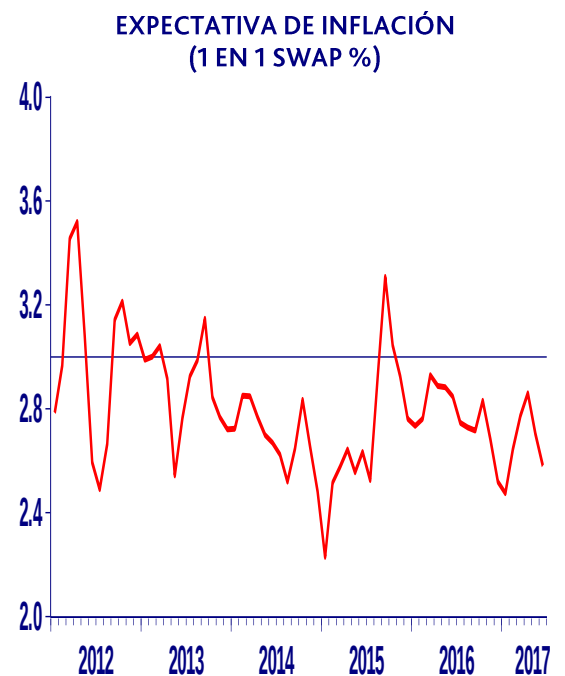
Nota: Cada serie muestra el desvío del promedio histórico desde 2007, medido en desviaciones estándar.

Renta Fija Local: Sesgo Neutral Durante la Segunda Mitad del Año

Las noticias conocidas en las últimas semanas mostraron que la debilidad de la economía se prolongó al primer cuatrimestre del año, y que las presiones inflacionarias siguen contenidas.

Con todo, este panorama macro es parte del escenario base del ente rector, y que delineó en su reciente IPoM de junio. Así, seguimos considerando que la TPM se mantendrá en 2,5% por un período prolongado, junto al sesgo neutral.

Dicho de otra forma, tendría que haber un cambio significativo en las expectativas de inflación para ver otro ajuste en la TPM. Por ejemplo, una debilidad prolongada de la actividad -que no es parte de nuestro escenario base- sino más bien seguimos esperando una recuperación. Por otro lado, podría darse una apreciación significativa y rápida del peso que arrastre a la baja las expectativas de inflación, aunque en ese caso lo más probable es que sea un reflejo de una mejor economía, lo que podría incluso elevar las expectativas inflacionarias de mediano plazo.



Fuente: Departamento de Estudios Security.

PORTAFOLIOS SECURITY

Junio - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Renta Variable Internacional: Con Algunos Sobresaltos, Escenario Sigue Siendo Favorable

El escenario global se ha mantenido favorable para la toma de riesgo, consistente con nuestro escenario macroeconómico que está anclado en un dólar que ha continuado debilitándose a nivel global, indicadores de actividad que sin acelerar más, continúan mostrando estabilidad en niveles más altos y condiciones financieras globales se han mantenido en terreno expansivo.

A pesar de algunos eventos que han afectado nuestro escenario de riesgo, particularmente en Brasil, la recuperación en la economía global y condiciones financieras favorables debieran continuar apoyando la renta variable y a los emergentes en particular. Por otro lado, los buenos fundamentos de la Eurozona nos llevan a recomendar sobreponderarla, reduciendo la exposición a Japón.

Mantenemos la preferencia por Latinoamérica y Asia emergentes en la renta variable internacional, a lo que sumamos la recomendación de sobreponderar la Eurozona.

**DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$
(Variación %)**

Al 7 de junio de 2017	2017	1m	3m	6m	12m
Total Mundo	10.9	1.9	5.5	10.5	14.9
Países Desarrollados	10.0	1.8	5.0	9.9	14.1
Estados Unidos	8.9	1.5	3.0	8.4	15.1
Eurozona	17.1	1.5	12.5	19.8	19.5
Reino Unido	9.6	1.6	8.5	10.8	7.2
Japón	11.0	5.2	7.3	8.7	15.4
Asia ex Japón*	9.9	0.5	2.5	7.5	11.6
Países Emergentes	17.8	2.5	10.1	15.5	21.4
Asia Emergente	22.2	4.0	12.6	18.1	24.6
China	23.9	5.8	12.7	19.1	28.6
India	22.0	3.1	10.4	19.3	18.2
América Latina	9.6	-2.5	1.7	10.4	17.4
Brasil	3.5	-7.0	-4.9	6.5	23.6
Chile (MSCI)	15.0	2.4	6.8	10.8	18.9
Chile (IPSA US\$)	17.8	3.0	8.6	12.8	24.5
M.Oriente/Africa/Europa	5.5	0.0	5.7	8.0	10.3

*Hong Kong, Singapur, Australia y Nueva Zelanda.

Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

Renta Variable Local: Sobreponderamos Sectores Retail y Eléctrico

En mayo, el IPSA tuvo un desempeño positivo aunque con altos niveles de volatilidad, explicados por mayor percepción de riesgo político en la región. Sin embargo, la recuperación de la economía global debiera seguir apoyando mayor posicionamiento en acciones, en particular en emergentes.

El reporte de resultados del primer trimestre mostró un buen desempeño en términos operacionales que se reflejó en mejoras de márgenes. Por otra parte, un contexto político pro mercado, junto al mejor panorama externo nos lleva a reafirmar nuestra visión de una recuperación gradual en la actividad con el correr del año, lo que continuaría beneficiando las acciones locales.

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

CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Nº de acciones	15	12	9	6
	Ponderaciones (%)			
ENELAM	13 (+4)	12 (+2)	16 (+5)	20 (+6)
COPEC	11	11	14	19 (+1)
CENCOSUD	11 (-2)	11 (-1)	14 (-2)	18 (-2)
BSANTANDER	10	11	12	15
ECL	9 (-2)	10 (-1)	11 (-3)	14 (-5)
LTM	8 (+1)	9 (+1)	9	14 (+14)
FALABELLA	7 (-1)	8 (-1)	9	(-14)
CHILE	6	7	8	
PARAUCO	6	6	7	
ENELGXCH	5	5		
CAP	4	5		
SQM-B	4 (+2)	5 (+5)		
CMPC	2			
SONDA	2 (+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.

* Se excluyó a Entel de las carteras.

Fuente: Departamento de Estudios Security.

PORTAFOLIOS SECURITY

Junio - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Cartera Recomendada Security Junio 2017

Cartera Recomendada Junio 2017				
	Benchmark	Cartera Mayo 2017	Cartera Recomendada	Diferencia (Sesgo, %)
Renta Variable	40.0%	45.0%	45.0%	5.0
Renta Fija	60.0%	55.0%	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%	14.5%	2.5
Japón	8.0%	5.5%	3.0%	-5.0
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%	5.0%	2.5%	-2.5
0 a 1 año CLP	2.5%	5.0%	2.5%	0.0
0 a 1 año UF	2.5%	0.0%	0.0%	-2.5
Gobierno Nominal	7.5%	10.0%	12.5%	5.0
1 a 3 años	5.0%	10.0%	10.0%	5.0
Más de 3 años	2.5%	0.0%	2.5%	0.0
Gobierno UF	7.5%	5.0%	5.0%	-2.5
1 a 3 años	5.0%	5.0%	5.0%	0.0
Más de 3 años	2.5%	0.0%	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%	12.5%	12.5%	-7.5
Money Market	5.0%	0.0%	0.0%	-5.0
Investment Grade	7.5%	5.0%	5.0%	-2.5
High Yield	7.5%	7.5%	7.5%	0.0
Emergente	15.0%	22.5%	22.5%	7.5
USD	7.5%	10.0%	10.0%	2.5
Moneda Local	7.5%	12.5%	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
César Guzmán B.	Gerente Macroeconomía	cesar.guzman@security.cl
Jorge Cariola G.	Analista Senior Macroeconomía	jorge.cariola@security.cl
Rosario Del Río D.	Analista Renta Fija Internacional	rosario.delrio@security.cl
Constanza Pérez S.	Subgerente de Estudios Renta Variable	constanza.perez@security.cl
Juan José Ayestarán N.	Subgerente de Estudios Renta Fija	juanjose.ayestaran@security.cl
Paulina Barahona N.	Analista Senior de Inversiones	paulina.barahona@security.cl
Martín García-Huidobro O.	Analista de Inversiones	martin.garciahuidobro@security.cl
Juan Carlos Prieto Z.	Analista de Inversiones	juancarlos.prieto@security.cl
Rodrigo Gardella B.	Analista de Inversiones	rodrigo.gardella@security.cl
Carolina Abuaud M.	Analista de Inversiones	carolina.abuaud@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**www.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.