

PORTAFOLIOS SECURITY

Septiembre - 2017

ENTORNO GLOBAL

Siguiendo Adelante en el Ciclo Económico Global

ESCENARIO LOCAL

Se Ratifican Mejores Perspectivas

MONEDAS

Aún Apuntando a un Dólar Más Débil

RENTA FIJA INTERNACIONAL

Condiciones Financieras Expansivas a Nivel Global

RENTA FIJA LOCAL

¿Se Diluye un Recorte Adicional de la TPM?

RENTA VARIABLE INTERNACIONAL

Diversificar para Enfrentar Riesgos Geopolíticos

RENTA VARIABLE LOCAL

Mantenemos Apuestas en Retail, Commodities y Eléctricas

Departamento de Estudios Security

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

- La recuperación global y el debilitamiento del dólar han llevado a un gran retorno de los activos riesgosos. La economía debiera seguir esta tendencia, apoyada por condiciones financieras expansivas, por lo que mantenemos la sobreponderación de las acciones y de los emergentes dentro de cada clase de activo.
- Mantenemos la visión del cambio en el ciclo de dólar, que transitaría hacia un debilitamiento en el mediano plazo, el que podría ser interrumpido por periodos de mayor volatilidad asociada a eventos específicos al ámbito geopolítico.
- En la renta variable internacional, la principal fuente de riesgo en el corto plazo es la política. Si bien mantenemos la recomendación de sobreponderar y de preferir los emergentes dentro de cada clase de activo, optamos por mantener una cartera diversificada y apostar por posiciones más algo más defensivas dentro del grupo de países en desarrollo, destacando Chile en las acciones.
- En lo que queda de este año, si bien esperamos que la Fed envíe un mensaje fuerte en búsqueda de validar su escenario de un alza adicional de su tasa de referencia en lo que resta del año, no esperamos un cambio sustancial en el panorama, por lo que mantenemos la apuesta los instrumentos de mercados emergentes.
- El IPoM de septiembre entregó una visión de repunte del PIB con inflación contenida. Además, se ratificó que existen dos visiones dentro del Consejo, una donde la política monetaria y la recuperación económica esperada bastarían para llevar la inflación a la meta, junto a otra que apoyaría ajustes adicionales, lo que se materializó en un escenario base de TPM estable, pero sin descartar la opción de recortarla ante la concreción del riesgo de corto plazo.
- Las favorables condiciones financieras externas aún no se reflejan en los índices de confianza empresarial. En la medida en que se cierre la brecha que aún existe y la recuperación de la actividad local continúe, la bolsa chilena tendría espacio para un retorno atractivo. Por esto, seguimos recomendando una cartera favorable a la toma de riesgos, sobreponderando los sectores *Retail*, *Commodities* y *Eléctrico*

VISIONES POR CLASES DE ACTIVOS – SEPTIEMBRE 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.

Septiembre - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Entorno Global: Siguiendo Adelante en el Ciclo Económico Global

Habiendo pasado casi tres cuartos del año, queda poco espacio para sorpresas en materia macroeconómica. La buena noticia es que este año va en camino a ser el primero desde 2014 donde el crecimiento global es mayor que el periodo inmediatamente anterior (tabla 1). Además, la expansión ha sido más transversal, tanto con países desarrollados como emergentes creciendo a tasas saludables (gráfico 1). Dentro de este último grupo, destaca la salida de recesión de Latinoamérica, junto a la sorpresa positiva desde China.

Los precios de los activos tendieron a anticipar esta recuperación más sostenida, lo que explica el retorno de 13% de las acciones a nivel global durante los primeros ocho meses del año (*Semanal 4 de septiembre*). De manera similar, los *spreads* de riesgo han continuado ajustándose a la baja y las monedas se han fortalecido respecto al dólar.

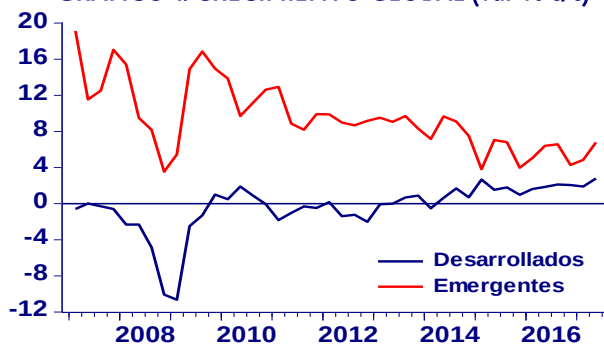
Este último factor ha sido la gran ancla de nuestro posicionamiento favorable a la toma de riesgo, con un resultado favorable hasta ahora. Desde enero 2016 –fecha en que comenzamos a transitar hacia un nuevo ciclo del dólar- la renta variable global ha rentado 20% en dólares, mientras que los emergentes 35% (gráfico 2). A esto se ha sumado el debilitamiento de 3% que ha tenido la moneda estadounidense en términos multilaterales –aunque con volatilidad en el camino, gráfico 3-. Al mismo tiempo, la renta fija global ha tenido un desempeño más moderado –alrededor de 7% a nivel global-, lo que es característico de la fase de aceleración del ciclo de crecimiento.

El panorama global apunta a que esta tendencia continuaría, aunque no necesariamente en la magnitud. El crecimiento global se ha vuelto más robusto, de la mano de una desaceleración menos pronunciada de lo que se espera en China y la recuperación importante que ha tenido la Eurozona. Esto, en conjunto con EE.UU. manteniéndose con una tasa de expansión en torno a su potencial, significa que la columna vertebral de la economía global –y 45% del producto- está sana, lo que es una buena noticia para el mundo emergente, lo que a su vez ayudará a que la dinámica interna en este grupo continúe apoyando su recuperación.

TABLA 1: CRECIMIENTO MUNDIAL (%)

	2013	2014	2015	2016	2017 e	2018 e
Mundo	3.3	3.6	3.4	3.1	3.5	3.5
Países Desarrollados	1.4	2.0	2.2	1.6	2.0	1.9
Estados Unidos	1.7	2.6	2.9	1.5	2.2	2.1
Eurozona	-0.4	1.2	2.0	1.7	1.9	1.6
Alemania	0.1	1.6	1.5	1.8	2.0	1.4
Francia	0.4	0.6	1.3	1.1	1.5	1.5
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	1.6
Japón	1.6	0.3	1.2	1.0	1.5	0.8
Países Emergentes	4.7	4.7	4.2	4.1	4.5	4.7
América Latina	2.7	1.2	0.1	-1.0	1.0	2.1
Argentina	2.9	-2.5	2.6	-2.2	2.8	2.5
Brasil	2.5	0.5	-3.8	-3.6	0.6	2.0
Perú	5.8	2.4	3.3	3.9	2.8	4.0
México	1.4	2.3	2.6	2.3	2.2	2.1
Asia	6.6	6.8	6.7	6.4	6.3	6.2
China	7.8	7.3	6.9	6.7	6.6	6.3
India	5.0	7.2	7.9	7.1	6.8	7.2
Rusia	1.3	0.7	-2.8	-0.2	1.4	1.5
Chile	4.0	2.0	2.3	1.6	1.7	3.1

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

GRÁFICO 1: CRECIMIENTO GLOBAL (var % t/t)

Fuente: JP Morgan y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 2: RETORNO ACTIVOS (1 ene 2016=100)

Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

Nota: Retornos accionarios medidos a través de MSCI global y emergentes. Renta fija corresponde al índice Barclays global en dólares.

Septiembre - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Entorno Global: Siguiendo Adelante en el Ciclo Económico Global

Buena parte de la mejora ha venido por una recuperación de la capacidad productiva de la economía, cerrando la brecha de uso de recursos (gráfico 4). Esto explica que la inversión siga débil al tiempo que el consumo se ha transformado en el principal motor del crecimiento, especialmente en el mundo desarrollado. Sin embargo, el uso de capacidad aún se mantiene lejos de lo que era previo a la crisis, con la excepción de Alemania. Esto puede deberse a que tras esta hubo una destrucción importante de la capacidad productiva, o alternativamente que todavía queda espacio por recuperar.

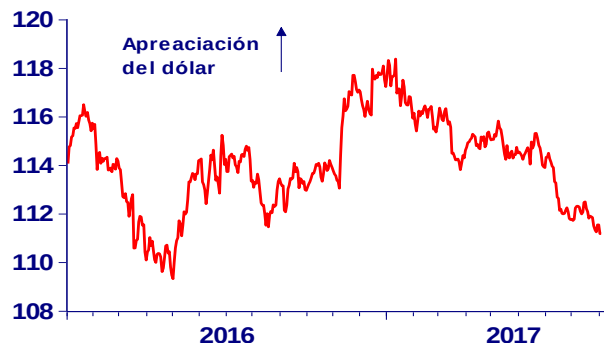
Nuestro posicionamiento favorable a la toma de riesgo refleja el mayor peso que damos a la segunda hipótesis, lo que además implica que la gran fuerza detrás de la recuperación cíclica de la economía, la política monetaria, debiera tener espacio para seguir apoyando. Si bien la Fed continuaría su plan de subir su tasa de referencia una vez más este año, un panorama inflacionario más débil de lo que anticipaba podría llevar a que el ajuste sea más gradual los próximos. El Banco Central Europeo, por su parte, continuará con su retiro gradual del estímulo, a la espera de evidencia que confirme que la economía se encuentra sana como para vivir sin este.

El mundo debiera continuar con una combinación de alto crecimiento y baja inflación, lo que favorece la toma de riesgo porque apoya a las utilidades de las empresas (gráfico 5). El debilitamiento del dólar complementa esto para el mundo fuera de EE.UU. Por eso favorecemos la renta variable y a los emergentes dentro de esta. Dentro del IPSA, seguimos apostando por la recuperación de la economía local y global a través del sector *retail* y *commodities*, respectivamente.

En la renta fija internacional, mantenemos la preferencia por emergentes, mientras que en la parte local, recomendamos subponderar los instrumentos corporativos y moderar el sesgo en términos de monedas dentro de los papeles soberanos.

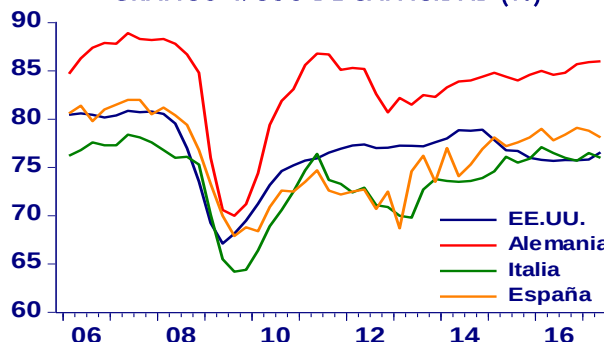
La recuperación global y el debilitamiento del dólar han llevado a un mejor retorno de los activos riesgosos. Con una economía que debiera seguir esta tendencia, apoyada todavía por condiciones financieras expansivas, mantenemos la recomendación de sobreponderar las acciones y a los emergentes dentro de cada clase de activo.

GRÁFICO 3: DÓLAR GLOBAL



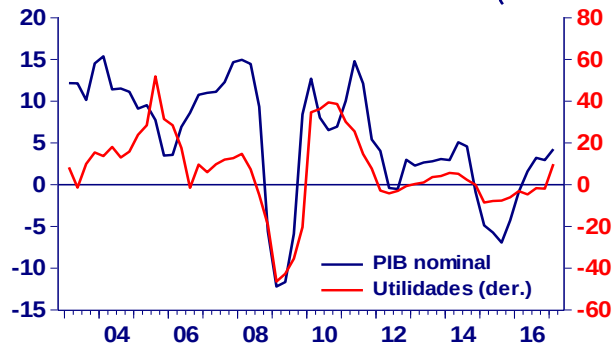
Fuente: JP Morgan y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 4: USO DE CAPACIDAD (%)



Fuente: Bloomberg, OECD y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 5: PIB Y UTILIDADES GLOBALES (var. % 12M)



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

Septiembre - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

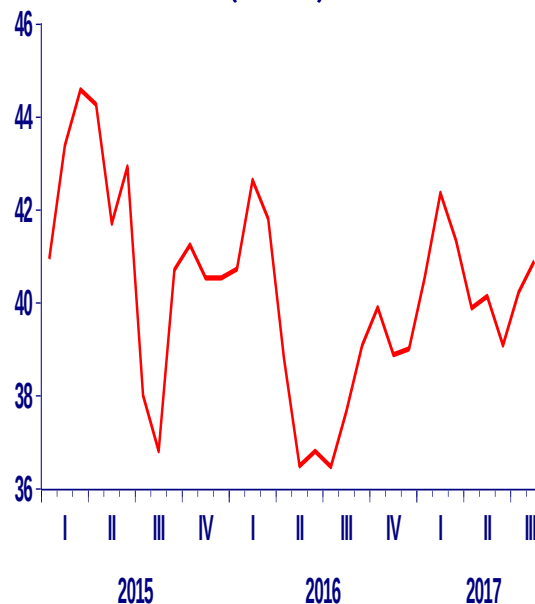
Escenario Local: Se Ratifican Mejores Perspectivas

Después de un muy mal primer semestre, los primeros antecedentes de la segunda mitad del año son auspiciosos. El Imacec de julio sorprendió al alza -en especial el componente no minero- y la evolución de los indicadores líderes anticipa que este buen desempeño se extendería a lo que queda del año y durante 2018.

Lo anterior, en un contexto externo extremadamente favorable, que se ha vuelto mejor en las últimas semanas, como lo refleja la debilidad del dólar a nivel global con el consiguiente incremento en los precios de las materias primas. Además, este aumento ha sido más marcado en los metales, incluido el cobre, llevando a una ganancia de términos de intercambio significativa.

Si a ello le agregamos nuestra expectativa de un repunte en los indicadores de confianza (que si bien se ha dado en el margen siguen en terreno pesimista), nos lleva a ratificar la visión respecto a que la actividad económica y el gasto interno comenzarían una recuperación, la que sería más rápida y pronunciada respecto a la expectativa del consenso.

ÍNDICE DE CONFIANZA EMPRESARIAL (Puntos)



Fuente: ICARE, Estudios Security.

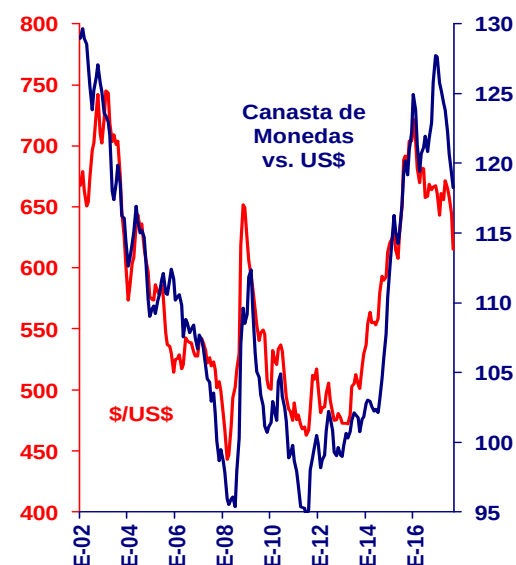
Monedas: Aún Apuntando a un Dólar Más Débil

El dólar ha seguido debilitándose a nivel global, de la mano de mayor crecimiento en el mundo desarrollado ex EE.UU., un apoyo creciente del mundo emergente y un retorno de la incertidumbre relacionada con la política estadounidense.

Mantenemos la visión del cambio en el ciclo de dólar, que transitaría hacia un debilitamiento mayor en el mediano plazo, el que podría ser interrumpido por periodos de mayor volatilidad asociada a eventos específicos al ámbito geopolítico.

En Chile, la recuperación del precio de cobre ayudó al peso a fortalecerse por sobre el resto de las monedas. La magnitud y velocidad del ajuste llaman a tener precaución en el corto plazo, aunque nuestro escenario sigue apuntando a un fortalecimiento adicional en la medida que los indicadores de confianza se recuperen, lo que sería validado por mayor crecimiento en la segunda mitad del año y 2018.

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.

Septiembre - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

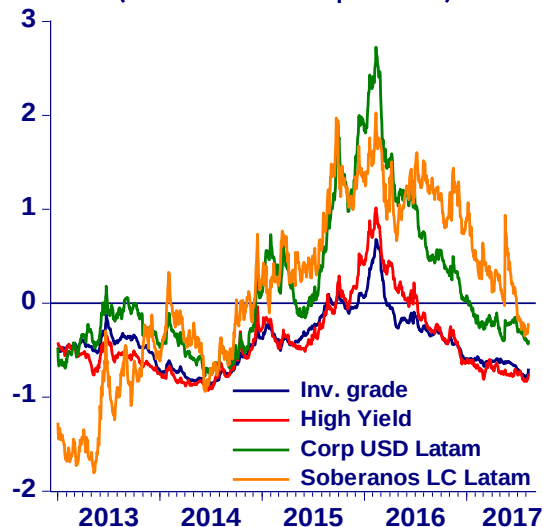
Renta Fija Internacional: Condiciones Financieras Expansivas a Nivel Global

Las condiciones financieras se han vuelto más expansivas para el mundo, con un debilitamiento del dólar a nivel global que ha complementado la caída en las tasas de interés en Latinoamérica.

En el mediano plazo, los bancos centrales continuarán teniendo un rol importante, esta vez por cómo manejen el retiro del estímulo monetario que se ha acumulado durante los últimos años. Su estrategia buscará minimizar el impacto sobre los precios de mercado, por lo que el proceso no debiese ser disruptivo. Sin embargo, el deshacer un stock de instrumentos que representa una fracción importante del producto debiese apoyar un alza en las tasas de interés de plazos más largos en el mundo desarrollado.

En lo que queda de este año, si bien esperamos que la Fed envíe un mensaje fuerte en búsqueda de validar su escenario de un alza adicional de su tasa de referencia en lo que resta del año, no esperamos un cambio sustancial en el panorama, por lo que mantenemos la apuesta los instrumentos de mercados emergentes.

SPREADS DE RIESGO
(desv. estándar del promedio)



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

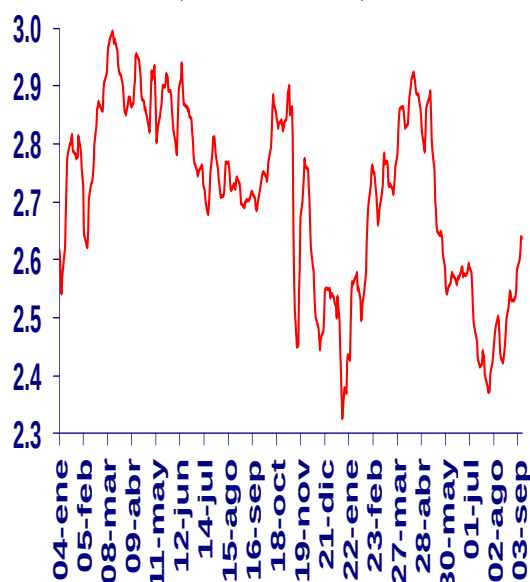
Nota: Cada serie muestra el desvío del promedio histórico desde 2007, medido en desviaciones estándar. Spread soberanos en moneda local calculado como la diferencia entre el *yield* del índice GBI Latam Broad y la tasa de 10 años de EE.UU.

Renta Fija Local: ¿Se Diluye un Recorte Adicional de la TPM?

En línea con nuestra expectativa, el IPoM de septiembre entregó una visión de repunte del PIB con inflación contenida. Además, se ratificó que existen dos visiones dentro del Consejo, donde ha primado la que considera que el panorama para la actividad resto y la inflación subyacente no habría cambiado significativamente y que la política monetaria ya es expansiva, lo que junto a la recuperación económica que se espera bastaría para reencauzar la inflación a la meta. Así, el escenario base de la autoridad monetaria es el de una TPM que se mantendría en torno a su nivel actual de 2,5%.

Sin embargo, la existencia de una segunda visión que apoyaría ajustes adicionales llevó a que no se descartara la opción de recortar la TPM ante la materialización del riesgo de corto plazo contemplado, una apreciación cambiaria o un retraso de la recuperación económica que afecte la convergencia de la inflación y las expectativas. No obstante, las mejores cifras de actividad así como el repunte en la compensación inflacionaria nos llevan a estimar que los ajustes se habrían acabado.

EXPECTATIVA DE INFLACIÓN
(1 EN 1 SWAP %)



Fuente: Departamento de Estudios Security, Bloomberg.

Septiembre - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Renta Variable Internacional: Diversificar para Enfrentar Riesgos Geopolíticos

El aumento en las tensiones geopolíticas de EE.UU. con el resto del mundo impactaron las acciones de ese país y de las regiones afectadas. Sin embargo, la evidencia histórica muestra que el impacto sobre las bolsas tiende a ser transitorio.

Más allá de discusiones entre líderes políticos, el escenario global continúa favoreciendo la toma de riesgo y a los emergentes dentro de las distintas clases de activos, debido a que el dólar ha continuado debilitándose a nivel global.

La principal fuente de riesgo en el corto plazo es la política, en forma de mayores tensiones a nivel geopolítico y del retorno de un discurso más proteccionista desde EE.UU. para enfrentarlo. Si bien mantenemos la recomendación de sobreponderar y de preferir los emergentes dentro de cada clase de activo, optamos por mantener una cartera diversificada y apostar por posiciones más algo más defensivas dentro del grupo de países en desarrollo, destacando Chile en las acciones.

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

Al 7 de septiembre de 2017	2017	1m	3m	6m	12m
Total Mundo	13.7	-0.2	2.6	8.2	13.2
Países Desarrollados	12.2	-0.4	2.1	7.0	12.6
Estados Unidos	10.3	-0.6	1.3	4.3	12.9
Eurozona	21.5	0.1	3.9	16.6	20.6
Reino Unido	9.6	-1.5	0.3	8.5	5.8
Japón	11.4	-0.6	1.5	7.7	9.8
Asia ex Japón*	15.7	-0.3	5.1	8.0	11.4
Países Emergentes	26.4	1.4	7.0	18.1	17.6
Asia Emergente	29.6	0.3	5.3	19.3	18.7
China	38.6	1.9	10.0	26.0	25.7
India	27.8	-1.2	4.8	15.7	13.2
América Latina	26.2	5.6	16.1	17.1	17.9
Brasil	25.5	8.3	22.7	15.4	20.2
Chile (MSCI)	29.5	5.0	13.1	20.3	28.9
Chile (IPSA US\$)	34.3	5.2	14.0	23.8	34.6
M.Oriente/Africa/Europa	13.3	2.8	7.7	13.6	12.0

*Hong Kong, Singapur, Australia y Nueva Zelanda.

Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

Renta Variable Local: Mantenemos Apuestas en Retail, Commodities y Eléctricas

En agosto, el IPSA continuó teniendo rendimiento positivo, alineado con sus pares emergentes. Si bien las valuaciones de la bolsa continúan por sobre sus promedios históricos, aún habría espacio para el optimismo en el mediano plazo.

La reciente entrega de resultados junto con el buen desempeño de las acciones locales mantiene presión en los múltiplos de valorización. Sin embargo, las favorables condiciones financieras externas aún no se reflejan en los índices de confianza empresarial, que continúan en terreno negativo. Estimamos que, en la medida en que la confianza cierre esa brecha, la recuperación de la actividad local continúe y las condiciones externas mantengan su impulso, la bolsa chilena tendría espacio para un retorno atractivo.

En definitiva, seguimos recomendando una cartera favorable a la toma de riesgos, sobreponderando los sectores Retail, Commodities y Eléctrico.

CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Nº de acciones	15	12	9	6
	Ponderaciones (%)			
ENELAM	13	13	15	18
COPEC	11	12	13	18
CENCOSUD	11	11	12	17
BSANTANDER	10	10	11	16
LTM	9	10	11	16
ENELGXCH	8	8	10	15
FALABELLA	7	8	10	
SQM-B	6	7	10	
SM-CHILE B	6	6	8	
ECL	5	5		
CAP	4	5		
SONDA	4	5		
CMPC	2			
COLBUN	2 (+2)			
CHILE	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 Parauco de las carteras.

Fuente: Departamento de Estudios Security.

Septiembre - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Cartera Recomendada Security Septiembre 2017

Cartera Recomendada Septiembre 2017				
	Benchmark	Cartera Agosto 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%	77.5%	77.5%	-2.5
Desarrollados	48.0%	43.0%	40.5%	-7.5
EE.UU.	28.0%	25.5%	25.5%	-2.5
Europa	12.0%	14.5%	12.0%	0.0
Japón	8.0%	3.0%	3.0%	-5.0
Emergentes	32.0%	34.5%	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%	2.5%	5.0%	0.0
Renta Variable Nacional	20.0%	22.5%	22.5%	2.5
Total Renta Variable	100.0%	100.0%	100.0%	0.0
Renta Fija Nacional	65.0%	60.0%	60.0%	-5.0
Caja	5.0%	2.5%	5.0%	0.0
0 a 1 año CLP	2.5%	2.5%	2.5%	0.0
0 a 1 año UF	2.5%	0.0%	2.5%	0.0
Gobierno Nominal	7.5%	10.0%	5.0%	-2.5
1 a 3 años	5.0%	7.5%	5.0%	0.0
Más de 3 años	2.5%	2.5%	0.0%	-2.5
Gobierno UF	7.5%	5.0%	10.0%	2.5
1 a 3 años	5.0%	2.5%	7.5%	2.5
Más de 3 años	2.5%	2.5%	2.5%	0.0
Corporativos	45.0%	42.5%	40.0%	-5.0
Renta Fija Extranjera	35.0%	40.0%	40.0%	5.0
Desarrollados	20.0%	17.5%	20.0%	0.0
Money Market	5.0%	2.5%	5.0%	0.0
Investment Grade	7.5%	7.5%	7.5%	0.0
High Yield	7.5%	7.5%	7.5%	0.0
Emergente	15.0%	22.5%	20.0%	5.0
USD	7.5%	10.0%	10.0%	2.5
Moneda Local	7.5%	12.5%	10.0%	2.5
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. 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.