

PORTAFOLIOS SECURITY

Octubre - 2017

ENTORNO GLOBAL

El Ciclo Continúa Pese a las Piedras en el Camino

ESCENARIO LOCAL

Alza en Indicadores de Confianza

MONEDAS

Con Sobresaltos, Pero Aún en Bajada

RENTA FIJA INTERNACIONAL

Preferencia por Emergentes

RENTA FIJA LOCAL

Próximo Movimiento de la TPM Sería al Alza

RENTA VARIABLE INTERNACIONAL

Último Trimestre Favorable, Pero Podría Haber Sorpresas

RENTA VARIABLE LOCAL

Preferencia por Sectores Retail, Commodities y Eléctrico

Departamento de Estudios Security

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

- La reciente alza en las tasas y apreciación del dólar no debieran reemplazar a la recuperación global como guía del desempeño de los activos, por lo que mantenemos la recomendación de sobreponderar las acciones y a los emergentes dentro de cada clase de activo.
- La apreciación reciente del dólar se explica por eventos provenientes de EE.UU., pero estos no cambian nuestra perspectiva a mediano plazo, que sigue apuntando a un dólar más débil a nivel global.
- En la renta variable internacional, los riesgos que esperamos sean más relevantes en el corto plazo siguen presentes, aunque debieran ser transitorios. El mayor crecimiento global debiera volver a guiar el desempeño de las bolsas. En este contexto, mantenemos la recomendación de sobreponderar los emergentes.
- Para la renta fija extranjera, esperamos que los principales bancos centrales globales se mantengan en línea con lo que han venido planteando, sin entorpecer la recuperación global. Así mantenemos la recomendación de preferir los instrumentos de países Latinoamericanos.
- La decisión de mantener la TPM fue unánime. Nuestra visión apuntaba a que si la entidad no realizaba un ajuste en la TPM en julio o agosto, la probabilidad de una nueva disminución se diluía. El mercado se ha movido en esta dirección, y ya no tiene descontado un ajuste y apuesta que el próximo movimiento sería al alza, visión que compartimos plenamente.
- Los múltiplos de valorización de la bolsa local continúen presionados. Sin embargo, las favorables condiciones financieras externas solo recientemente comenzaron a reflejarse en los índices de confianza empresarial y estimamos que en la medida que este proceso continúe, sumada a la recuperación de la actividad local, apoyen un buen desempeño.

VISIONES POR CLASES DE ACTIVOS – OCTUBRE 2017

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

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

** (-) depreciación, (+) apreciación.

PORTAFOLIOS SECURITY

Octubre - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Entorno Global: El Ciclo Continúa Pese a las Piedras en el Camino

Un par de noticias provenientes de EE.UU. tuvieron la capacidad de cambiar la percepción en torno a un ciclo global favorable a los emergentes que en realidad continúa. Primero, y a pesar de haber sido anunciado en varias ocasiones, la Fed sorprendió a parte del mercado validando su intención de continuar su alza gradual de tasas. Si bien esto formaba parte de nuestro escenario base ([Correo Security 20 de septiembre](#)), al no estar completamente internalizado por el mercado, apoyó el alza en las tasas de interés que había comenzado días atrás (gráfico 1).

La noticia impactó también al dólar, que tuvo un periodo de fortalecimiento (gráfico 2). La respuesta al mensaje de la Fed fue complementada por la segunda noticia relevante de las últimas semanas: el anuncio de una nueva propuesta de reforma tributaria. Esta, similar a los proyectos previos ([Correo Security 28 de abril](#)) busca reducir la tasa máxima corporativo y simplificar la estructura de impuestos personales, aunque por ahora sin hacerse cargo del aumento en el déficit fiscal que generaría, que podría llegar a 10 puntos del PIB adicionales en diez años (gráfico 3). El gran supuesto del gobierno es que la reforma llevaría a un crecimiento sustancialmente mayor, que cifraron en 3% "sostenido", por sobre al crecimiento potencial actual, que se estima en 1,8%.

A pesar que el movimiento en tasas y el dólar fueron bruscos, no creemos que representen un cambio en el ciclo favorable a los emergentes. Por un lado, los periodos de alzas de tasas en EE.UU. no están asociados a un peor rendimiento de las acciones emergentes ([Semanal 25 de septiembre](#)), y aunque este depende de manera importante de lo que suceda con el dólar, la última apreciación debiera ser transitoria, al haberse internalizado buena parte del escenario de la Fed para este año y probablemente moderarse el proyecto tributario.

De esta manera, la recuperación de la economía global, gran guía del desempeño de los activos durante los últimos dos años y ancla de nuestra visión, debiera retomar su protagonismo. En este contexto, esperamos que el desempeño de los activos de países emergentes retome su impulso, por lo que mantenemos la cartera recomendada, sobreponderando las acciones y a este grupo dentro de cada clase de activo.

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	1.3	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	1.6	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: TASAS DE INTERÉS SOBERANAS EE.UU. (%)



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 2: DÓLAR GLOBAL



Fuente: Fed y Departamento de Estudios Security.

PORTAFOLIOS SECURITY

Octubre - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

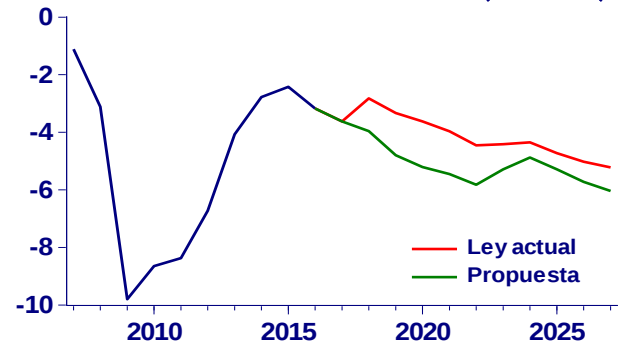
Entorno Global: El Ciclo Continúa Pese a las Piedras en el Camino

En el corto plazo las fuentes de riesgo se concentran en EE.UU., a través de una aceleración de una inflación deprimida (gráfico 4) que lleve a una política monetaria más agresiva de lo que esperamos –nuestro escenario base incluye un alza de tasas en diciembre y dos en 2018 y 2019-. Por otro lado, factores políticos también podrían tener un rol, por un avance en la discusión tributaria que aprecie el dólar, por un retorno de la tensión con Corea del Norte o amenazas proteccionistas alrededor de la renegociación del NAFTA.

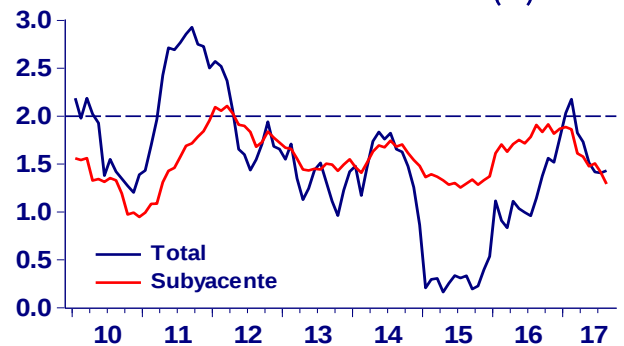
En términos generales, el escenario sigue siendo favorable a los emergentes, que se han seguido beneficiando de entradas de flujos de inversionistas extranjeros, aunque estos no han alcanzado niveles de ciclos anteriores (gráfico 5). De hecho, los fondos globales aún subponderan a los emergentes en relación al periodo previo a la crisis y más todavía respecto al *boom* de precios de materias primas. Si bien no esperamos un retorno a esos niveles, la actividad de este grupo podría tomar fuerza a medida que el ciclo de depreciación del dólar se consolide.

En Chile, se han ido acumulando las señales de reactivación, que se plasmarían de manera más evidente durante 2018. La recuperación interna complementaría el impulso global para que el tipo de cambio retome su senda de apreciación. La bolsa también se beneficiaría de estos elementos, aunque esperamos que la recuperación de las expectativas de los inversionistas sirva de catalizador para un alza adicional (*Carteras Accionarias Octubre 2017*).

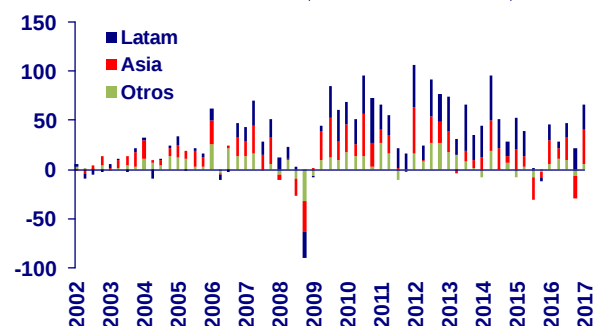
La reciente alza en las tasas y apreciación del dólar no debieran reemplazar a la recuperación global como guía del desempeño de los activos, por lo que mantenemos la recomendación de sobreponderar las acciones y a los emergentes dentro de cada clase de activo. Aunque en el último trimestre del año nuestra visión continuará expuesta a algunas fuentes de riesgo, el alza de tasas de la Fed debiera ser incorporada de manera tranquila por el mercado, al tiempo que no esperamos una gran sorpresa legislativa en EE.UU., ni un conflicto armado con Corea del Norte.

GRÁFICO 3: BALANCE FISCAL EE.UU. (% del PIB)

Fuente: CBO, Tax Policy Center y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 4: INFLACIÓN EE.UU. (%)

Fuente: Bloomberg, BLS y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 5: ENTRADAS DE CAPITALES EXTRANJEROS A EMERGENTES (USD mil millones)

Fuente: Agencia Administración del Tipo de Cambio China, FMI y Departamento de Estudios Security.

Nota: entradas de capital corresponden a la inversión de portafolio de no residentes medida en la balanza de pagos. Países incluidos son Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea del Sur, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Israel, México, Perú, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía, que representan el 80% del PIB de países emergentes.

PORTAFOLIOS SECURITY

Octubre - 2017

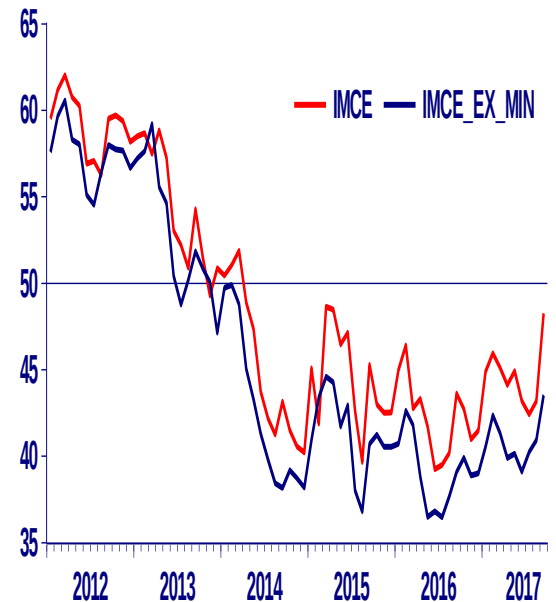
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Escenario Local: Alza en Indicadores de Confianza

Con el Imacec de 2,4% en agosto, la actividad económica se encamina a un alza interanual en torno a 2,5% durante el tercer trimestre, por sobre los registros previos de 0,1% en el primero y de 0,9% del segundo. Ello da cuenta de que la debilidad de la economía estaría quedando atrás.

De hecho, hacia adelante, los fundamentos que sostienen nuestra expectativa de que dicha recuperación seguiría con el correr de los trimestres se mantienen. El crecimiento mundial se mantiene dinámico y de manera más sincronizada entre países y regiones; las condiciones financieras globales siguen siendo muy favorables para las economías emergentes; y el dólar -con volatilidad- continúa con un sesgo a la depreciación a nivel global, lo que se traduce en mayores flujos de capitales a países en vías de desarrollo y en precios de materias primas estables o al alza, y esto a su vez en mejoras de términos de intercambio. A lo anterior se le está sumando una mejora paulatina en los indicadores de confianza domésticos.

ÍNDICE DE CONFIANZA EMPRESARIAL (Puntos)



Fuente: ICARE, Estudios Security.

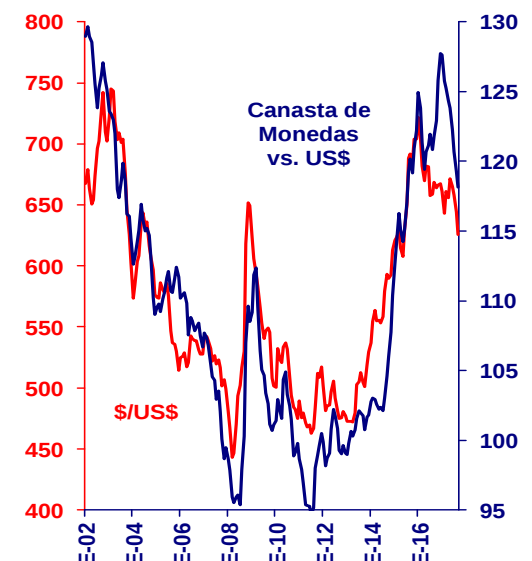
Monedas: Con Sobresaltos, Pero Aún en Bajada

EE.UU. ha estado involucrado en buena parte de las tensiones geopolíticas de este año, siendo la más reciente la secuencia de amenazas cruzadas con el gobierno de Corea del Norte. Sin embargo, esto ha tenido, por ahora, un efecto moderado sobre el dólar a nivel global. Lo que ha explicado la apreciación reciente fue la sorpresa que trajo el discurso algo más restrictivo por parte de la Fed, junto al retorno de la expectativa de reforma tributaria.

El primer elemento formaba parte de nuestro escenario base, por lo que nuestra perspectiva sigue apuntando a un dólar más débil. Respecto a los impuestos, esperamos una moderación de la propuesta actual, que apoya también un debilitamiento del dólar.

Respecto al peso chileno, la caída del precio del cobre explicó la depreciación reciente, pero ambos se han estabilizado en torno a valores consistentes con los fundamentos actuales, por lo que no esperamos grandes tendencias en lo que queda del año, para dar paso a un fortalecimiento del tipo de cambio local durante 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.

PORTAFOLIOS SECURITY

Octubre - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Renta Fija Internacional: Preferencia por Emergentes

Nuestro escenario apunta a que los principales bancos centrales globales se mantendrían en línea con lo que han venido planteando, un retiro gradual de su estímulo monetario. No esperamos que esto entorpezca la recuperación global, por lo que mantenemos la recomendación de preferir los instrumentos de países Latinoamericanos.

Además, debido a que vemos mayor probabilidad de que los bancos centrales, Brasil, Colombia y México en particular, sean más expansivos de lo que hoy se espera este y el próximo año, preferimos la parte soberana en monedas locales sobre la de instrumentos corporativos en dólares.

Esperamos que a medida que el mercado termine de validar el escenario algo menos expansivo de los bancos centrales, las condiciones financieras expansivas globales vuelvan a apoyar la deuda emergente. Por esto, mantenemos la apuesta por estos instrumentos, privilegiando la deuda soberana en moneda local y en menor medida los bonos corporativos en dólares.

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.

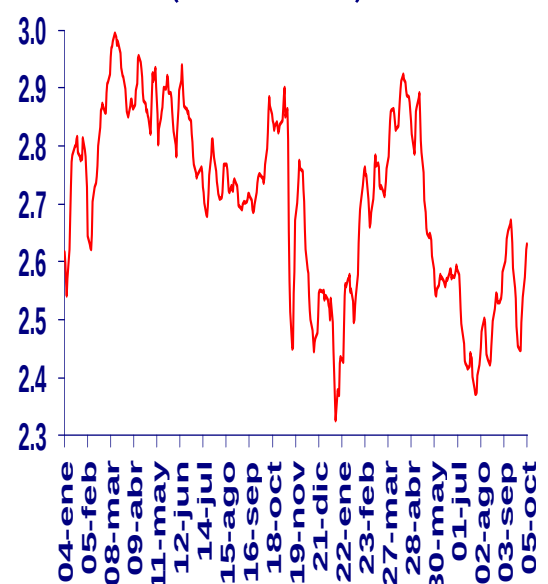
Renta Fija Local: Próximo Movimiento de la TPM Sería al Alza

La publicación de la minuta de la reunión de política monetaria de septiembre evidenció que la votación de mantener la tasa referencial (TPM) en 2,5% fue unánime. Ello, pese a que en las reuniones de julio y agosto hubo un voto de disenso del consejero Pablo García, que apoyaba la alternativa de un recorte.

Nuestra visión apuntaba a que si la entidad no realizaba un ajuste en la TPM en julio o agosto -meses en que continuaba la debilidad económica con la inflación contenida-, la probabilidad de una nueva disminución se diluía, ya que las cifras de actividad y gasto interno irían mejorando (como ha venido ocurriendo), lo que a su vez alimentaría las expectativas de inflación.

El mercado se ha movido en esta dirección, y ya no tiene descontado un ajuste, sino más bien una TPM plana por un año, y apuesta que el próximo movimiento sería al alza, visión que compartimos plenamente.

EXPECTATIVA DE INFLACIÓN
(1 EN 1 SWAP %)



Fuente: Departamento de Estudios Security, Bloomberg.

PORTAFOLIOS SECURITY

Octubre - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Renta Variable Internacional: Último Trimestre Favorable, Pero Podría Haber Sorpresas

Los riesgos que esperamos sean más relevantes en el corto plazo siguen presentes. La tensa relación entre Corea del Norte y EE.UU. se ha mantenido, el fracaso del partido republicano por modificar el sistema de salud estadounidense ha dado paso al retorno de la discusión de reforma tributaria y, aunque la negociación en torno al NAFTA se ha dado sin grandes sobresaltos, se ha vuelto a refrescar el temor de algo cercano a una guerra comercial.

Todos estos eventos debieran tener un carácter transitorio, por lo que el mayor crecimiento global, especialmente de los emergentes, debiera volver a ser lo que guíe el desempeño de las bolsas.

En este contexto, mantenemos la recomendación de sobreponderar los emergentes, en desmedro de EE.UU. y en mayor medida de Japón. La diversificación de la cartera permitiría capturar la continuación del ciclo de recuperación global y debilitamiento del dólar, pero también reduciría la exposición a riesgos geográficos específicos.

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

Al 5 de octubre de 2017	2017	1m	3m	6m	12m
Total Mundo	16.5	2.6	6.1	9.8	17.7
Países Desarrollados	15.1	2.7	5.6	9.2	17.3
Estados Unidos	14.2	3.0	5.9	8.2	18.0
Eurozona	23.8	3.2	6.7	15.0	25.7
Reino Unido	11.6	2.9	3.6	7.9	11.0
Japón	12.8	2.1	4.3	10.5	12.9
Asia ex Japón*	13.8	-1.3	3.0	3.1	9.4
Países Emergentes	27.9	1.8	9.6	14.5	20.3
Asia Emergente	32.2	2.5	8.7	16.2	21.6
China	45.5	5.2	18.4	27.6	31.5
India	24.7	-1.8	2.6	5.2	13.0
América Latina	28.2	3.4	18.6	13.7	22.8
Brasil	29.7	6.4	28.6	17.3	25.9
Chile (MSCI)	36.0	5.3	19.6	13.9	38.4
Chile (IPSA US\$)	39.8	5.0	19.3	16.0	41.7
M.Oriente/Africa/Europa	9.6	-3.1	6.8	7.0	11.7

*Hong Kong, Singapur, Australia y Nueva Zelanda.

Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

Renta Variable Local: Preferencia por Sectores Retail, Commodities y Eléctrico

En septiembre, el IPSA continuó teniendo rendimiento positivo, alineado con sus pares emergentes. Si bien las valuaciones de la bolsa se encuentran presionadas respecto a sus promedios históricos, en la medida en que las expectativas de un ambiente de mayor crecimiento se vayan incorporando, aún habría espacio para un retorno atractivo.

El deterioro de las utilidades en el primer semestre y el buen desempeño mantienen los múltiplos de valorización altos. Sin embargo, las favorables condiciones financieras externas solo recientemente comenzaron a reflejarse en los índices de confianza empresarial, y estimamos que en que en la medida que este proceso continúe, la recuperación de la actividad local y las favorables condiciones externas apoyarían 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
FORUS	7 (+7)	8 (+8)	10 (+10)	
SONDA	6 (+2)	7 (+2)	10 (+10)	
SM-CHILE B	6	6	8	
FALABELLA	5 (-2)	5 (-3)	(-10)	
SQM-B	4 (-2)	5 (-2)	(-10)	
CAP	4	5		
COLBUN	2			
ECL	2 (-5)	(-5)		
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 CMPC de las carteras.

Fuente: Departamento de Estudios Security.

PORTAFOLIOS SECURITY

Octubre - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Cartera Recomendada Security Octubre 2017

Cartera Recomendada Octubre 2017				
	Benchmark	Cartera Septiembre 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%	40.5%	40.5%	-7.5
EE.UU.	28.0%	25.5%	25.5%	-2.5
Europa	12.0%	12.0%	12.0%	0.0
Japón	8.0%	3.0%	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%	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%	5.0%	5.0%	0.0
0 a 1 año CLP	2.5%	2.5%	2.5%	0.0
0 a 1 año UF	2.5%	2.5%	2.5%	0.0
Gobierno Nominal	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
Gobierno UF	7.5%	10.0%	10.0%	2.5
1 a 3 años	5.0%	7.5%	7.5%	2.5
Más de 3 años	2.5%	2.5%	2.5%	0.0
Corporativos	45.0%	40.0%	40.0%	-5.0
Renta Fija Extranjera	35.0%	40.0%	40.0%	5.0
Desarrollados	20.0%	20.0%	17.5%	-2.5
Money Market	5.0%	5.0%	5.0%	0.0
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%	10.0%	10.0%	2.5
Moneda Local	7.5%	10.0%	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
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.