INVERSIONES security

PORTAFOLIOS SECURITY

Enero - 2018

ENTORNO GLOBAL

2018 También Será Favorable Para los Activos de Riesgo

ESCENARIO LOCAL

Recuperación de la Inversión Impulsaría al PIB

MONEDAS

Con Diferencias Entre Países

RENTA FIJA INTERNACIONAL

Menos Espacio, Pero Aún Favorable para los Emergentes

RENTA FIJA LOCAL

Inflación Se Mantendría Baja, no Así las Expectativas

RENTA VARIABLE INTERNACIONAL

Crecimiento Global Sería la Principal Fuerza

RENTA VARIABLE LOCAL

Mayor Exposición al ciclo Tras Despeje de Incertidumbre Política

Departamento de Estudios Security

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

- No vemos un cambio sustancial en el ciclo de depreciación del dólar, que debiera consolidarse en 2018. Favorecemos los activos de riesgo, que son beneficiados por periodos de mayor crecimiento económico a nivel global, especialmente en un contexto donde las tasas de interés debieran continuar su alza gradual.
- Buen crecimiento, una política monetaria menos expansiva y la ausencia de grandes eventos políticos permitirían un fortalecimiento adicional del euro. En Latinoamérica, la incertidumbre política reduce el potencial de apreciación de algunas monedas. El peso chileno volvió a un nivel consistente con sus fundamentos y continuaría apreciándose gradualmente, apoyado por la recuperación de la economía.
- En la renta variable internacional, a pesar de que existen riesgos asociados a la desaceleración en China y a elecciones en Latinoamérica, mantenemos nuestra recomendación de sobreponderar a los emergentes, privilegiando Asia.
- La mayor parte del impulso monetario ha quedado atrás, lo que daría paso a tasas más altas, particularmente en tramos más largos, entregando menos espacio a las ganancias de capital. Sin embargo, mantenemos la preferencia por los emergentes en la renta fija internacional, aunque con mayor cautela.
- La variación anual del IPC se mantendría gran parte del año por debajo del piso del rango meta para comenzar una lenta convergencia al 3% en la segunda parte de 2018. Con todo, en la medida que la actividad comience a tomar un mayor impulso, las expectativas de inflación de plazos más largos repuntarían hasta 3% con el correr de los meses.
- En la bolsa local, la reversión del premio por riesgo es consistente con un escenario donde los drivers externos volverían a ser los impulsores para la bolsa local. Por esto, incorporamos un sesgo de mayor riesgo en las carteras, privilegiando compañías con más exposición al ciclo.

VISIONES POR CLASES DE ACTIVOS – ENERO 2018

	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.

Entorno Global: 2018 También Será Favorable Para los Activos de Riesgo

Durante 2017 el dólar, ancla de nuestro escenario global, continuó su debilitamiento (gráfico 1). Durante la primera parte del año este fue brusco, apoyado por los erráticos primeros meses de la nueva administración en EE.UU., pero luego mantuvo la tendencia, aunque con mayor volatilidad.

El fin de año estuvo marcado por la aprobación de rebaja tributaria en EE.UU. (Ver Correo Security 21 de diciembre), la que esperamos lleve a un crecimiento algo mayor en el corto plazo, pero sin alterar la trayectoria favorable al resto del mundo producto de la recuperación de los emergentes y la desaceleración paulatina, pero ordenada, de China. Por otro lado, el aumento del déficit fiscal que se espera apunta a un mayor riesgo soberano estadounidense, típicamente se refleja en una moneda más débil.

Así, no vemos un cambio sustancial en nuestro escenario de un ciclo de depreciación del dólar a nivel global, el que debiera consolidarse en 2018, tras la partida de hace dos años (que terminó siendo en falso gracias al resultado de la elección en EE.UU.) y un 2017 en el que incluso nos sorprendió la velocidad del movimiento en los primero nueve meses.

Por esto continuamos favoreciendo los activos de riesgo, en particular la bolsa por sobre la renta fija. Aunque las valuaciones se encuentran en niveles altos en términos históricos transversalmente, periodos de mayor crecimiento global, que esperamos continúe en 2018 (tabla 1), favorecen las utilidades (gráfico 2), lo que nos lleva a sobreponderarlas, especialmente en un contexto donde las tasas de interés a nivel global debieran moverse al alza gradualmente, pero consolidando lo ocurrido durante este año.

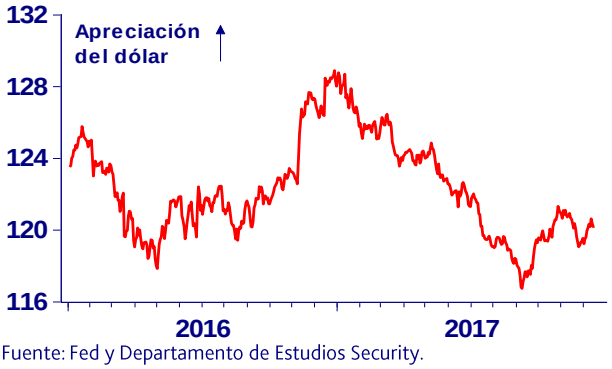
En particular, en EE.UU. la combinación de una política monetaria que continuará su proceso de alzas graduales de tasas, la reducción del tamaño de la hoja de balance de la Fed y el impulso al crecimiento de la reducción de impuestos elevarían la tasa de 10 años en 25-35 puntos base desde su nivel actual. Esto apoyaría alzas en los tramos largos en el resto del mundo, especialmente dado que la mayor parte de impulso de la política monetaria va quedando atrás en el mundo desarrollado, pero más en los emergentes (gráfico 3).

TABLA 1: CRECIMIENTO MUNDIAL (%)

	2013	2014	2015	2016	2017 e	2018 e
Mundo	**3.3**	**3.6**	**3.4**	**3.1**	**3.6**	**3.7**
Países Desarrollados	**1.4**	**2.0**	**2.2**	**1.6**	**2.3**	**2.2**
Estados Unidos	1.7	2.6	2.9	1.5	2.3	2.6
Eurozona	-0.4	1.2	2.0	1.7	2.3	2.0
Alemania	0.1	1.6	1.5	1.8	2.6	2.7
Francia	0.4	0.6	1.3	1.1	1.9	1.7
Italia	-1.9	0.1	0.8	1.0	1.6	1.4
España	-1.2	1.4	3.2	3.2	3.1	2.6
Reino Unido	1.7	3.1	2.2	1.8	1.5	1.6
Japón	1.6	0.3	1.2	1.0	1.7	1.0
Países Emergentes	**4.7**	**4.7**	**4.2**	**4.1**	**4.6**	**4.8**
América Latina	2.7	1.2	0.1	-1.0	1.1	2.1
Argentina	2.9	-2.5	2.6	-2.2	2.8	3.1
Brasil	2.5	0.5	-3.8	-3.6	0.9	2.6
Perú	5.8	2.4	3.3	3.9	2.7	4.0
México	1.4	2.3	2.6	2.3	2.2	2.2
Asia	6.6	6.8	6.7	6.4	6.5	6.4
China	7.8	7.3	6.9	6.7	6.8	6.5
India	5.0	7.2	7.9	7.1	6.7	7.2
Rusia	1.3	0.7	-2.8	-0.2	1.6	1.6
Chile	4.0	2.0	2.3	1.6	1.4	3.5

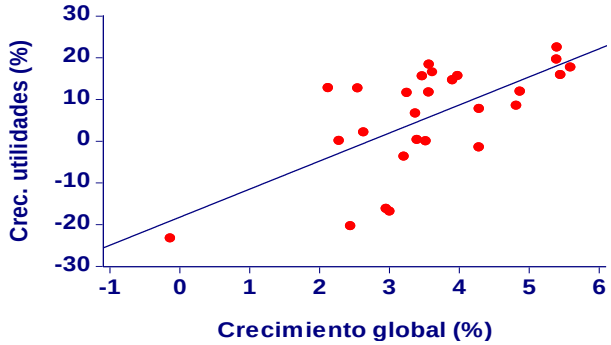
Fuente: Departamento de Estudios Security en base a bancos de inversión y ponderaciones (PPP) del FMI. e: esperado.

GRÁFICO 1: DÓLAR GLOBAL



Fuente: Fed y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 2: CRECIMIENTO GLOBAL Y DESEMPEÑO ACCIONES



Fuente: Bloomberg, FMI y Departamento de Estudios Security.

Entorno Global: 2018 También Será Favorable Para los Activos de Riesgo

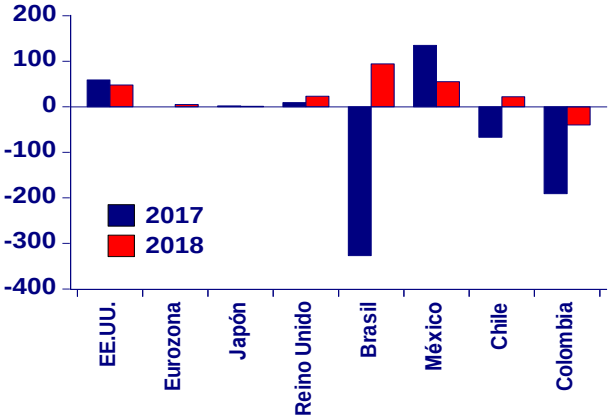
Dentro de este grupo, Latinoamérica estará particularmente expuesta. Los procesos electorales en Colombia, México y Brasil (en ese orden) actualmente tienen a candidatos que buscan interrumpir los procesos de consolidación que se llevan adelante. Por ejemplo la reducción de la dependencia del gobierno del precio de petróleo en México o las reformas fiscales en Brasil (Ver Correo Security 28-12-2017).

Esta incertidumbre mantiene un premio sobre los activos de estos países, principalmente en las monedas y las tasas soberanas más largas, que son más sensibles a preocupaciones de índole fiscal (el caso de Brasil en el gráfico 4). Debido esto y porque aún queda tiempo para que se resuelvan los eventos al que está asociado, recomendamos reducir la exposición a la renta fija en moneda local en Latinoamérica, favoreciendo los *spreads* corporativos locales, donde ya se resolvió la incertidumbre política (Correo Security 18 de diciembre) y que estaría apoyados por una economía que apuraría su recuperación (Correo Security 26 de diciembre) y por una bolsa que continuaría al alza apoyada además por la mejora en la última línea de las empresas.

En términos de riesgos globales, la inflación en EE.UU. sigue liderando la lista, por su potencial impacto sobre el dólar a través de una política monetaria más restrictiva de lo que se espera. Por otro lado, al cierre de 2018 habrá elecciones parlamentarias, lo que dada la baja aprobación del gobierno (gráfico 5) probablemente llevará a anuncios que busquen mantener la mayoría del partido republicano en ambas cámaras. Finalmente, en China, aunque su nuevo régimen apunta a menor crecimiento, mantenemos la expectativa de que la desaceleración se producirá de manera ordenada.

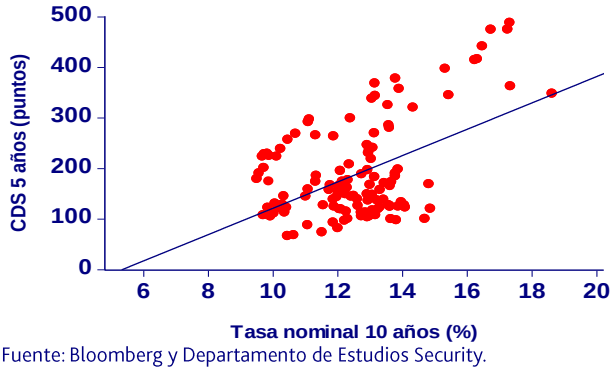
2018 debiera ser un año de consolidación para un ciclo de depreciación del dólar. Por esto favorecemos a la bolsa sobre la renta fija y a los emergentes dentro de cada clase de activo. Una fuente de riesgo importante son los procesos electorales en Latinoamérica, por lo que reducimos la exposición a la región, privilegiando Asia dentro de las economías en desarrollo.

GRÁFICO 3: CAMBIO TPM INCORPORADO EN LOS PRECIOS (puntos base)



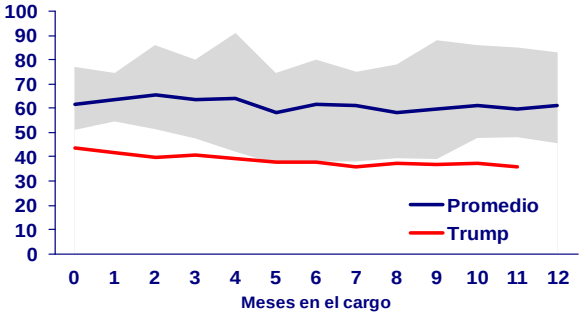
Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 4: RIESGO FISCAL Y TASA 10 AÑOS BRASIL



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 5: APROBACIÓN PRESIDENCIAL EE.UU. (%)



Fuente: American Presidency Project UCSB, Gallup y Departamento de Estudios Security.
Nota: Área gris muestra rango de aprobación desde la mitad del siglo XX, comenzando con Harry Truman.

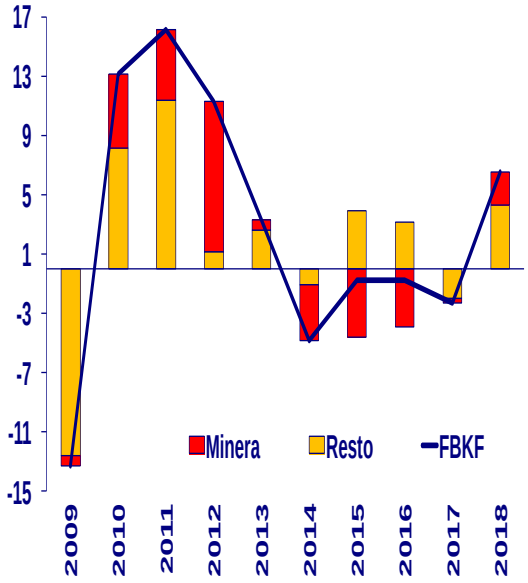
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Escenario Local: Recuperación de la Inversión Impulsaría al PIB

La desaceleración que experimentó la formación bruta de capital fijo en Chile durante 2013-2017 es atribuible a dos factores: el primero tiene relación con la maduración del ciclo de inversión minera, que afectó a varias economías emergentes exportadoras. Pero también hubo un factor local por el alza en la incertidumbre asociada a las reformas impulsadas por las autoridades. En este contexto, para 2018 nuestras proyecciones apuntan a que la inversión minera tendría un leve repunte, lo que significaría cerca de US$ 1.000 millones adicionales equivalente a un alza de 10% interanual. En tanto, el resto de la formación bruta de capital fijo presentaría un alza más acotada de 5% (US$ 2.000 millones adicionales).

Lo anterior, se fundamenta en que las condiciones financieras son favorables (tasas de interés en niveles bajos) y la disipación de la incertidumbre local asociada a las elecciones, que se traduciría en medidas concretas pro inversión. A lo anterior se suma un contexto global más auspicioso (mayor crecimiento global y bajo costo de financiamiento). Así, el crecimiento de la inversión sería de 6,5% llevando al PIB a un alza de 3,5% durante 2018.

INVERSIÓN (%)



Fuente: Estudios Security, Banco Central.
Cifras de 2017-2018 corresponden a estimaciones propias.

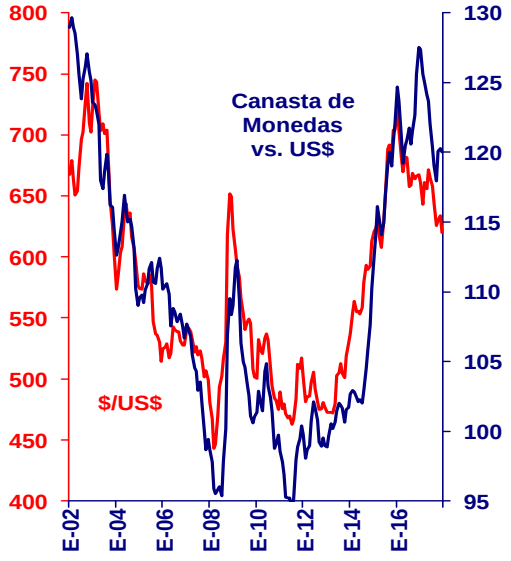
Monedas: Con Diferencias Entre Países

El proyecto de rebaja de impuestos en EE.UU. ha sido positivo para el dólar recientemente, pero, de llevar al aumento del déficit que se espera, podría terminar siendo desfavorable. A esto se suma que la recuperación global sigue apoyando un diferencial de crecimiento mejor para el mundo, por lo que mantenemos nuestra expectativa de un ciclo de depreciación del dólar a nivel global.

Varias monedas en Latinoamérica están afectadas por un precio asociado a la incertidumbre política. Debido a que es difícil que este se disipe previo a los eventos, el potencial de apreciación se reduce. En el caso del euro, el crecimiento sobre potencial, una política monetaria menos expansiva y la ausencia de grandes eventos políticos (planificados), permitirían un fortalecimiento adicional de su moneda.

El peso chileno retornó a niveles consistentes con sus fundamentos y continuaría una trayectoria gradual hacia un fortalecimiento, apoyado por la recuperación de la economía 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.

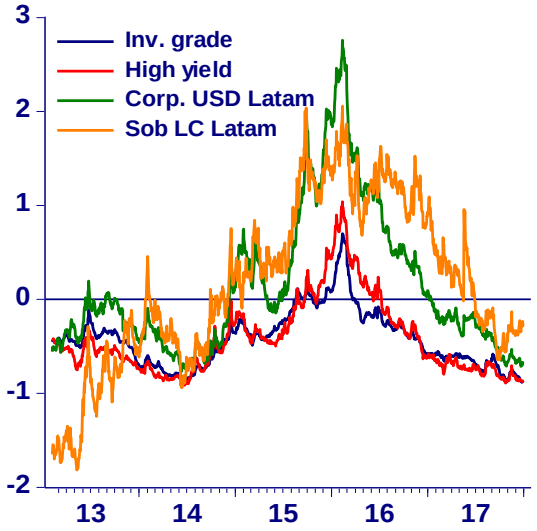
Renta Fija Internacional: Menos Espacio, Pero Aún Favorable para los Emergentes

A nivel global, la mayor parte del impulso monetario ha quedado atrás. En 2018 continuaríamos viendo otro año de crecimiento sobre el potencial, mayores datos de inflación que reflejen la parte cíclica del mercado laboral, y así una expectativa de política monetaria más restrictiva. Este contexto daría paso a tasas de largo plazo globales más altas, principalmente liderado por EE.UU..

Esto entrega menos espacio a las ganancias de capital en la renta fija. *Spreads* bajos en términos históricos justifican nuestra preferencia por acciones dado el alto crecimiento global. Sin embargo, mantenemos la preferencia por emergentes, aunque con cautela en el caso de Latinoamérica, al estar la región expuesta a volatilidad en el tipo de cambio asociada a eventos electorales que sucederán durante el próximo año.

Mantenemos la estrategia de preferir mercados emergentes, tanto a nivel de deuda soberana en moneda local como de emisiones corporativas en dólares. Sin embargo, reducimos la exposición a estos como medida de protección ante volatilidad cambiaria.

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: Inflación Se Mantendría Baja, no Así las Expectativas

La significativa apreciación del peso chileno desde 2016 llevó a una rápida moderación de la inflación anual hasta cerca de 2%. Hacia delante, todavía queda espacio para una depreciación del dólar a nivel global, por lo que el cambio anual de la paridad peso-dólar sería nuevamente del orden de 5% en promedio en 2018. Así, prevemos que la variación anual del IPC se mantendría gran parte del año por debajo del piso del rango meta para comenzar una lenta convergencia al 3% en la segunda parte de 2018.

Con todo, en la medida que la actividad comience a tomar un mayor impulso, las expectativas de inflación de plazos más largos -que han estado contenidas durante todo 2017- repuntarían hasta 3% con el correr de los meses. En este contexto, las tasas de interés nominales más largas tendrían un sesgo al alza, con el BCP10 situándose en 5%, mientras que los rendimientos reajustables exhibirían un aumento más acotada, con el BCU10 acercándose a 2%.

COMPENSACIÓN INFLACIONARIA
(BONOS, %)

Fuente: Departamento de Estudios Security, Bloomberg.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Renta Variable Internacional: Crecimiento Global Sería la Principal Fuerza

El cierre de año fue muy favorable a EE.UU. en desmedro del resto, en buena parte por el proceso de aprobación de rebaja de impuestos, el que se espera beneficie las utilidades de las empresas. Debido a que la tasa efectiva pagada (en promedio) no dista demasiado de la nueva tasa marginal, esperamos que el impacto final ya esté mayormente incorporado.

Eso deja a la recuperación de la economía como una de las principales fuerzas detrás del rendimiento accionario para 2018, principalmente a través de mayor crecimiento de las utilidades, lo que tiende a darse particularmente en los emergentes durante periodos de depreciación del dólar.

A pesar que existen riesgos a nivel de regiones, asociados a la desaceleración en China y a elecciones en Latinoamérica, mantenemos nuestra recomendación de sobreponderar a los emergentes, aunque preferimos Asia, moviendo a esta región nuestra sobreponderación previa en Latinoamérica.

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US$ (Variación %)

Al 28 de diciembre de 2017	2017	1m	3m	6m	12m
Total Mundo	21.7	1.8	5.5	10.4	21.7
Países Desarrollados	20.3	2.0	5.3	9.9	20.3
Estados Unidos	20.1	2.2	6.6	10.8	20.1
Eurozona	25.4	0.1	1.0	8.8	25.4
Reino Unido	15.9	3.2	3.6	7.6	15.9
Japón	21.7	1.0	8.3	11.7	21.7
Asia ex Japón*	20.9	2.8	6.1	8.7	20.9
Países Emergentes	33.8	0.6	6.6	14.1	33.8
Asia Emergente	39.5	-0.2	7.7	14.2	39.5
China	51.1	-1.3	7.6	22.2	51.1
India	35.2	2.1	10.3	13.0	35.2
América Latina	20.4	0.4	-3.4	10.8	20.4
Brasil	21.5	-0.5	-2.4	19.4	21.5
Chile (MSCI)	***39.1***	***12.5***	***6.5***	***24.4***	***39.1***
Chile (IPSA US$)	***46.1***	***14.7***	***8.2***	***26.6***	***46.1***
M.Oriente/Africa/Europa	20.2	5.1	10.5	16.3	20.2

*Hong Kong, Singapur, Australia y Nueva Zelanda.
Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

Renta Variable Local: Mayor Exposición al ciclo Tras Despeje de Incertidumbre Política

En diciembre, el fuerte rally del IPSA estuvo marcado por dos etapas: por un lado, la primera mitad del mes enfrentó un mayor grado de incertidumbre en la antesala de la segunda vuelta de elecciones presidenciales en Chile, que llevó a un desempeño lateral en niveles ya castigados luego de las caídas experimentadas en noviembre. Por otro lado, el resultado de la segunda vuelta despejó los escenarios de riesgo dando pie nuevamente al optimismo que caracterizó la mayor parte del año.

De acuerdo a nuestras estimaciones, la reversión del premio por riesgo es consistente con un escenario donde los drivers externos -favorables condiciones financieras, altos precios de commodities y un panorama optimista para activos de riesgo en general- volverían a ser los impulsores para la bolsa local.

En definitiva, incorporamos un sesgo de mayor riesgo en las carteras, privilegiando compañías con más exposición al ciclo.

CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Nº de acciones	15	12	9	6
	Ponderaciones (%)			
FALABELLA	13	13	15	18
COPEC	11	12	14	18
ENELAM	11	11	12	17
BSANTANDER	10	10	11	16
LTM	9	10	11	16
CENCOSUD	8	9	11	15
SQM-B	7	8	10	
COLBUN	6	6	8	
FORUS	6	6	8	
CMPC	5	5		
CAP	4	5		
SALFACORP	4	5		
ENELGXCH	2			
SONDA	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.

Fuente: Departamento de Estudios Security.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Cartera Recomendada Security Enero 2018

Cartera Recomendada Enero 2018				
	Benchmark	**Cartera Diciembre 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%	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%	26.0%	5.0
Latinoamérica	6.0%	8.5%	6.0%	0.0
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%	57.5%	62.5%	-2.5
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%	2.5%	2.5%	-5.0
1 a 3 años	5.0%	2.5%	2.5%	-2.5
Más de 3 años	2.5%	0.0%	0.0%	-2.5
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%	50.0%	5.0
Renta Fija Extranjera	35.0%	42.5%	37.5%	2.5
Desarrollados	20.0%	17.5%	17.5%	-2.5
Money Market	5.0%	5.0%	5.0%	0.0
Investment Grade	7.5%	5.0%	5.0%	-2.5
High Yield	7.5%	7.5%	7.5%	0.0
Emergente	15.0%	25.0%	20.0%	5.0
USD	7.5%	12.5%	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
Juan Carlos Prieto Z.	Analista de Inversiones	juancarlos.prieto@security.cl
Rodrigo Gardella B.	Analista de Inversiones	rodrigo.gardella@security.cl
Carolina Abuauad M.	Analista de Inversiones	carolina.abuauad@security.cl
Nicolás Libuy I.	Analista de Inversiones	nicolas.libuy@security.cl
Yessenia González del C.	Editora de Contenidos y Comunicaciones	yessenia.gonzalez@security.cl
Aldo Lema N.	Economista Asociado	aldo.lema@security.cl

INVERSIONES | security

Augusto Leguía Sur 70, Piso 7. Santiago de Chile Teléfono (562) 25844700 Fax (562) 25844807

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.