INVERSIONES security

PORTAFOLIOS SECURITY

Marzo - 2018

ENTORNO GLOBAL

La Reciente Corrección y Nuestro Escenario Base

ESCENARIO LOCAL

Primeras Señales de Consolidación

MONEDAS

Una Corrección Inusual

RENTA FIJA INTERNACIONAL

Escenario Debiera Reflejarse en Tasas Largas

RENTA FIJA LOCAL

Inflación Acotada, No Así las Expectativas

RENTA VARIABLE INTERNACIONAL

Aún Positivo, Pero Más Moderado

RENTA VARIABLE LOCAL

Aumentamos Sesgo a Commodities, con Mayor Exposición al Ciclo

Departamento de Estudios Security

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

- Aunque tras la corrección de febrero el grueso de nuestro escenario base no ha cambiado, algunos elementos importantes sí, lo que nos lleva a mantener la preferencia por las acciones sobre la renta fija, pero esperando retornos más moderados en una fase más avanzada del ciclo económico.
- Los fundamentos globales primarían en el mediano plazo, apoyando la continuación del ciclo de depreciación del dólar a nivel global. Sin embargo, la fuerte caída en lo que va de 2018 presume una mayor estabilidad en lo que queda, para retomar el debilitamiento con algo más de fuerza en 2019.
- En la renta variable internacional, seguimos privilegiando a los emergentes, al tiempo que movemos EE.UU. a una posición neutral desde una subponderación, al ser el principal favorecido de un mayor impulso fiscal. Dentro de los emergentes, seguimos privilegiando Asia y a Chile.
- Las tasas de interés de más largo plazo en EE.UU. debieran mantenerse estables en niveles más altos, con un riesgo a subir algo más. Esto debiera perjudicar a los instrumentos de este país, mientras que en el contexto de mantención o un debilitamiento adicional del dólar global, los instrumentos de países emergentes debieran seguir con un buen desempeño.
- Esperamos un alza de las compensaciones inflacionarias locales, impulsadas por la recuperación más notoria de la economía local en el primer trimestre, pese a que la inflación efectiva se podría mantener acotada producto de la apreciación del peso. En este escenario, ratificamos el sesgo al alza para las tasas de interés nominales, mientras que los rendimientos reajustables exhibirían un aumento más acotado.
- El ambiente externo debiera continuar favoreciendo a la bolsa local, apoyada por condiciones externas aún favorables, la recuperación interna de la economía y las mejores expectativas privadas. Con todo, aumentamos el sesgo a *commodities* en desmedro del sector eléctrico, en línea con una mayor exposición al ciclo, ante un escenario de recuperación global.

VISIONES POR CLASES DE ACTIVOS – MARZO 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.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Entorno Global: La Reciente Corrección y Nuestro Escenario Base

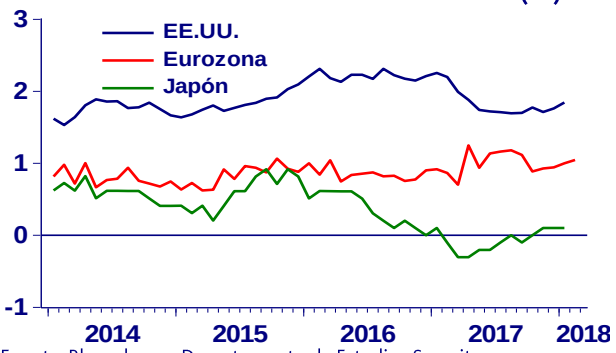
El comienzo de año fue brusco para los activos de riesgo. Tras ganancias que llamaron la atención en enero (*Informe de Portafolios febrero 2018*), una fuerte corrección en los precios ha llevado a cuestionar supuestos del panorama global. La naturaleza de las caídas está explicada más por factores técnicos -destacando un posicionamiento optimista que señalizaba fragilidad-, que por un cambio en la dinámica de la economía estadounidense y global.

El grueso de nuestro escenario base se mantiene: el crecimiento debiera continuar alto, aunque sin mucha más aceleración, favoreciendo a emergentes (*Correo Security 10 de enero*). Por otro lado, la inflación ha seguido mostrando señales de recuperación, particularmente en EE.UU. (*Correo Security 14 de febrero*), aunque los indicadores subyacentes aún exhiben estabilidad (gráfico 1). Esta combinación sigue apuntando a una continuación del ciclo de debilitamiento del dólar a nivel global, lo que además es apoyado por las señales en los últimos meses respecto a un deterioro de la posición fiscal en EE.UU. (gráfico 2).

Sin embargo, también hay señales que apuntan a que algunos elementos han cambiado. En particular, las tasas de interés soberanas en EE.UU. se mantendrían en niveles más altos, con un mayor riesgo a retomar una tendencia al alza. Esto es particularmente cierto para las tasas indexadas a inflación, que han explicado la mayor parte del alza de las tasas nominales (gráfico 3). Así, esperamos que para los segmentos de mayor plazo se mantengan en torno a los niveles actuales, aunque con volatilidad. En el caso de la a 10 años, esperamos que cierre el año cerca del 3%.

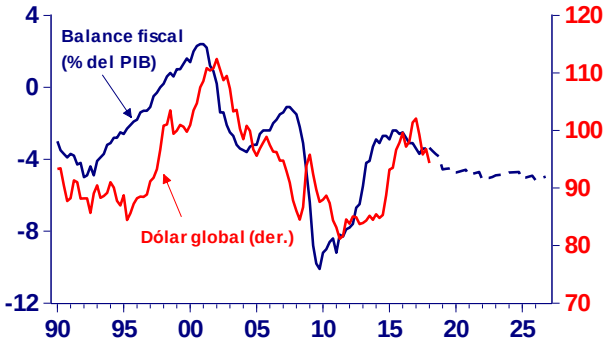
Un segundo elemento de importancia es el retorno de la volatilidad. Si bien la magnitud fue grande, estos eventos no son inusuales, aunque no se habían presentado en un buen tiempo. De hecho, en el caso del VIX, largos periodos de niveles muy bajos coinciden con las etapas favorables del ciclo económico (gráfico 4). Sin embargo, al avanzar este, debiéramos pasar a una fase donde aumenta la frecuencia de saltos en la volatilidad. Estos típicamente tienen consecuencias transitorias, pero adversas, para las bolsas y los flujos a emergentes (deuda y acciones) al tiempo que fortalecen el dólar, también de manera transitoria. Sin

GRÁFICO 1: INFLACIÓN SUBYACENTE (%)



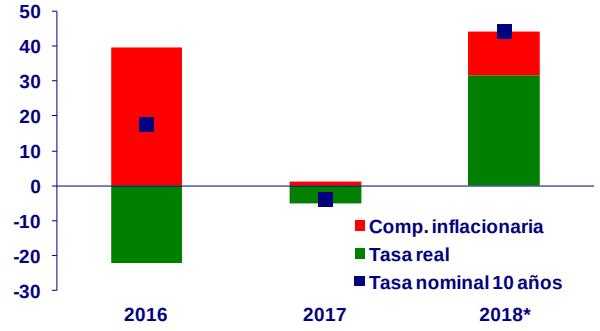
Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 2: BALANCE FISCAL EE.UU. Y DÓLAR



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

GRÁFICO 3: DESCOMPOSICIÓN CAMBIO TASA NOMINAL 10 AÑOS EE.UU. (PTOS. BASE)



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.
* 2018 al cierre de febrero.

Entorno Global: La Reciente Corrección y Nuestro Escenario Base

embargo, su corta duración permite pensar que las condiciones favorables de la economía debieran primar en horizontes de tiempo más largos.

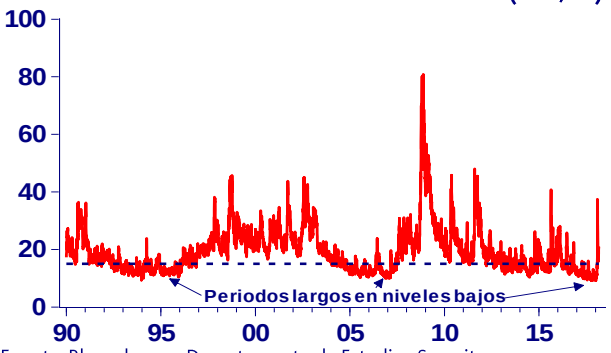
En el agregado, el ciclo de debilitamiento del dólar (que a su vez resume las condiciones macroeconómicas globales) continúa apuntando a favorecer la toma de riesgo y a los emergentes, aunque probablemente esto será con retornos algo menores y más episodios de corrección (aunque no necesariamente de la magnitud de la de febrero).

El principal factor de riesgo en nuestro escenario es lo que pueda ocurrir con la política fiscal en EE.UU., donde a la fuerte rebaja de impuestos aprobada a fines del año pasado (*Correo Security 21 de diciembre*) se sumó recientemente la aprobación de un aumento en el límite de gasto fiscal discrecional y del gasto asociado a recuperación de desastres para los próximos dos años. Esto probablemente se plasmará en un impulso fiscal algo mayor, que en el acumulado estimamos podría llevar a 0,5-0,6 puntos de crecimiento adicional para los próximos dos años, aunque con alta incertidumbre asociada.

El principal riesgo es que esto se traspase a una aceleración adicional en la inflación, por sobre nuestra expectativa (y la de la Fed) de un retorno a niveles cercanos a la meta de 2% al cierre de año (*Correo Security 5 de febrero*). Esto fue recientemente remarcado por el nuevo presidente de la entidad en su primera presentación ante el congreso y ha aumentado la probabilidad de más de tres alzas de TPM este año, escenario que ya estaría incorporado en los precios (gráfico 5).

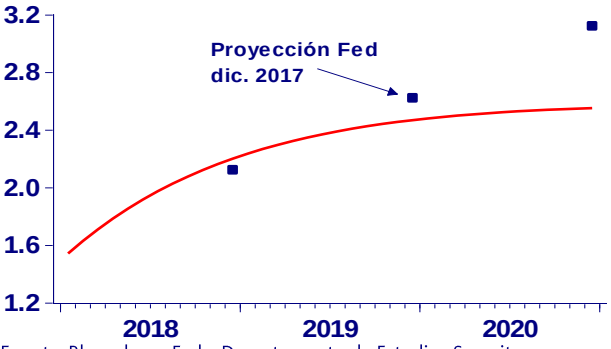
Mantenemos la preferencia por las acciones y los emergentes, aunque recomendamos mover EE.UU. a una posición neutral, ya que sería mayor beneficiario del principal factor de riesgo. Japón, por su parte, debiera tener peor rendimiento relativo en un escenario de debilitamiento del dólar (gráfico 6). En la bolsa local, mantenemos la exposición al ciclo económico. En la renta fija, sobreponderamos la parte internacional y los emergentes dentro de esta. A nivel local, los *spreads* corporativos tienen mayor atractivo que las tasas base.

GRÁFICO 4: VOLATILIDAD ACCIONARIA (VIX, %)



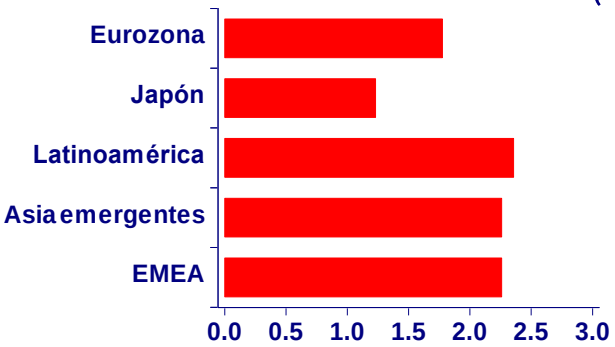
Fuente: Bloomberg, y Departamento de Estudios Security.
Nota: Línea azul representa el promedio histórico de VIX durante un régimen bajo.

GRÁFICO 5: TRAYECTORIA IMPLÍCITA TPM EE.UU. (%)



Fuente: Bloomberg, Fed y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 6: IMPACTO DEPRECIACIÓN DEL DÓLAR (%)



Fuente: Departamento de Estudios Security.
Nota: Cada columna muestra el cambio acumulado en cuatro semanas en el índice MSCI de cada país o región ante una depreciación exógena de 1% del tipo de cambio real de EE.UU., controlando por tasas de interés y volatilidad.

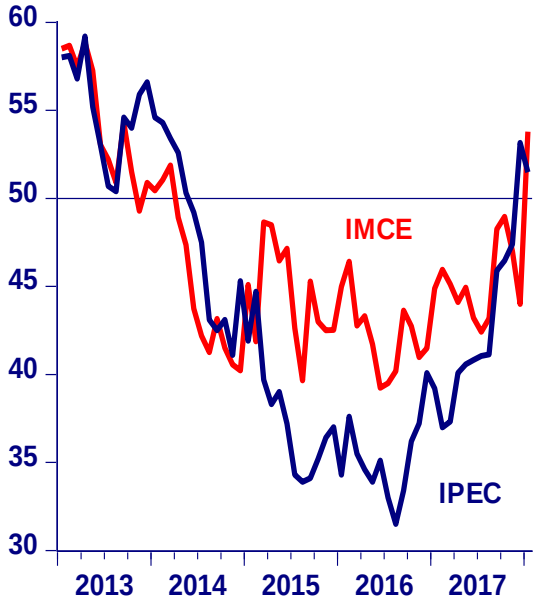
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Escenario Local: Primeras Señales de Consolidación

Las primeras cifras del año han ratificado que la recuperación económica está comenzando a tomar fuerza. Tanto la producción industrial como las ventas del comercio anticipan un Imacec cercano a 4% en enero. Además, en los próximos meses las cifras serían incluso más elevadas, debido a que la minería exhibiría aumentos de dos dígitos por compararse con el período en que Escondida estuvo en paro. Pero la mejoría no es sólo por la minería. La actividad de los otros sectores ha venido acelerando su ritmo de crecimiento desde el último trimestre de 2016, y si bien durante 2017 dicha aceleración fue tenue, nuestras proyecciones apuntan a que durante este año se consolidaría, debido al favorable impulso externo (elevado crecimiento global, dólar débil, mayores precios de *commodities*) e interno (condiciones financieras expansivas, repunte en indicadores de confianza).

Dado todo lo anterior, seguimos teniendo una visión optimista para la actividad y el gasto interno durante 2018, por lo que incrementamos nuestra proyección para el crecimiento del PIB desde 3,5% a 3,8%. El consenso de analistas ha venido subiendo desde 2,5% a 3,2%.

INDICADORES DE CONFIANZA (puntos)



Fuente: Estudios Security, Adimark, Icare.
IMCE: Índice Mensual de Confianza Empresarial; IPEC: Índice de Percepción del Consumidor.

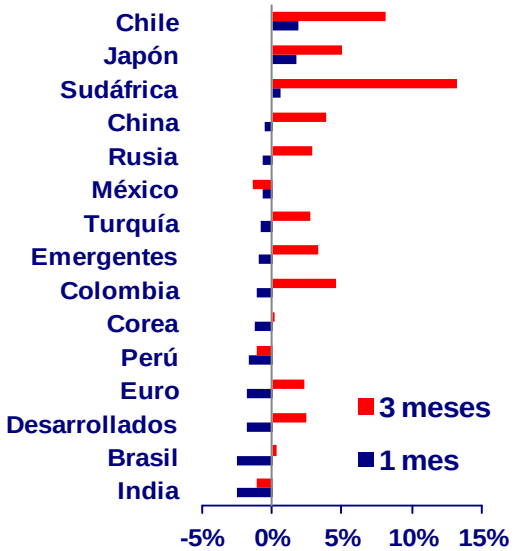
Monedas: Una Corrección Inusual

La apreciación del dólar estuvo mayormente ausente durante las fuertes caídas accionarias. Esto está en línea con un episodio de carácter técnico y no con un aumento de la aversión al riesgo, expectativa de política monetaria más restrictiva o empeoramiento de las perspectivas de crecimiento, los que tienden a acompañar las pérdidas en acciones con búsqueda de refugio en las monedas percibidas como más seguras.

Esperamos que los fundamentos globales primen en el mediano plazo, apoyando la continuación del ciclo de depreciación del dólar a nivel global. Sin embargo, la fuerte caída de este en lo que va del año hace pensar en mayor estabilidad en lo que queda, para retomar el debilitamiento con algo más de fuerza en 2019.

Este escenario también se aplica al peso chileno, que habiéndose apreciado fuertemente de manera inesperada para el consenso de mercado, esperamos se mantenga relativamente estable, en un nivel validado por un precio del cobre más alto y mejores expectativas de crecimiento.

MONEDAS RESPECTO AL DÓLAR (VAR. %)*



*Un alza del índice representa una apreciación de la moneda respecto al dólar.
Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

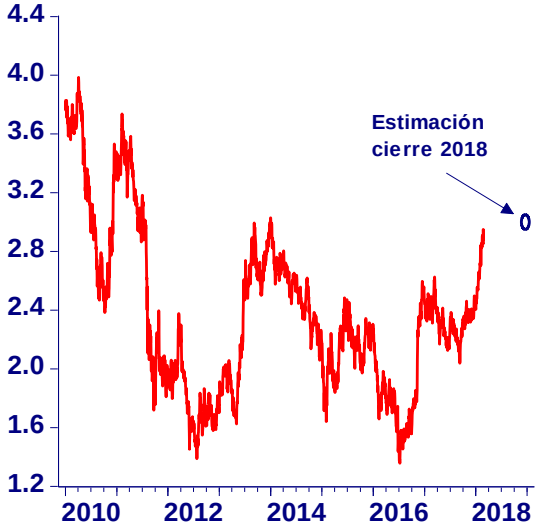
Renta Fija Internacional: Escenario Debiera Reflejarse en Tasas Largas

A medida que el ciclo económico avanza, las tasas de interés van reflejando el escenario para el futuro respecto a la política monetaria, crecimiento e inflación. Hasta hace poco las tasas más largas en EE.UU. incorporaban una combinación mediocre de estas variables. Sin embargo, esto ha ido cambiando y actualmente la tasa de 10 años en EE.UU. en torno a 2,9% refleja el estado actual de la economía global, del ciclo gradualmente más restrictiva de política monetaria y lo que espera el mercado para la inflación de mediano plazo.

No esperamos que se produzca un alza adicional importante, con lo que la tasa de 10 años cerraría 2018 en torno a 3%, aunque con un riesgo de sobrepasar este valor. Este podría manifestarse por mayor inflación, crecimiento, una política monetaria más restrictiva, o una combinación de estas.

Sin embargo, en una etapa favorable de crecimiento a nivel global, un ciclo de debilitamiento del dólar continúa favoreciendo a los emergentes, lo que nos lleva a mantener la preferencia por estos.

TASA SOBERANA NOMINAL 10 AÑOS (%)



Fuente: Departamento de Estudios Security.
Nota: Modelo incorpora política monetaria y expectativas de inflación de mediano plazo en EE.UU. y actividad global.

Renta Fija Local: Inflación Acotada, No Así las Expectativas

Desde hace algunos meses que hemos venido esperando una recuperación de la actividad económica, la que se estaría consolidando en este trimestre.

Lo anterior, impulsaría las compensaciones inflacionarias a la meta de 3% -especialmente las de mediano y largo plazo- o incluso algo por arriba. Ello, pese a que la apreciación del peso podría mantener acotada la inflación efectiva en los próximos meses, en un contexto de una economía que todavía mantiene amplias holguras productivas. De hecho, eso es lo que ha pasado en las últimas semanas: la apreciación del peso ha arrastrado a la baja las expectativas de corto plazo (1 a 2 años), mientras que las de 5 y 10 años (tanto la implícita en los bonos como en los *swaps*) han tenido una leve tendencia al alza, aunque siguen cerca de 2,8%.

Seguimos considerando que 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 acotado, con el BCU10 acercándose a 2%.

COMPENSACIÓN INFLACIONARIA (SWAPS, %)

Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Renta Variable Internacional: Aún Positivo, Pero Más Moderado

La corrección de febrero eliminó las ganancias del primer mes del año. Aunque nuestro escenario base no ha cambiado en el grueso y continúa apuntando a mantener una mayor exposición a la renta variable, el cambio a una fase del ciclo con tasas largas más altas en EE.UU. y episodios de volatilidad más frecuentes apuntan a un ciclo económico más avanzado y a retornos esperados menores, aunque aún positivos y mayores para la renta variable.

Nuestro escenario base sigue privilegiando a los emergentes, que en el contexto de un dólar que continuaría su debilitamiento a nivel global, aunque solo gradualmente en 2018, podrían beneficiarse relativamente más, debido a la mayor brecha de actividad, que se reflejaría en mayor crecimiento de las utilidades.

Mantenemos la preferencia por los mercados emergentes, aunque movemos EE.UU. a una posición neutral, en desmedro de Japón, buscando proteger la cartera de los riesgos que podrían llegar de un impacto adicional al esperado del impulso fiscal.

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US$ (Variación %)

Al 28 de febrero de 2018	2018	1m	3m	6m	12m
Total Mundo	1.0	-4.3	2.5	8.3	16.0
Países Desarrollados	0.7	-4.3	2.0	8.1	14.6
Estados Unidos	1.5	-3.8	2.5	9.7	14.0
Eurozona	0.7	-5.4	0.4	5.4	22.4
Reino Unido	-4.1	-7.1	0.7	3.7	9.6
Japón	2.9	-3.0	4.1	13.0	20.0
Asia ex Japón*	0.0	-3.4	3.6	4.9	11.5
Países Emergentes	3.2	-4.2	6.6	9.9	27.6
Asia Emergente	2.1	-4.9	4.8	10.2	30.6
China	5.2	-5.7	7.3	14.2	44.1
India	-3.7	-7.1	1.1	3.5	19.5
América Latina	8.5	-3.3	12.8	6.8	18.8
Brasil	13.5	-1.7	18.0	15.0	21.5
Chile (MSCI)	***3.1***	***-3.0***	***19.2***	***12.3***	***33.2***
Chile (IPSA US$)	***3.9***	***-2.6***	***21.6***	***14.2***	***39.2***
M.Oriente/Africa/Europa	4.1	-1.3	11.1	11.0	21.9

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

Renta Variable Local: Aumentamos Sesgo a Commodities, con Mayor Exposición al Ciclo

Durante la reciente corrección, Latinoamérica mostró un nivel de resiliencia alto, siendo Chile uno de los mercados más defensivos. Al cierre de mes la recuperación de la bolsa local fue casi completa medida en dólares, gracias a una apreciación adicional del peso.

El ambiente externo debiera continuar favoreciendo a la bolsa local, apoyada por condiciones externas aún favorables. A nivel local, la actividad industrial evidenció un fuerte repunte durante enero, lo que se seguiría viendo en los próximos trimestres sumado a mejoras en las expectativas privadas.

Con todo, aumentamos el sesgo a *commodities* en desmedro del sector eléctrico, en línea con una mayor exposición al ciclo, ante un escenario de recuperación global.

CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Nº de acciones	15		12		9		6	
	Ponderaciones (%)							
FALABELLA	13		13		15		18	
COPEC	11		12		14		18	
SQM-B	11	(+4)	11	(+3)	12	(+2)	17	(+17)
BSANTANDER	10		10		11		16	
LTM	9		10		11		16	
CENCOSUD	8		9		11		15	
ENELAM	7	(-4)	8	(-3)	10	(-2)		(-17)
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 Marzo 2018

Cartera Recomendada Marzo 2018				
	Benchmark	**Cartera Febrero 2018**	**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%	43.0%	-5.0
EE.UU.	28.0%	25.5%	28.0%	0.0
Europa	12.0%	12.0%	12.0%	0.0
Japón	8.0%	5.5%	3.0%	-5.0
Emergentes	32.0%	34.5%	34.5%	2.5
Asia Emergente	21.0%	23.5%	23.5%	2.5
Latinoamérica	6.0%	6.0%	6.0%	0.0
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%	62.5%	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%	50.0%	50.0%	5.0
Renta Fija Extranjera	35.0%	37.5%	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%	20.0%	20.0%	5.0
USD	7.5%	10.0%	10.0%	2.5
Moneda Local	7.5%	10.0%	10.0%	2.5
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%	0.0

INVERSIONES security

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.