

**PORTAFOLIOS SECURITY**
**Abril - 2018**
**ENTORNO GLOBAL**
*Tiempo de Reflexión*
**ESCENARIO LOCAL**
*El Mejor Desempeño en Cuatro Años*
**MONEDAS**
*Sin Una Gran Tendencia*
**RENTA FIJA INTERNACIONAL**
*Una Combinación Favorable*
**RENTA FIJA LOCAL**
*Expectativas de Inflación Repuntarían*
**RENTA VARIABLE INTERNACIONAL**
*Desempeño Seguiría Favoreciendo a los Emergentes*
**RENTA VARIABLE LOCAL**
*Mantenemos Sesgo Favorable a Sectores Cíclicos*

Departamento de Estudios Security

**DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY**

- La mayor frecuencia de episodios de aumento en la volatilidad y la menor respuesta que esperamos por parte de las autoridades monetarias nos llevan a reducir la exposición a la renta variable, llevándola a una posición neutral. Sin embargo, pensando en un horizonte de mediano plazo, mantenemos una posición favorable a la toma de riesgo, privilegiando a los emergentes dentro de cada clase de activo.
- La reciente estabilidad del dólar a nivel global esconde las diferencias entre países, donde esperamos que el peso chileno retome su tendencia hacia un fortalecimiento, mientras que otras monedas latinoamericanas estarán condicionadas a lo que suceda con eventos políticos.
- Dentro de la renta variable, mantenemos la preferencia por los mercados emergentes, Asia y Chile en particular, en desmedro de Japón. También recomendamos tener una posición neutral en EE.UU. al ser el origen de las principales fuentes de riesgo de nuestro escenario.
- Nuestra preferencia en la renta fija internacional sigue en los instrumentos latinoamericanos, que seguirían beneficiándose de tasas locales estables, por nuestro escenario de estabilidad del dólar global y en términos de valuaciones respecto a índices de EE.UU.
- La consolidación de la recuperación económica impulsaría al alza las compensaciones inflacionarias locales, especialmente las de largo plazo, 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.
- A nivel local, el último reporte de resultados de las compañías ratificó el cambio de tendencia, que esperamos continúe en la medida en que el dinamismo de la actividad siga recuperándose. Mantenemos un sesgo favorable a sectores cíclicos, aumentando la exposición a construcción en desmedro de CAP.

**VISIONES POR CLASES DE ACTIVOS – ABRIL 2018**

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

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

\*\* (-) depreciación, (+) apreciación.

Abril - 2018

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

### Entorno Global: Tiempo de Reflexión

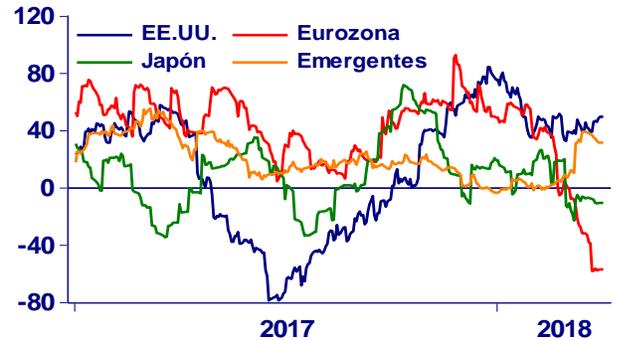
Durante marzo los precios de los activos de riesgo mostraron mayor volatilidad, la que creemos continuará presente en el mercado ([Informe de Portafolios marzo 2018](#)). Las noticias vinieron casi exclusivamente desde EE.UU., con anuncios de tarifas a la importación de acero y aluminio (cuyo alcance terminó siendo reducido de manera importante), a los que siguieron las medidas tomadas contra los productos chinos.

En paralelo las cifras macroeconómicas han estado levemente más débiles en el margen. En países desarrollados, esto se ha reflejado en índices de sorpresa que pasaron de un nivel positivo, reflejando noticias mejoras a las esperadas, a algo más neutro e incluso negativo para el caso de la Eurozona y Japón (gráfico 1). Sin embargo, el crecimiento global continúa sólido y las expectativas de este también (gráfico 2), mientras que la inflación continúa acotada, aunque con una recuperación en el margen.

El aumento en la volatilidad de los precios de mercado tiene asociada una búsqueda de refugio por parte de los inversionistas, perjudicando a los activos de riesgo a favor de otros como los instrumentos de renta fija más seguros. Esto se deriva en parte de la expectativa de que, ante un empeoramiento en el panorama económico, los bancos centrales actuarán con una política monetaria más expansiva y la provisión de la liquidez necesaria. Sin embargo, **esperamos que la Fed y el resto de los bancos centrales principales sean menos reactivos a aumentos en la volatilidad** (lo que ya se ha evidenciado, gráfico 3), a menos que perciban un deterioro más allá del mercado financiero.

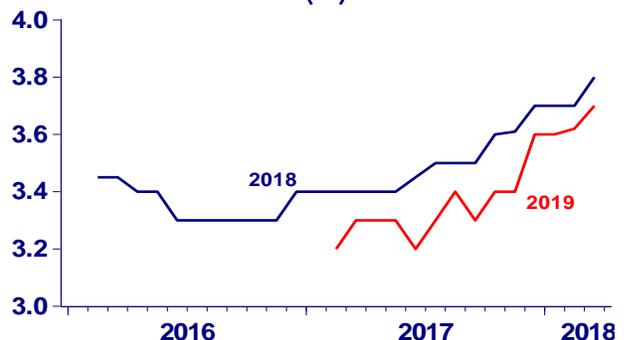
Esto porque en economías como poca brecha existe mayor margen antes que la política monetaria deba actuar. En EE.UU., por ejemplo, el desempleo está actualmente por debajo del de largo plazo (gráfico 4), sin señales evidentes de inflación. Así, la Fed no necesita reaccionar inmediatamente ante los eventos, sino que puede esperar a ver cómo se desarrollan y distinguir si el impacto es sectorial (ante el cual no necesariamente debiera responder) o agregado, en cuyo caso probablemente se necesita algún tipo de inyección de liquidez. Por ahora, no vemos evidencia de un shock agregado a la economía, por lo que esperamos que la Fed siga validan su escenario base ([Correo Security 22 de marzo](#)).

GRÁFICO 1: ÍNDICES DE SORPRESA ECONÓMICA



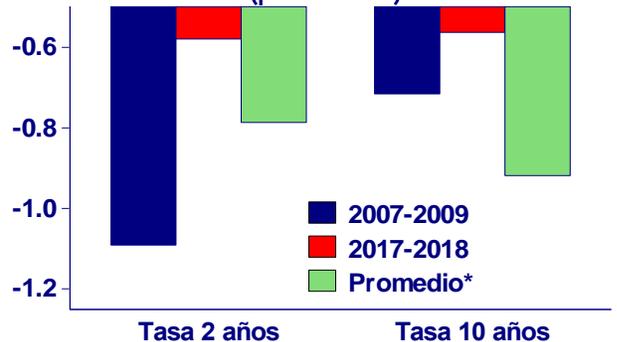
Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 2: EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO GLOBAL (%)



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 3: RESPUESTA TASAS A AUMENTO VIX (puntos base)



Fuente: Departamento de Estudios Security.

Nota: Estimada a través de un VAR con VIX, tasa de 2 y 10 años y tipo de cambio real en frecuencia diaria. Impacto es respuesta de las tasas a un aumento exógeno de un punto en el VIX.

\*Promedio corresponde al periodo desde 1990 hasta marzo 2018.

Abril - 2018

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

### Entorno Global: Tiempo de Reflexión

La mayor frecuencia de episodios de aumento en la volatilidad (gráfico 5) y la menor respuesta por parte de las autoridades monetarias nos llevan a adoptar un tono de cautela, que se refleja en la recomendación de reducir la exposición a la renta variable, llevándola a una posición **neutral**. En el corto plazo, la tensión comercial entre EE.UU. y China debiera ser el principal evento a observar. Aunque aún no se anuncia el listado de productos chinos gravados, estos probablemente estarán concentrados en el área tecnológica, como medida compensatoria de lo que acusan como robo de propiedad intelectual principalmente por parte de este. Según una [comisión](#) encargada por el congreso estadounidense, este podría alcanzar 1%-2% del PIB al año.

China, por su parte, ya anunció mayores tarifas a una serie de importaciones de EE.UU., principalmente productos agrícolas, aunque por ahora no representa un cambio brusco en su política comercial. Nuestro escenario es que este tipo de anuncios (que por ahora dejan fuera los productos que podrían tener más impacto sobre los consumidores locales) representan una búsqueda de ganar poder negociador que un aumento sostenido en las restricciones al comercio, las que son malas para ambos bandos, incluso para quien las impone, que tiende a sufrir un impacto a la baja en la actividad y al alza en la inflación ([Correo Security 13 de marzo](#)).

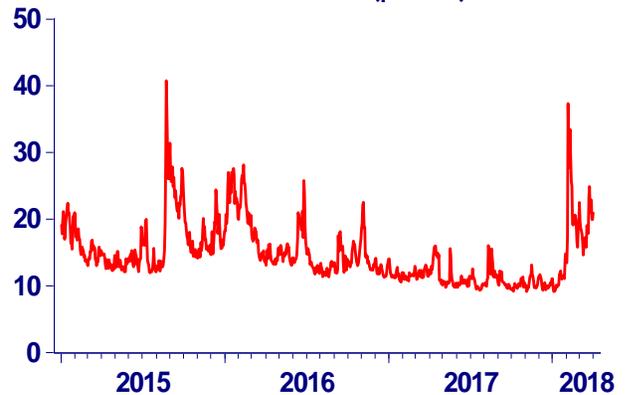
En un horizonte de mediano plazo, mantenemos una posición favorable a la toma de riesgo, privilegiando a los emergentes dentro de cada clase de activo. Nuestra principal ancla, el dólar global, se ha mantenido más débil (gráfico 5), lo que debiera seguir favoreciendo a este grupo. Dentro de las acciones, mantenemos a EE.UU., fuente de los principales riesgos, en una posición neutral, mientras que preferimos a Asia emergentes y Chile. Dentro de la renta fija, mantenemos la preferencia por los instrumentos latinoamericanos corporativos en dólares y soberanos en moneda local, que se benefician de mayor devengo en nuestro escenario de estabilidad cambiaria. Finalmente, en la bolsa local, mantenemos un sesgo a sectores cíclicos en línea con un escenario de recuperación tanto de la actividad como de los resultados de las compañías ([Carteras Accionarias Security abril 2018](#)).

GRÁFICO 4: DESEMPLEO EE.UU. (%)



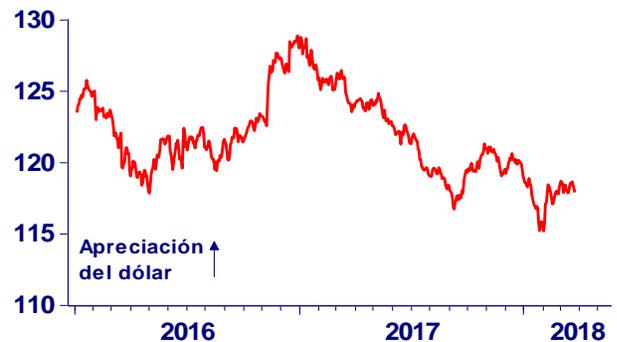
Fuente: Bloomberg, CBO y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 5: VIX (puntos)



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 6: DÓLAR GLOBAL



Fuente: Fed y Departamento de Estudios Security.

## PORTAFOLIOS SECURITY

Abril - 2018

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

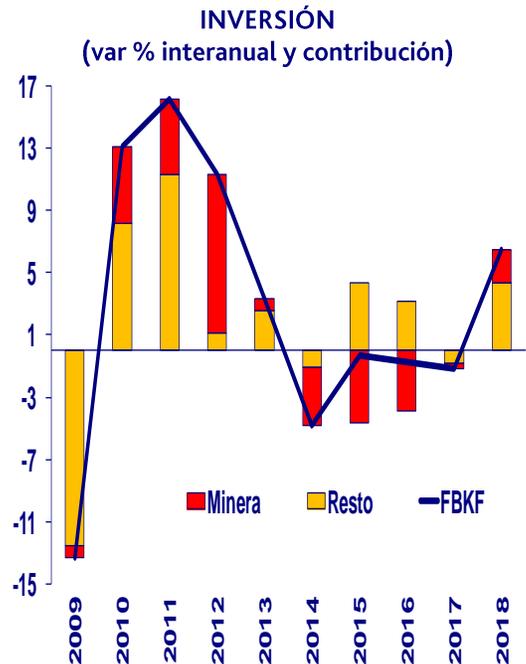
**Escenario Local: El Mejor Desempeño en Cuatro Años**

El PIB habría crecido entre 4% y 4,5% en el primer trimestre, constituyéndose en el mejor registro trimestral desde 2013. Ello ratifica que la recuperación económica está fortaleciéndose, en línea con lo previsto.

Dicha 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).

El escenario descrito se traduciría en un mejor desempeño de la inversión, tras cuatro años de caída, la que se explicaría con un tercio de ella por la minería y dos por el resto de los sectores.

Dado todo lo anterior, seguimos teniendo una visión optimista para la actividad y el gasto interno durante 2018, algo por sobre la proyección del consenso (3,8% y 3,4%, respectivamente).



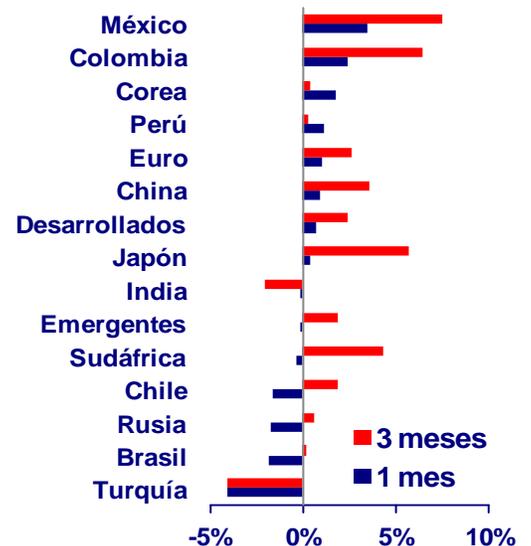
Fuente: Estudios Security, Banco Central.

**Monedas: Sin Una Gran Tendencia**

A nivel global, el dólar se ha mantenido relativamente estable, lo que esconde movimientos distintos a nivel bilateral que tienden a compensarse. Esto se debe a que es consistente con nuestra visión sobre que los episodios de mayor volatilidad observados en el mercado no están asociados con mayor percepción de riesgo, que típicamente lleva a un dólar más fuerte. También puede explicarse con que otros elementos, como la expectativa de deterioro fiscal en EE.UU., ayudan a compensar el primer elemento.

Mantenemos la expectativa que a mediano plazo el sano crecimiento global, con inflación aún moderada debieran apoyar una continuación del ciclo de depreciación del dólar, aunque esperamos estabilidad a nivel multilateral.

La reciente estabilidad a nivel global esconde las diferencias entre países, donde esperamos que el peso chileno retome su tendencia hacia un fortalecimiento, mientras que otras monedas latinoamericanas estarán condicionadas a lo que suceda con eventos políticos.

**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.

## PORTAFOLIOS SECURITY

Abril - 2018

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

**Renta Fija Internacional: Una Combinación Favorable**

Aunque las tasas soberanas de largo plazo en EE.UU. han caído, nuestro escenario continúa siendo uno de alzas moderadas, con la tasa de diez años cerrando 2018 en torno al 3%. Esta estimación incluye una Fed subiendo su tasa de referencia entre dos y tres veces en lo que queda del año, junto a indicadores de expectativas de inflación que recuperan parte de las pérdidas recientes.

Nuestra preferencia dentro de la renta fija internacional sigue estando en los instrumentos latinoamericanos, que por el lado soberano seguirían beneficiándose de tasas estables que podrían ser además apoyadas por políticas monetarias que sigan siendo más expansivas de lo esperado. Por otro lado, un escenario de estabilidad del dólar global apoya el mayor devengo de este segmento. Finalmente, en términos de valuaciones los bonos corporativos en dólares tienen algo más de espacio respecto a los índices de EE.UU.

El ciclo global continúa favoreciendo a los emergentes, lo que nos lleva a mantener la preferencia por estos.

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: Expectativas de Inflación Repuntarían**

La apreciación del peso desde 2016 se ha traducido en una moderación de la inflación, la que va a cumplir un año fluctuando en la parte baja del rango meta. Ello ha mantenido las expectativas de inflación a distintos plazos muy acotadas, incluso por debajo de la meta de 3%.

Y si bien 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, la consolidación de la recuperación económica que hemos venido previendo sería suficiente para impulsar las compensaciones inflacionarias a la meta de 3% -especialmente las de mediano y largo plazo- o incluso algo por arriba.

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.

Abril - 2018

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

**Renta Variable Internacional: Desempeño Seguiría Favoreciendo a los Emergentes**

Las acciones global terminaron el primer trimestre con pérdidas, lideradas por los países desarrollados, en particular Reino Unido y Asia ex Japón. Los emergentes, por su parte, tuvieron un desempeño relativamente mejor y terminaron con leves ganancias a pesar de las caídas del último mes.

Hacia adelante, esperamos que el ciclo de debilitamiento del dólar global continúe (con movimientos más moderados) apoyando el mejor desempeño de las economías en desarrollo, las que además debieran verse favorecidas por mejoras en términos de posicionamiento de los fondos globales, que aún está por debajo del promedio histórico y por valuaciones atractivas en términos relativos.

Dentro de la renta variable, mantenemos la preferencia por los mercados emergentes, Asia y Chile en particular, en desmedro de Japón. También recomendamos tener una posición neutral en EE.UU. al ser el origen de las principales fuentes de riesgo de nuestro escenario.

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

Al 30 de marzo de 2018	2018	1m	3m	6m	12m
<b>Total Mundo</b>	-1.4	-2.4	-1.4	3.9	12.7
<b>Países Desarrollados</b>	-1.7	-2.4	-1.7	3.3	11.5
Estados Unidos	-1.1	-2.6	-1.1	4.9	11.8
Eurozona	-0.7	-1.4	-0.7	0.1	14.9
Reino Unido	-5.0	-0.9	-5.0	-0.1	7.0
Japón	0.1	-2.7	0.1	8.5	17.5
Asia ex Japón*	-4.6	-4.6	-4.6	1.4	4.4
<b>Países Emergentes</b>	1.1	-2.0	1.1	8.2	22.2
Asia Emergente	0.6	-1.5	0.6	8.8	24.5
China	1.7	-3.3	1.7	9.5	36.2
India	-7.2	-3.6	-7.2	3.6	8.7
América Latina	7.2	-1.1	7.2	4.0	16.2
Brasil	11.2	-2.1	11.2	8.1	22.6
<b>Chile (MSCI)</b>	<b>1.1</b>	<b>-1.9</b>	<b>1.1</b>	<b>8.2</b>	<b>22.5</b>
<b>Chile (IPSA US\$)</b>	<b>1.3</b>	<b>-2.8</b>	<b>1.3</b>	<b>9.5</b>	<b>26.5</b>
M.Oriente/Africa/Europa	-1.6	-5.5	-1.6	9.5	16.6

\*Hong Kong, Singapur, Australia y Nueva Zelanda.

Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

**Renta Variable Local: Mantenemos Sesgo Favorable a Sectores Cíclicos**

Chile lideró las caídas desacoplándose de sus pares emergentes, impulsado principalmente por sectores más cíclicos, en particular *commodities* y *retail*.

El panorama global debiera favorecer a emergentes, mientras que a nivel local, el último reporte de resultados de las compañías ratificó el cambio de tendencia, con un crecimiento a nivel operacional en torno al 11% al cierre de 2017 respecto a 2016. Esperamos que la mejora continúe en la medida en que el dinamismo de la actividad siga recuperándose.

Con todo, mantenemos un sesgo a sectores cíclicos en línea con un escenario de recuperación de la bolsa local. En particular, aumentamos el sesgo a construcción en desmedro de CAP, ante un escenario de mayor incertidumbre en el mercado del hierro.

**CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY**

N° de acciones	15	12	9	6
	Ponderaciones (%)			
FALABELLA	13	13	15	18
COPEC	11	12	14	18
SQM-B	11	11	12	17
BSANTANDER	10	10	11	16
LTM	9	10	11	16
CENCOSUD	8	9	11	15
ENELAM	7	8	10	
COLBUN	6	6	8	
FORUS	6	6	8	
CMPC	5	5		
SALFACORP	4	5		
BESALCO	4 (+4)	5 (+5)		
ECL	2 (+2)			
SONDA	2			
CHILE	2			
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

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 CAP y ENELGXCH de las carteras.

Fuente: Departamento de Estudios Security.

## PORTAFOLIOS SECURITY

Abril - 2018

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

## Cartera Recomendada Security Abril 2018

Cartera Recomendada Abril 2018				
	Benchmark	Cartera Marzo 2018	Cartera Recomendada	Diferencia (Sesgo, %)
Renta Variable	40.0%	45.0%	40.0%	0.0
Renta Fija	60.0%	55.0%	60.0%	0.0
<b>TOTAL</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	
<b>Renta Variable Extranjera</b>	<b>80.0%</b>	<b>77.5%</b>	<b>77.5%</b>	<b>-2.5</b>
Desarrollados	48.0%	43.0%	43.0%	-5.0
EE.UU.	28.0%	28.0%	28.0%	0.0
Europa	12.0%	12.0%	12.0%	0.0
Japón	8.0%	3.0%	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
<b>Renta Variable Nacional</b>	<b>20.0%</b>	<b>22.5%</b>	<b>22.5%</b>	<b>2.5</b>
<b>Total Renta Variable</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>0.0</b>
<b>Renta Fija Nacional</b>	<b>65.0%</b>	<b>62.5%</b>	<b>62.5%</b>	<b>-2.5</b>
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%	5.0%	-2.5
1 a 3 años	5.0%	2.5%	5.0%	0.0
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%	47.5%	2.5
<b>Renta Fija Extranjera</b>	<b>35.0%</b>	<b>37.5%</b>	<b>37.5%</b>	<b>2.5</b>
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
<b>Total Renta Fija</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>0.0</b>

**DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY**

<b>Felipe Jaque S.</b>	Economista Jefe	felipe.jaque@security.cl
<b>César Guzmán B.</b>	Gerente Macroeconomía	cesar.guzman@security.cl
<b>Jorge Cariola G.</b>	Analista Senior Macroeconomía	jorge.cariola@security.cl
<b>Rosario Del Río D.</b>	Analista Renta Fija Internacional	rosario.delrio@security.cl
<b>Constanza Pérez S.</b>	Subgerente de Estudios Renta Variable	constanza.perez@security.cl
<b>Juan José Ayestarán N.</b>	Subgerente de Estudios Renta Fija	juanjose.ayestaran@security.cl
<b>Paulina Barahona N.</b>	Analista Senior de Inversiones	paulina.barahona@security.cl
<b>Juan Carlos Prieto Z.</b>	Analista de Inversiones	juancarlos.prieto@security.cl
<b>Rodrigo Gardella B.</b>	Analista de Inversiones	rodrigo.gardella@security.cl
<b>Carolina Abuauad M.</b>	Analista de Inversiones	carolina.abuauad@security.cl
<b>Nicolás Libuy I.</b>	Analista de Inversiones	nicolas.libuy@security.cl
<b>Yessenia González del C.</b>	Editora de Contenidos y Comunicaciones	yessenia.gonzalez@security.cl
<b>Aldo Lema N.</b>	Economista Asociado	aldo.lema@security.cl

**Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio Web**

[www.inversionessecurity.cl](http://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.