



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios
Mayo 2018

ENTORNO GLOBAL:

Manteniendo las Convicciones

ESCENARIO LOCAL:

Inversión Lideraría el Repunte

MONEDAS:

Reversión del dólar, pero sin cambios en fundamentos

RENTA FIJA INTERNACIONAL:

A la Caza de las Tasas en EEUU.

RENTA FIJA LOCAL:

Alzas de Tasas Largas Podría Retrasarse

RENTA VARIABLE INTERNACIONAL:

Nubarrones Aún no Son Una Tormenta

RENTA VARIABLE LOCAL:

Mantenemos Sesgo a Sectores Cíclicos

Antecedentes

- La mayor volatilidad en activos de riesgo y la continuación del retiro de estímulo monetario nos llevan a continuar teniendo cautela en términos de posicionamiento, por lo que recomendamos mantener una posición neutral en la renta variable. En un horizonte más largo, el ciclo global nos lleva a mantener la preferencia por emergentes en cada clase de activo.
- El dólar global revirtió gran parte de la depreciación del primer trimestre, y a nivel bilateral los emergentes se han visto más perjudicados, lo que creemos se relaciona con factores de cada economía. Si bien estimamos que el ciclo global debiera impulsar un dólar débil este año, se debe mantener cautela respecto a la exposición al riesgo de moneda.
- En la renta variable, nuestro escenario incluye una normalización del riesgo de guerra comercial, ayudando a la recuperación de Asia emergente. En EE.UU., la bolsa estaría apoyada por el crecimiento de utilidades. El ciclo del dólar debiera seguir apoyando el mejor rendimiento de los emergentes en términos relativos. Mantenemos la preferencia por Asia emergente y Chile, en desmedro de Japón.
- En la renta fija internacional, esperamos que los actuales niveles de tasas largas en EE.UU. se mantenga, por lo que el ciclo global volvería a favorecer a los emergentes. Así, mantenemos la preferencia por instrumentos de deuda latinoamericana.
- En renta fija local, estimamos un sesgo al alza para tasas nominales largas, mientras que las reajustables aumentarían más levemente. Si bien esperamos que la inflación seguiría en niveles acotados, en la medida que la actividad tome un mayor impulso, las expectativas de inflación de plazos más largos repuntarían hasta 3% con el correr de los meses.
- A nivel local, en renta variable mantenemos un sesgo a sectores cíclicos en línea con un escenario favorable para la bolsa chilena. En particular, destacamos una sobreponderación a los sectores commodities, retail y construcción.

Visiones por Clases de Activos – Mayo 2018

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

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

**(-) depreciación, (+) apreciación.

Entorno Global: Manteniendo las Convicciones

Los temas relevantes de marzo continuaron desarrollándose en el último mes, en línea con lo que esperábamos (*Informe de Portafolios abril 2018*). Las cifras de actividad global han seguido reflejando el fin del periodo de mayor aceleración del crecimiento, el que sin embargo se mantendría alto. Por su parte, la inflación en el mundo desarrollado ha seguido dando señales de vida, pero sin volverse aún un factor de preocupación.

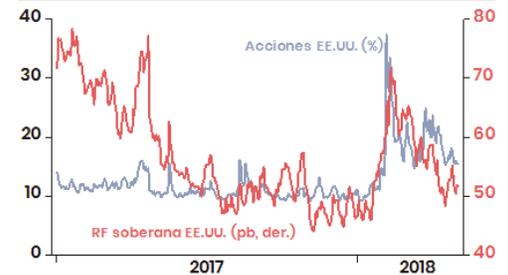
Por otro lado, la tensión comercial entre EE.UU. y China mostró anuncios adicionales, con detalles de productos potencialmente gravados y aumentos en los montos afectos, aunque ambas partes han recalcado que esperan llegar a una instancia negociadora. Si bien aún podríamos ver más noticias en la línea más proteccionista, la probabilidad de un desenlace favorable ha aumentado, en línea con nuestro escenario (*Correo Security 4 de abril*). Buena parte de las concesiones hasta ahora ha venido desde China (*Correo Security 26 de abril*), lo que debiera ayudar a calmar el entorno.

En tanto, la volatilidad accionaria se ha mantenido más alta de lo observado antes del fuerte salto de fines de febrero (*Informe de Portafolios marzo 2018*), aunque la asociada a la renta fija ha mostrado moderación (gráfico 1). Esperamos que la mayor volatilidad se mantenga en la renta variable, reflejo de un ciclo económico maduro y del cambio en el foco de preocupación de la Fed, desde la estabilidad financiera y las valuaciones de los activos a la inflación, la que ha mostrado signos de recuperación, acercándose a la meta del 2% (gráfico 2), en línea con lo que esperábamos y el escenario base de la autoridad (*Correo Security 27 de abril*).

La mayor volatilidad en activos de riesgo y la expectativa de una Fed que continuará o acelerará su ritmo de retiro del estímulo monetario (que se ha incorporado en los precios de mercado, gráfico 3), nos llevan a continuar teniendo cautela en términos de posicionamiento, por lo que recomendamos mantener una posición neutral en la renta variable.

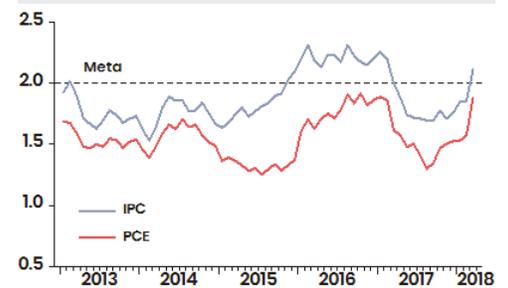
En un horizonte más largo, el alto crecimiento global debiera continuar, acompañado de un ciclo de debilidad del dólar (gráfico 4), lo que nos lleva a mantener la preferencia por mercados emergentes dentro de cada clase de activo. En la renta variable, la sobreponderación de este grupo desde marzo 2017 ha sido positiva (gráfico 5). A pesar de la debilidad reciente, esperamos que a medida que los elementos nuevos del panorama global se vayan asentando, el crecimiento sobre el potencial a nivel global y la expansión del comercio apoyen un mayor retorno de los emergentes.

GRÁFICO 1: VOLATILIDAD ACTIVOS



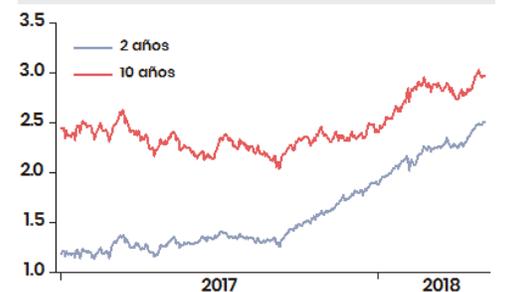
Fuente: Bloomberg, CPB y Departamento de Estudios Security

GRÁFICO 2: INFLACIÓN SUBYACENTE EE.UU. (%)



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security

GRÁFICO 3: TASAS DE INTERÉS EE.UU. (%)



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security

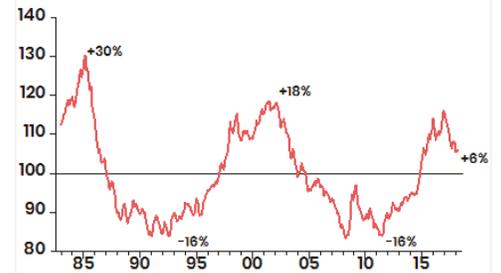
Entorno Global: Manteniendo las Convicciones

El principal de estos factores es la nueva ronda de alzas en las tasas soberanas en EE.UU., en particular de la de 10 años. Esto ha sido principalmente una actualización de la tendencia que llevaba hasta mediados de febrero, que se interrumpió por el aumento en la percepción de riesgo. Sin embargo, mantenemos la expectativa de que la tasa de 10 años cerraría 2018 en torno a 3% (*Correo Security 9 de abril*), aunque probablemente veamos alzas marginales durante el año. Al estar en torno a su valor justo, los riesgos están más balanceados y sorpresas negativas en la actividad o en el mercado laboral podrían llevar a caídas transitorias.

La renta fija (RF) soberana latinoamericana ha sido una clase de activo perjudicada por las mayores tasas en EE.UU., que tienden a traspasarse a través de una combinación de tasas locales y paridad cambiaria (gráfico 6, ver también recuadro II.2 en IPoM de marzo), sumándose a riesgos propios de cada país para llevar a un desempeño relativamente débil dentro de la renta fija. Sin embargo, nuestro escenario de recuperación de la actividad de la región (*Correo Security 18 de abril*), junto al panorama de tasas externas y dólar global, nos lleva a seguir sobreponderando la RF internacional, prefiriendo instrumentos emergentes.

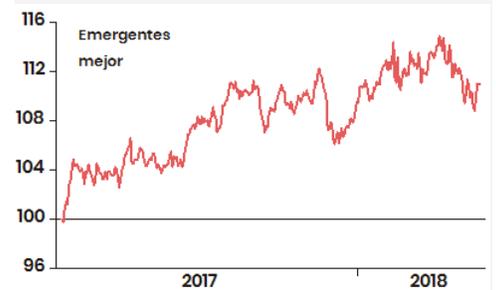
En la parte local, mantenemos la preferencia por los instrumentos corporativos dentro de la RF, junto con evitar la parte más larga de las curvas soberanas, debido a un balance de riesgos que sigue apuntando a alzas de tasas a medida que la economía se recupera (*Correo Security 26 de abril*). Finalmente, en la renta variable local, mantenemos un sesgo a sectores cíclicos en línea con un escenario favorable para la bolsa chilena. En particular, destacamos una sobreponderación a los sectores commodities, retail y construcción. (*Carteras Accionarias Security mayo 2018*).

GRÁFICO 4: CICLO DEL DÓLAR GLOBAL
(desvío del promedio 10 años)



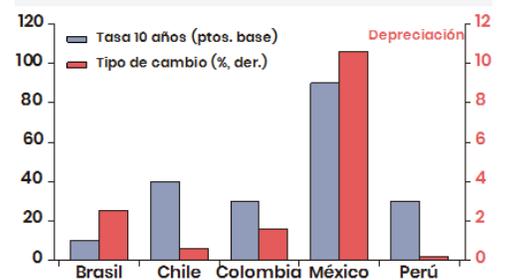
Fuente: Fed y Departamento de Estudios Security

GRÁFICO 5: DESEMPEÑO RELATIVO EMERGENTES/DESARROLLADOS
(9 marzo 2017=100)



Fuente: Bloomberg, MSCI y Departamento de Estudios Security
Nota: Ratio entre índice MSCI de emergentes (MXEF) y desarrollados (MXWO)

GRÁFICO 6: TRASPASO ALZA DE TASAS EE.UU.



Fuente: Departamento de Estudios Security
Nota: Coeficientes de una regresión que mide el cambio en la tasa de interés soberana nominal de diez años (o la variación porcentual de la paridad respecto al dólar) ante el cambio en la tasa de diez años EE.UU.

Escenario Local: Inversión Lideraría el Repunte

El mencionado mayor impulso externo se ha traducido en una mejora de términos de intercambio que incentivaría la demanda interna, lo que todavía no ha ocurrido.

La variable que recogería de mejor manera esta recuperación es la inversión, en línea con el alza experimentada por los indicadores de confianza privados, junto a que las condiciones financieras siguen siendo expansivas. Los antecedentes disponibles del primer trimestre dan cuenta de una leve mejora. Por un lado, las importaciones de bienes de capital medidas en dólares han acelerado su ritmo de crecimiento desde 2% a 7%, aunque en períodos de recuperación muestran un desempeño de entre 20% y 30%. Por su parte, la actividad de la construcción acumuló en los dos primeros meses del año un alza de 3,5%, contrariamente a las caídas de la segunda mitad de 2017.

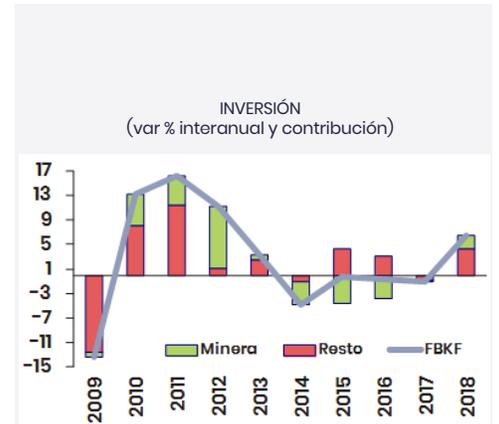
Así, estimamos un alza de 6,5% para la formación bruta de capital fijo para el año, con un aporte de un tercio de inversión minera y dos tercios del resto. Ello es consistente con un crecimiento del PIB de 3,8%.

Monedas: Reversión del dólar, pero sin cambios en fundamentos

El dólar global revirtió gran parte de la depreciación del primer trimestre, y a nivel bilateral los emergentes se ha visto más perjudicados en lo más reciente. Creemos que esto último está relacionado con factores locales, en particular en economías vistas tradicionalmente como más riesgosas.

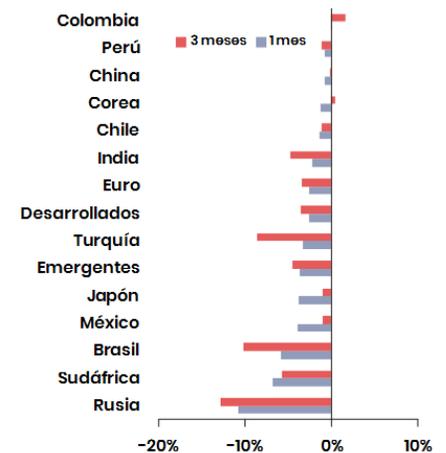
Aunque esto típicamente está asociado con un período menos favorable al mundo emergente, la presencia de monedas como el yen japonés dentro de las más debilitadas permite pensar que la apreciación del dólar haya sido transversal, relacionada con las mayores tasas y que exacerba los factores propios de cada país. En la medida que los factores externos vayan retrocediendo, el ciclo global permitiría seguir optimista, aunque con cautela respecto a la exposición al riesgo de moneda en estos países.

A mediano plazo el sano crecimiento global con inflación aún moderada, debiera apoyar una continuación del ciclo de depreciación del dólar. Respecto al peso chileno esperamos que los factores locales complementen el impulso externo para un fortalecimiento mayor de la moneda hacia el cierre de año.



Fuente: Banco Central y Estudios Security

MONEDAS RESPECTO AL DÓLAR (VAR %)*



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

Renta Fija Internacional: A la Caza de las Tasas en EE.UU.

Típicamente las fases de madurez del ciclo económico no son buenas para la renta fija soberana, ya que el crecimiento económico alto se combina con política monetaria más restrictiva para alzas a través de la estructura de tasas. En EE.UU. las tasas de mayor plazo se han puesto al día, lo que en un contexto de spreads en niveles bajos ha perjudicado a los instrumentos corporativos. No esperamos que la tendencia reciente se mantenga con la misma intensidad, dando paso al crecimiento global para apoyar un mejor rendimiento del mundo emergente.

A nivel de deuda en moneda local, dentro de Latinoamérica han ido tomando mayor peso factores propios de cada país, lo que hace más difícil elegir ganadores dentro de la región, pero permite pensar que en nuestro escenario de estabilidad de tasas y dólar, la clase de activo podría recuperar su buen desempeño.

Renta Fija Local: Alzas de Tasas Largas Podría Retrasarse

Han pasado cuatro meses de este año y la recuperación económica sigue siendo muy gradual con la inflación contenida. Ante este escenario el Banco Central tiene espacio para mantener la TPM en su nivel actual de 2,5% por varios meses más. La estabilidad en las tasas de interés en lo que va de 2018 estaría reflejando este panorama.

Lo anterior no cambia nuestra visión respecto a que las tasas de interés nominales más largas tendrían un sesgo al alza, con el BCPI0 situándose en 5% hacia el cierre del año, mientras que los rendimientos reajustables exhibirían un aumento más acotado, con el BCU10 acercándose a 2%. Ello por cuanto si bien seguimos considerando que la inflación seguiría en la parte baja del rango de tolerancia, en la medida que la actividad comience a tomar un mayor impulso, las expectativas de inflación de plazos más largos -que estuvieron contenidas durante todo 2017 y lo que va de 2018- repuntarían hasta 3% con el correr de los meses.



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.



Fuente: Departamento de Estudios Security, Bloomberg.

Renta Variable Internacional: Nubarrones Aún no Son Una Tormenta

El mundo aún no ha recuperado las pérdidas de marzo, pese a un mes favorable donde se destacaron Europa y Chile. En los emergentes, China ha liderado las pérdidas, principalmente por la tensión comercial. Brasil, por su parte, también se ha visto perjudicado por el deterioro del panorama local, especialmente en términos políticos, lo que también ha venido acompañado con una moderación de las expectativas de crecimiento.

Nuestro escenario incluye una normalización adicional del riesgo de guerra comercial, ayudando a la recuperación de Asia emergente. Por el lado de las tasas en EE.UU., la fase actual del ciclo es consistente con tasas y bolsas más altas, siendo estas últimas apoyadas por el sano crecimiento de utilidades de las empresas. El ciclo del dólar debiera seguir apoyando el mejor rendimiento de los emergentes en términos relativos.

Mantenemos la preferencia por los mercados emergentes, Asia y Chile en particular, en desmedro de Japón.

Renta Variable Local: Mantenemos Sesgo Favorable a Sectores Cíclicos

El escenario externo continuaría favoreciendo a emergentes y a los activos de riesgo en general, manteniendo los commodities en niveles altos y un dólar que continuaría débil.

A nivel local, el reporte de resultados del primer trimestre mostraría un repunte operacional algo más acotado que los últimos trimestres, con un crecimiento en torno a 7%. Cabe destacar que la eficiencia continuaría mejorando gradualmente, con un margen Ebitda que aumentaría cerca de 100 p.b a/a.

Con todo, mantenemos un sesgo a sectores cíclicos en línea con un escenario favorable para la bolsa local. En particular, destacamos una sobreponderación a los sectores commodities, retail y construcción.

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$
(Variación %)

Al 29 de abril de 2018	2018	1m	3m	6m	12m
Total Mundo	-0.8	1.9	-6.0	2.5	11.3
Países Desarrollados	-0.9	2.2	-5.9	2.3	10.5
Estados Unidos	0.6	2.8	5.8	3.2	11.0
Eurozona	1.0	1.6	5.2	0.9	11.8
Reino Unido	1.7	3.5	4.7	2.8	8.7
Japón	0.3	0.5	5.4	4.0	15.9
Asia ex Japón*	2.0	2.7	5.3	2.7	6.0
Países Emergentes	0.3	-0.6	-6.8	3.9	17.6
Asia Emergente	0.7	0.1	6.2	3.4	21.1
China	1.9	0.9	8.6	5.5	32.3
India	3.3	3.0	6.8	0.4	10.6
América Latina	5.1	1.5	6.3	5.8	11.7
Brasil	6.0	4.2	8.3	6.6	13.9
Chile (MSCI)	2.2	1.6	3.8	4.1	22.9
Chile (IPSA US\$)	2.9	2.3	3.5	5.9	27.5
M.Oriente/Africa/Europa	5.3	3.5	10.2	4.5	7.1

*Hong Kong, Singapur, Australia y Nueva Zelanda

Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

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	5		
ECL	2			
ENTEL	2	(+2)		
CHILE	2			
Total	100	100	100	100

Fuente: Departamento de Estudios Security, Bloomberg.

Cartera recomendada Security Mayo 2018

	Benchmark	Cartera Abril 2018	Cartera Recomendada	Diferencia (Sesgo, %)
Renta Variable	40.0%	40.0%	40.0%	0.0
Renta Fija	60.0%	60.0%	60.0%	0.0
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%	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
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%	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%	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%	47.5%	47.5%	2.5
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

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque S.
Economista Jefe
felipe.jaque@security.cl

César Guzmán B.
Gerente Macroeconomía
cesar.guzman@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 Security
paulina.barahona@security.cl

Aldo Lema N.
Economista Asociado
aldo.lema@security.cl

Jorge Cariola G.
Analista Senior
Macroeconomía
jorge.cariola@security.cl

Rosario del Río D.
Analista Renta Fija
Internacional
rosario.delrio@security.cl

Rodrigo Gardella B. Analista
de Inversiones
rodrigo.gardella@security.cl

Nicolás Libuy I.
Analista de Inversiones
nicolas.libuy@security.cl

Juan Carlos Prieto Z.
Analista de Inversiones
juancarlos.prieto@security.cl

Yessenia González del C.
Editora de Contenidos y
Comunicaciones
yessenia.gonzalez@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web inversionessecurity.cl

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes. Santiago, Chile.
inversionessecurity.cl • [@inv_security](https://twitter.com/inv_security) • (56 2) 2581 5600

INVERSIONES 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.