



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios  
Junio 2018

## ENTORNO GLOBAL:

Una Meseta para el Dólar

## ESCENARIO LOCAL:

Consolidación de la Recuperación

## MONEDAS:

Diferencias Se Mantendrían

## RENTA FIJA INTERNACIONAL:

Menor Exposición al Riesgo Cambiario

**RENTA FIJA LOCAL:** Expectativas de Inflación Seguirían Normalizándose

## RENTA VARIABLE INTERNACIONAL:

La Divergencia se Normalizaría

## RENTA VARIABLE LOCAL:

Favorecemos Sectores Cíclicos

## Antecedentes

- La apreciación del dólar ha continuado producto de un periodo favorable a EE.UU. en fundamentos y exacerbado por factores idiosincráticos. No esperamos que continúe al mismo ritmo, aunque es necesario un gatillante que sirva para revertirla. El estado saludable del crecimiento de las utilidades globales y tasas gradualmente al alza nos lleva a recomendar preferir la renta variable dentro de un portafolio diversificado.

- Esperamos que la calma retorne más temprano que tarde en las monedas, aunque se necesitarán mejores noticias en términos de los factores que afectaron al euro recientemente. El peso chileno podría destacarse, en la medida que el panorama global se normalice y las mejoras adicionales de la actividad ayuden a moderar un posicionamiento pesimista de los inversionistas externos.

- En las bolsas globales el crecimiento de las utilidades continúa sano, aunque el fortalecimiento del dólar ha mermado el rendimiento en esta moneda de índices que expresados en monedas locales han mostrado divergencias. Nuestra expectativa es que el desbalance de la primera mitad del año a favor de EE.UU. se normalizará, por lo que mantenemos la preferencia por los emergentes, prefiriendo a Asia y Chile, en desmedro de Latinoamérica, EMEA y Japón.

- En la renta fija internacional, recomendamos reducir la exposición a monedas latinoamericanas, en un contexto donde los factores idiosincráticos de la región siguen presentes. Mantenemos la preferencia por los instrumentos corporativos en dólares, menos expuestos a los movimientos del tipo de cambio.

- En renta fija local, las tasas de interés mantendrían un sesgo al alza en el mediano plazo, el que es más marcado en el caso de los papeles nominales que en los reajustables. Consideramos que en los próximos meses las compensaciones inflacionarias convergerían al 3%.

- En la bolsa local, mantenemos un sesgo a sectores cíclicos en línea con un escenario favorable para la bolsa local, aunque moderamos la exposición a compañías con mayor sesgo de operaciones a la región, ante un panorama más desafiante para la Latinoamérica.

## Visiones por Clases de Activos – Junio 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:

El dólar ha continuado alcanzando máximos en el año (gráfico 1), apoyado por un escenario que ha sido favorable en términos relativos a EE.UU. versus el resto del mundo, tanto en términos de actividad (gráfico 2) como de inflación.

La apreciación producto de este diferencial en fundamentos ha sido exacerbada por los cambios que ha provocado en términos de posicionamiento de mercado, el que estaba apostando por un debilitamiento del dólar (al menos respecto de países desarrollados), y por factores idiosincráticos, que han hecho sufrir a algunas paridades mucho más, destacando Argentina (Correo Security 17 de mayo), Brasil (Correo Security 23 de mayo) y Turquía.

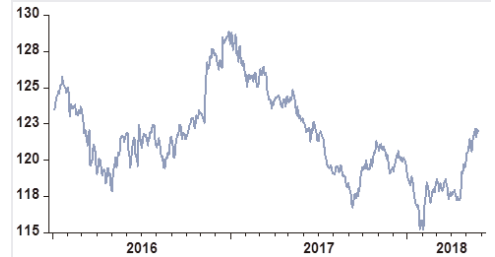
En este contexto, los activos emergentes han sufrido fuertes salidas de portafolio (gráfico 3), aunque por ahora lo peor parece haber pasado. Las expectativas para el mundo fuera de EE.UU. se han moderado, lo que dejó en evidencia cierto exceso de optimismo que no fue validado por las cifras y que motivó el debilitamiento de las monedas respecto al dólar. Esto es especialmente cierto para el euro, que se ha visto afectado por sorpresas negativas en las cifras macroeconómicas, a las que se ha sumado la mayor percepción de riesgo político, producto de la incertidumbre en torno a la formación de un gobierno en Italia y la moción de censura contra el gobierno en España.

Nuestra expectativa hacia adelante puede separarse en dos partes. Por un lado, esperamos que el dólar no siga fortaleciéndose como lo ha hecho en el último mes y medio. Detrás de esto está que esperamos que el liderazgo estadounidense en materia de sorpresas económicas y de inflación se modere (Correo Security 10 de mayo), producto de la normalización de las expectativas y del avance en la incorporación del efecto del impulso fiscal.

Pero por otra parte, en un escenario más incierto (Informe de Portafolios mayo 2018), probablemente será necesario algún gatillante que sirva para provocar un debilitamiento del dólar. Buenas noticias políticas o económicas en la Eurozona, cifras algo más débiles (pero no demasiado) en EE.UU. o un tono más expansivo por parte de la Fed son candidatos posibles.

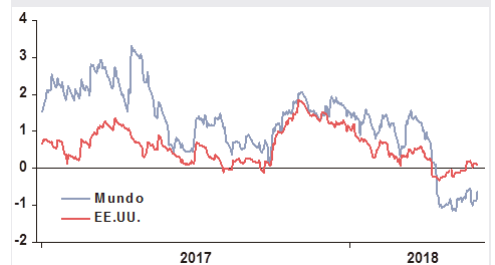
En el agregado, nuestro escenario base sigue siendo uno de cautela. Aunque todavía esperamos que el crecimiento de las utilidades de las compañías se mantenga alto, la mayor volatilidad observada desde el cierre de febrero, las mayores tasas en EE.UU. y la incertidumbre política global se combinan para aumentar la tasa de descuento de los activos, reflejo del mayor riesgo asociado al escenario base. En paralelo, nuestro escenario para las tasas soberanas, en particular en EE.UU., apunta a alzas graduales, mientras que para la renta fija latinoamericana el panorama se ha vuelto más riesgoso. En el agregado, recomendamos sobreponderar levemente la renta variable.

GRÁFICO 1: DÓLAR GLOBAL



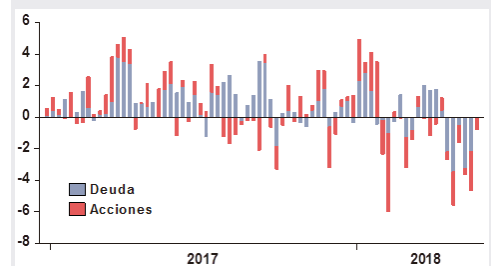
Fuente: Fed y Estudios Security

GRÁFICO 2: ÍNDICES DE SORPRESA ECONÓMICA



Fuente: Goldman Sachs y Estudios Security

GRÁFICO 3: FLUJOS NETOS DE PORTAFOLIOS EMERGENTES (USD mil millones)



Fuente: EPFR, IIF y Estudios Security

## Entorno Global:

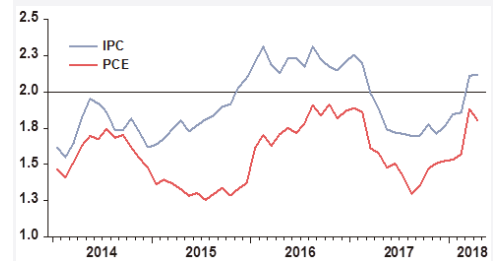
Dentro de los factores a tener en cuenta, sigue destacando la inflación en EE.UU., que se ha acercado a niveles consistentes con la meta de 2% de la Fed (gráfico 4) y debiera seguir acercándose a esta. El riesgo es que la exceda por un margen que lleve al mercado a considerarla por sobre el nivel tolerable para una meta simétrica (usando el término aludido en las minutas de la última reunión de política). Un mercado laboral que sigue cerrando su brecha y *shocks* duraderos que puedan afectar las expectativas de inflación de analistas y consumidores destacan como las fuentes de riesgo que podrían llevar la inflación efectiva por sobre este rango.

El panorama en la Eurozona se ha vuelto más incierto tras el retorno de la expectativa de una eventual salida de Italia del bloque, que llevó a un fuerte aumento en los *spreads* soberanos, que además contagió a otros países (gráfico 5). La buena noticia por ahora es que el marco institucional debiera ayudar a que las mociones más extremas no prosperen, aunque la alta probabilidad de nuevas elecciones probablemente mantendrá las condiciones financieras algo más restrictivas, retrasando la recuperación de la actividad.

A nivel de la región, las monedas latinoamericanas han tenido un mal desempeño (gráfico 6), creemos en buena parte porque debilidades internas han complementado el golpe global. Por esto, recomendamos de reducir la exposición a esta, tanto en acciones como en renta fija. En ambas llevamos esta porción a Chile, donde esperamos que la economía continúe su recuperación, lo que además esperamos pueda beneficiar al peso chileno respecto a sus pares latinoamericanos.

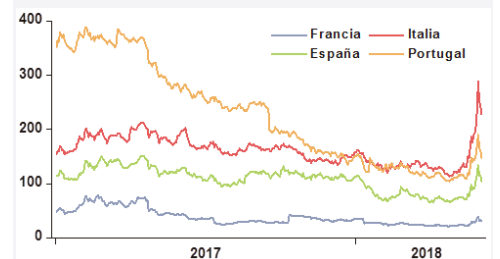
Dentro de la renta fija local, mantenemos la preferencia por los instrumentos corporativos sobre los soberanos, dentro de los que además preferimos evitar la parte más larga de la curva soberana mientras, sin un sesgo entre instrumentos denominados en pesos y UF. finalmente, en la bolsa local, mantenemos un sesgo a sectores cíclicos, pero moderamos la exposición a compañías con mayor presencia en Latinoamérica.

GRÁFICO 4: INFLACIÓN SUBYACENTE EE.UU. (%)



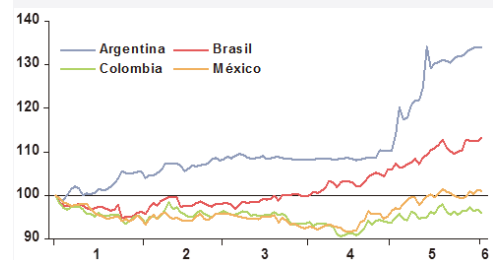
Fuente: BLS y Estudios Security

GRÁFICO 5: SPREADS SOBRE ALEMANIA TASAS 10 AÑOS (puntos base)



Fuente: BCE y Estudios Security.

GRÁFICO 6: MONEDAS LATAM RESPECTO AL DÓLAR (1 ene 2018=100)



Fuente: BCCh y Estudios Security.

Nota: Un aumento del índice representa una depreciación contra el dólar.

## Escenario Local: Consolidación de la Recuperación

Las cifras del primer cuatrimestre han ratificado que la recuperación económica ha seguido tomando impulso. El PIB pasó de crecer 3% a fines de 2017 a 4,2% en el primer trimestre de este año, y todo apunta a un alza superior en el segundo trimestre.

Y si bien una parte de la recuperación tiene relación con la minería y la baja base de comparación del 2017 por la huelga en Escondida, la actividad del resto de los sectores también ha venido acelerando su ritmo de expansión interanual desde 1% en la primera mitad de 2017 a 2,5% en la segunda parte del año pasado y sobre 4% en el trimestre móvil febrero-abril.

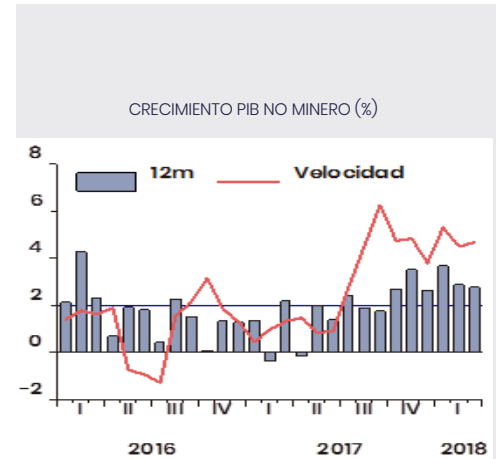
**Mirando hacia adelante, es muy probable que este buen desempeño de la economía se mantenga, considerando que pese a la reciente apreciación del dólar a nivel global, los precios de los commodities no han variado de manera significativa, y los términos de intercambio siguen en niveles elevados. Cabe destacar además que nuestra visión es que dicha apreciación sería transitoria, y el dólar retomaría su tendencia de debilitamiento.**

## Monedas: Diferencias Se Mantendrían

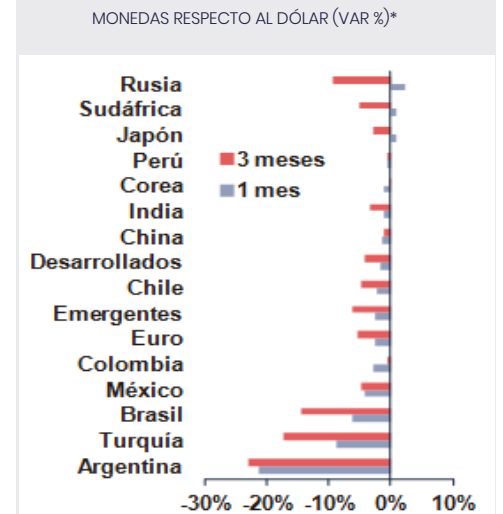
Algunos emergentes percibidos como vulnerables han liderado la depreciación acumulado de los últimos meses, aunque a estos se ha sumado el euro, producto de cifras algo más débiles, baja inflación y mayor incertidumbre política.

Todavía esperamos que la calma retorne más temprano que tarde, aunque para que se revierta la tendencia se necesitarán mejores noticias en términos de los factores que afectaron al euro recientemente. Aunque esperamos una recuperación para el segundo semestre producto del debilitamiento de la moneda y la caída de las tasas en Alemania (moderado de manera importante por lo ocurrido con las italianas), hasta entonces no recomendamos la exposición al riesgo cambiario para un perfil moderado.

**Esperamos que el peso chileno se destaque en términos relativos, aunque actualmente está en línea con factores coincidentes, la recuperación de la actividad serviría para moderar un posicionamiento pesimista de los inversionistas externos.**



Fuente: Banco Central y Estudios Security



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

## Renta Fija Internacional: Menor Exposición al Riesgo Cambiario

Las tasas soberanas en EE.UU. continuaron su camino al alza durante el mes, complementando la apreciación del dólar para llevar a un mal rendimiento de los activos emergentes. Sin embargo, tras alcanzar máximos de varios años finalmente la tasa de diez años retrocedió de manera importante.

Mantenemos la expectativa de tasas largas en EE.UU. gradualmente al alza, para lo cual hoy los *spreads* de riesgo tienen algo más de espacio para acomodarse tras el alza del último tiempo, aunque todavía esperamos un desempeño moderado para la renta fija en general.

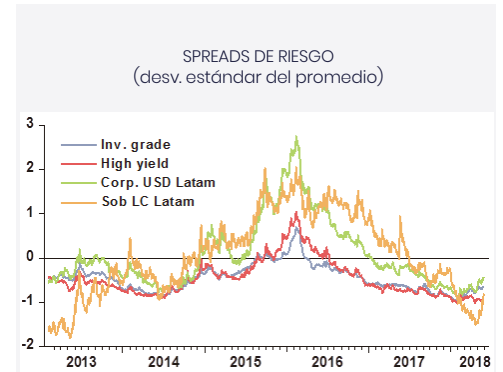
**En un contexto donde no esperamos una reversión rápida del fortalecimiento del dólar en el corto plazo, recomendamos reducir la exposición a los instrumentos en monedas locales latinoamericanas, especialmente en un contexto donde los factores idiosincráticos que han ayudado a su mal desempeño, siguen presentes. Mantenemos la preferencia por los instrumentos corporativos en dólares, que se ven algo menos expuestos a los movimientos del tipo de cambio.**

## Renta Fija Local: Expectativas de Inflación Seguirían Normalizándose

En el último mes, el dólar se ha apreciado a nivel global y el peso chileno no ha sido la excepción. Este hecho si bien lo consideramos transitorio, impulsó al alza las expectativas de inflación a todos los plazos, junto con la fortaleza que ha ido tomando la recuperación económica.

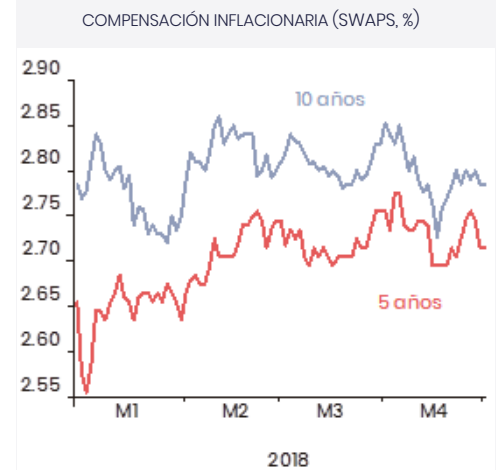
Hacia adelante, seguimos previendo que la fortaleza de la economía continuará, primando por sobre una apreciación del tipo de cambio en las expectativas inflacionarias, especialmente las de mayor plazo. Consideramos que en los próximos meses las compensaciones inflacionarias convergerían al 3%.

**En este contexto, ratificamos la visión respecto a que las tasas de interés tienen un sesgo al alza en el mediano plazo, el que es más marcado en el caso de los papeles nominales que en los reajustables.**



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: Bloomberg y Estudios Security.

## Renta Variable Internacional: La Divergencia se Normalizaría

EE.UU. ha llevado el carro de la renta variable a nivel global. Favorecido versus el resto del mundo en términos de actividad en inflación, el desempeño de la bolsa se ha visto además impulsado en el margen por resultados que han superado incluso las expectativas optimistas producto de la rebaja de impuestos del cierre de 2017.

En el resto del mundo, el crecimiento de las utilidades continúa sano, aunque el fortalecimiento del dólar ha mermado el rendimiento en esta moneda de índices que expresados en monedas locales han mostrado divergencias, resaltando la selectividad que creemos será necesaria en los próximos meses. Nuestra expectativa es que la actividad global continuará mostrando buenos niveles de crecimiento y que el desbalance de la primera mitad del año a favor de EE.UU. se normalizará, dando paso a un mejor panorama para la renta variable global.

**Mantenemos la preferencia por los mercados emergentes, aunque dentro de estos buscamos evitar focos de problemas, por lo que preferimos a Asia y Chile, en desmedro de Latinoamérica, Europa emergente (EMEA) y Japón.**

## Renta Variable Local: Favorecemos Sectores Cíclicos

Durante el mes, la bolsa local mostró un perfil algo más defensivo respecto a sus pares emergentes. Sin embargo, las compañías con mayor exposición a Latam, particularmente Brasil y Argentina mostraron caídas más acentuadas.

Por otro lado, el reporte de resultados del primer trimestre mostró un repunte operacional algo mayor al anticipado, consolidando un crecimiento que esperamos acelere hacia la segunda mitad del año.

**Con todo, mantenemos un sesgo a sectores cíclicos en línea con un escenario favorable para la bolsa local. En particular, moderamos la exposición a compañías con mayor sesgo de operaciones a la región, ante un panorama más desafiante para Latam.**

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

Al 31 de mayo de 2018	2018	1m	3m	6m	12m
<b>Total Mundo</b>	-0.8	0.0	-0.5	1.1	8.4
<b>Países Desarrollados</b>	-0.5	0.4	0.1	1.1	8.1
Estados Unidos	1.4	1.9	0.6	2.6	11.0
Eurozona	-4.0	-5.0	-2.3	-2.8	1.6
Reino Unido	-2.2	-0.5	4.5	3.1	4.3
Japón	-0.5	-0.8	-0.9	-0.1	9.2
Asia ex Japón*	-2.2	-0.2	-0.8	1.0	7.5
<b>Países Emergentes</b>	-3.3	-3.6	-5.2	0.4	10.4
Asia Emergente	-0.9	-1.6	-1.9	2.1	14.0
China	3.2	1.3	-0.6	6.2	26.8
India	-7.0	-3.8	-3.0	-1.2	4.3
América Latina	-9.5	-13.9	-16.5	-6.2	0.6
Brasil	-11.1	-16.1	-21.8	-8.2	4.2
Chile (MSCI)	-6.7	-8.7	-8.3	7.6	13.6
Chile (IPSA US\$)	-4.4	-7.1	-6.7	11.5	18.1
M.Oriente/Africa/Europa	-10.0	-4.9	-11.8	-2.8	1.2

\*Hong Kong, Singapur, Australia y Nueva Zelanda  
Fuente: MSCI 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			
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fuente: Departamento de Estudios Security, Bloomberg.

## Cartera Recomendada Security Junio 2018

	Benchmark	Cartera Mayo 2018	Cartera Recomendada	Diferencia (Sesgo, %)
Renta Variable	40.0%	40.0%	42.5%	2.5
Renta Fija	60.0%	60.0%	57.5%	-2.5
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	

Renta Variable Extranjera	80.0%	77.5%	75.0%	-5.0
Desarrollados	48.0%	43.0%	45.5%	-2.5
EE.UU.	28.0%	28.0%	28.0%	0.0
Europa	12.0%	12.0%	12.0%	0.0
Japón	8.0%	3.0%	5.5%	-2.5
Emergentes	32.0%	34.5%	29.5%	-2.5
Asia Emergente	21.0%	23.5%	23.5%	2.5
Latinoamérica	6.0%	6.0%	3.5%	-2.5
EEMEA	5.0%	5.0%	2.5%	-2.5
Renta Variable Nacional	20.0%	22.5%	25.0%	5.0
<b>Total Renta Variable</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	

Renta Fija Nacional	65.0%	62.5%	65.0%	0.0
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%	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%	50.0%	5.0
Renta Fija Extranjera	35.0%	37.5%	35.0%	0.0
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%	17.5%	2.5
USD	7.5%	10.0%	10.0%	2.5
Moneda Local	7.5%	10.0%	7.5%	0.0
<b>Total Renta Fija</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	



# DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

**Felipe Jaque S.**  
Economista Jefe  
[felipe.jaque@security.cl](mailto:felipe.jaque@security.cl)

**César Guzmán B.**  
Gerente Macroeconomía  
[cesar.guzman@security.cl](mailto:cesar.guzman@security.cl)

**Constanza Pérez S.**  
Subgerente de Estudios  
Renta Variable  
[constanza.perez@security.cl](mailto:constanza.perez@security.cl)

**Juan José Ayestarán N.**  
Subgerente de Estudios  
Renta Fija  
[juanjose.ayesteran@security.cl](mailto:juanjose.ayesteran@security.cl)

**Paulina Barahona N.**  
Analista Senior de Inversiones  
[paulina.barahona@security.cl](mailto:paulina.barahona@security.cl)

**Jorge Cariola G.**  
Analista Senior  
Macroeconomía  
[jorge.cariola@security.cl](mailto:jorge.cariola@security.cl)

**Rosario del Río D.**  
Analista Renta Fija  
Internacional  
[rosario.delrio@security.cl](mailto:rosario.delrio@security.cl)

**Rodrigo Gardella B.**  
Analista de Inversiones  
[rodrigo.gardella@security.cl](mailto:rodrigo.gardella@security.cl)

**Nicolás Libuy I.**  
Analista de Inversiones  
[nicolas.libuy@security.cl](mailto:nicolas.libuy@security.cl)

**Juan Carlos Prieto Z.**  
Analista de Inversiones  
[juancarlos.prieto@security.cl](mailto:juancarlos.prieto@security.cl)

**Yessenia González del C.**  
Editora de Contenidos y  
Comunicaciones  
[yessenia.gonzalez@security.cl](mailto:yessenia.gonzalez@security.cl)

**Aldo Lema N.**  
Economista Asociado  
[aldo.lema@security.cl](mailto:aldo.lema@security.cl)

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web [inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl)

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes. Santiago, Chile.  
[inversionessecurity.cl](http://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.