



5.6631
9.334
4.25647
7.2235
5.6631

PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios
Julio 2018

ENTORNO GLOBAL:

Menos Tensiones por Delante

ESCENARIO LOCAL:

Inversión Continuaría Liderando la Recuperación

MONEDAS:

Esperamos Fortalecimiento del Peso

RENTA FIJA INTERNACIONAL:

Menos Sorpresas desde los Bancos Centrales

RENTA FIJA LOCAL:

Expectativas de Inflación Convergieron al 3%

RENTA VARIABLE INTERNACIONAL:

Protegiéndose de las Fuentes de Riesgo

RENTA VARIABLE LOCAL:

Mantenemos Optimismo y Aumentamos Sesgo a CAP

Antecedentes

- Aunque los principales temas a nivel macro se han desarrollado en línea con nuestra expectativa, el nuevo aumento de la tensión geopolítica apoyó un mal rendimiento, especialmente fuera de EE.UU. Mantenemos la expectativa de que la tensión irá cediendo, por lo que mantenemos la leve preferencia por la renta variable.

- El dólar tuvo un nuevo fortalecimiento durante el mes, aunque de magnitud menor a la ronda anterior y menos sincronizados en términos de paridades bilaterales. Hacia adelante las perspectivas deberán analizarse caso a caso. Esperamos que el euro tenga una mejora, mientras que economías vulnerables como Argentina y Brasil podrían tener un desempeño peor en términos relativos.

- En la renta variable, aunque las utilidades siguen creciendo de manera sana a nivel global, el menor apetito por riesgo ha primado, afectando especialmente a regiones con fundamentos más débiles. Mantenemos la preferencia por Asia y Chile, a lo que sumamos EE.UU., subponderando la Eurozona, Japón, Latinoamérica y EMEA.

- En la renta fija internacional, esperamos que la mayor parte de las sorpresas desde la política monetaria en EE.UU. haya pasado, mientras que el BCE se mantendría apoyando la recuperación. Mantenemos la preferencia por los instrumentos de más riesgo a la espera de una normalización del escenario externo, aunque reduciendo la exposición general a la clase de activo.

- En renta fija local, hoy nuestra visión es equilibrada entre monedas (UF/peso). Cabe destacar que dado nuestro escenario de apreciación del tipo de cambio, las compensaciones inflacionarias de corto plazo podrían volver a caer, aunque las de más largo plazo -que responden al desempeño de la economía en el mediano plazo- se mantendrían en torno a 3%.

- En renta variable local, con un escenario externo desafiante, particularmente para Latinoamérica, Chile se posiciona como un mercado atractivo para tomar posiciones dentro de la región, con un perfil algo más defensivo y una dinámica local macroeconómica con continuaría mostrando signos positivos.

Visiones por Clases de Activos – Julio 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: Menos Tensiones por Delante

Si se analizan los temas que creíamos relevantes a nivel macroeconómico el mes pasado, se han desarrollado en línea con nuestra expectativa (*Informe de Portafolios junio 2018*). El diferencial de sorpresas económicas entre EE.UU. y el resto del mundo se ha acotado (gráfico 1), producto del ajuste, principalmente a la baja, de expectativas a nivel global y cifras algo peores en el primero. Por otro lado, las expectativas de inflación también han dejado de apartarse entre EE.UU. y la Eurozona (gráfico 2).

La respuesta de las políticas monetarias de los dos principales bancos centrales también se notó durante el mes. Por un lado, la Fed ratificó su escenario de una economía creciendo por sobre el potencial (*Correo Security 15 de junio*), lo que espera traiga mayor inflación y alzas adicionales de tasas. Sin embargo, el mensaje vino a validar la expectativa ya incorporada por el mercado, lo que se refleja en la relativa estabilidad de las tasas más cortas últimamente (gráfico 3).

Por otro lado, el Banco Central Europeo tuvo un mensaje más expansivo, que viene a apoyar la recuperación que esperamos para el segundo trimestre producto principalmente de condiciones financieras más favorables, al pasar buena parte del riesgo desde Italia y España (*Correo Security 6 de junio*) y también gracias al actuar de la política monetaria.

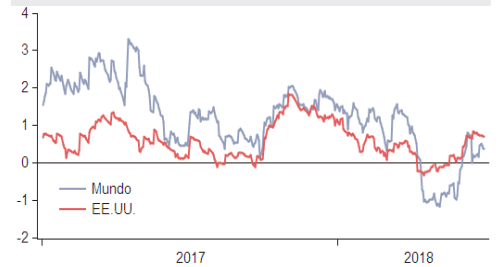
Sin embargo, a pesar de la normalización de la actividad e inflación, los activos, especialmente fuera de EE.UU., han continuado teniendo un mal desempeño. Esto principalmente por el aumento de la tensión geopolítica, que se manifestó a través de una nueva ronda de anuncios de restricciones al comercio, comenzando desde EE.UU., pero que esta vez fue respondido por los afectados: China, la Unión Europea, Canadá y México, entre otros.

El resultado de tensiones desde múltiples flancos fue que, si bien a nivel de monedas los movimientos fueron más acotados (en promedio) y el dólar global no se apreció en la magnitud y velocidad de mayo, las bolsas tuvieron un mal desempeño, con una caída de -1,9% a nivel global durante el mes.

Nuestra expectativa continúa siendo que la retórica proteccionista se moderará, aunque los cuatro meses que han pasado desde su comienzo (*Correo Security 13 de marzo*) han sido más de lo que esperábamos inicialmente, al tiempo que el conflicto se ha ido intensificando.

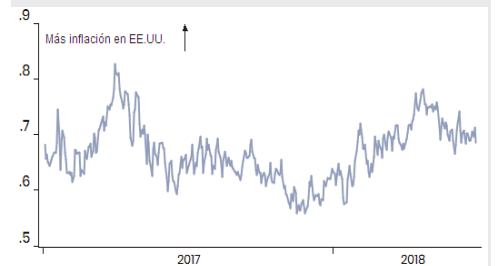
A pesar de esto, esperamos que la tensión vaya cediendo. En esta línea, algunas reacciones recientes apuntan a un tono menos agresivo del gobierno estadounidense, motivadas por anuncios de empresas de llevar fuera del país parte de su producción (para no ser objeto de tarifas de reciprocidad contra EE.UU.) y el lobby de la industria, reflejado por ejemplo en la demanda ante la corte de un grupo de usuarios de acero por las medidas impuestas contra la importación de este.

GRÁFICO 1: ÍNDICES DE SORPRESA ECONÓMICA



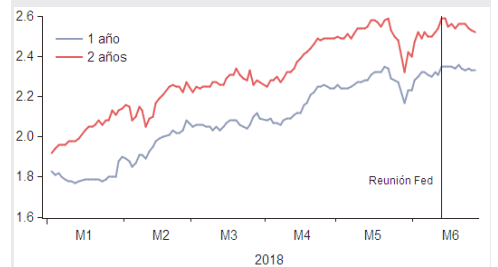
Fuente: Goldman Sachs y Estudios Security

GRÁFICO 2: DIFERENCIA EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (%)



Fuente: JP Morgan y Estudios Security

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



Fuente: Fed y Estudios Security

Así, el presidente Trump recientemente anunció una revisión de la inversión directa desde China a través de la institucionalidad actual en lugar de imponer sanciones unilaterales, lo que es una buena noticia. Esto porque, a pesar que la estrategia de EE.UU. no es la más efectiva, los problemas en la relación comercial de China con el resto del mundo son relevantes (*Correo Security 9 de abril*), lo que resalta la importancia de resolverlos a través de mecanismos que reduzcan la discrecionalidad y la incertidumbre. De continuar el nuevo enfoque del gobierno de EE.UU. debiéramos ver una reducción en la aversión al riesgo.

Esto volvería a apoyar a un mundo que crece a tasas sanas (aunque sin la aceleración de 2017, gráfico 4) y a resultados corporativos que se mantienen sanos, llevándonos a mantener la recomendación de preferir levemente las acciones a nivel global. A pesar de haber sido meses de mayor aversión al riesgo, la renta fija no ha servido de protección (gráfico 5). Esperamos que, en un escenario de tasas gradualmente al alza y mayor inflación global (principalmente en el mundo desarrollado) esta tendencia se mantenga.

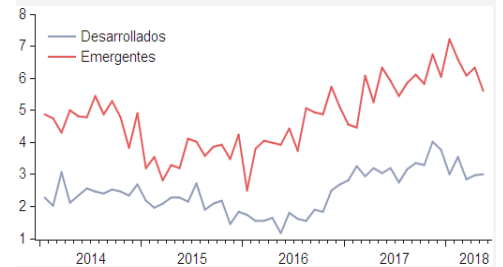
Dentro de la renta variable preferimos a Chile, debido a sólidos fundamentos macroeconómicos para los próximos años (*Correo Security 27 de junio*), un tipo de cambio que creemos ha sido excesivamente castigado en términos relativos y la mejora que se ha observado en los resultados de las compañías (*Carteras Accionarias Security junio 2018*).

Por otro lado, mantenemos la sobreponderación de Asia, región sólida en términos de fundamentos, junto con estar castigada por el ruido de guerra comercial, en particular China. También recomendamos preferir EE.UU. el que, pese a tener valuaciones altas respecto al resto del mundo, esperamos mantenga su buen desempeño en términos relativos, de la mano de una economía creciendo por sobre su potencial y con una Fed que está dispuesta a tolerar algo más de inflación con tal de permitir que la expansión continúe.

Recomendamos subponderar la Eurozona y Japón en los desarrollados y Latinoamérica y EMEA en los emergentes. Los últimos principalmente por ser regiones más vulnerables a nivel macro (*Correo Security 15 de junio*), afectados además por factores particulares, como la incertidumbre tras elecciones en México (*Correo Security 28 de junio*) y Turquía, o en la espera de estas en el caso de Brasil.

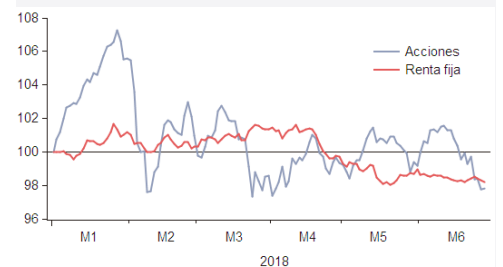
En la renta fija, recomendamos preferir la parte local, apostado por los *spreads* corporativos, que se han mostrado más resistentes a los golpes externos (gráfico 6), al tiempo que se beneficiarían del fortalecimiento que esperamos para el peso chileno. Al mismo tiempo, recomendamos reducir la exposición a instrumentos corporativos de Latinoamérica y a la parte menos riesgosa de los instrumentos estadounidenses (*money market e investment grade*), en un contexto de un dólar que deja de fortalecerse, junto a tasas de interés más largas que retomarían sus alzas graduales.

GRÁFICO 4: INDICADORES DE ACTIVIDAD (%)



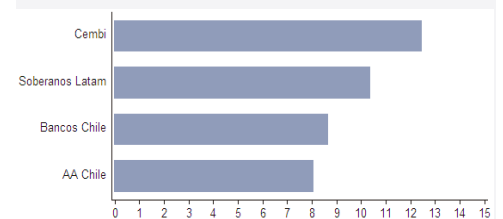
Fuente: Goldman Sachs y Estudios Security

GRÁFICO 5: DESEMPEÑO ACTIVOS GLOBALES (1 ENE 2018=100)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: IMPACTO CONDICIONES FINANCIERAS MÁS RESTRINGIDAS SOBRE RENTA FIJA (PUNTOS BASE)



Fuente: Estudios Security.

Nota: Respuesta acumulada en seis meses de TIR de los respectivos instrumentos ante un shock de una desviación estándar sobre condiciones financieras.

Escenario Local: Inversión Continuaría Liderando la Recuperación

Más allá de la volatilidad de los últimos dos meses, un positivo entorno externo (que se refleja entre otras variables a través de mayores términos de intercambio) tiende a impulsar la demanda interna.

De hecho se ha observado un desempeño económico en aumento, el cual continuaría en los próximos trimestres liderados por un alza en la inversión. En efecto, dicha variable creció 2,7% en el último trimestre de 2017 y 3,6% en el primero de este año, y nuestras proyecciones apuntan a que habría vuelto a crecer en el periodo abril-junio esta vez del orden de 10%.

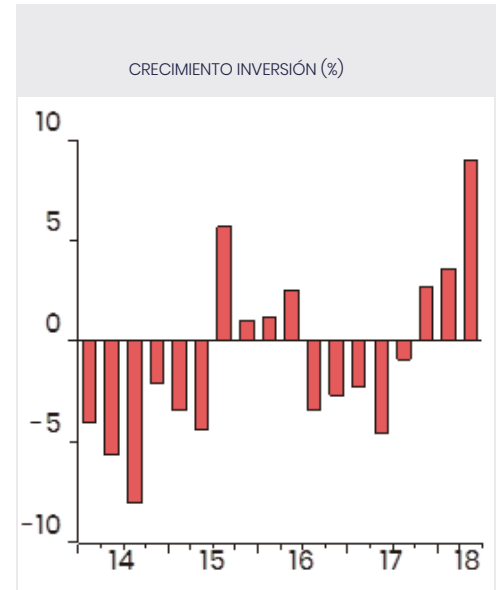
Ello por cuanto en nuestro escenario base el dólar retoma la tendencia a la depreciación (validando el mayor impulso global), lo que junto a las favorables condiciones internas (tasas de interés bajas) genera un ambiente propicio para fomentar la formación bruta de capital fijo. La mantención de los indicadores de confianza en la zona optimista en lo que va del año también recoge estas buenas expectativas.

Monedas: Esperamos Fortalecimiento del Peso

A nivel global, el dólar tuvo un nuevo fortalecimiento durante el mes, aunque este se dio mayormente en pocos días, fue de magnitud menor a la ronda anterior y tuvo también movimientos menos sincronizados en términos de paridades bilaterales. A medida que las tensiones comerciales se reduzcan esperamos que se mantenga relativamente estable para retomar un debilitamiento moderado hacia el cierre del año.

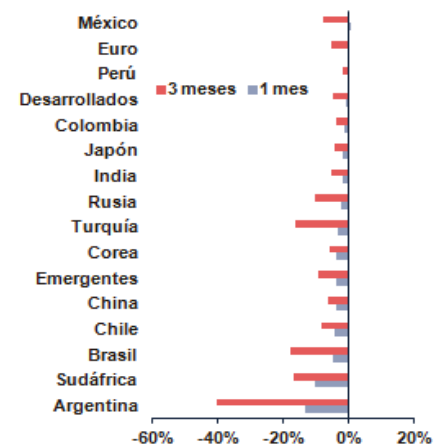
Lo que ha destacado ha sido el mal desempeño del peso chileno, que se ha comportado peor que sus pares de la región, en un contexto en que las perspectivas internas son optimistas dentro de esta. Si bien una moneda que estuvo más débil de lo que esperábamos (en promedio) durante el primer semestre nos lleva a recortar la parte más optimista del escenario, mantenemos la perspectiva de un valor de cierre de 2018 más cercano a los \$600 por dólar.

En el resto del mundo, la mayor estabilidad que esperamos para el dólar respecto a nuestro escenario de comienzos de año, hace que las perspectivas deberán analizarse caso a caso, donde esperamos que el euro tenga una mejora al materializarse un mejor segundo semestre. En el extremo opuesto, economías vulnerables como Argentina y Brasil podrían tener un desempeño peor en términos relativos.



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: Menos Sorpresas desde los Bancos Centrales

Esperamos que la mayor parte de las novedades de la política monetaria en EE.UU. para este año ya se hayan revelado. El mensaje de la Fed fue precautoriamente restrictivo, aunque la entidad recalcó que está dispuesta a tolerar algo más de inflación, enfatizando la simetría de su meta de 2%.

Por su parte, el BCE logro el doble objetivo de anunciar el fin de su programa de compras de activos sin provocar un apretón de condiciones financieras, de tal manera de no ahogar la recuperación que espera para la segunda parte del año. Así, esperamos que el diferencial de tasas entre ambos se mantenga más estable apoyando también mayor estabilidad en el tipo de cambio.

Esto en la parte más corta de las curvas soberanas. La tasa de diez años de EE.UU. ha caído y está cerca de 20 puntos base bajo los máximos de mediados de mayo. Aún esperamos que en el cierre de año se ubique en torno a 3%-3,1%, lo que pone un sesgo negativo a la renta fija soberana, pero también a instrumentos corporativos, especialmente con *spreads* que aún se mantienen en niveles bajos en términos históricos.

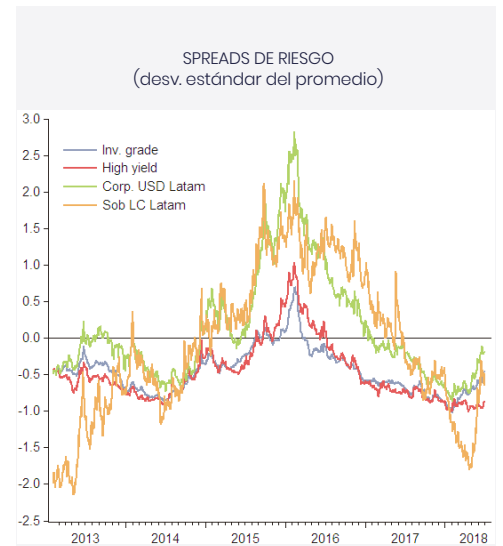
Dentro de la renta fija, recomendamos subponderar la parte internacional, aunque prefiriendo los instrumentos de más riesgo a través de una posición neutral a la espera de una normalización del escenario externo.

Renta Fija Local: Expectativas de Inflación Convergieron al 3%

En los últimos meses las sorpresas en materia inflacionaria han sido al alza, contrariamente a lo ocurrido durante gran parte de 2017. Y si bien en abril y mayo las diferencias respecto a lo previsto han sido en los productos volátiles, no se puede soslayar el hecho de que el IPC subyacente sin alimentos ni energía (IPC_{SAE}) ha subido acorde a la meta (0,25% mensual, 3% anual).

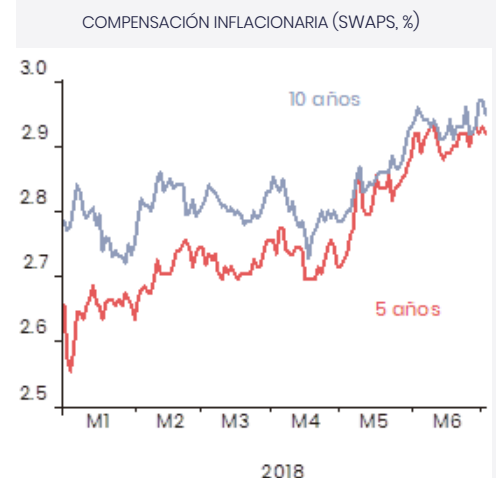
A lo anterior se le ha sumado la mencionada depreciación del peso, que ha impulsado al alza las compensaciones inflacionarias de corto plazo, y las mejores cifras de actividad, apoyando las de más largo plazo. Por lo tanto, desde el punto de vista de las estrategias, nuestra visión ahora es equilibrada entre monedas (UF/peso).

Cabe destacar que dado nuestro escenario de apreciación del tipo de cambio, las compensaciones inflacionarias de corto plazo podrían volver a caer, aunque las de más largo plazo -que responden al desempeño de la economía en el mediano plazo- se mantendrán en torno a 3%.



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: Protegiéndose de las Fuentes de Riesgo

A nivel global las acciones rentaron negativo durante el mes, siendo EE.UU. el que lideró, aunque su desempeño también fue moderado. Aunque las utilidades siguen creciendo de manera sana a nivel global, el menor apetito por riesgo ha primado, afectando especialmente a regiones con fundamentos más débiles, pero también castigando, creemos, excesivamente China y Asia emergente por el temor de mayores tensiones comerciales.

En nuestro escenario donde estas se moderarían, esperamos capturar la recuperación de Asia. También recomendamos sobreponderar EE.UU. como forma de reducir el riesgo, al liderar el desempeño de la economía global y ser la principal fuente de noticias. En el otro extremo, preferimos subponderar la Eurozona y Japón, a la falta de catalizadores de un exceso de retorno por sobre EE.UU., y a Latinoamérica y EMEA.

En el caso de Chile, la bolsa se ha visto afectada por la salida de capitales de los emergentes, pero los factores macroeconómicos debieran continuar apoyando el buen desempeño de las compañías, por lo que mantenemos la recomendación de sobreponderar.

Renta Variable Local: Mantenemos Optimismo y Aumentamos Sesgo a CAP

El IPSA tuvo un rendimiento a la par del resto de los emergentes, exacerbado por una depreciación del peso frente al dólar. A nivel de empresas, los retrocesos se acentuaron principalmente en compañías con mayor exposición al ciclo y a Latinoamérica ante un panorama aún bastante incierto para la región.

Mantenemos una visión de un escenario externo desafiante, particularmente para Latinoamérica, aunque en este contexto, Chile se posiciona como un mercado atractivo para tomar posiciones dentro de la región, con un perfil algo más defensivo y con una dinámica local macroeconómica con continuaría mostrando signos positivos.

Por otro lado, el reporte de resultados del primer trimestre ratificó el repunte operacional que anticipábamos para este año. Esta tendencia debiera consolidarse hacia la segunda mitad del año, de la mano de una aceleración de la inversión local y la recuperación de las expectativas.

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$
(Variación %)

Al 2 de julio de 2018	2018	1m	3m	6m	12m
Total Mundo	-1,9	-1,9	0,7	-1,9	7,9
Países Desarrollados	-1,0	-1,3	2,1	-1,0	8,4
Estados Unidos	2,3	-0,2	5,7	2,3	12,4
Eurozona	-5,0	-2,0	-4,4	-5,0	2,3
Reino Unido	-5,0	-3,6	-0,2	-5,0	3,1
Japón	-5,0	-3,9	-4,8	-5,0	7,2
Asia ex Japón*	-4,0	-1,4	0,7	-4,0	5,4
Países Emergentes	-8,6	-6,3	-3,4	-8,5	4,4
Asia Emergente	-6,6	-6,6	-7,2	-6,5	6,7
China	-2,6	-6,4	-3,6	-2,5	18,7
India	-9,0	-2,6	-3,0	-8,2	3,4
América Latina	-14,4	-5,7	-13,8	-14,4	-5,3
Brasil	-19,9	-9,5	-27,6	-19,9	-5,4
Chile (MSCI)	-12,4	-7,4	-12,8	-12,4	8,1
Chile (IPSA US\$)	-10,2	0,0	-10,7	-10,2	12,4
M.Oriente/Africa/Europa	-12,5	-4,2	-10,8	-12,4	2,3

*Hong Kong, Singapur, Australia y Nueva Zelanda

Fuente: MSCI y Departamento de Estudios Security.

CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Nº de acciones	Ponderaciones (%)			
	15	12	9	6
FALABELLA	15	17 (+2)	17	23
COPEC	12	13	15	19
SQM-B	11	11	12	17
BSANTANDER	10	10	11	16
LTM	9	9	11	13
CAP	7 (+7)	7 (+7)	10 (+10)	12 (+12)
ENELAM	6 (-1)	6 (-2)	8 (-2)	
CMPC	6	6 (-1)	8	
FORUS	6	6	8	
COLBUN	4 (-2)	5 (-1)	8 (-8)	
SALFACORP	4	5		
BESALCO	4	5		
CCU	2			
ENTEL	2			
ECL	2			
TOTAL	100	100	100	100

Fuente: Departamento de Estudios Security, Bloomberg.

Cartera recomendada Security Julio 2018

	Benchmark	Cartera Junio 2018	Cartera Recomendada	Diferencia (Sesgo, %)
Renta Variable	40,0%	42,5%	42,5%	2,5
Renta Fija	60,0%	57,5%	57,5%	-2,5
Total	100,0%	100,0%	100,0%	
Renta Variable Extranjera	80,0%	75,0%	75,0%	-5,0
Desarrollados	48,0%	45,5%	45,5%	-2,5
EE.UU.	28,0%	28,0%	30,5%	2,5
Europa	12,0%	12,0%	9,5%	-2,5
Japón	8,0%	5,5%	5,5%	-2,5
Emergentes	32,0%	29,5%	29,5%	-2,5
Asia Emergente	21,0%	23,5%	23,5%	2,5
Latinoamérica	6,0%	3,5%	3,5%	-2,5
EEMEA	5,0%	2,5%	2,5%	-2,5
Renta Variable Nacional	20,0%	25,0%	25,0%	5,0
Total Renta Variable	100,0%	100,0%	100,0%	0,0
Renta Fija Nacional	65,0%	65,0%	70,0%	5,0
Caja	5,0%	5,0%	7,5%	2,5
0 a 1 año CLP	2,5%	2,5%	2,5%	0,0
0 a 1 año UF	2,5%	2,5%	5,0%	2,5
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%	50,0%	52,5%	7,5
Renta Fija Extranjera	35,0%	35,0%	30,0%	-5,0
Desarrollados	20,0%	17,5%	15,0%	-5,0
Money Market	5,0%	5,0%	2,5%	-2,5
Investment Grade	7,5%	5,0%	5,0%	-2,5
High Yield	7,5%	7,5%	7,5%	0,0
Emergente	15,0%	17,5%	15,0%	0,0
USD	7,5%	10,0%	7,5%	0,0
Moneda Local	7,5%	7,5%	7,5%	0,0
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.
Subgerente de Estrategia
Global
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.