



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Diciembre 2018

ENTORNO GLOBAL:

Retorno a Neutral

ESCENARIO LOCAL:

Mayor Impulso Externo en 2019

MONEDAS:

Golpes Opuestos

RENTA FIJA INTERNACIONAL:

El Mercado No le Cree a la Fed

RENTA FIJA LOCAL:

Inflación Seguiría Bajo 3% Durante 2019

RENTA VARIABLE INTERNACIONAL:

Sin Grandes Apuestas

RENTA VARIABLE LOCAL:

Favorecemos Sectores Cíclicos y Exposición a Brasil

Antecedentes

•Aún recomendamos mantener cautela en la toma de riesgo. Aunque la menor tensión comercial es un factor positivo, no esperamos una resolución definitiva y rápida. Por otro lado, esperamos que la Fed suba las tasas en su reunión de diciembre y reafirme que seguiría con su ciclo, a diferencia de lo que hoy incorporan los precios. En el resto del mundo, existen fuentes de incertidumbre en México, Italia y Reino Unido.

•El dólar se mantuvo estable durante el mes, aunque con volatilidad y heterogeneidad a nivel bilateral. Monedas previamente castigadas tuvieron mejor desempeño, lo que confirma el fenómeno de fortalecimiento del dólar global no ha continuado. Esperamos un cierre de año en niveles similares al actual para el peso chileno, con una apreciación para 2019, aunque este escenario seguirá estando condicionado por la parte externa.

•En la renta variable internacional, recomendamos mantener una cartera balanceada entre desarrollados y emergentes, sin grandes apuestas en el cierre de año y a la espera de que algunos factores de riesgo, como la política monetaria y comercial estadounidense, se vayan dilucidando.

•En la renta fija internacional, el panorama actual de la curva soberana en EE.UU. es la de un fin del ciclo restrictivo de política monetaria. Nuestra expectativa es que faltan elementos para que eso se dé, y que en el cierre de año y la primera parte de 2019 podríamos ver un aumento en la curva base.

•En la renta fija local, el IPC total se mantendría bajo 3% durante 2019. Con bajos registros inflacionarios y la apreciación que esperamos para el tipo de cambio, las compensaciones inflacionarias de corto plazo se mantendrían acotadas por algunos meses, aunque las de más largo plazo, que responden al desempeño de la economía en el mediano plazo, se mantendrían en torno a 3%.

•En la renta variable local, continuamos privilegiando compañías ligadas a commodities, a la espera de una recuperación del precio de las materias primas. Aumentamos la exposición en Latam ante un panorama algo más estable para Brasil y expectativas de mayores eficiencias operacionales en la compañía.

Visiones por Clases de Activo – Diciembre 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 respecto al dólar.

Entorno Global: Retorno a Neutral

Tras un año de divergencia entre EE.UU. y el resto del mundo, tanto en materia de crecimiento como de precios financieros, en los últimos dos meses hemos visto una moderación de las diferencias, producto de lo que interpretamos como un *shock* negativo de crecimiento en el primero (Portafolios Security noviembre 2018), asociado en parte a la validación de un *peak* en materia de crecimiento, pero principalmente para expansión en las utilidades corporativas.

En ese contexto, nuestra expectativa era la de una reversión de los que consideramos una sobrerreacción a la baja en la bolsa estadounidense, lo que con volatilidad terminó dándose en el mes. Sin embargo, detrás del alza, que fue incluso mayor para los emergentes, estuvo la interpretación del mercado de una posible pausa en las alzas de tasas por parte de la Fed, así como el anuncio de un acuerdo temporal entre EE.UU. y China en términos de su política comercial. A través de distintos activos los movimientos son consistentes con las dos etapas: un comienzo de mes marcado por menor expectativa de crecimiento, que incluye bolsas y tasas a la baja (gráfico 1), seguido de la expectativa de política monetaria más restrictiva, también con menores tasas, pero bolsas al alza.

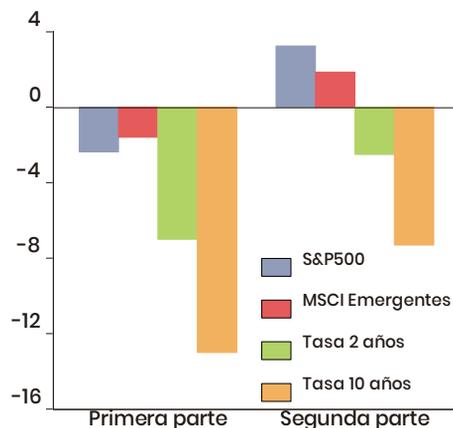
Para los próximos meses, **aún recomendamos mantener la cautela en la toma de riesgo**. Aunque la menor tensión comercial es un factor positivo, no esperamos una resolución definitiva y rápida. Por otro lado, esperamos que la Fed suba las tasas en su reunión del 18 y 19 de diciembre y, más importante, reafirme que seguiría con su ciclo, a diferencia de lo que hoy incorporan los precios (gráfico 2). En el resto del mundo, las señales del nuevo Presidente mexicano han ido acumulándose por el lado negativo, mientras que en la negociación por el presupuesto entre Italia y la Unión Europea y el voto del proyecto de salida de esta por parte del Reino Unido, existen fuentes de sorpresas en el corto plazo.

Por esto, **nuestra recomendación es llevar la renta variable a una posición neutral**. Dentro de esta, **proponemos un balance entre desarrollados y emergentes**, aunque en el primer grupo preferimos levemente EE.UU. sobre la Eurozona. **En la renta fija, mantenemos la preferencia por los *spreads***, tanto en términos de instrumentos corporativos locales como en la parte internacional, donde recomendamos subponderar el segmento con grado de inversión en EE.UU., los que tienen un *spread* bajo sobre una tasa de largo plazo que esperamos retome su alza (gráfico 3), al tiempo que preferimos sobreponderar los bonos corporativos en dólares latinoamericanos.

Aunque esperamos que los fundamentos de la economía global se mantengan sanos, crecimiento alto e inflación acotada, el deterioro de las expectativas podría continuar. En el corto plazo, existen fuentes de riesgo, por lo que creemos que ante mayor incertidumbre respecto al desempeño de los activos es conveniente reducir la exposición al riesgo, llevándola a una posición neutral, y bajar también el número y magnitud de las apuestas (bajar el *tracking error* de la cartera).

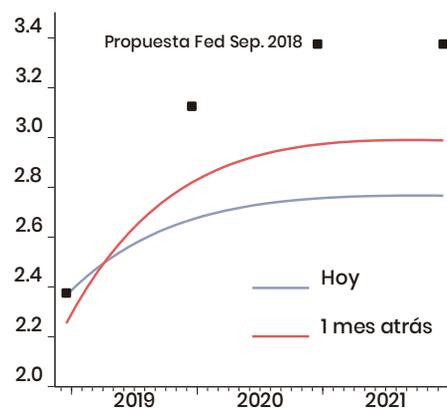
Anticipamos que 2019 será un año desafiante, aunque creemos que mejor que el actual. Así, también optamos por comenzar lo sin grandes desvíos respecto al *benchmark*, a la espera que al menos algunas de las fuentes de riesgo se vayan dilucidando.

GRÁFICO 1: CAMBIOS PRECIOS NOVIEMBRE



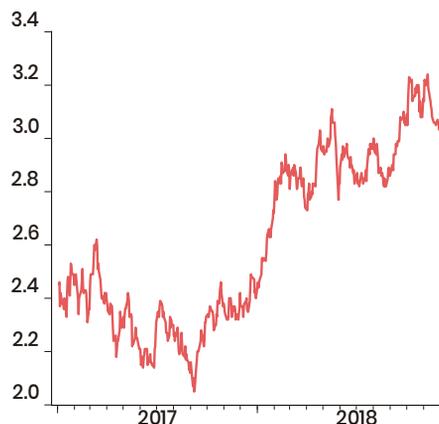
Fuente: Estudios Security. Cambio en bolsas expresado en porcentaje, para tasas en puntos base

GRÁFICO 2: TRAYECTORIA IMPLÍCITA TPM



Fuente: Fed y Estudios Security.

GRÁFICO 3: TASA 10 AÑOS EE.UU. (%)



Fuente: Fed y Estudios Security.

Escenario Local: Mayor Impulso Externo en 2019

Las Cuentas Nacionales del tercer trimestre mostraron que la actividad se moderó, incluso más de lo previsto unos meses atrás. Lo anterior, junto al menor impulso externo que hubo en 2018, ha impulsado una corrección a la baja en las perspectivas de crecimiento para 2019.

En el corto plazo las cifras de actividad del cuarto trimestre serían mejores que las del tercero, en línea con la evolución de los indicadores líderes (colocaciones bancarias, importaciones, dinero, etc), que llevarían a un alza del PIB de 3,5% en ese período. Con todo, el foco sigue estando en la evolución del panorama externo, el cual ha presentado una elevada volatilidad.

Nuestra visión para 2019 es más optimista. A nivel global se reflejaría en una moderación de los niveles de volatilidad y un mayor apetito por riesgo, que a su vez favorecerían al mundo emergente a través estabilidad o algo de debilidad del dólar, alzas en los precios de materias primas, y mayores entradas de capitales. Por esto, mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB en 2019 en 3,8%, en la parte alta de las expectativas de los analistas.

Monedas: Golpes Opuestos

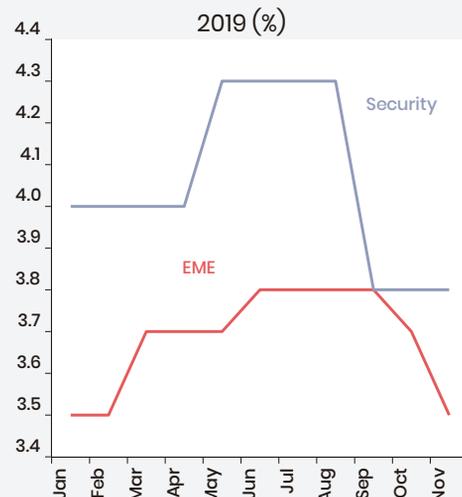
El dólar se mantuvo estable durante el mes, aunque siguió mostrando alta volatilidad y con heterogeneidad a nivel bilateral. En noviembre fueron monedas castigadas previamente las que tuvieron mejor desempeño (Sudáfrica, India y Chile), lo que confirma el fenómeno de fortalecimiento del dólar global no ha continuado.

Esto permite pensar que los riesgos cambiarios pasarían a ser más idiosincráticos, destacando noticias negativas en la Eurozona, con cifras de crecimiento aún débiles, la negociación presupuestaria entre Italia y la Unión Europea y el Brexit.

Aunque esperamos que estos temas se terminen resolviendo de manera favorable, no anticipamos un fortalecimiento importante en las respectivas monedas. Así, para los próximos meses esperamos mayor estabilidad en el dólar respecto a este año, aunque manteniendo la mayor sensibilidad a noticias asociadas a la política monetaria en EE.UU., a su relación con China, así como a la evolución de la actividad en este último.

Para el peso chileno, esperamos un cierre de año en niveles similares al actual. Para 2019, mantenemos la expectativa de un tipo de cambio algo más apreciado (hasta \$640 a fin de año), aunque este escenario seguirá estando condicionado por la parte externa.

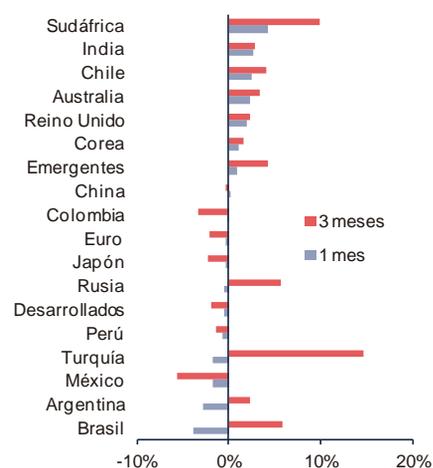
EXPECTATIVA PARA LA VARIACIÓN DEL PIB



Fuente: Estudios Security, Banco Central.

EME: Encuesta Mensual Expectativas Económicas.

MONEDAS RESPECTO AL DÓLAR (VAR. %)*



Fuente: Estudios Security.

* Un alza en el índice representa una apreciación de la moneda respecto al dólar.

Renta Fija Internacional: El Mercado No le Cree a la Fed

La tendencia del mes pasado se profundizó, y las tasas base en EE.UU. incorporan hoy una expectativa de menor crecimiento y una política monetaria menos restrictiva de lo que su banco central ha dicho que planea llevar adelante.

Otro cambio importante fue el aumento de los *spreads*, particularmente en el segmento *High Yield*, en parte debido a la caída del petróleo. En Latinoamérica, los movimientos fueron acotados con la excepción de México, donde las señales del Presidente López-Obrador han sido interpretadas como negativas y ponen mayor riesgo en la situación fiscal.

En EE.UU., el panorama actual de la curva soberana es la de un fin cercano del ciclo de alzas en la tasa de política monetaria. Nuestra expectativa es que aún faltan elementos para que eso se dé, especialmente en el primer trimestre de 2019 y que podríamos ver un aumento en la curva base en la medida que la Fed mantenga su discurso de alzas adicionales.

Esperamos alzas graduales en la tasa de diez años en EE.UU., hacia niveles en torno a 3,5% al cierre de 2019. Por esto, recomendamos subponderar el segmento *Investment Grade*, con bajo spread y sensible al alza en las tasas de más largo plazo. Respecto a los spreads en la región, el balance estará entre la expectativa favorable para Brasil y la adversa para México, aunque en el margen esperamos un desempeño favorable, lo que justifica la recomendación de sobreponderarlos.

Renta Fija Local: Inflación Seguiría Bajo 3% Durante 2019

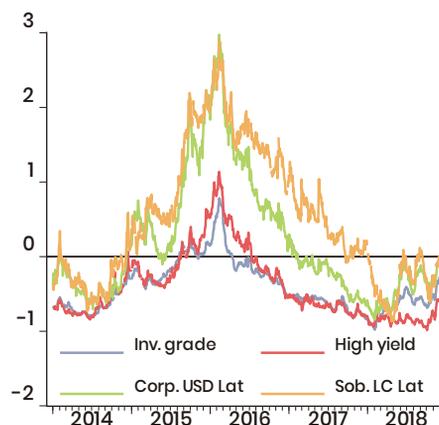
La inflación se ha mantenido fluctuando en la parte baja del rango meta, y solo el alza de más de 10% en los combustibles y alimentos la acercó al 3%. De hecho, el IPCSAE (sin alimentos ni energía) sigue en torno a 2%.

Las razones detrás de este desempeño tienen relación con una economía que tuvo una moderación prolongada por debajo del potencial, ampliando las brechas de capacidad, lo que a su vez acota la variación del IPC no transable. En tanto, la variación interanual del tipo de cambio fue negativa durante toda la primera parte del año conteniendo el componente transable de la inflación, y sólo se aceleró en el tercer trimestre con la depreciación del peso.

Mirando hacia 2019, prevemos que la parte no transable del IPC seguiría acelerando gradualmente consistente con holguras de capacidad que cerrarían parcialmente a lo largo del año, mientras que el componente transable presentaría una mantención en el ritmo de variación interanual debido a que el alza que esperamos en los precios externos sería compensada por la apreciación que estimamos en el peso. De esta forma, **el IPC total se mantendría bajo 3% durante 2019.**

En nuestro escenario de bajos registros inflacionarios y de apreciación del tipo de cambio, las compensaciones inflacionarias de corto plazo se mantendrían acotadas (bajo 3%) por algunos meses, aunque las de más largo plazo, que responden al desempeño de la economía en el mediano plazo, se mantendrían en torno a 3%.

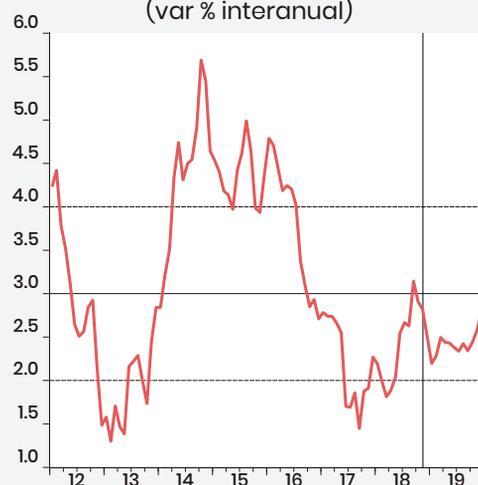
SPREADS DE RIESGO
(desv. Estándar del promedio)



Fuente: Estudios Security.

Nota: Cada serie muestra el desvío del promedio histórico desde 2007, expresado en desviaciones estándar. Spread soberanos en moneda local calculado como la diferencia entre el yield del índice GBI Broad Diversified Latam y la tasa de 10 años de EE.UU.

IPC EFECTIVO Y ESPERADO
(var % interanual)



Fuente: INE y Estudios Security.

Cifras de noviembre en adelante corresponden a estimación propia.

Renta Variable Internacional: Sin Grandes Apuestas

Los mercados accionarios han capturado de manera más o menos transversal la percepción más favorable para la toma de riesgo, proveniente de la expectativa de políticas monetaria y comercial menos restrictivas.

Pensando en el cierre de 2018, vemos más fuentes de riesgo para las bolsas en general que para regiones específicas, destacando una validación del escenario por parte de la Fed, lo que supone tasas más altas que lo que incorporan los precios e incertidumbre en Europa y su relación tanto con Italia como con Reino Unido

Por esto, recomendamos no tener grandes apuestas en términos de sesgos dentro de la renta variable. Aunque esto se justifica más por un balance de riesgo favorable al primero, en términos de actividad y nuestras expectativas para esta.

En términos generales, recomendamos mantener una cartera balanceada entre desarrollados y emergentes, sin grandes apuestas en el cierre de año y a la espera de que algunos factores de riesgo, como la política monetaria y comercial estadounidense, se vayan dilucidando.

Renta Variable Local: Favorecemos Sectores Cíclicos y Exposición a Brasil

Durante el mes, el IPSA tuvo una caída de -0,95%, compensada por la apreciación del peso, que resultó en un aumento de 0,67% en dólares. Las compañías ligadas a *commodities* se vieron fuertemente golpeadas ante la caída de los precios de estas, factor que estimamos que se revertiría. El sector retail se vio afectado por débiles resultados en las operaciones locales. Dentro de las compañías con mejores retornos destacan las con exposición a Brasil que continúan mostrando signos de recuperación.

Las compañías locales continúan transando con un descuento en torno a un 10% tanto con respecto a sus múltiplos históricos como a los de la región. Pese a que el reporte de resultados mostró una moderación respecto del primer semestre, con un crecimiento de 5,3% en EBITDA para la muestra, al avance exacerbó el descuento de los ratios. Sin embargo, en el corto plazo no vemos gatillantes para cerrar este descuento.

Continuamos privilegiando compañías ligadas a *commodities*, a la espera de una recuperación del precio de las materias primas. Aumentamos la exposición en Latam ante un panorama algo más estable para Brasil y expectativas de mayores eficiencias operacionales en la compañía.

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$ (variación %)

Al	3 de diciembre de 2018	2018	1m	3m	6m	12m
Total Mundo		-3.0	1.5	-3.1	-3.0	-1.3
Países Desarrollados		-1.8	1.5	-3.5	-2.0	-0.2
Estados Unidos		4.3	2.4	-3.2	1.7	5.6
Eurozona		-13.2	-0.9	-6.6	-10.4	-13.0
Reino Unido		-13.5	-2.1	-4.9	-12.2	-8.9
Japón		-7.2	1.1	-2.0	-6.1	-5.6
Asia ex Japón*		-9.5	1.8	-0.5	-7.1	-6.4
Países Emergentes		-12.2	2.0	0.8	-10.0	-9.4
Asia Emergente		-12.5	2.7	-1.6	-12.4	-10.1
China		-13.2	3.2	2.1	-16.5	-10.6
India		-9.4	6.2	-3.6	-3.0	-4.2
América Latina		-6.6	-3.0	8.5	2.8	-4.0
Brasil		0.1	-2.2	24.4	13.1	1.9
Chile (MSCI)		-16.7	3.3	2.5	-11.9	-3.7
Chile (IPSA US\$)		-14.9	4.9	2.9	-5.2	-0.5
M.Oriente/Africa/Europa		-15.1	3.1	6.2	-7.1	-9.5

Fuente: MSCI y Estudios Security.

* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

CARTERA ACCIONARIA TÁCTIVA

AES Gener	CMPC
BSantander	LTM
CAP	SQM-B

*Esta cartera asigna la misma ponderación a cada acción.

CARTERA ACCIONARIA FUNDAMENTAL

SQM-B	15%	COPEC	7%
Bsantander	13%	Enelam	6%
CMPC	12%	Salfacorp	6%
CAP	11%	Mallplaza	5%
LTM	9%	Sonda	5%
AES Gener	7%	Falabella	4%

Visión Activos Estudios Security Diciembre 2018

	Benchmark	Cartera Diciembre	Cartera anterior
Renta Variable	40%		
Renta Fija	60%		
Renta Variable Extranjera	80%		
Desarrollados	48%		
EE.UU.	28%		
Europa	12%		
Japón	8%		
Emergentes	32%		
Asia Emergente	21%		
Latinoamérica	6%		
EEMEA	5%		
Renta Variable Nacional	20%		
Renta Fija Nacional	65%		
Caja	5%		
0 a 1 año CLP	2.5%		
0 a 1 año UF	2.5%		
Gobierno Nominal	7.5%		
1 a 3 años	5%		
Más de 3 años	2.5%		
Gobierno UF	7.5%		
1 a 3 años	5%		
Más de 3 años	2.5%		
Corporativos	45%		
Renta Fija Extranjera	35%		
Desarrollados	20%		
Money Market	5%		
Investment Grade	7.5%		
High Yield	7.5%		
Emergente	15%		
Corporativos USD	7.5%		
Soberanos moneda local	7.5%		



DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

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

César Guzmán B.
Gerente de Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Constanza Pérez S.
Subgerente de Estudios
Renta Variable
constanza.perez@security.cl

Paulina Barahona N.
Analista Senior de Inversiones
paulina.barahona@security.cl

Jorge Cariola G.
Subgerente de Estrategia
Global
jorge.cariola@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

Sebastián Barrios S.
Analista de Inversiones
sebastian.barrios@security.cl

Magdalena de Ramón C.
Analista Renta Fija Internacional
magdalena.deramon@security.cl

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

Aldo Lema N.
Economista Asociado
aldo.lema@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://www.instagram.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.