



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios
Enero 2019

ENTORNO GLOBAL:

2019 Sería Mejor Año Para Emergentes

ESCENARIO LOCAL:

Visión Optimista por un Mundo Mejor

MONEDAS:

Dólar No se Apreciaría Como en 2018

RENTA FIJA INTERNACIONAL:

Tasas en EE.UU. Retomarían Alzas

RENTA FIJA LOCAL:

Compensaciones Inflacionarias en Niveles Muy Bajos

RENTA VARIABLE INTERNACIONAL:

Un Mundo Mejor, Pero Volátil

RENTA VARIABLE LOCAL:

Moderamos Sector *Commodities*, Manteniendo Exposición a Brasil

Resumen

•Nuestro escenario base para 2019 incluye un crecimiento global algo menor a 2018, aunque más balanceado entre regiones. En este contexto, esperamos un año favorable para los activos en el mundo emergente, aunque la alta volatilidad en los precios de activos se mantendría. Mantenemos un balance entre renta variable y fija, aunque prefiriendo emergentes dentro de cada clase de activo.

•Un crecimiento más balanceado apoyaría un dólar global más estable, lo que ayudaría al mundo emergentes a tener condiciones externas menos restrictivas. El gran riesgo es una desaceleración más profunda en EE.UU. que lleve a búsqueda de refugio en el dólar. Esperamos que el buen desempeño de la economía local, con tasas al alza, complementen un mejor panorama externo para llevar a un fortalecimiento del peso.

•En la renta variable internacional, seguimos recomendando una cartera balanceada, aunque preferimos levemente los mercados emergentes, a través de Asia, y en desmedro de la Eurozona. Mantenemos una posición neutral en EE.UU. a la espera de más información sobre cómo se define el balance de riesgos interno.

•En la renta fija internacional, mantenemos la expectativa de alzas en las tasas de largo plazo en EE.UU., por lo que recomendamos subponderar el segmento *Investment Grade* de este país. Sobreponderamos los instrumentos corporativos latinoamericanos en dólares, con espacios para un buen desempeño en un mejor contexto global.

•En la renta fija local, las compensaciones inflacionarias han caído en todos los plazos, arrastradas por la baja en los precios de los combustibles. Sin embargo, a nuestro juicio la baja en las de más largo plazo parece exagerada, lo que abre una oportunidad de compra.

•En la renta variable local, moderamos nuestra exposición al sector *commodities* a través de CMPC y aumentamos la ponderación de Sonda ante las mejores perspectivas para Brasil y a la espera de un resultado operacional favorable en el corto plazo.

Visiones por Clases de Activo – Enero 2019

	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: 2019 Sería Mejor Año Para Emergentes

Durante 2018 el mundo creció de manera similar al año previo, aunque con un fuerte rebalanceo favorable a EE.UU. La principal consecuencia de esto fue un fortalecimiento del dólar global (gráfico 1), que se combinó con alzas sucesivas de la tasa de política monetaria por parte de la Fed para llevar a condiciones financieras globales más restrictivas. En la primera parte del año, esto afectó fuertemente al mundo emergente, aunque no a EE.UU., que crecía por sobre su potencial, con empresas beneficiándose de la rebaja de impuestos.

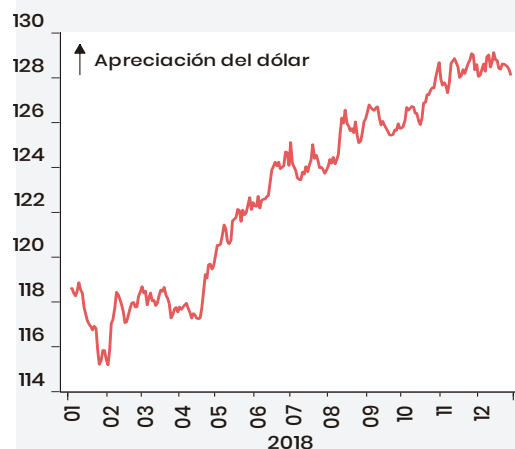
La mala noticia es que **en el cierre de año EE.UU. se re-acopló con el resto del mundo** (gráfico 2). Lo que formaba parte de nuestro escenario de riesgo se dio rápidamente en los últimos meses a través de cambios en los precios consistentes con la expectativa de una desaceleración de la economía (Portafolios Security diciembre 2018). En este contexto, el mercado comenzó a anticipar el fin del ciclo de alzas en la tasa de referencia de la política monetaria (Correo Security 17 de diciembre).

Nuestro escenario base para 2019 incluye un crecimiento global algo menor a 2018, aunque más balanceado entre regiones (Correo Security 11 de diciembre). Esperamos que esto contribuya a mayor estabilidad en el dólar global. Consistente con esto, **este año sería más favorable para los activos en el mundo emergente, aunque esperamos que la mayor incertidumbre en la economía siga contribuyendo a la alta volatilidad en los retornos** (gráfico 3).

Para EE.UU. en particular, anticipamos una desaceleración importante en materia de crecimiento, pero no una recesión. Esto se justificaría por una política fiscal menos expansiva y el efecto rezagado de las condiciones financieras más restrictivas de 2018. Sin embargo, en el corto plazo existen factores de riesgo, principalmente asociados a la próxima entrega de resultados corporativos -que anteriormente trajo malas noticias sobre las perspectivas de las empresas- (Portafolios Security noviembre 2018) y a la discusión en torno al cierre parcial del gobierno. Así, **recomendamos llevar la bolsa estadounidense a una posición neutral**.

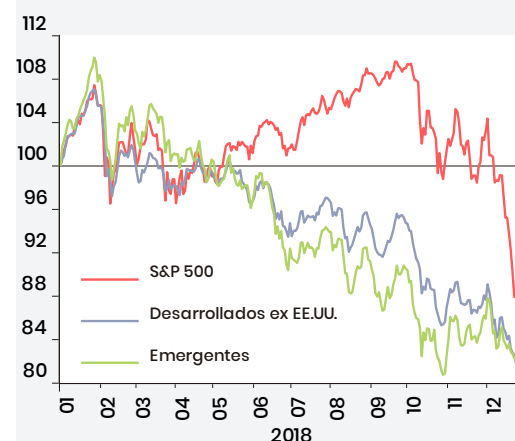
Donde esperamos mejores noticias es **en la relación con China**. Tras la "tregua" que duraría hasta marzo, las autoridades ya han mencionado que se reunirían próximamente. **Debido a que los precios de mercado ya incorporarían un escenario negativo, creemos que avances en torno a un acuerdo que incluya no poner tarifas adicionales** (aunque no esperamos el retiro de las que ya están en vigencia) **podrían ayudar a la recuperación de Asia emergente, por lo que recomendamos sobreponderar la región**.

GRÁFICO 1: DÓLAR GLOBAL



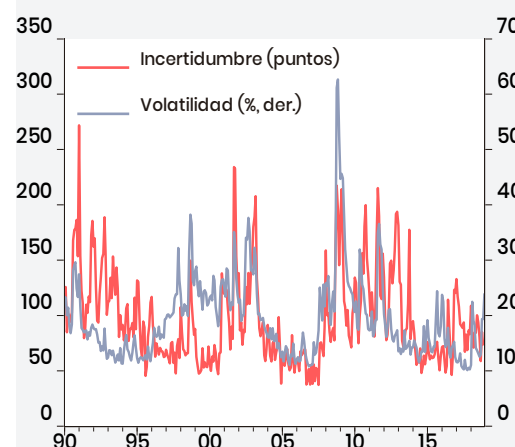
Fuente: Fed y Estudios Security.

GRÁFICO 2: BOLSAS EN USD (1 DE ENERO=100)



Fuente: Estudios Security.

GRÁFICO 3: INCERTIDUMBRE Y VOLATILIDAD



Fuente: policyuncertainty y Estudios Security.

Esto en desmedro de **la Eurozona**, donde pese a los avances respecto a la situación de Italia y su proyecto de presupuesto (lo que se ha reflejado en el spread soberano respecto a Alemania, gráfico 4), no vemos señales que apunten a una recuperación sostenida: **la política monetaria no se volvería más expansiva, la parte fiscal aportará poco y el impulso externo no debiera cambiar demasiado**. Si a eso se suma la incertidumbre en torno al Brexit y las elecciones del Parlamento Europeo en mayo, **recomendamos subponderar la renta variable europea** dentro del portafolio.

Dentro de la renta fija, mantenemos una leve preferencia por la parte local. Niveles de tipo de cambio como los actuales (en torno \$700 por dólar) se ubican levemente sobre lo que consideramos el valor consistente con las condiciones externas, por lo que esperamos algún fortalecimiento en la medida que estas mejoren.

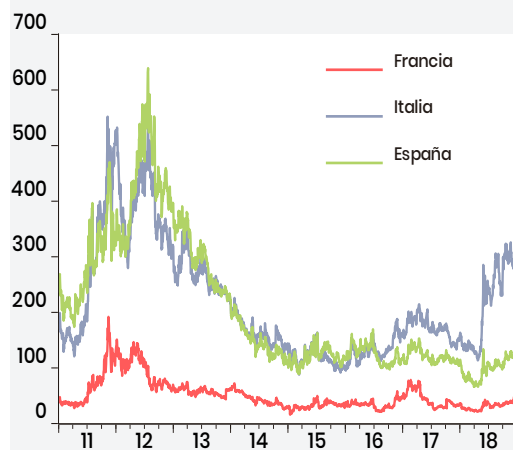
En la renta fija internacional, nuestro escenario de más alzas por parte de la Fed de lo que incorporan los precios, sumado al proceso de reducción del tamaño de su hoja de balance y al aumento del déficit fiscal, **debiera apoyar alzas en las tasas de interés de más largo plazo**, revirtiendo al menos parte de la fuerte caída que tuvieron (gráfico 5).

Por esto, **mantenemos la recomendación de subponderar el segmento de menor riesgo en EE.UU.** (*Investment Grade*), que tiene niveles de *spread* bajos por sobre la tasa base, lo que hace que en un contexto de alzas de esta tenga mal desempeño (al contrario de lo que ocurrió en diciembre).

También **mantenemos la sobreponderación de los bonos corporativos de empresas de Latinoamérica** (en dólares y también a nivel local), que tienen mayor capacidad de absorber alzas en la tasa base, en la medida que esta no se produzca por mayores expectativas de inflación que aumenten la percepción de riesgo. Además, estos instrumentos aparecen bien posicionados para capturar nuestro escenario más optimista, pero al mismo tiempo podrían ir mitigando parcialmente (respecto a una exposición en moneda local) el riesgo de una nueva apreciación del dólar global.

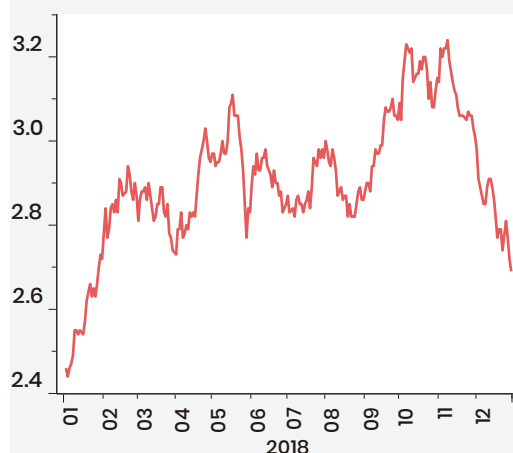
En el agregado, **el portafolio tiene una toma de riesgo relativamente baja, con algunas apuestas favorables a emergentes, pero concentradas en segmentos que históricamente han sido menos volátiles dentro de los grupos más riesgosos**, como Asia emergente en la renta variable (comparado con Latinoamérica y EMEA, gráfico 6) y la renta fija corporativa en dólares.

GRÁFICO 4: SPREAD RESPECTO A ALEMANIA (PUNTOS BASE)



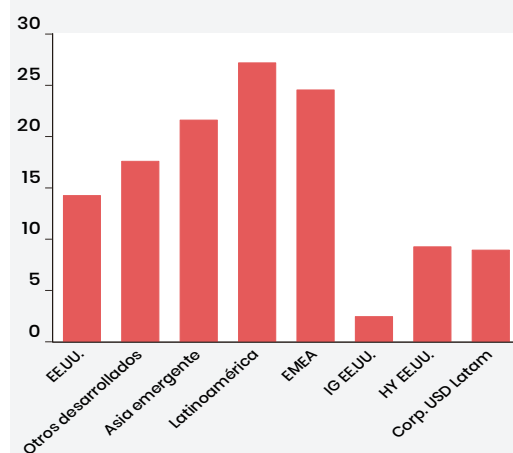
Fuente: Estudios Security

GRÁFICO 5: TASA 10 AÑOS EE.UU. (%)



Fuente: Fed y Estudios Security.

GRÁFICO 6: VOLATILIDAD ACTIVOS (%)



Fuente: Estudios Security.

Nota: Volatilidad anualizada de retorno mensual para el período 2010-2018.

Monedas: Dólar No se Apreciaría Como en 2018

Las cifras económicas del cierre del año pasado apuntan a que en el cuarto trimestre el PIB habría tenido un desempeño mejor que en el tercero, tanto en su medición interanual como en el margen, es decir trimestre contra trimestre previo desestacionalizado (gráfico).

A su vez, la trayectoria de algunos indicadores líderes (colocaciones bancarias, importaciones), nos llevan a estimar que el buen desempeño de la actividad se prolongaría al primer trimestre de este año. Para el resto de 2019, el resultado estará muy ligado a la evolución del panorama externo, el cual ha presentado una elevada volatilidad.

No obstante, nuestra visión es 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 (lo que a su vez traería una mejora de los términos de intercambio), 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.

Escenario Local: Visión Optimista por un Mundo Mejor

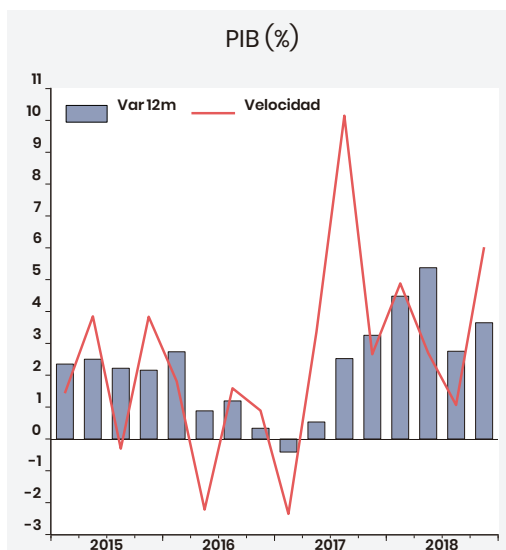
El dólar global sirve de medida de rebalanceo entre las perspectivas de crecimiento de EE.UU. respecto al resto del mundo. En este contexto, esperamos que 2019 muestre mayor estabilidad que el año pasado, de la mano de un crecimiento más balanceado entre regiones.

Apoyando esto, la menor divergencia entre la política monetaria de la Fed y el resto del mundo desarrollado, a su vez ayudaría a los emergentes a tener condiciones externas menos restrictivas.

El principal riesgo es que una desaceleración más profunda en EE.UU. lleve a un escenario opuesto a 2018 en términos macro, pero con una consecuencia similar en la apreciación del dólar, esta vez como búsqueda de refugio.

En términos bilaterales, factores locales ayudarán a determinar las paridades que se beneficiarán y las que no. Para el euro, anticipamos un fortalecimiento moderado, aunque con riesgos asociados a la parte política, ya sea en lo que ocurra con Italia o las elecciones de mayo.

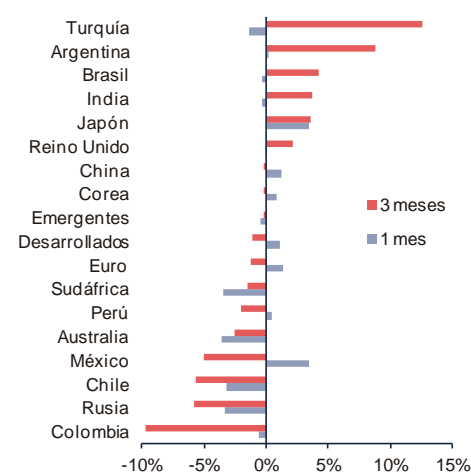
Para el peso chileno, esperamos que un buen desempeño de la economía y un Banco Central que continuaría con alzas graduales en la TPM complementen un mejor panorama externo para llevar a un fortalecimiento del peso, el que estimamos avanzaría hacia niveles en torno a \$640 por dólar.



Fuente: Estudios Security, Banco Central.

Cifras del cuarto trimestre corresponden a estimaciones propias.

MONEDAS RESPECTO AL DÓLAR (VAR. %)*



Fuente: Estudios Security.

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

Renta Fija Local: Compensaciones Inflacionarias en Niveles Muy Bajos

La mayor percepción de riesgo del último trimestre en los mercados estadounidenses llevó a una caída en las tasas soberanas de largo plazo. La búsqueda de refugio llevó a un buen desempeño del segmento de menor riesgo (*Investment Grade*) y a una ampliación en los *spreads* del grupo *High Yield*, en el que además las empresas del sector petrolero tienen una fuerte presencia. Esperamos que las tasas de largo plazo en EE.UU. retomen el alza, lo que esperamos revierta parcialmente el buen desempeño del *Investment Grade*.

Al mismo tiempo, los *spreads* corporativos en Latinoamérica se ampliaron en el margen, aunque la caída en la tasa base fue mayor, lo que ha llevado a un buen desempeño. En nuestro escenario base serían las dinámicas locales el principal factor en la evolución de los *spreads*, por lo que recomendamos sobreponderar los instrumentos corporativos en dólares de empresas latinoamericanas.

Mantenemos la expectativa de alzas en las tasas de largo plazo en EE.UU., por lo que recomendamos subponderar el segmento *Investment Grade*, con bajo *spread* y sensible a los aumentos en las tasas base. Sobreponderamos los instrumentos corporativos latinoamericanos en dólares, con espacios para mejoras en un mejor contexto global.

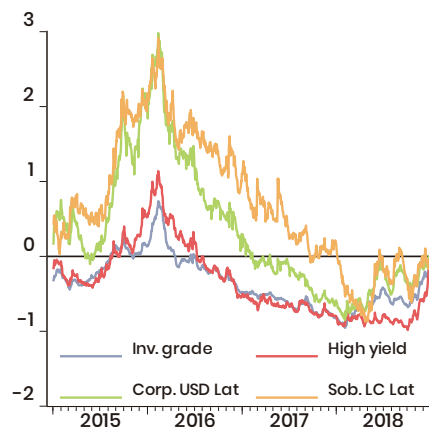
Renta Fija Internacional: Tasas en EE.UU. Retomarían Alzas

La fuerte caída en los combustibles a nivel global durante el último trimestre de 2018 gatilló una significativa moderación en las expectativas de inflación a todos los plazos (gráfico). Si bien una baja del precio del petróleo y sus derivados tiene un efecto en los registros de inflación en el corto plazo, lo que justifica la caída en las expectativas en ese período, a nuestro juicio la disminución de las de mediano y largo plazo parece exagerada.

Más aun considerando que en nuestro escenario el PIB seguiría creciendo por sobre el de tendencia, por lo que las holguras de capacidad continuarían cerrándose gradualmente lo que a su vez impulsaría una aceleración paulatina de la variación interanual del componente no transable del IPC.

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, deberían retornar al 3%, lo que abre una oportunidad de compra.

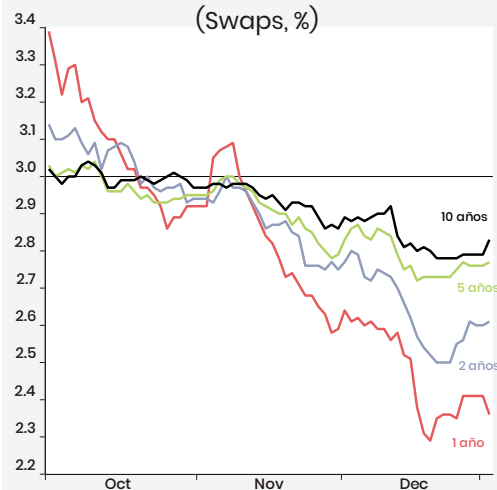
SPREADS DE RIESGO
(desv. Estándar del promedio)



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.

COMPENSACIONES INFLACIONARIAS
(Swaps, %)



Fuente: Estudios Security.

Renta Variable Internacional: Un Mundo Mejor, Pero Volátil

En los últimos meses los mercados emergentes han tenido mejor desempeño que los desarrollados y en particular que EE.UU., donde la percepción de riesgo ha aumentado.

Esperamos que 2019 sea un mejor año en términos de retorno. Los factores de política (fiscal y monetaria) en EE.UU. no debieran seguir apoyando el fortalecimiento del dólar, lo que a su vez permitiría que el resto del mundo si pueda ser algo más expansivo en su política. Así, anticipamos que el año sería más favorable, aunque la volatilidad seguirá presente y será necesario monitorearla de manera constante.

Recomendamos mantener pocas apuestas, destacando la subponderación de la Eurozona, donde vemos menos factores favorables que compensen los riesgos. Por el contrario, sobreponderamos Asia emergente, que típicamente es más defensivo dentro de este grupo y esperamos buenas noticias respecto a las negociaciones comerciales entre China y EE.UU., aunque la transición, como ha sido recurrente, podría traer sorpresas tanto buenas como negativas.

En términos generales, seguimos recomendando una cartera balanceada, aunque preferimos levemente los mercados emergentes, a través de Asia y en desmedro de la Eurozona. Mantenemos una posición neutral en EE.UU. a la espera de tener más información sobre cómo se define el balance de riesgos interno.

Renta Variable Local: Moderamos Sector Commodities, Manteniendo Exposición a Brasil

Durante el mes, el IPSA se mantuvo relativamente estable en moneda local, aunque tuvo una caída de -4,3% en dólares producto de la depreciación del peso. Las compañías ligadas a *commodities* se vieron golpeadas por el escenario de mayor volatilidad, caída de los precios de materias primas y una menor apetito por riesgo a nivel global. Por su parte, compañías con mayor exposición regional mostraron un buen desempeño, en línea con las expectativas favorables para Brasil.

A nivel local, las cifras sectoriales de noviembre ratificaron una aceleración en el crecimiento de la actividad para el cuarto trimestre que se sostendría en la primera mitad de 2019.

Las compañías locales continúan transando con un descuento en torno a un 10% respecto a sus múltiplos históricos y en términos relativos a la región. Pese a que la temporada de resultados debiera continuar la tónica de moderación en el ritmo de expansión exhibida el ultimo trimestre, las valuaciones en general se ven castigadas. Sin embargo, en el corto plazo vemos un ambiente de mayor volatilidad y ausencia de gatillantes que contribuyan a cerrar este descuento.

Moderamos nuestra exposición a *commodities* a través de CMPC, ante un panorama mas deteriorado para celulosa. Aumentamos la ponderación de Sonda ante un panorama marginalmente positivo para Brasil y a la espera de un resultado operacional favorable en el corto plazo.

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$ (variación %)

AI	31 de diciembre de 2018	2018	1m	3m	6m	12m
Total Mundo		-11.2	-7.2	-13.1	-11.1	-11.2
Países Desarrollados		-10.4	-7.7	-13.7	-10.7	-10.4
Estados Unidos		-6.3	-9.2	-14.1	-8.6	-6.3
Eurozona		-18.8	-5.1	-14.3	-16.2	-18.8
Reino Unido		-17.7	-10.1	-12.5	-16.4	-17.7
Japón		-15.2	-7.4	-15.0	-14.2	-15.2
Asia ex Japón*		-13.8	-2.1	-8.6	-11.4	-13.8
Países Emergentes		-16.6	-2.9	-7.8	-14.6	-16.6
Asia Emergente		-17.3	-3.4	-9.6	-17.2	-17.2
China		-20.5	-6.1	-10.8	-23.6	-20.5
India		-8.5	0.1	2.5	-2.1	-7.7
América Latina		-9.3	-1.3	-0.4	-0.1	-9.3
Brasil		-3.9	-2.5	12.4	8.6	-3.9
Chile (MSCI)		-21.0	-3.8	-8.9	-16.5	-21.0
Chile (S&P/CLX US\$)		-18.6	-3.3	-8.4	-9.3	-18.6
M.Oriente/Africa/Europa		-18.8	-1.8	-4.6	-11.1	-18.8

Fuente: MSCI y Estudios Security.

* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

CARTERA ACCIONARIA TÁCTICA

AES Gener	LTM
BSantander	Sonda
CAP	SQM-B

*Esta cartera asigna la misma ponderación a cada acción.

CARTERA ACCIONARIA FUNDAMENTAL

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

Visión Activos Estudios Security Enero 2019

	Benchmark	Cartera Enero	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 Renta Variable
constanza.perez@security.cl

Paulina Barahona N.
Subgerente de Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

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

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

Gonzalo Sandoval I.
Analista de Inversiones
gonzalo.sandoval@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.