



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Febrero 2019

ENTORNO GLOBAL:

Un Buen Comienzo, Pero con Riesgos en el Corto Plazo

ESCENARIO LOCAL:

Mejoría Externa Se Mantendría en 2019

MONEDAS:

Emergentes se Fortalecen

RENTA FIJA INTERNACIONAL:

A Mitad de Camino entre Refugio y Toma de Riesgo

RENTA FIJA LOCAL:

Todavía hay Espacio Para Caída en las Tasas Reales

RENTA VARIABLE INTERNACIONAL:

Ganancias Transversales

RENTA VARIABLE LOCAL:

Moderamos Sector *Commodities*, Buscando Perfil Más Defensivo

Resumen

•El buen desempeño de los activos de riesgo estuvo explicado en parte por una recuperación desde niveles pesimistas, apoyado por un tono menos restrictivo de la Fed y una moderación en la desaceleración china. Mantenemos un leve sesgo favorable a los activos emergentes, a través de los instrumentos corporativos en dólares por sobre el segmento *Investment Grade* estadounidense.

•Un crecimiento más balanceado entre EE.UU. y el resto del mundo apoyaría un dólar más estable, dejando las dinámicas internas como el catalizador de diferenciación a nivel bilateral. Para el peso chileno, en el corto plazo no anticipamos un fortalecimiento adicional similar al de comienzo de año. A mediano plazo esperamos un peso más apreciado, que llegaría a \$640 por dólar al cierre de 2019.

•En la renta variable internacional, actualmente los precios de mercado incorporan un escenario algo mejor para la actividad global, pero existen factores de corto plazo que nos llevan a recomendar mantener balance entre regiones. Dentro de estos destaca el fin de la “tregua” comercial entre EE.UU. y China.

•En la renta fija internacional, las nuevas señales de la Fed nos llevan a anticipar alzas muy graduales en las tasas en dólares. Como estas no se deberían a sorpresas inflacionarias, no esperamos una fuerte ampliación de *spreads*, por lo que mantenemos la apuesta favorable a mercados emergentes en el segmento corporativo.

•En la renta fija local, las tasas nominales deberían permanecer relativamente estables, mientras que los rendimientos en UF tienen espacio para caídas adicionales, ya que un ambiente de mayor dinamismo económico seguiría impulsando al alza las expectativas de inflación, especialmente las de mediano plazo.

•En la renta variable local, moderamos nuestra exposición a *commodities* y aumentamos la exposición a *Mall Plaza* en busca de un perfil más defensivo y de aprovechar la buena dinámica de resultados que presentaría. En el sector eléctrico eliminamos AES Gener ante un *upside* potencial moderado luego del buen desempeño registrado los últimos meses.

Visiones por Clases de Activo – Febrero 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: Un Buen Comienzo, Pero con Riesgos en el Corto Plazo

El buen desempeño de los activos de riesgo durante de enero estuvo explicado en parte por una recuperación desde niveles pesimistas al cierre de 2018, lo que fue reforzado por tres elementos. El primero fue la “tregua” en la relación comercial acordada entre EE.UU. y China, que pospuso la aplicación de el último tramo de tarifas por parte del primero y que ha mostrado algunos avances, aunque aún ninguno sustancial.

Segundo, la moderación en el tono de la Fed para la política monetaria estadounidense, que comenzó en la reunión de diciembre, pero que fue profundizado durante el mes y en la junta de la semana pasada a través de la flexibilidad para el proceso de reducción del tamaño de la hoja de balance. Todo esto se ha reflejado en las tasas de interés (grafico 1) y nos deja esperando un alza en la TPM en 2019, menos que las que anticipamos previo a la reunión de diciembre (Correo Security 17 de diciembre).

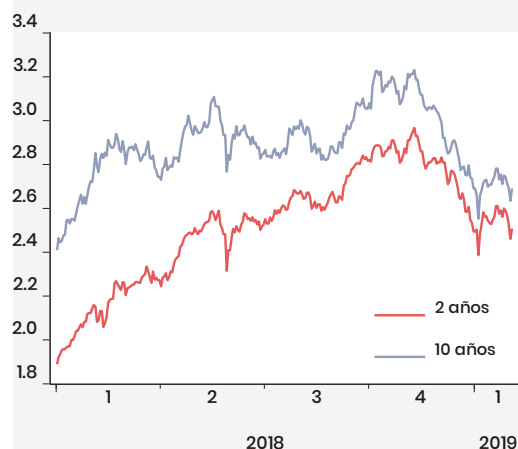
Finalmente, las medidas de estímulo aplicadas en China han ayudado a moderar la desaceleración. La combinación de estos eventos fue favorable para los mercados emergentes y permite pensar en un buen desempeño, en línea con un dólar global más estable (gráfico 2). Por esto mantenemos un leve sesgo favorable a los activos emergentes, a través de la renta fija, donde preferimos los instrumentos corporativos denominados en dólares por sobre el segmento *Investment Grade* estadounidense.

Esto porque, aunque el escenario es constructivo, existen riesgos en el corto plazo. En el plano macroeconómico destaca la situación de la Eurozona, que ha visto sus indicadores de actividad continuar deteriorándose (gráfico 3), lo que llevó al Banco Central Europeo a modificar su escenario de riesgos desde neutral a uno a la baja y ha mantenido al euro al margen de las ganancias de las monedas respecto al dólar.

El 1 de marzo termina el periodo de “tregua” entre EE.UU. y China, por lo que veremos anuncios a medida que las negociaciones avanzan. Por otro lado, el 17 de febrero el Departamento de Comercio estadounidense debe pronunciarse sobre potenciales tarifas sobre la importación de autos europeos. Aunque poco probable, en caso de ocurrir sería un evento que estimamos muy negativo para crecimiento de la Eurozona (particularmente Alemania), así como para la percepción de riesgo en general.

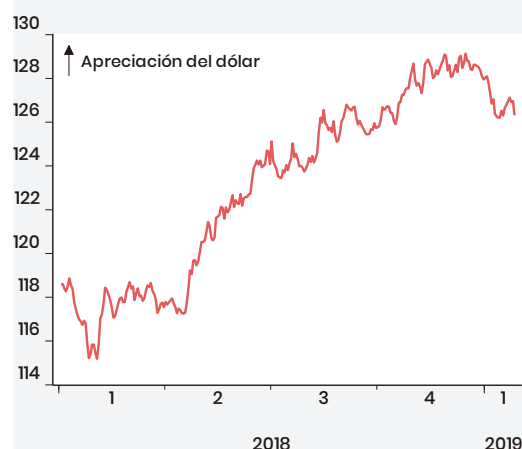
En resumen, el portafolio propuesto tiene pocas apuestas, debido a que creemos existen factores de corto plazo que podrían moderar parcialmente las ganancias de enero. A la espera que estos riesgos se vayan dilucidando, mantenemos una posición neutral entre acciones y renta fija, así como en la exposición al dólar de la cartera.

GRÁFICO 1: TASAS EE.UU. (%)



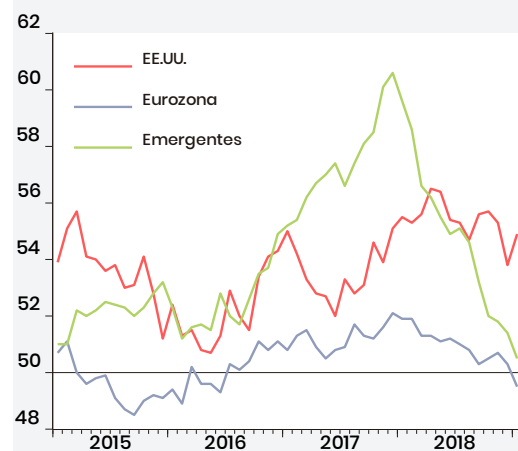
Fuente: Fed y Estudios Security.

GRÁFICO 2: DÓLAR GLOBAL



Fuente: Estudios Security.

GRÁFICO 3: PMI MANUFACTURERO (PUNTOS)



Fuente: Estudios Security.

Escenario Local: Mejoría Externa Se Mantendría en 2019

El Imacec de diciembre de 2,6% ratificó que la economía aceleró su ritmo de expansión pasando desde 2,7% en el tercer trimestre de 2018 hasta 3,3% en el cuarto. Además, dicho desempeño no solo obedeció al mejor desempeño de la minería (-2,7% a 0%), sino que también al resto de las actividades que lo hicieron desde 3,2% a 3,5% en igual lapso. Esta recuperación también se dio en el margen (trimestre contra trimestre previo anualizado y desestacionalizado), tanto en el Imacec total que pasó desde 0,8% en el tercer trimestre a 3,4% en el último cuarto, como del Imacec no minero que lo hizo desde 0% a 3,3%.

Los antecedentes para lo que ha pasado de 2019 (colocaciones bancarias, dinero, importaciones) apuntan a que este buen desempeño se habría mantenido. Por otro lado, los fundamentos que sustentan nuestra expectativa de que esto se extendería al resto del año tienen que ver fundamentalmente con la mejora de las condiciones externas. **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.

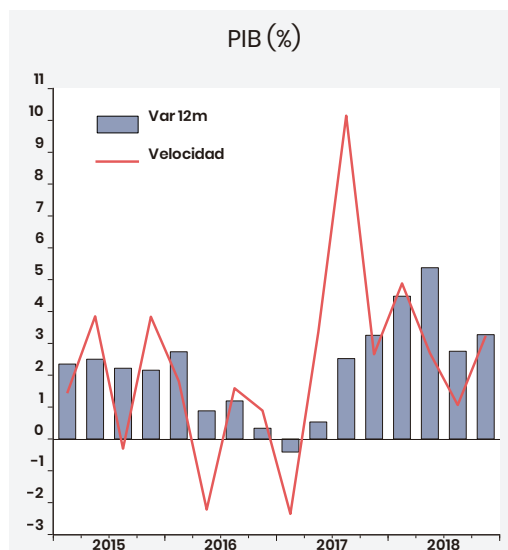
Monedas: Emergentes se Fortalecen

El escenario menos restrictivo propuesto por la Fed ayudó a validar el debilitamiento del dólar durante el mes. Dentro de los rezagados destaca el euro, lo que se explica por el deterioro que continúa teniendo el panorama de la actividad. Esperamos que nuestro escenario de un crecimiento más balanceado entre EE.UU. y el resto del mundo apoye un dólar más estable, dejando las dinámicas internas de cada economía como el catalizador de fortalecimientos adicionales.

Por esto anticipamos que de continuar las buenas noticias respecto a las reformas fiscales, podríamos ver una apreciación del real brasileño durante el año. Por otro lado, en caso de ser el Banco Central Europeo quien deba apoyar la economía de la Eurozona con mayor estímulo monetario, no anticipamos un buen desempeño de su moneda.

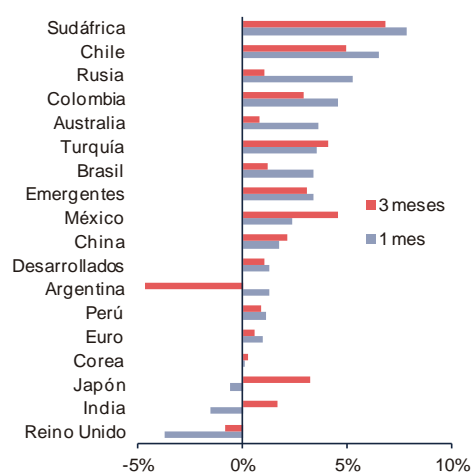
Para el peso chileno, los niveles actuales se ven alineados con lo que consideramos un valor justo, por lo que no anticipamos un fortalecimiento adicional a la velocidad que lo vimos en el comienzo de año. Para eso se necesitarán noticias favorables en el mercado del cobre (los mercados chinos estarán cerrados entre 4 y 10 de febrero por el año nuevo lunar) u otra ronda de debilitamiento global del dólar.

Sin embargo, a mediano plazo seguimos esperando que el mejor entorno global apoye la fortaleza que anticipamos para la economía local, para que junto a un Banco Central que continuaría con alzas graduales en la TPM validen un peso más fuerte. Así, mantenemos la expectativa de una paridad de \$640 por dólar al cierre de 2019.



Fuente: Banco Central y Estudios Security.

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: A Mitad de Camino entre Refugio y Toma de Riesgo

El mes fue favorable para los activos de riesgo, pero esto vino principalmente a través de la expectativa de una política menos restrictiva por parte de la Fed, lo que llevó a caídas adicionales en las tasas soberanas, favoreciendo también a la renta fija.

Tomando las nuevas señales de la autoridad monetaria estadounidense, anticipamos alzas graduales en las tasas bases en dólares, en particular para la tasa de diez años, que esperamos llegue a 3% al cierre de año desde el nivel actual en torno a 2,7%. Detrás de esto estaría una normalización en lo que actualmente incorporan los precios para la TPM de EE.UU. (que incluye una probabilidad en torno a 20% de un recorte), la continuación del proceso de reducción del tamaño de la hoja de balance de la Fed y la necesidad de financiar el mayor déficit fiscal que se anticipa para este año.

Como estas alzas no se deben a una sorpresa inflacionaria (que podrían anticipar más alzas de TPM), no esperamos que vengan con ampliación de *spreads*. Por esto, **mantenemos la apuesta favorable a mercados emergentes en el segmento corporativo en desmedro del grupo *Investment Grade* estadounidense, de poco spread y por lo tanto sensible a las alzas en la base.**

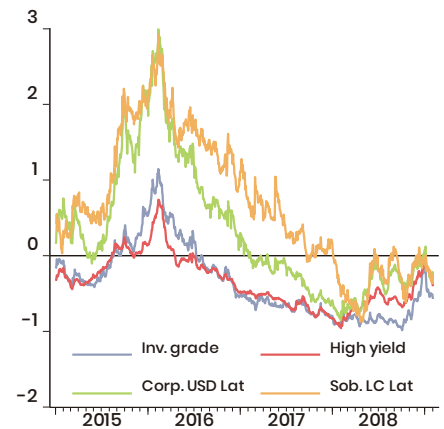
Renta Fija Local: Todavía hay Espacio Para Caída en las Tasas Reales

El inicio de año ha mostrado cambios respecto al cierre de 2018. Por un lado, el nuevo mensaje de la Fed ha debilitado al dólar lo que a su vez impulsó al alza los precios de las materias primas. En particular, el precio del petróleo, que pasó desde US\$75 en octubre a US\$45 en diciembre, volvió a transarse en torno a los US\$55. Esto ayudó a la reversión parcial en las expectativas de inflación. A su vez, las cifras de actividad apuntan a que el buen desempeño del cuarto trimestre de 2018 se prolongaría a la primera mitad de este año, apoyadas por un panorama externo más benigno.

Por su parte, el Banco Central tras subir la TPM a 3% en enero reiteró que el proceso de normalización monetaria sería muy gradual, lo que ha sido interpretado por el mercado como ajustes en 2019 que serían menores que lo implícito en el IPoM de diciembre (2 ó 3 en vez de 4), visión que compartimos.

En este contexto, las tasas nominales deberían permanecer relativamente estables, mientras que los rendimientos reajustables tienen espacio para caídas adicionales, ya que un ambiente de mayor dinamismo económico seguiría impulsando al alza las expectativas de inflación, especialmente las de mediano plazo. Ello, pese a la apreciación reciente del peso, la que prevemos que se mantendría en el resto del año (con volatilidad) para finalizar en \$640.

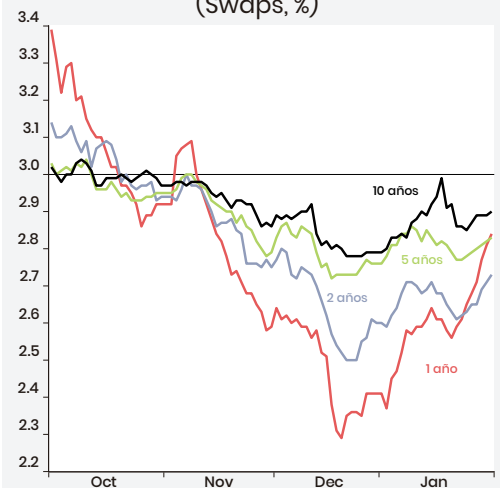
SPREADS DE RIESGO
(desv. Estándar del promedio)



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: Ganancias Transversales

La mejor muestra de la recuperación transversal en el apetito por riesgo es que las bolsas tuvieron un buen desempeño (salvo contadas excepciones), a pesar de elementos locales que no necesariamente son tan buenos.

Actualmente los precios de mercado incorporan un escenario algo mejor (respecto al cierre de 2018) para la actividad global y esperamos que a medida que las cifras lo validen, los mercados emergentes tengan un buen desempeño. Sin embargo, existen factores en el corto plazo que nos llevan a mantener sin sesgos la renta variable internacional. Dentro de estos destaca el fin de la "tregua" comercial entre EE.UU. y China que, aunque esperamos se resuelva favorablemente, probablemente traerá noticias que pueden afectar negativamente la percepción de riesgo.

Recomendamos llevar Asia emergente a posición neutral, ya que el cierre del mercado chino hará menos probable que noticias negativas globales sean contrarrestadas. Además, India ha quedado rezagada y la incertidumbre en torno a las elecciones de abril y un banco central que se mantiene restrictivo pese a la baja inflación podrían afectar su desempeño.

Recomendamos mantener una cartera balanceada, sin sesgos a la espera de que eventos inciertos de corto plazo se materialicen. En la medida que lo hagan sin ser disruptivos, nuestro escenario más constructivo de mediano plazo debiera comenzar a plasmarse en el posicionamiento.

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

En el contexto de mayor apetito por riesgo global, las carteras Táctica y Fundamental registraron un desempeño superior respecto al IPSA. Si bien el avance se dio en forma transversal, las compañías ligadas a *commodities* y de mayor exposición a Brasil destacaron.

Si bien las valuaciones de las compañías locales aun muestran descuento respecto de su historia (en torno a un 8%-10% para los múltiplos P/U) el fuerte rally del último mes generó un ajuste en los retornos esperados. Desde aquí, para un mayor impulso para el IPSA se necesitarán noticias positivas adicionales de precios de cobre, consolidación de las mejores expectativas empresariales y/o disminución de los niveles de volatilidad en general. Por esto, en un sentido táctico, optamos por moderar los riesgos de la cartera.

Moderamos nuestra exposición a *commodities* a través de CAP, ante el fuerte aumento que mostró el último mes. Aumentamos la exposición a Mall Plaza en busca de un perfil más defensivo además de la buena dinámica de resultados que presentaría. En el sector eléctrico eliminamos AES Gener ante un *upside* potencial moderado luego del buen desempeño registrado los últimos meses.

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$ (variación %)

Al 1 de febrero de 2019	2019	1m	3m	6m	12m
Total Mundo	7.9	8.1	0.3	-5.5	-7.5
Países Desarrollados	7.7	7.9	-0.4	-5.7	-6.5
Estados Unidos	8.2	8.1	-0.5	-3.9	-1.9
Eurozona	6.7	7.7	-1.1	-12.0	-17.2
Reino Unido	7.0	8.3	-0.2	-9.6	-13.0
Japón	5.9	5.9	-2.1	-7.8	-14.5
Asia ex Japón*	6.6	8.8	3.4	-6.1	-10.7
Países Emergentes	8.8	9.9	5.4	-3.4	-14.7
Asia Emergente	7.5	9.4	4.3	-5.6	-16.1
China	11.5	14.0	5.3	-6.0	-19.5
India	-1.7	-0.4	5.3	-8.0	-10.0
América Latina	15.0	10.8	8.3	9.2	-6.0
Brasil	18.1	12.2	10.8	24.7	0.0
Chile (MSCI)	12.8	13.0	10.5	-3.7	-15.9
Chile (S&P/CLX US\$)	13.4	13.6	13.8	-2.1	-13.6
M.Oriente/Africa/Europa	10.0	11.4	8.4	-2.1	-14.1

Fuente: MSCI y Estudios Security.

* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

CARTERA ACCIONARIA TÁCTICA

Bsantander	Mallplaza
Enelchile	Sonda
LTM	SQM-B

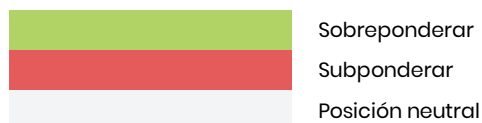
*Esta cartera asigna la misma ponderación a cada acción.

CARTERA ACCIONARIA FUNDAMENTAL

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

Visión Activos Estudios Security Febrero 2019

	Benchmark	Cartera Febrero	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

Sebastián Montero A.
Analista Macroeconomía
sebastian.montero@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.