



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Marzo 2019

## ENTORNO GLOBAL:

Avanzando y con Algunas Sorpresas Positivas

## ESCENARIO LOCAL:

De Menos a Más en 2019

## MONEDAS:

Desempeño Heterogéneo, Pero Favorable a Emergentes

## RENTA FIJA INTERNACIONAL:

Forma de Capturar Escenario Moderadamente Favorable a Emergentes

## RENTA FIJA LOCAL:

Banco Central Moderaría Tono Restringido

## RENTA VARIABLE INTERNACIONAL:

Por sus Fundamentos, EE.UU. Debiera Tener Mejor Desempeño que la Eurozona

## RENTA VARIABLE LOCAL:

Moderamos Exposición a *Commodities*

## Resumen

•El buen desempeño de los activos de riesgo se debe en parte a una recuperación del pesimismo previo, respondiendo a los cambios de política de la Fed y las autoridades chinas, que rebalancearon el crecimiento de EE.UU. y el resto del mundo, lo que continuaría siendo favorable para mercados emergentes, aunque en el corto plazo recomendamos mantener el balance entre acciones y renta fija.

•Esperamos estabilidad para el dólar, aunque su trayectoria dependerá de lo que hagan las autoridades chinas. Nuestro escenario incorpora un estímulo adicional, por lo que podríamos ver un debilitamiento transitorio. Sin embargo, para el peso chileno esperamos una paridad de \$640 por dólar al cierre de 2019.

•En la renta variable internacional, las historias macroeconómicas locales ayudarían a elegir dónde hacer las apuestas. En ese contexto, esperamos que EE.UU. tenga un mejor desempeño que la Eurozona, cuya economía continúa sorprendiendo a la baja en términos de cifras de actividad.

•En la renta fija internacional, aunque esperamos que los emergentes tengan un buen desempeño, estimamos arriesgado aumentar la exposición a monedas locales. Mantenemos la apuesta favorable a mercados emergentes en el segmento corporativo, en desmedro del *Investment Grade* estadounidense.

•En la renta fija local, creemos que el Banco Central moderaría el mensaje restrictivo vigente. Esto se traduciría en tasas de corto estables, mientras que las más largas subirían gradualmente por un mayor ritmo de actividad económica, que a su vez seguiría impulsando al alza las expectativas de inflación de mediano plazo.

•En la renta variable local, aumentamos nuestra exposición a celulosa, ante la incipiente recuperación de los precios en China. Mantenemos la exposición en sector eléctrico, pese a la presión que enfrentaría, dado los favorables resultados reportados y fundamentos sólidos en el mediano plazo.

## Visiones por Clases de Activo – Marzo 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: Avanzando y con Algunas Sorpresas Positivas

En febrero el buen desempeño de los activos continuó, al confirmarse algunos de los factores de riesgo alza (Portafolios Security febrero 2018), destacando el fin de la “tregua” entre EE.UU. y China y la posición más cauta de la Fed, que sumó a su pausa en alzas de tasas un fin próximo (durante este año) a su proceso de reducción del tamaño de su hoja de balance.

**El buen desempeño de los activos de riesgo se debe en buena parte a una recuperación del pesimismo previo, respondiendo a su vez a los cambios de política** tanto por la Fed, como por las autoridades chinas, que han acelerado la introducción de medidas de estímulo, lo que creemos continuaría (*Correo Security 4 de marzo*).

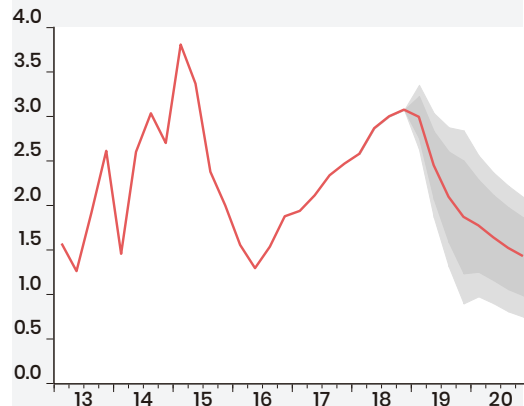
Sin embargo, **la economía global aún no muestra signos de una recuperación importante en materia de crecimiento**. La actividad en EE.UU. continúa desacelerando, lo que esperamos se intensifique durante 2019 (gráfico 1), aunque sin llegar a una recesión. Para China, esperamos estabilización aunque no una mejora significativa en la actividad. La Eurozona, por su parte, no ha dado muestras de recuperación. Todo esto **se ha reflejado en una desaceleración de la inflación global, lo que explica** (y valida) **el cambio de tono hacia una política monetaria más expansiva de varios bancos centrales**.

Este escenario es similar al del cierre de 2018 (*Correo Security 12 de diciembre*), aunque tiene a su favor las respuestas de política ante el deterioro de las expectativas, que ha rebalanceado el crecimiento esperado entre EE.UU. y el resto del mundo, lo que explica el debilitamiento del dólar en lo que va del año (gráfico 2) y continuará siendo favorable para mercados emergentes.

Por esto mantenemos un tono de cautela a la espera de confirmación del estímulo chino, lo que podría darse tras el Congreso Nacional del Pueblo de este año, donde típicamente se dan a conocer las metas económicas oficiales. **Recomendamos mantener el balance entre acciones y renta fija, aunque expresamos la visión favorable a emergentes en esta última, prefiriendo los instrumentos corporativos latinoamericanos en dólares y subponderando el segmento Investment Grade de EE.UU.**, en un contexto donde las tasas soberanas estadounidenses se han mantenido estables (gráfico 3).

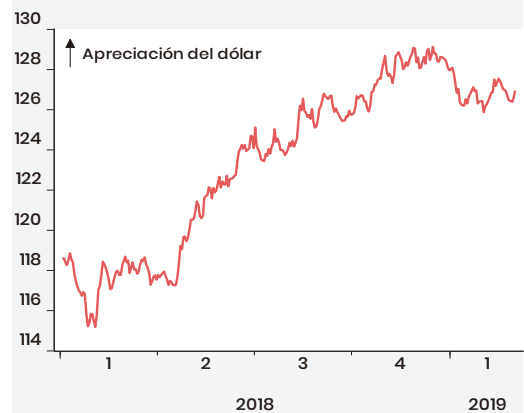
En la renta variable, mantenemos el balance entre desarrollados y emergentes, pero **preferimos EE.UU. sobre la Eurozona**, buscando **capturar las diferentes perspectivas respecto a sus economías**. **Con un escenario global que continúa volviéndose favorable, esperamos capturar en los próximos meses el apetito por riesgo a través de bolsas que cuenten con una buena historia macro local**.

GRÁFICO 1: CRECIMIENTO EE.UU. (VAR % 12M)



Fuente: BEA y Estudios Security.

GRÁFICO 2: DÓLAR GLOBAL



Fuente: Fed y Estudios Security.

GRÁFICO 3: TASAS EE.UU. (%)



Fuente: Fed y Estudios Security.

## Escenario Local: De Menos a Más en 2019

El inicio de año no fue con la fuerza que se esperaba hace algunos meses para la actividad, con un alza interanual del Imacec de 2,4% en enero. No obstante, parte de este bajo desempeño respondió a la caída de 4,3% en la minería ya que el resto de las actividades creció 3,1%. Además, medida en el margen la economía está consolidando la recuperación que se inició en el último cuarto de 2018. En efecto, trimestre contra trimestre previo anualizado y desestacionalizado, el Imacec total pasó desde 0,9% en el tercer trimestre a 3,4% en el cierre de 2018 y se encamina a un 4% en el primer trimestre de este año. En la misma línea, el Imacec no minero lo hizo desde 0,1% a 3,3% y 5%, respectivamente.

Estos antecedentes apuntan a que el buen desempeño se extendería al resto del año, apoyado por la mejora de las condiciones externas, con una moderación de los niveles de volatilidad y un mayor apetito por riesgo, lo que a su vez favorece al mundo emergente a través de estabilidad o algo de debilidad del dólar, alzas en los precios de materias primas (que trae mejoras en 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, lo que implícitamente tiene una aceleración del crecimiento a lo largo del año.**

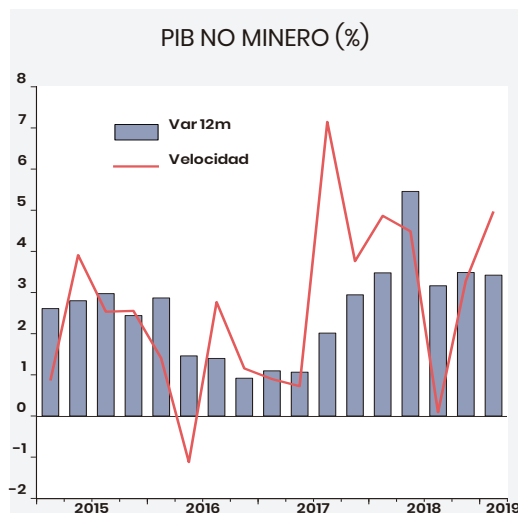
## Monedas: Desempeño Heterogéneo, Pero Favorable a Emergentes

Durante el mes, el dólar global retomó algo de fortaleza, aunque principalmente respecto a monedas desarrolladas. En el mundo emergente el desempeño fue heterogéneo, respondiendo a historias propias de cada país, lo que explica parte del debilitamiento en Argentina, Brasil y Sudáfrica.

Ha destacado la mayor estabilidad del yuan, que creemos refleja que el mercado anticipa un mejor escenario, pero aún con cautela. Con todo, las últimas cifras en general han ido acompañadas por alzas en los precios de materias primas, que han favorecido a monedas como el peso chileno, que al tener buenos fundamentos internos puede capturar la mejora global.

**Aunque el nivel de tipo de cambio actual siguen alineado con lo que consideramos un valor justo, anuncios adicionales por parte de las autoridades chinas podrían ayudar a un fortalecimiento adicional, aunque a mediano plazo mantenemos la expectativa de una paridad de \$640 por dólar al cierre de 2019.**

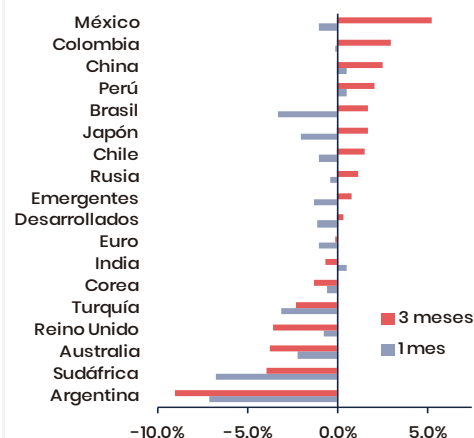
**A nivel global, con una Fed en pausa y la economía estadounidense sin re-acelerar, no esperamos un fortalecimiento del dólar, aunque su trayectoria también dependerá de lo que decidan hacer las autoridades chinas. Nuestro escenario incorpora un estímulo adicional, por lo que podríamos ver un debilitamiento, aunque no anticipamos uno brusco.**



Fuente: Banco Central y Estudios Security.

Cifras del primer 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.

# PORTAFOLIOS SECURITY

## Renta Fija Internacional: Forma de Capturar Escenario Moderadamente Favorable a Emergentes

En un mes donde las tasas base se mantuvieron estables, pero las monedas se debilitaron en el agregado respecto al dólar, la recomendación de sobreponderar instrumentos corporativos en dólares cumplió su objetivo.

Hacia adelante, la expectativa respecto al actuar de la Fed se ha seguido moderando y el mercado incorpora estabilidad en la TPM, incluso con una probabilidad de un recorte en esta. Si bien no esperamos que esto ocurra, nuestro escenario es de una mantención, con a lo sumo un alza, que sería a fin de año. Con una economía que desacelera sin grandes presiones inflacionarias, **las tasas de más largo plazo no subirían de manera brusca, aunque mantenemos la expectativa de alzas graduales en estas.**

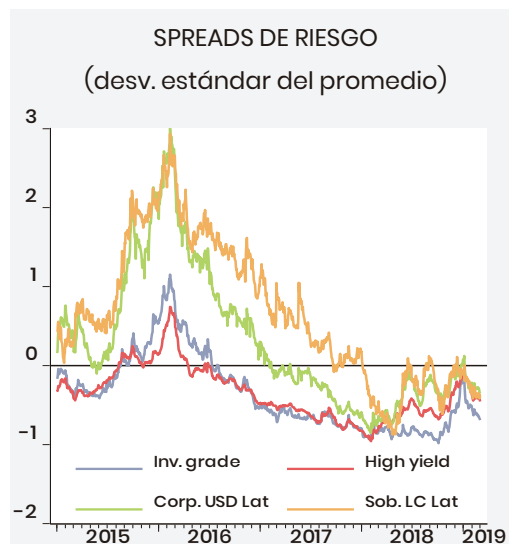
Esperamos que los emergentes tengan un buen desempeño, aunque por ahora creemos arriesgado aumentar la exposición a monedas locales a través de instrumentos soberanos denominados en esta. Los países más grandes en el índice de Latinoamérica, Brasil y México, tienen incertidumbre asociada a su política fiscal, lo que podría agregar volatilidad sus monedas y afectar negativamente las tasas de largo plazo. Así, **mantenemos la apuesta favorable a mercados emergentes en el segmento corporativo, en desmedro del Investment Grade estadounidense.**

## Renta Fija Local: Banco Central Moderaría Tono Restrictivo

El panorama para el Banco Central ha cambiado desde el último IPoM. Por un lado, la Fed modificó significativamente el mensaje y actualmente el mercado apunta a que no habrá ajustes adicionales en la tasa de interés.

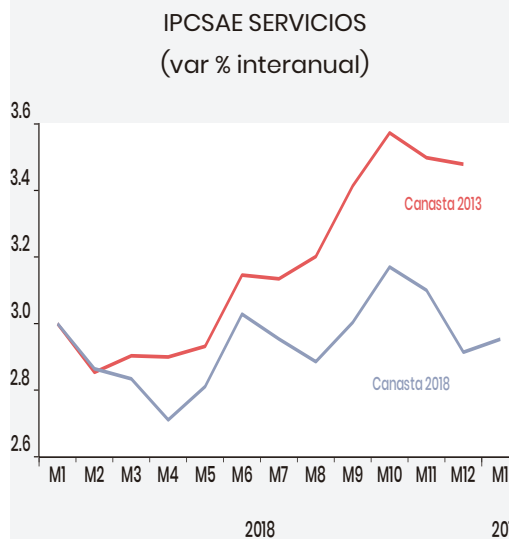
En el lado interno, la actividad del primer trimestre sería algo más lenta de lo previsto hace unos meses, y si bien responde a un mal desempeño de la minería, refleja holguras de capacidad que todavía no se cierran. Además, la nueva canasta del IPC reflejó una menor inflación total y subyacente. De hecho, con las nuevas series la variación interanual del IPCSAE de servicios se mantuvo en torno a 3% durante todo 2018, contrariamente al alza que exhibía con la canasta previa. Por lo tanto, las presiones inflacionarias del componente no transable siguen contenidas. A esto se suma la apreciación del peso en el año, que acota las presiones transables.

**En este contexto, nuestra visión apunta a que el Banco Central moderaría el mensaje restrictivo vigente, que se expresaría en un alza más de la TPM este año en vez de tres. Los precios de mercado apuntan en esa dirección. En este escenario, las tasas de corto plazo deberían permanecer estables, mientras que las de largo plazo podrían subir gradualmente debido a que las condiciones financieras expansivas por más tiempo conllevarían un mayor ritmo de actividad económica, lo que a su vez seguiría impulsando al alza las expectativas de inflación, especialmente las de mediano plazo.**



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 EEUU.



Fuente: Estudios Security, INE.

## Renta Variable Internacional: Por sus Fundamentos, EE.UU. Debiera Tener Mejor Desempeño que la Eurozona

A nivel de regiones, el desempeño de las bolsas ha sido relativamente similar en el año, aunque durante febrero los desarrollado rentaron mejor, de la mano de EE.UU. y Japón.

Hacia adelante, si bien anticipamos un año favorable para la toma de riesgo, las historias macroeconómicas locales ayudarían a elegir dónde hacer las apuestas dentro de la renta variable. En ese contexto, esperamos que EE.UU. tenga un mejor desempeño que la Eurozona, cuya economía continúa sorprendiendo a la baja en términos de cifras de actividad.

Por otro lado, si bien el Banco Central Europeo no volverá su política más restrictiva, el espacio que tiene para realizar estímulo adicional es más limitado, siéndole difícil hacer cambios como el que vimos por parte de la Fed a comienzos de este año. Finalmente, las elecciones del Parlamento Europeo reflotarán el riesgo político de partidos anti-euro, al tiempo que la situación interna en Francia e Italia (segunda y tercera economía del bloque) podría seguir deteriorándose.

**Esperamos un año favorable para la renta variable, aunque debiéramos ver heterogeneidad por regiones. En ese contexto, a pesar de no tener grandes apuestas, recomendamos sobreponderar EE.UU. respecto a la Eurozona.**

## Renta Variable Local: Moderamos Exposición a Commodities

En el contexto de un peor desempeño a nivel regional, las carteras Táctica y Fundamental registraron un desempeño mixto respecto al IPSA, por sobre y debajo, respectivamente. Durante buena parte del mes no hubo grandes movimientos, pero una serie de noticias al final de este explicaron buena parte del retroceso.

Esta corrección abrió algo de espacio en las valuaciones de las compañías locales, que en agregado transan con un descuento de 10% respecto de su historia. Pese a esto, los recientes anuncios sobre el aumento de capital por parte de Enelam, un reporte de resultados del *retail* que ha dado luces de un deterioro del consumo más profundo al anticipado, junto con el proceso de apertura en bolsa del negocio de *shopping centers* por parte de Cencosud podría generar volatilidad y presión en el corto plazo. Por esto, en un sentido táctico, mantenemos un perfil de riesgos balanceados.

**Aumentamos nuestra exposición a celulosa, ante la incipiente recuperación de los precios en China. Mantenemos la exposición en sector eléctrico, pese a la presión que enfrentaría, dado los favorables resultados reportados y fundamentos sólidos en el mediano plazo.**

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

Al	4 de marzo de 2019	2019	1m	3m	6m	12m
<b>Total Mundo</b>		<b>10.7</b>	<b>2.7</b>	<b>1.4</b>	<b>-2.9</b>	<b>-1.9</b>
<b>Países Desarrollados</b>		<b>11.0</b>	<b>3.0</b>	<b>1.2</b>	<b>-2.9</b>	<b>-0.8</b>
Estados Unidos		11.7	3.3	0.4	-0.8	2.7
Eurozona		10.1	3.2	3.0	-9.2	-9.9
Reino Unido		9.5	2.3	4.3	-7.6	-4.8
Japón		7.7	1.7	-1.6	-6.3	-7.8
Asia ex Japón*		11.0	4.2	5.8	-2.1	-1.8
<b>Países Emergentes</b>		<b>9.1</b>	<b>0.3</b>	<b>3.6</b>	<b>-3.1</b>	<b>-10.4</b>
Asia Emergente		9.9	2.2	3.8	-3.5	-9.1
China		17.5	5.4	7.6	-0.9	-8.7
India		-1.5	0.3	-0.5	-7.8	-5.3
América Latina		8.1	-5.9	5.0	2.7	-10.1
Brasil		9.3	-7.4	5.0	15.5	-8.2
<b>Chile (MSCI)</b>		<b>6.8</b>	<b>-5.3</b>	<b>1.2</b>	<b>-8.8</b>	<b>-16.9</b>
<b>Chile (S&amp;P/CLX US\$)</b>		<b>8.0</b>	<b>-4.8</b>	<b>3.3</b>	<b>-6.8</b>	<b>-14.1</b>
M.Oriente/Africa/Europa		5.9	-3.7	1.3	-5.7	-16.7

Fuente: MSCI y Estudios Security.

\* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

### CARTERA ACCIONARIA TÁCTICA

<b>Bsantander</b>	<b>Mallplaza</b>
<b>Enelchile</b>	<b>Sonda</b>
<b>LTM</b>	<b>SQM-B</b>

\*Esta cartera asigna la misma ponderación a cada acción.

### CARTERA ACCIONARIA FUNDAMENTAL

<b>SQM-B</b>	<b>15%</b>	<b>Mallplaza</b>	<b>7%</b>
<b>LTM</b>	<b>12%</b>	<b>CMPC</b>	<b>7%</b>
<b>Bsantander</b>	<b>11%</b>	<b>BCI</b>	<b>6%</b>
<b>Enelam</b>	<b>11%</b>	<b>Falabella</b>	<b>6%</b>
<b>Coper</b>	<b>8%</b>	<b>Cap</b>	<b>5%</b>
<b>Enelchile</b>	<b>7%</b>	<b>Sonda</b>	<b>5%</b>

## Visión Activos Estudios Security Marzo 2019

	Benchmark	Cartera Marzo	Cartera anterior
Renta Variable	40%		
Renta Fija	60%		
<b>Renta Variable Extranjera</b>	<b>80%</b>		
Desarrollados	48%		
EE.UU.	28%		
Europa	12%		
Japón	8%		
Emergentes	32%		
Asia Emergente	21%		
Latinoamérica	6%		
EEMEA	5%		
<b>Renta Variable Nacional</b>	<b>20%</b>		
<b>Renta Fija Nacional</b>	<b>65%</b>		
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%		
<b>Renta Fija Extranjera</b>	<b>35%</b>		
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](mailto:felipe.jaque@security.cl)

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

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

**Paulina Barahona N.**  
Subgerente de Renta Fija Corporativa  
[paulina.barahona@security.cl](mailto:paulina.barahona@security.cl)

**Jorge Cariola G.**  
Subgerente de Estrategia Global  
[jorge.cariola@security.cl](mailto:jorge.cariola@security.cl)

**Magdalena de Ramón C.**  
Analista Renta Fija Internacional  
[magdalena.deramon@security.cl](mailto:magdalena.deramon@security.cl)

**Sebastián Montero A.**  
Analista Macroeconomía  
[sebastian.montero@security.cl](mailto:sebastian.montero@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)

**Sebastián Barrios S.**  
Analista de Inversiones  
[sebastian.barrios@security.cl](mailto:sebastian.barrios@security.cl)

**Gonzalo Sandoval I.**  
Analista de Inversiones  
[gonzalo.sandoval@security.cl](mailto:gonzalo.sandoval@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://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.