



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Abril 2019

ENTORNO GLOBAL:

Actividad Global Dejaría de Desacelerar

ESCENARIO LOCAL:

Moderación del PIB Sería Transitoria

MONEDAS:

Depreciación del Dólar Global Tiene la Vara Alta

RENTA FIJA INTERNACIONAL:

Spreads se Beneficiarían de Tasas Bajas y Mayor Crecimiento del Segundo Semestre

RENTA FIJA LOCAL:

Banco Central en Pausa Prolongada

RENTA VARIABLE INTERNACIONAL:

Panorama Favorable a Emergentes Aún No Se Consolida

RENTA VARIABLE LOCAL:

Moderamos Exposición a Commodities

Resumen

•La economía global ha dado señales de alcanzar un piso de su desaceleración, de la mano de una política fiscal más expansiva en China y la búsqueda de la Fed de acomodar la desaceleración en EE.UU. Por otro lado, la inflación global se ha debilitado, ayudando a los bancos centrales a tomar un tono más expansivo. La combinación es de cauto optimismo, por lo que mantenemos la preferencia de un sesgo neutral entre renta fija y variable.

•Para el dólar global el cambio de tono de la Fed no es suficiente para un debilitamiento y se necesitarán mejores perspectivas para la actividad global. En Chile, el tipo de cambio se ve castigado, por lo que esperamos un fortalecimiento en el corto plazo. Sin embargo, para alcanzar nuestra proyección de \$640 al cierre de año, se necesitarán señales adicionales del éxito del estímulo en China.

•En la renta variable internacional, esperamos diferencias en el desempeño relativo de distintas regiones, en un escenario global que aún no es completamente favorable para la toma de riesgo. Preferimos regiones donde esperamos mayores impulsos de política, sobreponderando EE.UU. y Asia emergente.

•En la renta fija internacional, nuestro escenario incluye estabilidad en la política monetaria de la Fed, tasas nominales con alzas moderadas y una recuperación en el crecimiento global. Recomendamos sobreponderar los instrumentos corporativos en dólares de empresas Latinoamericanas.

•En la renta fija local, con la TPM estable por más tiempo las tasas nominales tienen poco espacio para subir mientras que los rendimientos reajustables podrían bajar, en la medida que las expectativas de inflación vayan subiendo, especialmente las de mediano plazo.

•En la renta variable local, moderamos nuestra exposición a commodities, luego de un importante avance. Potenciamos la exposición en sector eléctrico, dado los favorables resultados reportados y fundamentos sólidos en el mediano plazo.

Visiones por Clases de Activo – Abril 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: Actividad Global Dejaría de Desacelerar

La economía global ha dado algunas señales de alcanzar un piso de la desaceleración que se dio el año pasado en el sector manufacturero (gráfico 1). De la mano de una consolidación de una política fiscal más expansivas en China (*Correo Security 4 de marzo*), a la que se sumó con mayor intensidad la Fed, que busca acomodar la desaceleración de la economía estadounidense (*Correo Security 27 de marzo*).

El deterioro de las perspectivas ha afectado principalmente al sector transable, lo que en un escenario donde las negociaciones comerciales entre EE.UU. y China avanzan y este último muestra mejoría en sus cifras, permite pensar en un crecimiento global que aceleraría hacia la segunda mitad del año.

Por otro lado, la inflación global se ha debilitado (gráfico 2), en parte por la caída del petróleo hace algunos meses, lo que ha complementado la estabilidad en la parte subyacente en el mundo desarrollado. Salvo algunas excepciones en países con fuertes depreciaciones cambiarias como Argentina y Turquía, menor crecimiento en los precios ha ayudado a los bancos centrales a tomar un tono más expansivo, lo que apoya tasas bajas, tanto en el mundo emergente como en los desarrollados, al menos en el corto plazo.

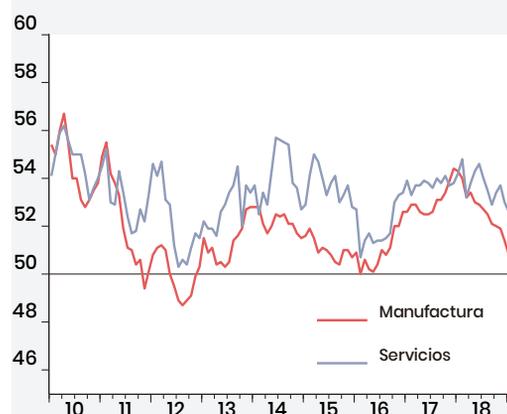
La combinación todavía es de cauto optimismo, por la mezcla de factores positivos respecto a la política (principalmente monetaria), pero aún en espera para el desempeño de las compañías, que recién empieza a incorporar una mejora en la actividad, aunque falta para alcanzar un mayor grado de optimismo, que ha sido anticipado en otras ocasiones (gráfico 3). Así, mantenemos un sesgo neutral entre renta fija y variable.

Dentro de las acciones, esperamos que las medidas de estímulo en China se vayan acumulando y teniendo impacto, por lo que recomendamos sobreponderar Asia emergente. También mantenemos la preferencia de EE.UU. por sobre la Eurozona.

En la renta fija, recomendamos sobreponderar la parte local, producto de un tipo de cambio muy castigado. Dentro de esta, además recomendamos tomar algo más de duración y preferir instrumentos en UF (*Correo Security 26 de marzo*).

Finalmente, en la parte internacional mantenemos la preferencia por los instrumentos denominados en dólares de empresas Latam, por sobre el segmento *Investment Grade* en EE.UU.

GRÁFICO 1: PMI GLOBALES (PUNTOS)



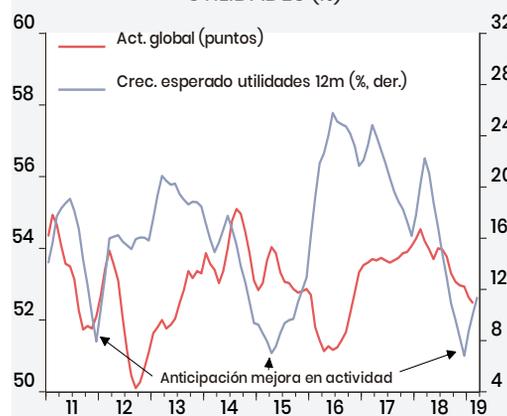
Fuente: Estudios Security.

GRÁFICO 2: INFLACIÓN GLOBAL (%)



Fuente: Estudios Security.

GRÁFICO 3: CRECIMIENTO ACTIVIDAD Y UTILIDADES (%)



Fuente: Estudios Security.

Escenario Local: Moderación del PIB Sería Transitoria

La actividad económica habría moderado su ritmo de crecimiento en el primer trimestre, hasta cerca de 2,5%. Gran parte de este magro desempeño se debió a la caída en la actividad minera (-5%), ya que el PIB del resto de los sectores habría crecido entre 3% y 3,5%. Además, acorde a nuestros cálculos, medido en el margen habría seguido con una velocidad cercana a 4,5%.

Hay varios factores que nos llevan a estimar que la moderación del PIB sería transitoria. Primero, la minería tuvo un factor climático que mermó significativamente la producción en febrero. Segundo, las condiciones externas se tornaron más favorables de lo que estaban al cierre de 2018 (de hecho también explican en parte la moderación del primer cuarto), y acorde a nuestra visión lo seguirían estando en el resto del año, junto con una economía global que dejaría de entregar sorpresas negativas. Y por último, las condiciones locales seguirían siendo expansivas por más tiempo.

Así, ratificamos la visión respecto a que la actividad económica se iría reacelerando con el correr del año, para finalizar con un crecimiento del PIB se en 3,6%, en la parte alta de las expectativas de los analistas. Dicha proyección tiene un sesgo al alza.

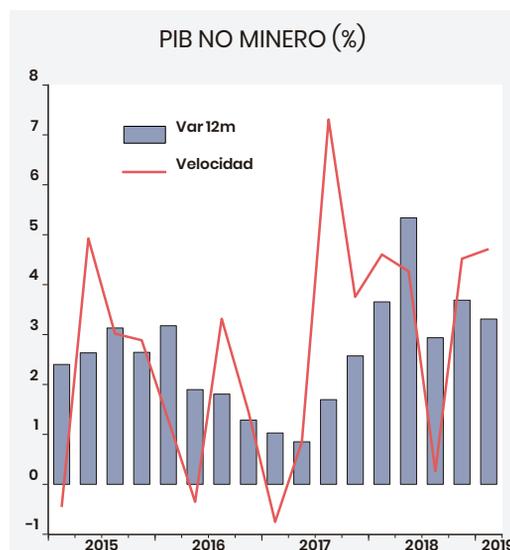
Monedas: Depreciación del Dólar Global Tiene la Vara Alta

El dólar global ha mantenido su estabilidad, al no haber grandes cambios respecto a la incertidumbre del crecimiento en China, la desaceleración en EE.UU. y el devenir de Europa. La mayor parte del movimiento se ha producido a nivel bilateral, con países más vulnerables sufriendo nuevas depreciaciones, como fue el caso de Argentina, Brasil y Turquía.

El cambio de foco hacia las historias idiosincráticas se refleja en la estabilidad del yuan, lo que es bueno porque refleja la menor percepción de riesgo para los emergentes como grupo, pero resalta otros factores que han terminado siendo perjudiciales para monedas como el peso chileno, tras las fuertes depreciaciones del real brasileño y el peso argentino.

Actualmente el tipo de cambio local se ve sobre-castigado, por lo que esperamos un fortalecimiento en el corto plazo hacia lo que estimamos como su valor justo actual en torno a \$660 por dólar. Sin embargo, para la apreciación adicional que esperamos hacia \$640 por dólar al cierre de año, se necesitarán señales adicionales del éxito del estímulo en China.

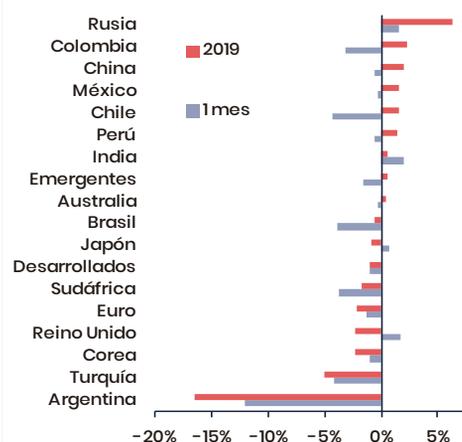
Para el dólar global el cambio de tono de la Fed no es suficiente para un debilitamiento. Se necesitarán mejoras en las perspectivas para la Eurozona y en China, que complementen la desaceleración que anticipamos para la economía estadounidense. Así, aún esperamos una depreciación, pero por ahora la vara es alta para que sea significativa.



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: Spreads se Beneficiarían de Tasas Bajas y Mayor Crecimiento del Segundo Semestre

Las tasas de interés han caído fuertemente alrededor del mundo. Al mismo tiempo, *spreads* relativamente estables son consistentes con la política monetaria más expansiva pero no con un aumento fuerte en la percepción de riesgo, lo que es una buena noticia y está en línea con nuestro escenario base.

Nuestro escenario para EE.UU. incluye estabilidad por parte de la Fed, lo que ayudaría a revertir parcialmente las caídas en las tasas de mayor plazo. Así, esperamos que la tasa de diez años en EE.UU. alcance un nivel en torno a 2,7% al cierre de año, lo que está en torno a 25 puntos base sobre del nivel actual, por lo que recomendamos tener cautela en la exposición a las tasas de largo plazo en EE.UU.

Como además esperamos una recuperación en el crecimiento global, esperamos que los *spreads* se mantengan estables, por lo que recomendamos sobre ponderar los instrumentos corporativos denominados en dólares (CEMBI), en desmedro del segmento *Investment Grade* estadounidense, lo que mantiene la duración, pero permite beneficiarse de la compensación de un mayor *spread*.

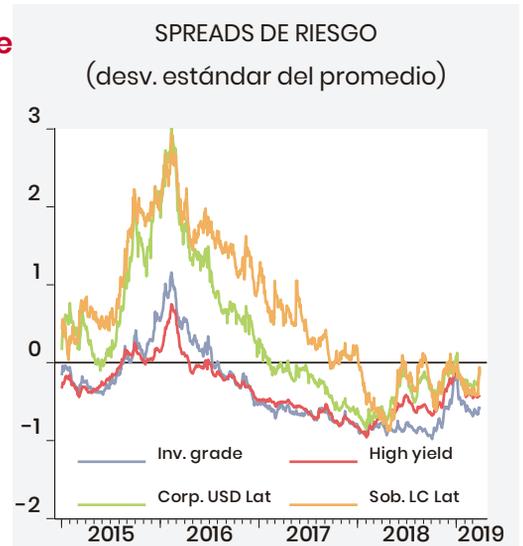
Renta Fija Local: Banco Central en Pausa Prolongada

En el IPoM de marzo, el Banco Central adoptó una postura de pausa monetaria por al menos dos trimestres.

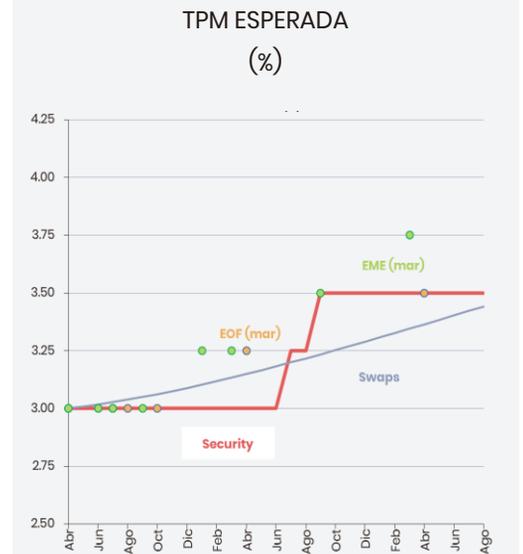
Elo, por cuanto como veníamos señalando el panorama cambió significativamente. Por un lado, el cambio de rumbo de la política monetaria en EE.UU., en un contexto de desaceleración económica global. Por el lado interno, una moderación mayor a la esperada de la economía junto a la evaluación de que las brechas de capacidad son mayores a las previstas, y por ende, presiones inflacionarias contenidas. Pero es en este punto donde radica el mayor cambio: el IPCSAE convergería al 3% un año después de lo previsto en diciembre, justificando la mantención de la TPM.

Lo anterior no sólo responde a un punto de partida más bajo (por el cambio de canasta del IPC), sino que también a perspectivas de una aceleración más lenta ante las mayores holguras.

Para los precios de mercado, con la TPM estable por más tiempo las tasas nominales tienen poco espacio para subir (algo se podría dar ante un alza significativa de las tasas externas) mientras que los rendimientos reajustables podrían bajar, en la medida 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 EE.UU.



Fuente: Estudios Security, Banco Central.
EME: Encuesta Mensual de Expectativas Económicas.
EOF: Encuesta de Operadores Financieros.

Renta Variable Internacional: Panorama Favorable a Emergentes Aún no se Consolida

Durante el mes destacó el desempeño de India y EE.UU., decepcionó el de Latinoamérica, incluido Chile, mientras que los desarrollados se ubicaron en terreno intermedio, aunque positivo. Así, cierra un primer trimestre muy bueno para las bolsas globales y aunque se ha perdido parte del impulso del comienzo, los retornos se han mantenido positivos.

Esperamos que el resto del año siga siendo favorables para las acciones, pero de manera más similar a los últimos dos meses que a enero, que se benefició de la recuperación después de las fuertes caídas al cierre de 2018.

A nivel de regiones, esperamos destaque Asia emergente, que en nuestro escenario de un mayor impulso desde China podría seguir con el buen desempeño que acumula en el año. Sumamos esta recomendación de sobreponderar a la de EE.UU., que aún creemos tiene mejores perspectivas dentro de los desarrollados, como ha sido durante 2019.

Las historias idiosincráticas debieran reflejarse en del desempeño relativo de las distintas regiones, en un escenario global que aún no es completamente favorable para la toma de riesgo. Por esto, preferimos regiones donde vemos mejores indicadores respecto a sus impulsos de política y sobreponderar EE.UU. y Asia emergente respecto a la Eurozona y Europa emergente (EMEA).

Renta Variable Local: Moderamos Exposición a Commodities

En el contexto de un desempeño a lateral de la bolsa local, las carteras Táctica y Fundamental registraron un desempeño superior al IPSA. Durante buena parte del mes no hubo grandes movimientos, observándose una leve recuperación los últimos días impulsados por mejores cifras de actividad en China.

Los actuales niveles del IPSA mantienen la brecha en las valuaciones de las compañías locales, que en agregado transan con un descuento en torno a un 15% respecto de su historia. El reporte de resultados del cuarto trimestre finalizó sin grandes sorpresas evidenciando un avance de dos dígitos que potenció este descuento. Pese a esto, los recientes anuncios sobre el aumento de capital por parte de Enelam, 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.

Disminuimos nuestra exposición a commodities, a través de CAP dado el importante avance que tuvo la compañía en el mes. Potenciamos la exposición en sector eléctrico, dado los favorables resultados reportados y fundamentos sólidos en el mediano plazo.

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$ (variación %)

AI	28 de marzo de 2019	2019	1m	3m	6m	12m
Total Mundo		10.9	0.3	12.2	-3.6	-0.1
Países Desarrollados		11.2	0.4	12.5	-4.1	1.4
Estados Unidos		12.6	1.0	13.4	-3.3	6.6
Eurozona		8.7	-1.0	11.3	-6.8	-11.1
Reino Unido		9.9	0.5	13.2	-3.8	-4.8
Japón		5.9	-0.8	5.5	-10.0	-9.4
Asia ex Japón*		10.1	-0.3	11.4	0.7	-0.5
Países Emergentes		8.2	-0.5	9.8	-0.3	-10.6
Asia Emergente		9.7	0.6	10.9	-0.8	-9.7
China		15.8	0.8	17.0	3.3	-9.5
India		6.0	8.0	7.5	8.6	4.4
América Latina		4.7	-4.8	7.3	4.3	-11.4
Brasil		3.8	-6.9	7.6	16.6	-10.3
Chile (MSCI)		2.7	-5.6	4.0	-6.4	-19.8
Chile (S&P/CLX US\$)		4.1	-5.1	5.5	-4.6	-16.4
M.Oriente/Africa/Europa		3.9	-2.7	5.8	-1.0	-14.3

Fuente: MSCI y Estudios Security.

* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

CARTERA ACCIONARIA TÁCTICA

Copec	Mallplaza
Enelchile	Sonda
LTM	SQM-B

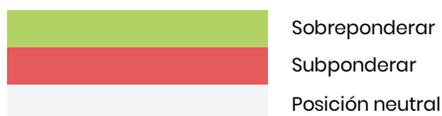
*Esta cartera asigna la misma ponderación a cada acción.

CARTERA ACCIONARIA FUNDAMENTAL

SQM-B	15%	Mallplaza	7%
LTM	12%	CMPC	7%
Copec	11%	BCI	6%
Enelam	11%	Falabella	6%
Santander	8%	Colbun	5%
Enelchile	7%	Sonda	5%

Visión Activos Estudios Security Abril 2019

	Benchmark	Cartera Abril	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.