



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Noviembre 2020

Factores de riesgo evolucionan para mal y escenario de los próximos meses dependerá de cómo (y qué tan rápido) se decide la elección en EE.UU.

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

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

Resumen

- Nuestra lectura del cambio en los factores de riesgo de corto plazo es negativa, con nuevos cierres en Europa y una elección presidencial sin definirse en EE.UU. A la espera de que se resuelvan los eventos, mantenemos la recomendación de una posición neutral en la renta variable respecto a la fija.
- Nuestro escenario para el dólar global empeoró respecto a lo que esperábamos. Para el tipo de cambio local, esperamos que vuelva a manifestarse un mayo premio riesgo asociado a la incertidumbre interna. Mantenemos la expectativa de un cierre de año en el rango \$770-\$790.
- En la renta fija internacional, mantenemos la preferencia por instrumentos corporativos latinoamericanos denominados en dólares.
- En la renta variable internacional, seguimos optando por mantener pocas apuestas, sin sesgos entre regiones.
- En la renta fija local, seguimos prefiriendo una posición neutral entre pesos y UF y esperamos que las tasas de mayor plazo subirían por deterioro de la situación fiscal. Recomendamos reducir la exposición a los instrumentos locales, aumentando la ponderación de la parte externa.
- En la renta variable local, mantenemos una preferencia por sectores más ligados a la demanda externa, aunque reducimos la subponderación en los bancos, bajando el peso del sector eléctrico.

Visiones por Clases de Activo – Noviembre 2020

	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.

Dentro de los factores de riesgo de corto plazo en nuestro escenario base destacaban dos : la alternancia entre rebrotes de contagios de coronavirus y control de estos y la elección de EE.UU. (*Portafolios Security octubre 2020*).

Nuestra lectura de estos es mayormente negativa. Por un lado, el rebrote de contagios de coronavirus en Europa ha seguido avanzando rápidamente (gráfico 1), lo que llevó a los gobiernos de las principales economías a imponer nuevos cierres (*Comentario Mercados 26 de octubre*), que en algunos casos (como Francia y Reino Unido) abarcan la mayor parte de la economía. No esperábamos nuevos cierres (*Portafolios Security septiembre 2020*) y, aunque el fuerte efecto que pueden tener sobre la economía y la mayor resistencia de las personas permiten pensar que serían más breves, van confirmando el fuerte riesgo a la baja para la recuperación, lo que también fue abordado por el BCE en su reunión de política monetaria.

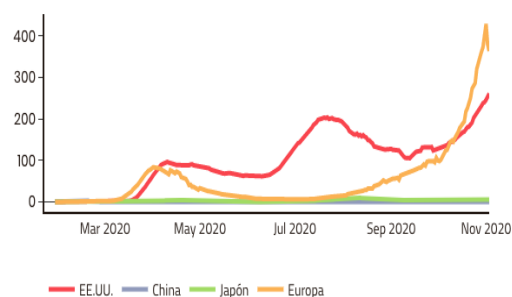
Pero por el otro lado, en este punto la elección presidencial en EE.UU. sigue sin definirse, con algunos estados relevantes avanzando el recuento de votos por correo. Nuestro escenario más probable de una victoria de Biden y una mayoría de su partido en el Senado (*Correo Security 5 de octubre*) se ha vuelto más difícil; actualmente lo que parece más probable es un Congreso dividido independiente de quién resulte electo presidente (*Correo Security 4 de noviembre*).

La principal consecuencia de esto es que la expectativa de un estímulo fiscal significativo se reduce considerablemente, lo que esperamos afecte a la baja el crecimiento de la economía estadounidense en los próximos trimestres, lo que sigue apoyando tasas globales relativamente bajas (gráfico 2), en conjunto con una Fed que mantendría las tasas bajas por varios años.

En un escenario algo peor al que esperábamos hace unos meses y altamente incierto para la toma de riesgo en el corto plazo, mantenemos la recomendación de un balance entre renta fija y variable. También seguimos recomendando pocas apuestas dentro de la renta variable, en un contexto de alta volatilidad (gráfico 3), donde no esperamos un gran impulso al crecimiento desde EE.UU., junto a un escenario para el dólar global que se vuelve algo peor respecto a lo que hubiéramos esperado bajo nuestro escenario más probable.

Una de las principales diferencias entre una presidencia de Trump y Biden con un Congreso dividido tiene que ver con el enfoque de la relación con China. La reelección del actual mandatario mantendría el tono más confrontacional, lo que a su vez creemos ayudaría a que el dólar global se mantenga relativamente fuerte gracias a incertidumbre que seguiría alta (gráfico 4).

GRÁFICO 1: CASOS NUEVOS CORONAVIRUS POR MILLÓN DE HABS.



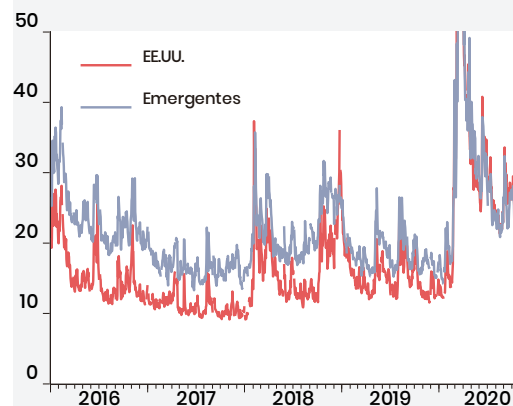
Fuente: JHU CSSE y Estudios Security.

GRÁFICO 2: TASA 10 AÑOS EE.UU. (%)



Fuente: Fed y Estudios Security.

GRÁFICO 3: VOLATILIDAD IMPLÍCITA ÍNDICES ACCIONARIOS (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

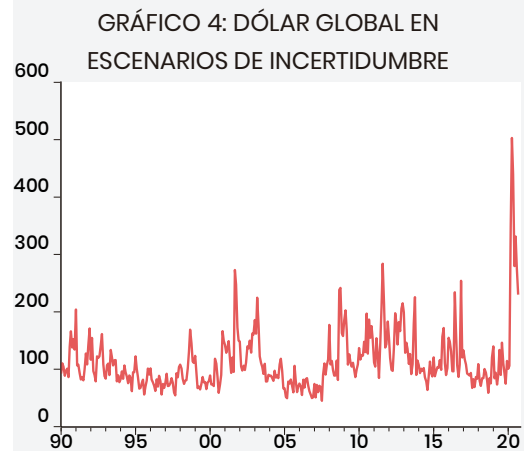
A mediano plazo, creemos que **una eventual reelección de Trump sería beneficiosa para la bolsa estadounidense a expensas del resto del mundo, al eliminarse el escenario de alzas de impuestos y mantenerse un dólar global fuerte.** Por el contrario, **una victoria de Biden llevaría a un mejor desempeño** (en términos relativos) **del resto del mundo** (gráfico 5), donde creemos que, por capacidad de crecimiento y desempeño en términos de control de coronavirus, Asia emergente parece liderar en nuestras expectativas. **Por ahora, sin embargo, mantenemos una posición neutral entre regiones.**

En la renta fija, mantenemos la preferencia por los instrumentos corporativos en dólares de empresas de Latinoamérica, que ofrecen una exposición defensiva a la región (*Correo Security 24 de agosto*). La sobreponderación se da **en desmedro de los instrumentos soberanos en moneda local**, como el mes pasado, **a lo que sumamos la recomendación de reducir la exposición a activos locales**, en particular la renta fija local, sin un sesgo de moneda ni duración.

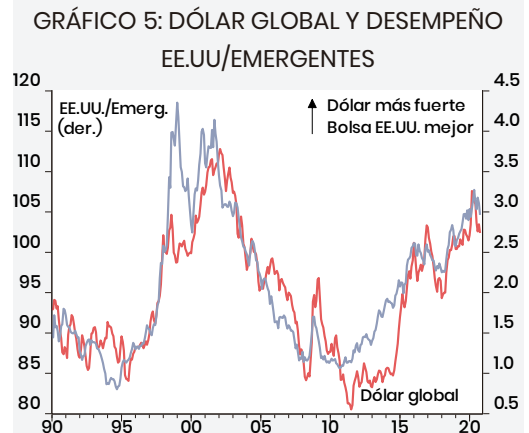
Esto porque, a la incertidumbre en torno al camino constitucional que comienza, se suma la alta probabilidad de un segundo retiro de fondos de pensiones. Esperamos que, nuevamente, las ventas estén concentradas en activos extranjeros más líquidos, aunque no creemos que tengan un impacto fuerte y duradero sobre el tipo de cambio. Tampoco esperamos un efecto significativo en la bolsa local, donde las AFP tienen hoy una exposición reducida (*Informe de Flujos Institucionales Octubre 2020*).

El principal riesgo sigue siendo que decidan vender una porción importante de renta fija local, con bonos de tesorería que llegan casi al 20% del portafolio total e instrumentos corporativos que alcanzan 12,5% (gráfico 6). Dado el alto porcentaje que representa la tenencia de las AFP de los primeros y la menor liquidez de los segundos, los impactos en precio podrían ser mayores, aunque la posibilidad de un apoyo del Banco Central, en búsqueda de un funcionamiento ordenado del proceso, sería un factor a favor de la contención de posibles efectos adversos.

Actualmente el tipo de cambio no muestra un premio significativo respecto a lo que estimamos como su “valor justo” respecto a variables externas. Creemos que el contexto local actual amerita que lo tenga, por lo que esperamos un debilitamiento por factores internos que no alcanzaría a ser compensado por un dólar global que esperamos se mantenga con una alta incertidumbre incorporada.



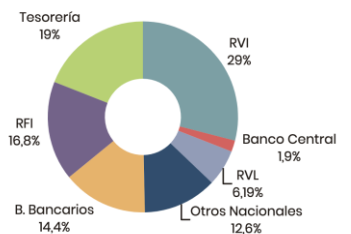
Fuente: policyuncertainty y Estudios Security.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: CARTERA AGREGADA SISTEMA AFP (SEPTIEMBRE 2020)

Cartera Agregada Total AFPs Septiembre (195 BUSD)



Fuente: Superintendencia de Pensiones y Estudios Security.

PORTAFOLIOS SECURITY

Escenario local: Continúa la recuperación de la actividad

La actividad económica ha seguido con su recuperación, de la mano de las flexibilizaciones de las restricciones a la movilidad y el mayor impulso externo. En septiembre el Imacec creció 5,1% con respecto a agosto, aunque todavía hay sectores que siguen muy afectados como la construcción y los servicios de educación, transporte y restaurantes y hoteles, por lo que mientras sigan moderándose las restricciones deberíamos continuar observado una mejora. Los primeros antecedentes de octubre apuntan en esa dirección.

Las buenas cifras de actividad también han impactado en una mejora del mercado laboral en el margen. Se moderó la caída interanual del empleo desde el *peak* de -20% hasta -18%, equivalente a una creación de 200 mil empleos, y la tasa de desocupación bajó desde 13,1% a 12,3%.

Por su parte, pese a la mayor precepción de riesgo global por rebrotes de coronavirus, las condiciones financieras externas siguen favorables (dólar débil, cobre en US\$3, tasas bajas, *spreads* contenidos).

En definitiva, ratificamos nuestra proyección para la caída del PIB este año de -5%, al igual que una expansión de 6%, sustentado en la buena capacidad de reactivación de la economía y al mayor impulso externo.

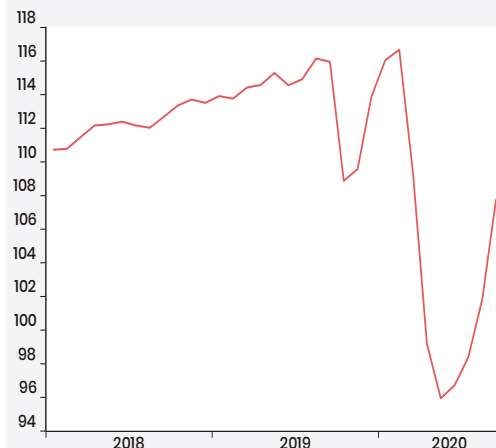
Monedas: Desarrollos globales apoyan un dólar global que podría mantenerse fuerte

El escenario global se ha vuelto más incierto, de la mano de los rebrotes de coronavirus en Europa y EE.UU. y elección en este último que corre el riesgo de extenderse por un conteo de votos lento y la posibilidad de que alguna de las campañas acuda a la corte para exigir recuentos.

La incertidumbre, el giro de la expectativas hacia menor impulso fiscal en EE.UU. en un escenario de Congreso dividido y la posibilidad de una continuación del enforque confrontacional en la relación con China ante la reelección de Trump **son factores favorables para el dólar, lo que creemos retrasará aun más el debilitamiento que se anticipaba, especialmente cuando fuera de EE.UU. el escenario tampoco ha mejorado demasiado (aunque China sigue destacando en este grupo).**

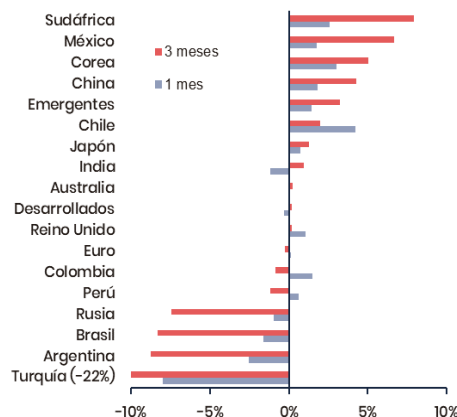
A nivel local, la menor incertidumbre por el plebiscito, las sorpresas al alza en la actividad y las recomendaciones de cambios a fondos de pensiones menos riesgosos juegan a favor el peso en el corto plazo, pero estimamos su efecto transitorio. Actualmente **el tipo de cambio no muestra un premio por riesgo local, siendo que estimamos que la situación económica y social lo amerita. Por esto, recomendamos reducir la exposición al peso y mantenemos la expectativa de un cierre de año en el rango \$770-\$790.**

CHILE: IMACEC NO MINERO
(Índice desestacionalizado)



Fuente: Banco Central y Estudios Security.

MONEDAS RESPECTO AL DÓLAR (VAR. %)*



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

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

PORTAFOLIOS SECURITY

Renta Fija Internacional: Preferencia por spreads Latam, como exposición defensiva a emergentes

La menor expectativa de un estímulo fiscal importante en EE.UU. ayudó a que las tasas base de largo plazo revirtieran parte de su alza reciente. **Esperamos que la poca acción legislativa en materia fiscal con un Congreso dividido en EE.UU. y una Fed expansiva por mucho tiempo mantengan la curva estadounidense en niveles bajos.**

En el agregado, **esto debiera apoyar la compresión de *spreads* en un mundo con algo más de riesgo que mantenga la rotación hacia la renta variable acotada, pero no tanto como para que los premios por riesgo suban bruscamente.** En este contexto, mantenemos una posición neutral en los instrumentos corporativos en EE.UU., mientras que **recomendamos sobreponderar los bonos de empresas de Latinoamérica denominados en dólares**, en desmedro de la exposición a las monedas y tasas de mayores plazos en la región.

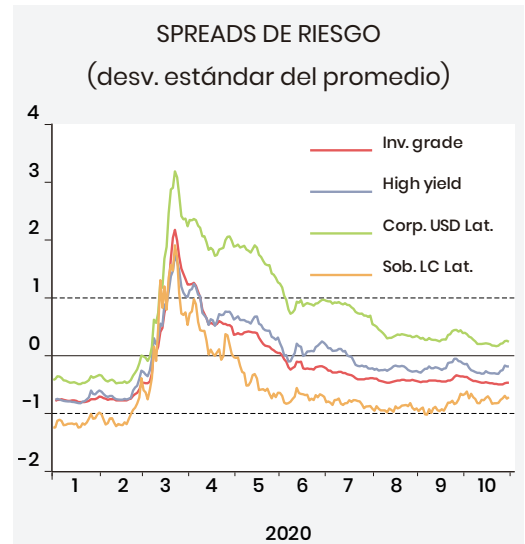
Esto entrega una exposición algo más defensiva a la región, junto representar un grupo de compañías con mejores fundamentos que el segmento de grado especulativo en EE.UU., además de tener mayor duración que este y un mayor colchón de spread que el segmento de grado de inversión.

Renta Fija Local: Tasas largas al alza

El alto IPC de septiembre fue en parte por el aumento de precios volátiles (esperado) y en parte por alzas sorpresivas en otros productos por restricciones de oferta y por mayor demanda. **El registro de octubre sería nuevamente elevado**, por la reintegración del impuesto de timbres y estampillas y el aporte de precios volátiles. Pero en los próximos meses los registros de inflación volverían a ser cercanos a cero, debido a la reversión de los productos volátiles (perecibles, combustibles) y al todavía alto nivel de imputación (casi 30%).

Con miras hacia adelante, **las presiones inflacionarias subyacentes seguirían muy contenidas.** Pese a la recuperación de corto plazo que ha sido más rápida de lo previsto reflejado en una mejora en el margen del mercado laboral, la economía seguirá operando con amplias brechas de capacidad. En este contexto, es muy difícil observar un rebrote inflacionario superior al rango meta en los próximos trimestres. Las expectativas de inflación entre 2,5% y 3% a distintos plazos nos parecen en torno a su valor justo. Dado lo anterior, **ratificamos la recomendación de no tener sesgo de monedas (UF/pesos).**

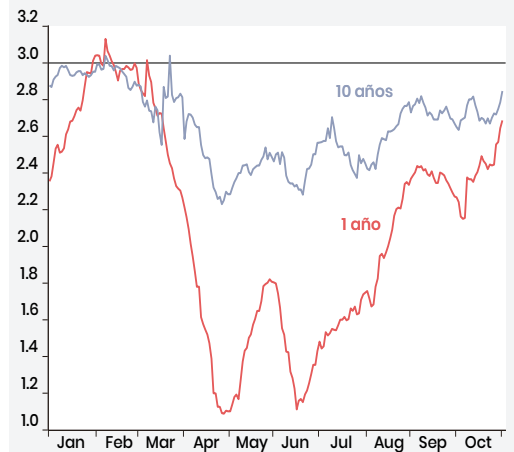
Por su parte, **el panorama fiscal sigue muy presionado**, más aún con la discusión de un segundo retiro de los fondos previsionales, lo que pone presión al alza a las tasas de interés de largo plazo.



Fuente: Estudios Security.

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

GRÁFICO 2: COMPENSACIÓN INFLACIONARIA (BONOS, %)



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

Renta Variable Internacional: Ante escenario incierto y dinámico, mantenemos posiciones neutrales

Los rebrotes en Europa y EE.UU. han moderado el apetito por riesgo global. Sumado a que la elección presidencial en este último podría tardar en definirse, nos lleva a mantener la recomendación de tener pocas apuestas entre bolsas.

Esto porque el panorama para EE.UU. versus el resto del mundo dependerá en buena parte de lo que ocurre con el dólar global, que a su vez condensa otros elementos como crecimiento relativo, perspectivas fiscales e incertidumbre. Basándonos en estas consideraciones, nuestro balance para una rotación hacia activos de riesgo emergentes empeoró en el margen, al reducirse la posibilidad de tener tanto mayor estímulo fiscal en EE.UU. con un enfoque menos confrontacional con China.

Recomendamos mantener las distintas regiones a neutral, buscando diversificar la exposición al riesgo a la espera que se resuelva la identidad del próximo Presidente de EE.UU. y tener mayor claridad sobre cuál de los escenarios de política (interna y exterior) prevalecerá.

Renta Variable Local: Rebrotos e incertidumbre global ponen presión al cierre de año

El proceso político y social seguiría aportando a una mayor tasa de descuento para Chile, que se ha reflejado en la clasificación de riesgo soberano, manteniendo además la brecha de valorización con el resto de los emergentes, en especial Asia. Los gatillantes para que esta comience a mejorar están ligados a una fase de recuperación de los resultados de las compañías. Para el tercer trimestre esperamos una caída en EBITDA cercana a 5%, menor al del segundo trimestre.

Con un target de IPSA en rangos de 4.200-4.300 puntos a mediano plazo, mantenemos las carteras recomendadas con fuerte sesgo hacia sectores externos, aunque aumentamos la ponderación del sector bancario, dado el atractivo descuento que presenta, sumado a un escenario más favorable en provisiones e indicadores de mora.

Reducimos la ponderación del sector eléctrico, para aumentar las posiciones en Santander y Chile, mientras mantenemos las posiciones en las compañías del sector forestal, minero y retail (el cual continúa subponderado ante la elevada incertidumbre sobre la recuperación de sus márgenes). Con esta composición, esperamos capturar de mejor manera una eventual recuperación de la bolsa local.

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$ (variación %)

Al 3 de noviembre de 2020	2020	1m	3m	6m	12m	24m
Total Mundo	0.5	0.7	1.6	18.3	4.9	15.9
Países Desarrollados	0.5	0.3	1.4	17.4	4.8	16.3
Estados Unidos	6.1	0.6	2.3	19.1	11.4	25.9
Eurozona	-11.4	-2.0	-2.9	17.6	-9.1	-1.3
Reino Unido	-28.1	-1.4	-5.0	2.2	-22.4	-20.6
Japón	-2.5	0.7	3.8	14.7	-0.1	6.2
Asia ex Japón*	-10.6	3.6	0.5	15.4	-9.7	-1.6
Países Emergentes	0.6	3.6	2.9	25.1	5.3	12.5
Asia Emergente	11.1	4.5	4.7	28.9	16.6	25.7
China	21.4	6.5	5.5	31.2	30.2	38.8
Taiwán	0.5	0.3	1.4	17.4	4.8	16.3
Corea	-22.8	5.2	7.2	14.6	-22.6	-22.1
América Latina	-38.2	2.4	-7.1	14.2	-34.3	-31.7
Brasil	-41.6	1.6	-11.9	16.6	-38.9	-33.0
México	-22.8	5.2	7.2	14.6	-22.6	-22.1
Chile (MSCI)	-26.9	1.4	-8.1	-2.8	-29.8	-41.7
Chile (SP IPSA US\$)	-24.9	0.3	-8.5	-0.8	-28.1	-36.4
M.Oriente/África/Europa	-23.2	-1.3	-2.6	8.8	-19.6	-15.7

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

CARTERA ACCIONARIA TÁCTICA

ANDINA-B	CMPC
BSANTANDER	COPEC
CONCHATORO	ENELAM

*Esta cartera asigna la misma ponderación a cada acción.

CARTERA ACCIONARIA FUNDAMENTAL

ENELAM	16%	ANDINA-B	7%
BSANTANDER	14%	FALABELLA	7%
COPEC	11%	COLBÚN	5%
SQM-B	10%	CONCHATORO	5%
CMPC	10%	CAP	3%
CHILE	9%	SMU	3%

Visión Activos Estudios Security Noviembre 2020

	Benchmark	Cartera Noviembre	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	2.5%		
Investment Grade	10.0%		
High Yield	10.0%		
Emergente	15%		
Corporativos USD	10.0%		
Soberanos moneda local	2.5%		

