



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Febrero 2020

Esperamos que impacto del coronavirus sobre los mercados sea transitorio

Resumen

- El avance del coronavirus se ha traducido en mayor percepción de riesgo. Esperamos un impacto en torno a 0,2%-0,5% en el crecimiento chino de 2020, aunque esto supone que el virus se controla pronto. Ya anticipábamos que la recuperación en el mundo emergente se daría en la segunda mitad del año por lo que, aunque con más incertidumbre, mantenemos los principales lineamientos de nuestro escenario, en particular la preferencia por la renta variable.
- En el corto plazo no esperamos un debilitamiento fuerte del dólar, aunque en la medida que la percepción de riesgo se modere veríamos alzas en monedas emergentes. Seguimos estimando que a mediano plazo el peso se ubicaría en torno a \$750, aunque la transición también dependerá del desarrollo de las perspectivas locales.
- En la renta fija internacional, esperamos que las tasas retomen alzas, aunque graduales, lo que seguiría favoreciendo la exposición a *spreads*. Mantenemos la preferencia por instrumentos en dólares de empresas de Latinoamérica.
- Dentro de la renta fija local, preferimos instrumentos en UF y menor duración en la parte soberana, compensada con mayor exposición a los bonos corporativos.
- En la renta variable internacional, los beneficios de un portafolio diversificado siguen reflejándose y mantenemos posiciones balanceadas entre regiones, aunque prefiriendo Asia emergente en desmedro de la renta variable local.
- En la renta variable local, preferimos sectores ligados a *commodities* versus industrias ligadas a demanda interna.

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

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

Visiones por Clases de Activo – Febrero 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.

La mayoría de los escenarios para 2020, incluido el nuestro ([Correo Security 18 de diciembre](#)), apuntaban a un mejor entorno externo tras el acuerdo comercial entre EE.UU. y China. Pero el **avance del coronavirus originado en China ha continuado y se ha traducido en mayor percepción de riesgo, con un dólar más fuerte** (gráfico 1), **caídas en las tasas de mayor plazo y pérdidas en activos más sensibles a China**.

El principal costo de la epidemia es en términos de las vidas perdidas, por lo que esperamos que los esfuerzos por controlar el virus sean exitosos. En términos económicos, **probablemente veremos un impacto negativo significativo en las cifras de crecimiento chino del primer trimestre y uno entre 0,2% y 0,5% en 2020, aunque esto supone que el avance del virus se controla pronto**. En términos de nuestro escenario base, **es probable que veamos un retraso en la recuperación de la actividad que anticipábamos en el mundo emergente** (ex China). Sin embargo, anticipábamos que esta se daría en la segunda mitad del año por lo que, con mayor incertidumbre, mantenemos los principales lineamientos de nuestro escenario ([Portafolios Security enero 2020](#)). **Esto nos lleva a mantener la preferencia por la renta variable y por Asia emergente dentro de esta**.

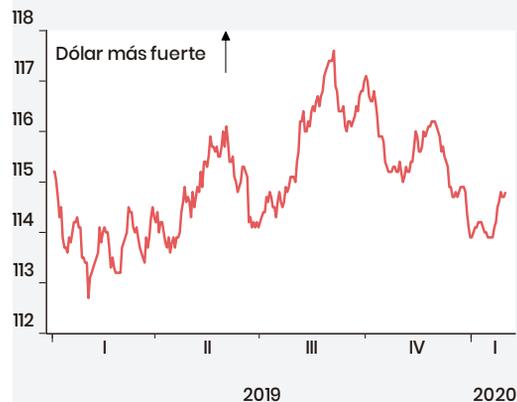
Pese a no haber grandes cambios en el discurso de la Fed ([Correo Security 29 de enero](#)), el mercado ha incorporado recortes (gráfico 2). En términos generales, la caída en las tasas de interés ha ayudado a acomodar la expectativa de menor crecimiento. Así, la exposición a mayor duración en la renta fija internacional ha sido favorable.

Actualmente vemos la tasa de diez años en EE.UU. por debajo de su valor justo (gráfico 3) y seguimos esperando que retome alzas graduales, en parte por la incertidumbre que generaría el comienzo oficial del proceso electoral ([Correo Security 3 de febrero](#)). Con todo, esperamos alzas graduales, con lo que **los instrumentos corporativos seguirían favorecidos y recomendamos de sobreponderarlos**.

En la parte local, **la caída de los precios de materias primas ha debilitado el peso, aunque la alta incertidumbre nos lleva a recomendar una exposición neutral a este**. Esperamos que las tasas tengan alzas, de la mano de desarrollos globales, mayor riesgo país y el aumento del gasto fiscal, por lo que **preferimos instrumentos en UF y una duración bajo en benchmark en la parte soberana, compensada con la mayor ponderación de los instrumentos corporativos locales**, donde si bien los *spreads* de mejor clasificación no se ven castigados, no esperamos un aumento brusco ([Informe Renta Fija enero 2020](#)).

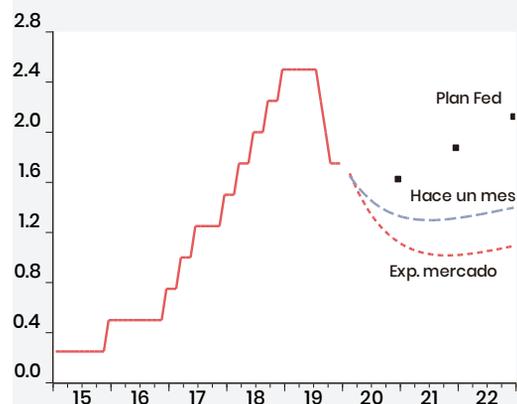
Finalmente, en la renta variable local, **mantenemos la preferencia por sectores ligados a commodities versus industrias ligadas a demanda interna**, a la luz de los factores de riesgo de morosidad, reducida confianza de consumidores y un mercado laboral aún podría ajustarse ([Carteras Accionarias Security febrero 2020](#)).

GRÁFICO 1: DÓLAR GLOBAL



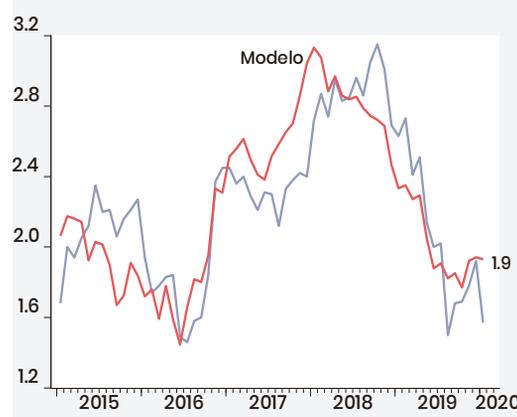
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: EXPECTATIVA TPM EE.UU. (%)



Fuente: Bloomberg, Fed y Estudios Security.

GRÁFICO 3: TASA 10 AÑOS EE.UU. (%)



Fuente: Fed y Estudios Security.

Escenario local: Actividad vuelve a sorprender al alza

Tras la fuerte caída del Imacec el mes de octubre, han venido dos sorpresas positivas, destacando el desempeño de diciembre, que se ubicó en 1,1% respecto al año anterior, versus la expectativa de consenso de -0,5%. A pesar de esto, el escenario para la economía local sigue siendo desafiante, especialmente en un contexto de mayor incertidumbre, que creemos mantendría presionadas las expectativas de empresas y consumidores.

Sin embargo, las sorpresas ayudan a reducir el espacio para escenarios más pesimistas que surgieron en octubre. Nuestra expectativa es que, sujeto a que no se produzcan nuevos episodios de disrupción en el país, el PIB tendría una expansión entre 1,5% y 2% durante 2020, tras el crecimiento de 1,2% que registró el año pasado.

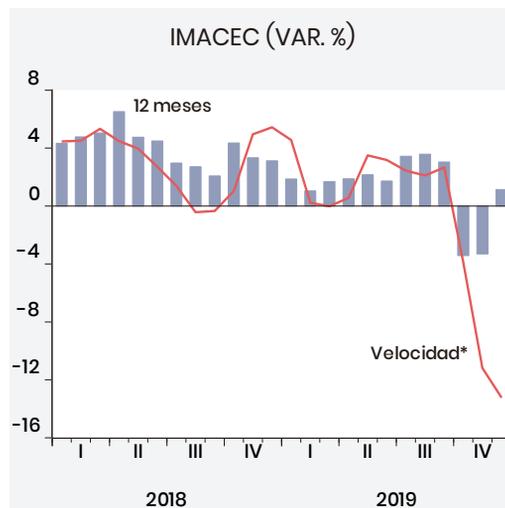
Esto estaría en buena parte apoyado por una recuperación del mejor entorno externo. Aún así, los riesgos para la economía local siguen presentes, tanto a nivel externo, donde una prolongación del menor apetito por riesgo podría manifestarse en precios de materias primas presionados a la baja y menores entradas de flujos de capital; como interno, donde una extensión del periodo de incertidumbre podría afectar decisiones de inversión y endeudamiento.

Monedas: Dólar global no se debilitaría pronto

El aumento en la percepción de riesgo ha traído de vuelta un dólar más fuerte. Sin embargo, los movimientos han sido dispares entre monedas, con las más expuestas a China, en particular Australia, Brasil y Chile, sufriendo más. Por otro lado, el yuan chino se ha debilitado menos que otros emergentes, lo que junto a la estabilidad del euro han apoyado que el dólar global (que pondera a los países según su volumen de comercio con EE.UU.) haya variado menos.

En el corto plazo no esperamos un debilitamiento fuerte del dólar global. EE.UU. sigue creciendo a una tasa sana y no esperamos que la Fed valide el recorte que se ha sido incorporado por parte del mercado. Sin embargo, en la medida que la percepción de riesgo global se modere (lo que estará condicionado a avances más claros en el combate el coronavirus), podríamos transitar hacia ganancias de monedas, particularmente emergentes, respecto al dólar.

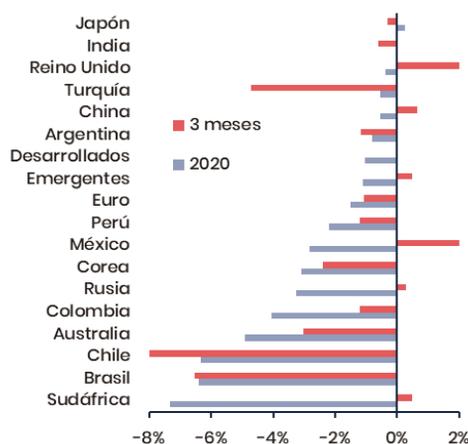
Para el peso chileno, la depreciación reciente se dio por el deterioro externo, lo que explica que el Banco Central no haya aumentado el grado de intervención. Esperamos que a mediano plazo el tipo de cambio local se ubique en torno a \$750, el que estimamos su valor de equilibrio, aunque la velocidad de la transición dependerá en buena parte de las perspectivas locales.



Fuente: Banco Central de Chile y Estudios Security.

* Velocidad definida como el cambio mensual anualizado del promedio móvil trimestral del índice desestacionalizado.

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: Buen escenario para *spreads*

La mayor percepción de riesgo se ha reflejado en la caída de las tasas globales, con un aplanamiento de la curva soberana en EE.UU. También se ha traducido en una mayor probabilidad de recortes por parte de la Fed, aunque esto también se explica por la mayor preocupación en la entidad por la inflación aún por debajo de la meta.

Nuestro escenario es de estabilidad en la TPM estadounidense, aunque con mayor probabilidad de recortes que alzas. También **esperamos que los tipos de mayor plazo muestren alzas graduales**, que llevarían la tasa de 10 años en torno a 2,2% al cierre de 2020.

Esto sería explicado por una recuperación en las expectativas de crecimiento global, lo que apoyaría al menos la estabilidad en los *spreads* corporativos, aunque en la medida que la actividad en las economías Latinoamericanas mejore, como esperamos, respecto a un débil 2019, podríamos ver caídas adicionales. Por otro lado, los corporativos Latam se ven mejor respecto a su historia que otras alternativas.

Así, **mantenemos la recomendación de sobreponderar los instrumentos corporativos en dólares, manteniendo además la exposición a la duración, a través de la subponderación de instrumentos de *money market***

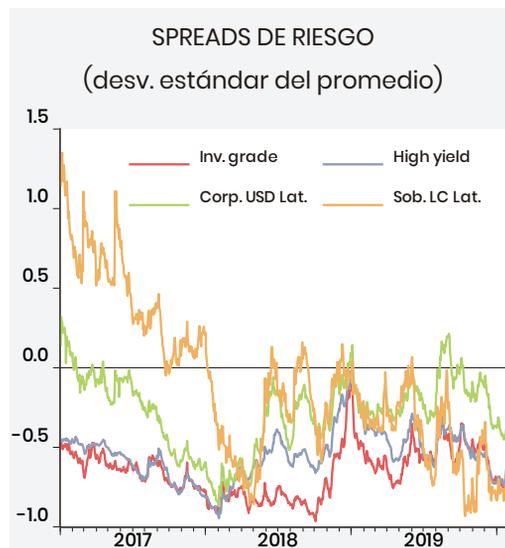
Renta Fija Local: Mantenemos preferencia por UF

La caída en las tasas de interés globales ha afectado también a los tipos locales, tanto nominales como reajustables, de manera que **las compensaciones inflacionarias se han mantenido en torno a la meta de inflación de 3%**.

Por otro lado, **el Banco Central mantuvo la TPM en 1,75%, lo que estuvo en línea con nuestra expectativa y el consenso**. Hacia adelante, esperamos estabilidad en este aspecto, lo que actualmente también está reflejado en los precios de mercado.

Nuestro escenario base es que la inflación efectiva su ubicaría levemente por sobre la meta durante 2020, para luego estabilizarse alrededor del objetivo del Banco Central. Así, seguimos considerando que **la probabilidad de que las compensaciones inflacionarias a distintos plazos se ubiquen sobre 3% es mayor a que lo hagan bajo este nivel, por lo que reiteramos la recomendación de preferir instrumentos reajustables en desmedro de los nominales**.

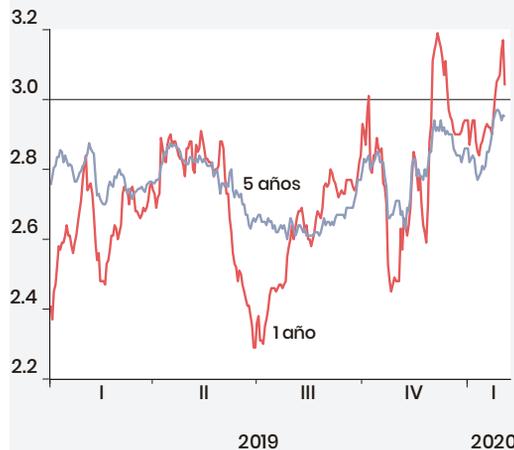
También ratificamos nuestra visión respecto a que las tasas de interés de largo plazo tienen un sesgo al alza ante el mayor riesgo país y el aumento del gasto fiscal (lo que impulsaría las primas por plazo hacia niveles más acorde con promedios históricos), **por lo que sugerimos duraciones bajo el *benchmark***.



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 (swaps, %)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Renta Variable Internacional: Mayor apetito por riesgo se reflejaría en Asia emergente

El primer mes del año tuvo dos fases marcadas, la primera por el alza transversal en las bolsas, producto de la expectativa de un mejor entorno externo tras el acuerdo entre EE.UU. y China, seguida por el auge del coronavirus en China, que aumentó fuertemente la percepción de riesgo, arrastrando consigo las bolsas y los activos de riesgo en general.

Esperamos que el avance del virus sea contenido y aunque no recomendamos apostar a un cambio de tendencia inminente (timing), si mantenemos la mayor exposición a Asia emergente, en desmedro de la renta variable local, que si bien esperamos se recupere, no creemos que tenga un desempeño mucho mejor al resto, debido a perspectivas internas aún deterioradas.

En términos generales, **creemos que los beneficios de un portafolio diversificado siguen reflejándose**, en particular respecto a un cierre de 2019 donde la expectativa de mayor apetito por riesgo había llevado a preferencias tal vez muy marcadas por emergentes versus EE.UU. **Nuestro escenario sigue siendo que aún falta para que la tendencia de un dólar más débil se consolide, por lo que preferimos mantener posiciones más balanceadas entre regiones.**

Renta Variable Local: Apostamos a transitoriedad de shocks externos

En el mes, el IPSA anotó una caída de 1,7%, mientras que las carteras de 12 y 6 acciones tuvieron retornos de -2,8% y -3,6%, respectivamente. La irrupción del **coronavirus en China impactó más a mercados expuestos a este país, donde destaca Chile. A esto se suma que sectores más expuestos a la demanda externa han sufrido más por este factor**, llevando a un peor desempeño de las carteras. Por otro lado, sectores ligados a demanda interna también han tenido un mal desempeño, a pesar de indicadores de actividad local algo mejor a lo esperado para el cierre de 2019.

Nuestro escenario de un efecto transitorio del virus nos lleva a esperar una recuperación del mercado accionario más alineado con los fundamentales de las compañías a mediano plazo. Incorporamos Latam a ambas carteras, ya que presenta un atractivo respecto del valor objetivo estimado a 12 meses, luego del ajuste post OPA.

Además, **mantenemos la preferencia por sectores expuestos a commodities y la subponderación de industrias ligadas a demanda interna, en particular bancos y retail**, a la luz de los factores de riesgo de morosidad, reducida confianza de consumidores y un mercado laboral aún podría ajustarse, afectando las perspectivas de márgenes de estas compañías.

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$ (variación %)

| Al 31 de enero de 2020 | 2020 | 1m | 3m | 6m | 12m | 24m |
|-----------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Total Mundo | -1,2 | -1,2 | 4,5 | 6,5 | 13,7 | 3,2 |
| Países Desarrollados | -0,7 | -0,7 | 4,9 | 7,1 | 15,4 | 5,8 |
| Estados Unidos | 0,1 | 0,1 | 6,5 | 8,3 | 19,4 | 14,6 |
| Eurozona | -3,4 | -3,4 | 0,9 | 4,6 | 8,9 | -11,4 |
| Reino Unido | -3,8 | -3,8 | 2,4 | 3,2 | 3,6 | -11,6 |
| Japón | -1,2 | -1,2 | 0,9 | 8,2 | 9,7 | -7,1 |
| Asia ex Japón* | -1,7 | -1,7 | 0,4 | -2,4 | 4,7 | -7,0 |
| Países Emergentes | -4,7 | -4,7 | 2,0 | -89,4 | 1,2 | -14,9 |
| Asia Emergente | -4,5 | -4,5 | 2,6 | 4,7 | 3,6 | -14,3 |
| China | -4,8 | -4,8 | 4,9 | 4,2 | 3,3 | -17,9 |
| India | -1,3 | -1,3 | 0,0 | 3,9 | 6,6 | -7,6 |
| América Latina | -5,7 | -5,7 | -0,9 | -3,2 | -6,7 | -13,3 |
| Brasil | -7,6 | -7,6 | -1,5 | -3,5 | -4,4 | -6,2 |
| México | 1,4 | 1,4 | 3,2 | 8,7 | 0,7 | -15,5 |
| Chile (MSCI) | -7,9 | -7,9 | -9,8 | -18,3 | -33,6 | -44,3 |
| Chile (SP IPSA US\$) | -7,9 | -7,9 | -11,0 | -19,4 | -31,5 | -40,7 |
| M.Oriente/Africa/Europa | -4,9 | -4,9 | 1,4 | -3,3 | -3,7 | -18,5 |

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

CARTERA ACCIONARIA TÁCTICA

| | |
|--------------|------------------|
| CAP | MALLPLAZA |
| CHILE | SQM-B |
| LTM | CMPC |

*Esta cartera asigna la misma ponderación a cada acción.

CARTERA ACCIONARIA FUNDAMENTAL

| | | | |
|------------------|------------|------------------|-----------|
| ENELAM | 14% | BSANANDER | 8% |
| CMPC | 12% | LTM | 7% |
| CHILE | 12% | COLBÚN | 7% |
| CAP | 10% | COPEC | 5% |
| MALLPLAZA | 10% | FALABELLA | 5% |
| SQM-B | 8% | SONDA | 3% |

Visión Activos Estudios Security Febrero 2020

| | 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% | | |

