



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Marzo 2020

Escenario externo se deteriora fuertemente e incertidumbre podría continuar en el corto plazo

Resumen

•El impacto sobre los mercados del coronavirus ha sido peor de lo que estimábamos inicialmente. Acotado a China era una interrupción de la cadena de valor global, pero hoy el principal efecto sería sobre la demanda y un apretón de condiciones financieras. Aún esperamos que la situación se resuelva sin un daño permanente en la economía, por lo que en una visión de mediano plazo, mantenemos la recomendación de sobreponderar la renta variable.

•El entorno externo continúa siendo la principal razón del debilitamiento del tipo de cambio local. Mantenemos la visión de una paridad en torno a \$750-\$770 a mediano plazo, aunque sujeto a una normalización al panorama global y a lo que ocurra a nivel local en los próximos meses.

•El cambio de condiciones externas alteró el escenario de la Fed, que llevaría adelante recortes que se justifican por condiciones financieras más restrictivas que pueden afectar la actividad y porque, aunque la Fed no debe siempre validar lo incorporado en los precios de mercado, no hacerlo equivale a ser más restrictivos. En la renta fija internacional, mantenemos la recomendación de sobreponderar los instrumentos corporativos en dólares de empresas Latam, aunque reduciendo la duración a *benchmark*. En las acciones, preferimos Asia emergente y EE.UU.

•Dentro de la renta fija local, preferimos instrumentos en UF y menor duración en la parte soberana, llevando los bonos corporativos a neutral.

•En la renta variable local, mantenemos los principales sesgos en compañías ligadas a commodities.

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 – Marzo 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.

El avance del coronavirus ha sido el gran tema para los activos globales. **El aumento del número de casos nuevos en Europa apoyó una fuerte caída en los activos de riesgo en el mundo desarrollado**, con las bolsas en EE.UU. experimentando una fuerte corrección en pocos días. **Un detalle importante ha sido la rotación de la percepción de riesgo desde China** (y los activos más ligados a este) **hacia el resto**, lo que se refleja en un desempeño mejor en términos relativos de Asia emergente en bolsas, así como mayor estabilidad en el precio de materias primas que fueron fuertemente castigadas durante la primera mitad de febrero, como el cobre (gráfico 1).

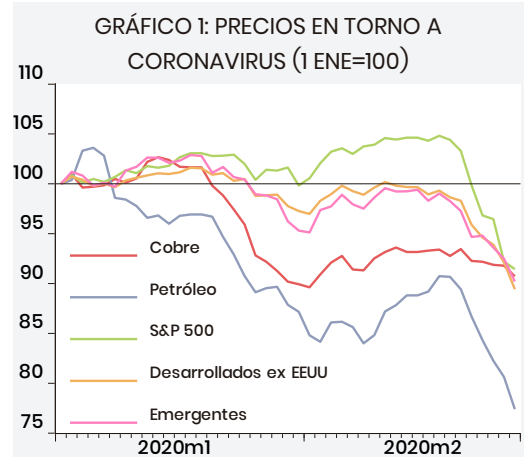
El desarrollo de la epidemia continúa siendo incierto y fluido, pero **rápidamente avanzó hacia un escenario peor al que estimábamos inicialmente** (*Portafolios Security febrero 2020*). Acotado a China, el coronavirus representaba principalmente un *shock* de oferta para la economía global, por la interrupción del proceso de formación de la cadena de valor del proceso manufacturero (donde China está en un escalón intermedio). Aunque el contagio al resto del mundo era esperable, lo ocurrido al cierre de febrero en los mercados evidencia que no estaba para nada incorporado en los precios.

La expansión de casos ha llevado a que el principal efecto hoy sea más uno de demanda, donde un primer indicio ha sido la caída de las bolsas, pero que podría continuar con el deterioro de indicadores de expectativas (los que además están ligados, gráfico 2).

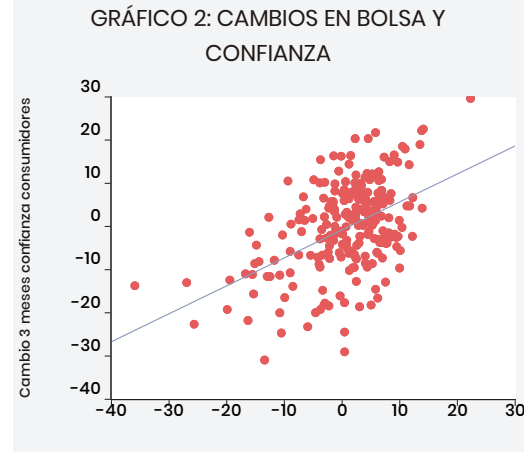
Ante esto, la Fed emitió un (breve) comunicado mencionando que están listos para “actuar apropiadamente” y apoyar la economía. Aunque los bancos centrales no tienen inyecciones para combatir el virus, el apretón de condiciones financieras de los últimos días (gráfico 3) sí es de su incumbencia (*Correo Security 28 de febrero*), por lo que esperamos un recorte en la próxima reunión en marzo, a los que podrían sumarse otros según la evolución de las perspectivas.

Aún esperamos que la situación se resuelva sin un daño permanente en la economía, por lo que en una visión de mediano plazo (3-6 meses), mantenemos la recomendación de sobreponderar la renta variable dentro de un portafolio diversificado. En las acciones, preferimos Asia emergente, sumado a EE.UU., mientras que en la renta fija internacional mantenemos la preferencia por los *spreads* corporativos en dólar de empresas Latam, manteniendo también una duración en torno al *benchmark* (y algo más baja que el mes previo).

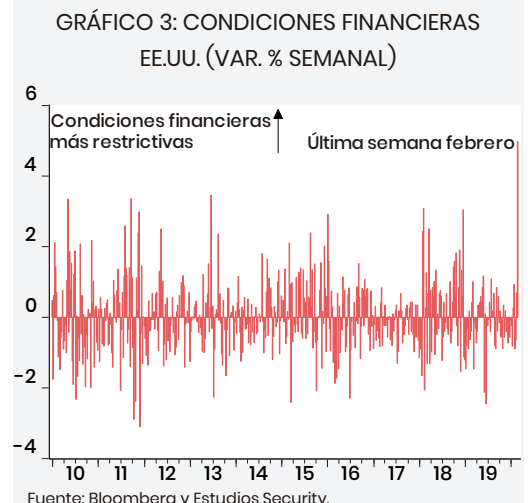
En la parte local, mantenemos la preferencia por instrumentos en UF (*Informe Renta Fija Local febrero 2020*), aunque reducimos el sesgo en la parte corporativa a neutral y sobreponderamos los bonos soberanos de menor duración. Finalmente, **en la renta variable local, mantenemos los principales sesgos en compañías ligadas a commodities** (*Carteras Accionarias Security marzo 2020*).



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.



Fuente: Bloomberg, Conference Board y Estudios Security.
Nota: Muestra mensual, desde 2000.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Escenario local: Se posterga recuperación

El inicio del año en materia económica mostró un Imacec que siguió recuperándose en enero, con un aumento interanual de 1,5% y de 1,3% en el mes en términos desestacionalizados. Para febrero nuestras perspectivas anticipan un elevado registro interanual (2,5%-3%) apoyado por el día adicional por ser año bisiesto.

No obstante, la pérdida del impulso externo ante el creciente riesgo del coronavirus, que ha fortalecido el dólar, llevado a caídas en tasas de interés, bolsas y *commodities* y aumentado las primas por riesgo, nos lleva a moderar las perspectivas de una recuperación sostenida.

A lo anterior hay que agregarle los elevados niveles de incertidumbre doméstica, asociada al proceso constituyente y a eventuales interrupciones en los procesos productivos, lo que mantendría los indicadores de confianza en zona de pesimismo, pese a la recuperación de enero y febrero. Así, seguiríamos observando un deterioro en el mercado laboral, lo que a su vez mantendría contenidas las perspectivas para el consumo privado.

En definitiva, la economía seguiría exhibiendo una debilidad (crecimiento bajo el potencial) al menos hasta que vuelva el impulso externo.

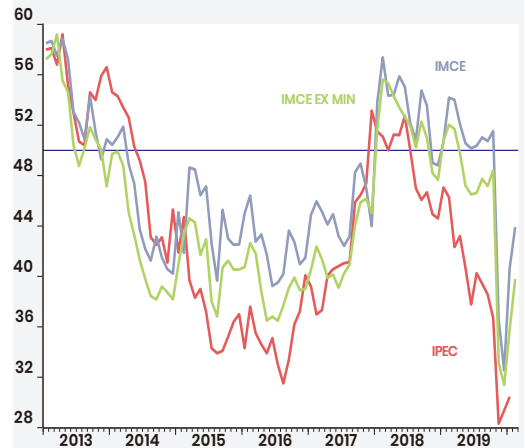
Monedas: Deterioro externo sigue afectando al tipo de cambio local

Las monedas de países emergentes continúan sufriendo pérdidas respecto al dólar, aunque para los desarrollados el escenario ha pasado a mayor estabilidad. Destaca también el desempeño del yuan, apoyado por la acción contracíclica de las autoridades, pero también por el traspaso de parte del riesgo del coronavirus al resto del mundo, como se evidencia en el desempeño relativo de la renta variable.

El euro y el yen japones se han fortalecido, lo que apunta a una expectativa de desaceleración más amplia (no solo China y los más ligados a este), así como un actuar más expansivo de la Fed, que tiene mayor capacidad de entregar estímulo dentro de los principales bancos centrales. No hay grandes cambios en nuestro escenario para el dólar global. A mediano plazo esperamos un debilitamiento, pero por ahora no vemos gatillantes para que ocurra pronto.

Para el peso chileno, el entorno externo ha continuado siendo la principal razón del debilitamiento de la moneda, mientras que el Banco Central continúa al margen. Mantenemos la visión de una paridad en torno a \$750-\$770 a mediano plazo, aunque esto está sujeto a una normalización al panorama global y podría verse interrumpido por lo que ocurra a nivel local en los próximos meses.

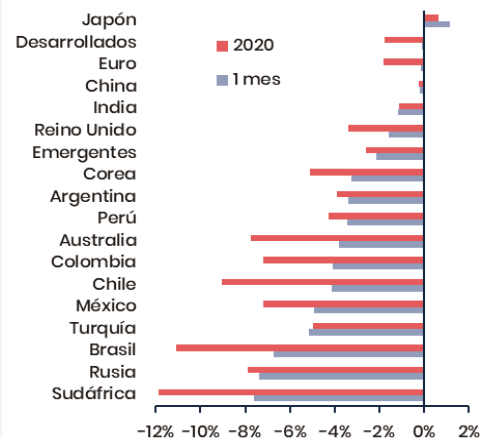
EXPECTATIVAS PRIVADAS (índice 50)



Fuente: Adimark, ICARE y Estudios Security.

IMCE: Índice Mensual de Confianza Empresarial, IPEC: Índice de Percepción del Consumidor.

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: Fed reaccionará a condiciones financieras más restrictivas

Las caídas de tasas por la percepción de menor actividad han sido acompañadas por fuertes alzas en los *spreads* de riesgo, signo de condiciones financieras más restrictivas, particularmente en el segmento *High Yield* estadounidense.

El cambio fue suficientemente brusco como para alterar el escenario de la Fed, que llevaría adelante recortes pronto, que creemos se justifican por dos razones. Primero, condiciones financieras más restrictivas de manera duradera afectan la actividad y pueden representar un *shock* para el mercado laboral. Segundo, y tal vez más importante en el corto plazo, aunque la Fed no debe siempre validar lo que anticipan los precios de mercado, no hacerlo equivale a ser más restrictivos, lo que creemos que no es buscado por la autoridad.

Estando incorporado en los precios, por lo que no esperamos grandes efectos de recortes en la TPM, aunque podrían aliviar parte del *shock* de liquidez. Por otro lado, no esperamos un repunte brusco de las tasas de largo plazo. Mantenemos la **recomendación de sobreponderar los instrumentos corporativos en dólares, aunque reduciendo la duración a *benchmark*, a través de la subponderación de instrumentos *High Yield* de EE.UU.**

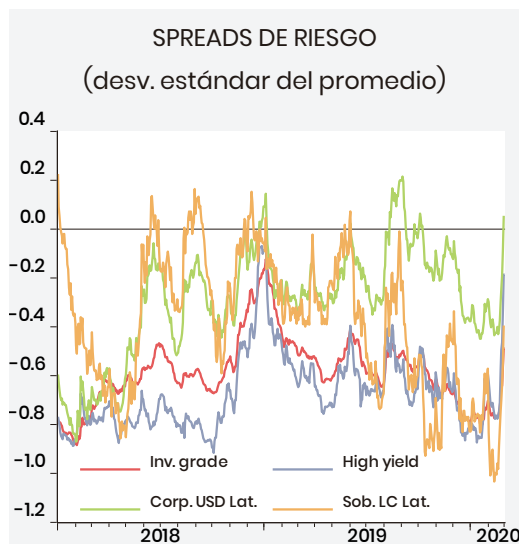
Renta Fija Local: Más inflación en el corto plazo

Las tasas locales han tenido un desempeño distinto a las externas (+40pb para el BCP a 10 años en 2020, versus -90pb para el bono de EE.UU. al mismo plazo). Esto respondería a que, como hemos venido sosteniendo, las tasas de interés locales tienen una presión al alza ante el mayor gasto fiscal y menor crecimiento esperado, que llevarían a las primas por plazo a niveles más cercanos a su historia.

Nuestro escenario base para la política monetaria es una mantención de la TPM en el nivel actual de 1,75% por un período largo (24 meses). Sin embargo, el deterioro externo y la expectativa de mayor expansividad por parte de otros bancos centrales hacen que no se pueda descartar mayor impulso monetario, aunque de ocurrir sería acotado, por lo que las tasas de interés de corto plazo se mantendrían estables.

En materia de inflación tendríamos registros más elevados en el corto plazo ante la depreciación cambiaria, aunque vemos menos inflación en el largo plazo por la pérdida de dinamismo de la actividad económica. Algo de esto hemos visto en las últimas semanas, con compensaciones de corto plazo (1 a 2 años) ancladas en torno a 3% y las de más largo plazo (5 a 10 años) bajando 25-30pb, desde 3,1% a 2,8%

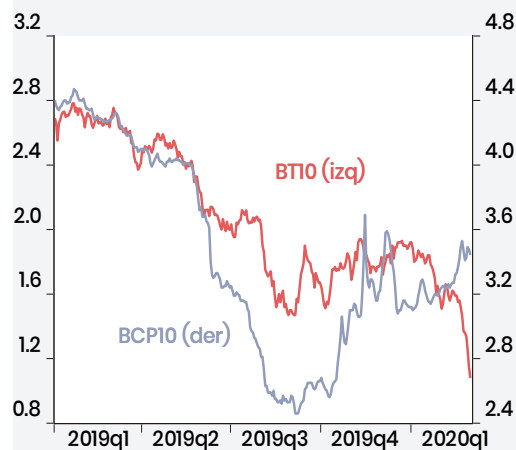
En definitiva, reiteramos nuestra recomendación de preferir instrumentos reajustables en desmedro de los nominales, con duraciones bajo el *benchmark*.



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: TASAS DE INTERÉS (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Renta Variable Internacional: Fuertes caídas crean oportunidades

El mundo desarrollado se unió a las caídas al cierre del mes, pero más que la magnitud de las caídas, las que ya fueron llamativas, destacó la velocidad con que se produjeron, lo que se explica en parte por un punto de partida alto en materia de valuaciones, que hacía pensar en que algunos segmentos del mercado estaban “caros” respecto al precio que se estaba pagando por sus fundamentos.

Tras las fuertes pérdidas al cierre de febrero, **las valuaciones se ven en terreno más normal en términos históricos**. Si a esto se suma que la renta fija libre de riesgo (EE.UU., Alemania) se ve más y más cara, las perspectivas para la renta variable a mediano plazo se ven mejor. Para aprovecharlo, **recomendamos sobreponderar Asia emergente y EE.UU. en desmedro de Chile y Japón**.

Sin embargo, **es importante seguir resaltando la recomendación de mantener un portafolio diversificado**. Es muy difícil anticipar el avance del virus, existiendo riesgo de que los casos en China reaparezcan al volver a abrirse los lugares de trabajo. También es incierto si los movimientos recientes en las bolsas incorporan la posibilidad de un avance de contagios en EE.UU.

Renta Variable Local: Se mantendría incertidumbre en el corto plazo

A la corrección producto del impacto del coronavirus en la percepción de riesgo, **los activos locales han sumado incertidumbre local que se mantiene** y que ha debilitado el tipo de cambio y llevado al IPSA a caer bajo los 4.200 puntos, en un contexto el precio del cobre ha retrocedido más de 10%, a niveles cercanos a US\$2,5/libra desde el inicio del brote.

Dado su exposición a la economía china, los activos locales han mostrado el deterioro esperable para los ajustes observados en precios de *commodities*, tipo de cambio y nuevas disrupciones al comercio internacional y actividad global. **El IPSA acumuló una caída de 9% en moneda local en febrero, mientras la cartera accionaria fundamental retrocedió 8% y la cartera táctica 6%. La incertidumbre y menor apetito por riesgo global gatillaron un ajuste más generalizado, a lo que se sumaron sorpresas negativas en la entrega de resultados del cuarto trimestre de 2019, en particular en el sector *retail*.**

Considerando la corrección en las acciones a la fecha, **mantenemos los principales sesgos en compañías ligadas a *commodities*, mientras que reemplazamos Mall Plaza por Enelam en la cartera táctica, y disminuimos su peso en la cartera fundamental, para aumentar la ponderación de SQM-B y Enelam.**

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$ (variación %)

Al	28 de febrero de 2020	2020	1m	3m	6m	12m	24m
Total Mundo		-9.3	-9.6	-6.7	1.7	1.8	-1.0
Países Desarrollados		-9.2	-9.8	-7.0	1.4	2.7	1.1
Estados Unidos		-8.3	-9.7	-6.1	2.6	6.2	9.2
Eurozona		-11.5	-9.9	-8.9	-0.5	-3.1	-14.3
Reino Unido		-16.2	-13.8	-12.5	-4.1	-11.6	-17.0
Japón		-10.5	-9.1	-9.4	0.2	-1.3	-13.2
Asia ex Japón*		-9.5	-9.8	-8.0	-3.1	-7.1	-11.5
Países Emergentes		-9.8	-8.7	-4.3	4.2	-4.3	-15.9
Asia Emergente		-7.3	-6.3	-2.3	7.6	-0.8	-12.4
China		-3.9	-3.6	2.4	11.6	1.2	-12.2
India		-8.7	-9.3	-8.3	-0.1	-1.3	-8.0
América Latina		-17.3	-15.0	-8.8	-3.9	-14.5	-21.4
Brasil		-20.0	-16.6	-10.3	-4.1	-12.4	-17.3
México		-8.9	-11.8	-4.6	2.6	-6.2	-18.7
Chile (MSCI)		-19.2	-13.6	-8.1	-19.5	-39.6	-49.6
Chile (SP IPSA US\$)		-18.8	-13.2	-7.5	-21.1	-37.5	-46.5
M.Oriente/Africa/Europa		-16.4	-13.5	-10.6	-6.3	-12.8	-27.4

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

CARTERA ACCIONARIA TÁCTICA

CAP	ENELAM
CHILE	LTM
CMPC	SQM-B

*Esta cartera asigna la misma ponderación a cada acción.

CARTERA ACCIONARIA FUNDAMENTAL

ENELAM	17%	LTM	7%
CMPC	12%	COLBÚN	7%
CHILE	12%	COPEC	5%
CAP	10%	FALABELLA	5%
SQM-B	10%	MALLPLAZA	4%
BSANTANDER	8%	SONDA	3%

Visión Activos Estudios Security Marzo 2020

	Benchmark	Cartera Marzo	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%		

