



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Mayo 2020

De la incertidumbre de la crisis al retorno al conflicto comercial

Resumen

•La economía global sufrió un doble golpe, menor crecimiento y mayor incertidumbre en torno a las proyecciones. En el corto plazo los riesgos estarán centrados en el resultado de las estrategias de reaperturas de los distintos países, aunque el retorno de las tensiones entre EE.UU. y China es preocupante. Nuestro escenario base incorpora un difícil 2020 que ya estaría incorporado en los precios y una recuperación en 2021, por lo que mantenemos la recomendación de sobreponderar la renta variable dentro de un portafolio diversificado.

•El tipo de cambio se ve alineado respecto a factores externos y su desempeño continuaría ligado a estos en el corto plazo. Esperamos que el año cierre en torno a \$800, aunque mantenemos la cautela respecto a la toma de riesgo cambiario.

•En la renta fija internacional, los mercados emergentes han quedado algo rezagados, pero esperamos que un mejor entorno global y el retorno de flujos de capital vuelvan a apoyarlos. Mantenemos la recomendación de sobreponderar los instrumentos corporativos en dólares de empresas de Latinoamérica.

•Dentro de la renta fija local, la caída en las expectativas de inflación sería excesiva, por lo que seguimos prefiriendo instrumentos en UF, aunque expresamos esta preferencia a través de los bonos corporativos.

•En la renta variable internacional, preferimos las economías con mejores perspectivas de recuperación y sobreponderamos EE.UU. y Asia emergente.

•En la bolsa local, las carteras recomendadas siguen sobreponderando compañías ligadas a commodities y seleccionando compañías con descuentos significativos en retail y consumo masivo.

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 – Mayo 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.

Durante abril los mercados recogieron las mejores perspectivas globales, gracias en buena parte a la enorme suma de anuncios de estímulo monetario y fiscal. Consistente con esto, las perspectivas para el crecimiento, tanto del PIB como de las utilidades corporativas, se ha ido consolidando en torno a una fuerte caída durante este año, seguida por una recuperación durante 2021. Esta trayectoria más o menos similar a una V representa nuestro escenario base, por lo que **mantenemos la recomendación de sobreponderar la renta variable dentro de un portafolio diversificado.**

Sin embargo, **la economía global sufrió un doble golpe, en términos del nivel de crecimiento que experimentará, al que se suma la mayor incertidumbre en torno a las proyecciones** (gráfico 1). Esto resalta dos puntos: primero, que **el grado de convicción en torno a los sesgos es bajo, lo que resalta el beneficio de tener portafolios diversificados.** Incluso con lo profunda (aunque de corta duración) que sería la crisis, hoy el riesgo más relevante es un resurgimiento de las tensiones entre EE.UU. y China, lo que con el beneficio de la experiencia de los últimos años podría dar para preocuparse.

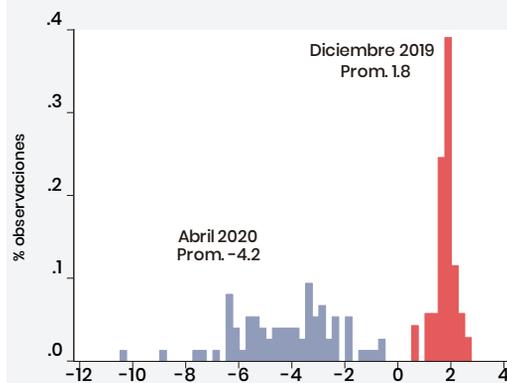
Segundo, que **existen varias fuentes de riesgos de corto plazo, que estarán centrados en el resultado de las distintas estrategias de reaperturas que países y regiones que se llevarán adelante en Europa y EE.UU.** Lamentablemente no existen “mejores prácticas” para esto y **será relevante ir monitoreando el grado de daño del cierre de la economía, el que se manifestaría en el mercado laboral,** donde solo en EE.UU. el equivalente al 18% de la fuerza de trabajo llenó solicitudes de desempleo en las últimas seis semanas (gráfico 2), **y en las quiebras de empresas.** En conjunto, estas medidas también servirán para medir si el tamaño de los paquetes fiscales debe aumentar.

Para varias economías la respuesta será afirmativa, lo que las expone, particularmente emergentes, a alguna combinación de tasas de largo plazo más altas y tipo de cambio más débil en caso que el mercado juzgue que la capacidad fiscal para esto se agotó (gráfico 3).

Dentro de cada clase de activo mantenemos los principales lineamientos. Preferimos las acciones de EE.UU. y Asia emergente, por sobre Japón y Chile. En la renta fija, **mantenemos un sesgo neutral al tipo de cambio, el que se ve alineado con sus factores globales,** mientras que en la parte internacional preferimos la deuda corporativa (en dólares) de empresas latinoamericanas.

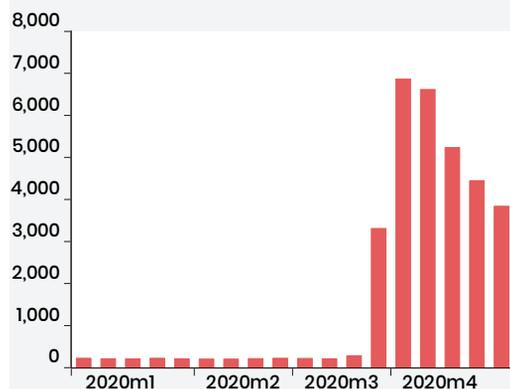
En la parte local, mantenemos la preferencia por instrumentos en UF, aunque para moderar la exposición a una caída adicional en las expectativas de inflación, **preferimos los spreads corporativas en UF** en lugar de la exposición a la curva soberana. Finalmente, **para la bolsa local seguimos sobreponderando compañías ligadas a commodities transando a descuentos en retail y consumo masivo.**

GRÁFICO 1: DISTRIBUCIÓN EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO EE.UU. 2020 (%)



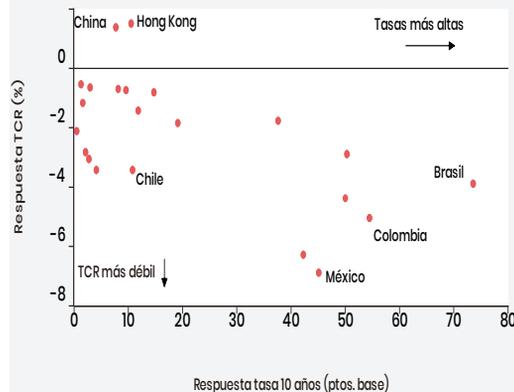
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: SOLICITUDES INICIALES DE DESEMPLEO (MILES)



Fuente: Fed y Estudios Security.

GRÁFICO 3: RESPUESTA A CONDICIONES FINANCIERAS MÁS RESTRICTIVAS



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Escenario local: Efectos de la paralización están siendo tan malos como se esperaba

Los efectos de la semi paralización de la economía están siendo tan malos como se preveía. **La caída del Imacec de 5,7% en el mes** (y de 6,1% en el no minero) fue prácticamente la misma que en octubre tras el estallido social, liderada por un deterioro muy significativo en el comercio y en los servicios. Además, **los primeros antecedentes de abril anticipan cifras que serían mucho más negativas.**

En definitiva, el desempeño de la actividad sigue supeditada a la reapertura, aunque sea de manera parcial, de los distintos rubros económicos.

Nuestra proyección actual para la variación del PIB es de una caída de -2% este año, lo que contiene una expectativa de mejora gradual a partir de junio, basada en que la economía mostró una buena capacidad de recuperación después de octubre, lo que esperamos se repita una vez pasada la crisis sanitaria.

Adicionalmente, el panorama externo dejó de deteriorarse e incluso mostró una mejora en el margen. Si bien no descartamos un retorno de la volatilidad, la recuperación de los mercados, el alza del cobre y la caída de *spread* es una buena noticia.

Monedas: Vara alta para un debilitamiento fuerte del dólar global

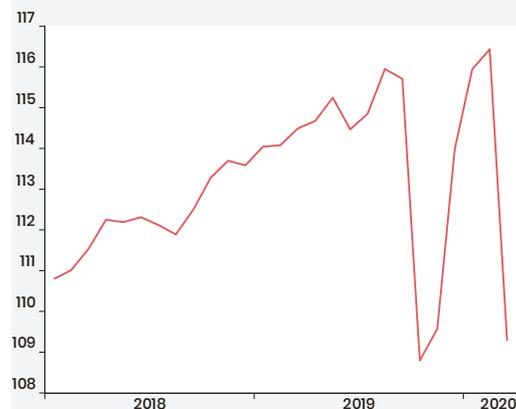
El mayor apetito por riesgo de la primera mitad de abril, la suma de medidas tomadas para reestimar las economías y la incertidumbre en torno al panorama de los próximos meses han mantenido el dólar global más estable, aunque en niveles altos.

Por otra parte, en el último mes, **los peores desempeños se han dado en países cuyos problemas internos son relativamente grandes, como Argentina y Turquía, o con fundamentos que han empeorado rápidamente, como es el caso de Brasil y Sudáfrica.** Por el lado positivo, **destaca la estabilidad en los desarrollados y China, lo que da cuenta que el cambio en perspectivas ha sido igualmente malo para EE.UU. que para las otras áreas más grandes dentro de la economía global.**

Este factor, sumado a la incertidumbre que se mantendría, ponen la vara alta para un debilitamiento fuerte del dólar global. **Con el mundo estimulando de manera sistemática, no se producen los desbalances relativos en términos de políticas monetaria y fiscal, lo que termina perjudicando a aquellos que tienen menor capacidad de hacerlo.**

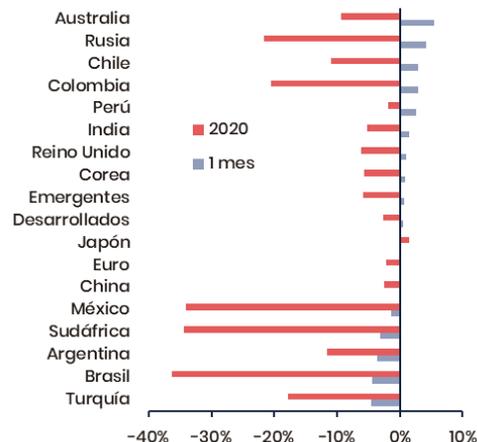
Para el peso chileno, actualmente no vemos un desalineamiento respecto a factores externos y creemos que el desempeño continuaría ligado a estos en el corto plazo. Esperamos que el año cierre en torno a \$800 por dólar, aunque mantenemos la cautela respecto a la toma de riesgo cambiario.

IMACEC NO MINERO (índice 2013=100)



Fuente: Banco Central y Estudios Security.

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 corporativos Latam han quedado rezagados

Tanto la Fed como el BCE salieron en apoyo del sector corporativo, a través de incentivos para el crédito bancario y de compras directas de bonos. Esto ha ayudado a que los spreads de riesgo en el segmento *investment grade* global recuperen buena parte del aumento de marzo. También a entregado liquidez a los inversionistas globales, que han avanzado en las compras de bonos de menor clasificación, beneficiando al segmento *high yield*.

En este contexto, los mercados emergentes han quedado algo rezagados, al no tener compras directas, ser un sustituto imperfecto del *high yield* (aunque con compañías de mejores fundamentos en promedio) y sufrir por el deterioro del escenario fiscal, que afecta las perspectivas en términos de clasificación de riesgo.

Así, respecto a su propia historia, los instrumentos corporativos estadounidenses ya no se ven demasiado atractivos en términos de valuaciones, mientras que la deuda (en dólares) de empresas de Latinoamérica continúa más estresada. Esperamos que a medida que el horizonte se vea menos nublado, los flujos de capital vuelvan a emergentes, lo que sumado a factores técnicos (como emisiones netas) favorables lleven a un mejor desempeño. **Mantenemos la recomendación de sobreponderar estos instrumentos.**

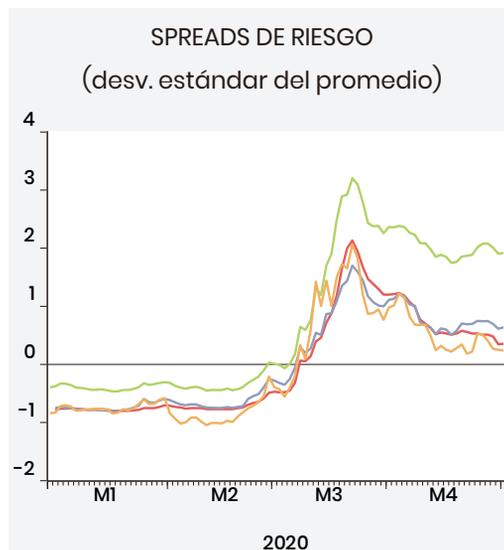
Renta Fija Local: Pese a elevada incertidumbre vemos más inflación que el mercado

En el último mes se acentuó la caída en las compensaciones inflacionarias, lo que respondería al bajo registro en el IPC de marzo, a la ampliación significativa de la brecha de capacidad que mantendría contenida las presiones no transables y a la caída en los precios externos que haría lo propio con el componente transable. Además, dicha tendencia se exacerbó en las últimas semanas con el colapso en el precio del petróleo spot.

Pese a todo lo anterior, nuestra expectativa para la inflación a un año plazo es de 2%, muy por sobre el 1% implícito hoy en el mercado.

Por una parte, la ampliación de la brecha de capacidad debería revertirse en la medida que la economía comience a recuperarse, considerando que este *shock* es transitorio. Si bien compartimos que las presiones subyacentes estarían contenidas, no validamos una convergencia a 0% que sería lo que tiene implícito el mercado.

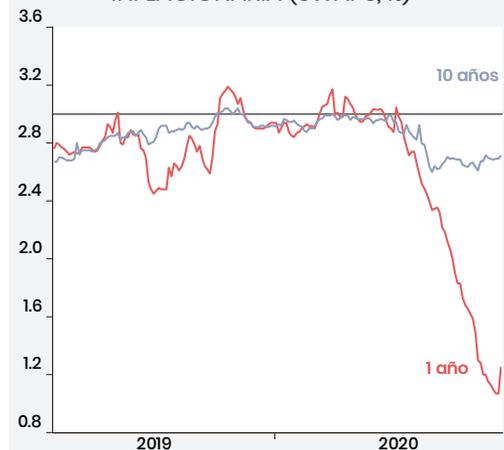
Por el lado de los transables, la caída de los precios externos ha sido muy inferior a otros episodios. Además, la reapertura de las economías desarrolladas debería venir acompañada de alzas en las materias primas, impulsando los componentes transables de la inflación. Un ejemplo es el precio del petróleo.



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 EEUU.

GRÁFICO 2: COMPENSACIÓN INFLACIONARIA (SWAPS, %)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Renta Variable Internacional: Sobreponderamos economías con mayor capacidad de recuperación

En las últimas semanas las bolsas globales han perdido algo de fuerza, a medida que tanto la corrección de marzo y el reimpulso producto del gran número de medidas fiscales y monetarias se van asentando.

En los próximos meses el desempeño de los mercados estará relacionado con el éxito de las estrategias de reapertura de las economías, que será importante para juzgar si lo hecho hasta ahora fue suficiente, pero también para dar cuenta del daño causado, tanto en términos de desempleo como de posibles quiebras de empresas.

Actualmente es consensuado que las utilidades de las empresas sufrirán durante varios trimestres, que a su vez ha llevado a que ratio de valuación que las usan hayan subido fuertemente. Pero los precios de mercado efectivamente ponderan el crecimiento del año en curso, pero también miran hacia delante y de hecho es el año siguiente el que tiende a pesar más.

El entorno global aún tiene varios factores de riesgo, pero nuestro escenario base es de una recuperación gradual de la economía global y en este contexto preferimos a quienes creemos tienen mayor capacidad de avanzar en esta línea, por lo que sobreponderamos EE.UU. Y Asia emergente (donde China pesa 50%).

Renta Variable Local: Exposición a gradual reapertura de economías

Durante abril el IPSA tuvo un desempeño de 16%, recuperando casi dos tercios de la caída hasta el mínimo de marzo. Esto fue similar a la recuperación de otros mercados. La cartera táctica de 6 compañías anotó un retorno cercano a 25%, mientras que la cartera fundamental rentó cerca de 19%.

Los niveles de ratios de valorización aún muestran espacio para una recuperación adicional, aunque dependerá del éxito en la salida de los periodos de cuarentena. Aunque esperamos que esto sea gradual, los paquetes de ayuda podrían atenuar de manera importante los efectos de la pandemia y permitir una recuperación más sostenible hacia 2021. Con todo, los riesgos aún se mantienen elevados.

La primas por riesgo han retrocedido, aunque se mantendrían altas versus los niveles previos a la crisis sanitaria. En la parte corporativa también se ha visto moderación en medio de las medidas de apoyo a las empresas. Los principales riesgos se mantienen asociados al desempeño del mercado laboral y la liquidez de las empresas locales, junto al rebotes de la pandemia que posterguen el reinicio de la actividad (y estresen aún más los niveles de endeudamiento).

Las carteras recomendadas siguen sobreponderando compañías ligadas a *commodities* y seleccionando compañías con descuentos significativos en *retail* y consumo masivo.

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$ (variación %)

Al	1 de mayo de 2020	2020	2 sem	1m	3m	6m	12m
Total Mundo		-15.3	-0.4	12.3	-14.3	-10.5	-8.2
Países Desarrollados		-15.0	-0.6	12.5	-14.4	-10.2	-7.2
Estados Unidos		-12.2	-1.4	15.0	-12.2	-6.6	-2.8
Eurozona		-22.4	3.4	10.7	-19.6	-18.9	-17.7
Reino Unido		-28.4	-0.4	6.2	-25.5	-23.7	-25.6
Japón		-15.0	-0.5	6.1	-13.9	-13.1	-7.1
Asia ex Japón*		-22.9	-2.0	5.9	-21.6	-21.3	-22.6
Países Emergentes		-17.8	1.7	10.8	-13.7	-12.0	-15.0
Asia Emergente		-11.5	1.6	11.1	-7.3	-4.9	-8.8
China		-6.0	-0.2	7.0	-1.2	3.7	-5.9
India		-20.7	7.7	21.7	-19.7	-19.7	-21.3
América Latina		-43.8	-0.5	8.7	-40.4	-41.0	-39.6
Brasil		-48.7	-2.4	7.9	-44.5	-45.3	-40.2
México		-35.3	2.6	6.7	-36.2	-34.2	-36.0
Chile (MSCI)		-23.9	5.6	19.9	-17.4	-25.5	-37.6
Chile (SP IPSA US\$)		-23.5	6.1	19.8	-16.9	-26.1	-36.9
M.Oriente/Africa/Europa		-28.8	3.7	10.2	-25.1	-24.1	-27.3

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

CARTERA ACCIONARIA TÁCTICA

CAP	ENELAM
BSANTANDER	LTM
FALABELLA	SQM-B

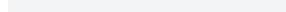
*Esta cartera asigna la misma ponderación a cada acción.

CARTERA ACCIONARIA FUNDAMENTAL

ENELAM	14%	COPEC	8%
BSANTANDER	12%	LTM	7%
CAP	10%	CHILE	7%
SQM-B	10%	CMPC	5%
COLBÚN	10%	ANDINA-B	5%
FALABELLA	8%	MALLPLAZA	4%

Visión Activos Estudios Security Mayo 2020

	Benchmark	Cartera Mayo	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%		

 Sobreponderar
 Subponderar
 Posición neutral