



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Julio 2020



## Balance de riesgos para la segunda mitad del año se ve más ajustado, llevamos renta variable a neutral

### Resumen

•A nivel global se ha acentuado la dicotomía entre mejores cifras y la aceleración del número de casos nuevos en algunas áreas de EE.UU. Con activos de riesgo que han recuperado buena parte de las pérdidas de marzo, creemos que el impulso de la recuperación se moderaría, tanto por cifras que podrían no ser tan favorables, como por el menor atractivo en términos de valuaciones. Moderamos la exposición a la renta variable hasta neutral, lo que también hacemos con la bolsa estadounidense, manteniendo la preferencia por Asia emergente.

•El dólar global ha mostrado una de sus facetas, la de reserva ante mayor percepción de riesgo, aunque este venga de EE.UU. Este rol dual postergaría el ciclo de debilitamiento que se anticipa, lo que deja las visiones de monedas más atadas a cada paridad. Para el tipo de cambio local, mantenemos la expectativa de un cierre de año en torno a \$800.

•En la renta fija internacional, la estabilidad que esperamos para las tasas base nos ayuda a mantener la preferencia por el *spread* de bonos en dólares de empresas de Latinoamérica.

•Dentro de la renta fija local, seguimos previendo algo más de inflación que el mercado en el corto plazo, impulsada por alimentos y combustibles. En tanto, pese a la mayor expansividad monetaria del Banco Central, las tasas de largo plazo estarían presionadas ante el deterioro en el panorama fiscal.

•En la renta variable local, las carteras buscan mirar más al mediano plazo, apuntando tanto a la recuperación que esperamos para 2021, como al desafío de las compañías de volver a generar rentabilidad sobre patrimonio.

**Jorge Cariola G.**  
Subgerente de Estrategia Global  
[jorge.cariola@security.cl](mailto:jorge.cariola@security.cl)

**César Guzmán B.**  
Gerente Macroeconomía  
[cesar.guzman@security.cl](mailto:cesar.guzman@security.cl)

### Visiones por Clases de Activo – Julio 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.

Mientras a nivel global siguen conociéndose cifras más favorables, tanto respecto a la de meses previos como a lo incorporado en los consensos, **los activos han comenzado a re-incorporar un escenario algo más incierto.** Detrás de esto ha estado la aceleración del número de casos nuevos de coronavirus en algunas áreas de EE.UU. (*Informe Mercados Globales y Locales Junio 2020*), que contrasta con la situación de Europa, otros desarrollados y China (gráfico 1), quienes comenzaron procesos de reapertura en una etapa más avanzada del virus y, por ahora, solo han tenido focos de contagio acotados.

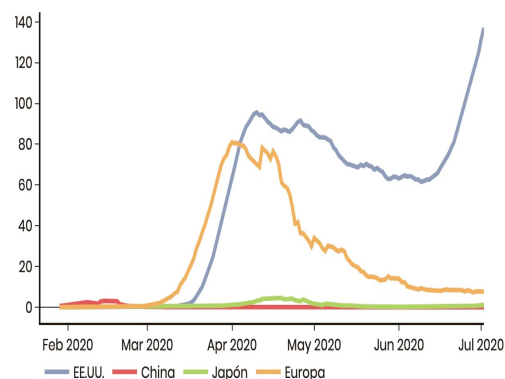
En línea con el mayor optimismo por la recuperación (gráfico 2), varios activos ligados al crecimiento tuvieron ganancias (gráfico 3). Sin embargo, las bolsas a nivel global se mantuvieron estables, con alta heterogeneidad entre regiones. En particular, EE.UU. tuvo un desempeño peor que la Eurozona y China, lo que tiene un componente de “puesta al día”, pero es principalmente un reflejo de la economía estadounidense como foco de los principales riesgos, que incluyen el coronavirus (que era esperable se manifestara, *Portafolios Security junio 2020*), pero también la tensión con China y un periodo electoral que ya se inició y solo culminará en noviembre con una elección presidencial que tiene al presidente Trump atrás en las encuestas (gráfico 4), incluso con la posibilidad que el Partido Demócrata (hoy de oposición) tenga la presidencia y mayoría en ambas cámaras del Congreso.

En términos más generales, **los activos de riesgo han recuperado buena parte de las pérdidas de marzo**, aunque se mantienen con una rentabilidad acumulada negativa. **Para la segunda mitad del año, creemos que el impulso de la recuperación de los últimos meses se moderaría, tanto porque las cifras macro podrían no ser tan favorables al detenerse la apertura de una parte de la economía global, como porque el atractivo de activos que se veían “baratos” ya no está** (gráfico 5). En este contexto, **moderamos la exposición a la renta variable, llevándola hasta neutral, lo que también recomendamos para la bolsa estadounidense.** Mantenemos la preferencia por Asia emergente, en desmedro de la bolsa local.

Nuestro **escenario base** no ha cambiado en los últimos meses (*Portafolios Security abril 2020*). Este **incluye un proceso de reapertura con riesgos** como los que se han manifestado en algunas partes de EE.UU. Sin embargo, **el resurgimiento de los contagios no llevaría a medidas tan estrictas como lo hizo durante el segundo trimestre**, debido a que para el sector político significa admitir un fracaso (ya sea en las restricciones o en la reapertura), pero quizá más importante, porque **la evidencia que se se va acumulando en Asia, Europa y Oceanía muestra que el distanciamiento y el uso de máscaras son efectivos para permitir el funcionamiento (parcial por ahora) del sistema productivo sin generar una nueva ola de contagios masivos.**

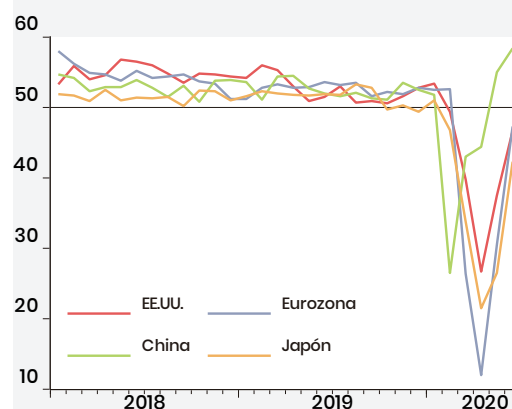
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 1: CASOS NUEVOS CORONAVIRUS (POR MILLÓN DE HABS.)



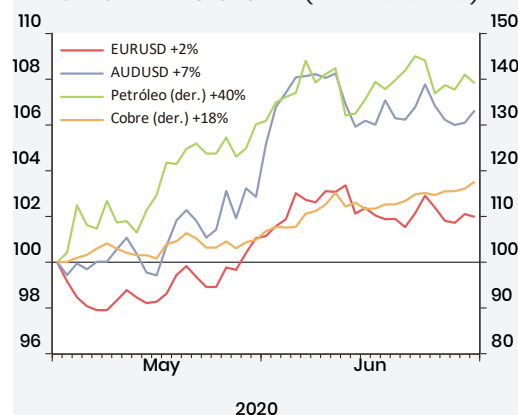
Fuente: JHU CSSE y Estudios Security.

GRÁFICO 2: PMI SERVICIOS (PUNTOS)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: ACTIVOS LIGADOS AL CRECIMIENTO GLOBAL (1 ENE 2020=100)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Entre los factores que pueden hacer que este éxito no se replique en otros países, están el mayor o menor acatamiento que la población haga de las medidas, así como la cautela (o miedo) que los consumidores puedan sentir, lo que puede llevar a que, aunque la economía funcione, decidan no salir a gastar. Existe evidencia para EE.UU. que resalta el rol del miedo (medido vía decesos por coronavirus en el área cercana), en disminuir la movilidad y reducir el impacto que se estima pueden tener las restricciones de las autoridades.

**Dentro de las condiciones que deben cumplirse para que tomar riesgo vuelva a ser atractivo destacan el desarrollo de una vacuna (lo que aún está lejos, pero no debe dejar de considerarse), evidencia de que áreas más afectadas actualmente (EE.UU., Latinoamérica) no siguen acelerando al ritmo actual, que la reapertura en los lugares donde ha sido exitosa sigue avanzando y que la actividad global continúa recuperándose, o al menos no vuelve a deteriorarse como en abril.**

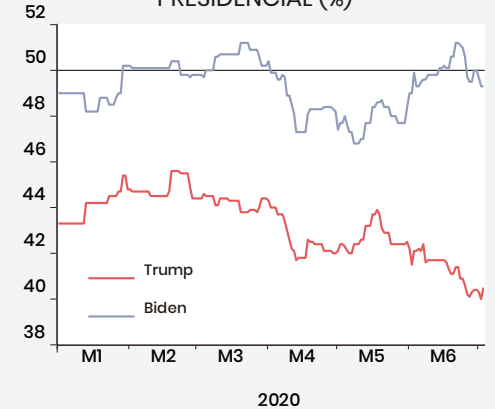
Estos factores ayudarían a que el dolar global vuelva a debilitarse, como lo hizo abril y mayo (gráfico 6), apoyando un ciclo que se anticipa en parte del mercado, pero que creemos aún resta para que se consolide. En caso de ocurrir, monedas (y por lo tanto mercados) cíclicos, como el euro y nuestra región, podrían verse beneficiadas.

En línea con este escepticismo, el debilitamiento que pensábamos podía producirse en el tipo de cambio local se materializó (+3,5% en junio, aunque se ha revertido en lo que va de este mes). El balance de corto plazo se ve algo más simétrico, por lo que **recomendamos llevar la renta fija local a terreno neutral, al tiempo que volvemos a recomendar preferir los instrumentos en UF**, debido a la caída que han experimentado las expectativas de inflación (por debajo de nuestro escenario).

En la parte internacional, **mantenemos la preferencia por los instrumentos corporativos (en USD) de empresas latinoamericanas**, de la mano con tasas base que se mantendrían estables (como ha sido recientemente), para acumular solo alzas graduales al cierre de año, gracias a una política monetaria (de tasas y no convencional) que esperamos se mantenga en terreno expansivo por un buen tiempo.

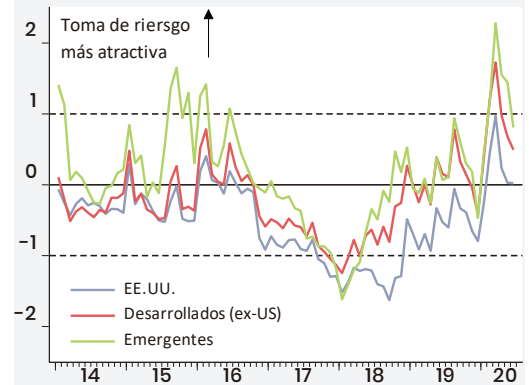
Finalmente, **en la renta variable local, recomendamos rebalances dentro de los sectores (Carteras Accionarias julio 2020), teniendo también un enfoque de mediano plazo, donde se debe ponderar los muy malos números de 2020 con la recuperación que anticipamos para el próximo año, aunque aún existe incertumbre respecto a cómo se dará, destacando el desafío de recuperar las rentabilidades sobre patrimonio de las compañías.**

GRÁFICO 4: PREFERENCIA POR CANDIDATO PRESIDENCIAL (%)



Fuente: RealClear Politics y Estudios Security.

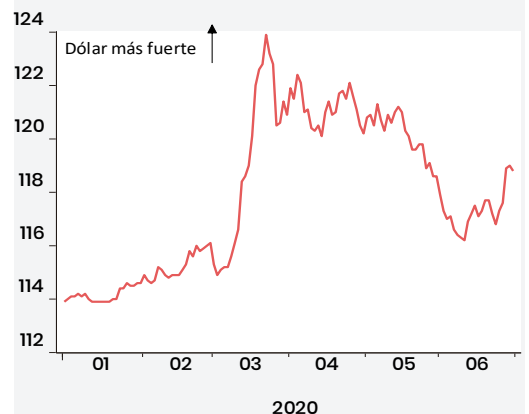
GRÁFICO 5: PREMIO POR RIESGO ACCIONARIO



Fuente: Estudios Security.

Nota: Cada serie muestra el ERP promedio de distintas medidas, expresado como desvíos de su promedio

GRÁFICO 6: DÓLAR GLOBAL



Fuente: Fed y Estudios Security.

## Escenario local: Moderación en Número de Contagios Llevaría a Gradual Flexibilización de las Restricciones

En línea con lo esperado, la actividad económica ha sufrido de manera considerable por las restricciones a la movilidad impuestas por las autoridades para combatir la pandemia del coronavirus. Tras el bajo desempeño de abril, las expectativas para mayo eran aún más negativas. No obstante, **la caída de -15,3% del Imacec en mayo se ubicó en la parte alta de las proyecciones**, que llegaban hasta -20%. **Los primeros antecedentes de junio muestran un panorama similar, pero no peor**, pese a la intensificación de las cuarentenas, **lo que llevaría al PIB a caer 15% en el segundo trimestre**, el peor registro en más de 35 años.

Para el año en su conjunto, hemos venido reduciendo nuestra proyección de crecimiento a la medida que las cuarentenas se han ido extendiendo más de lo previsto.

Con todo, **la moderación en los números de contagio en las últimas semanas hacen prever que las restricciones a la movilidad podrían ir flexibilizándose gradualmente en el tercer trimestre**, en línea con lo observado en otras economías, **lo que nos lleva a prever una caída de -5% del PIB este año, en la parte alta del consenso de los analistas y por sobre el rango de proyección del Banco Central** en el último IPoM.

## Monedas: El rol dual del dólar se manifiesta

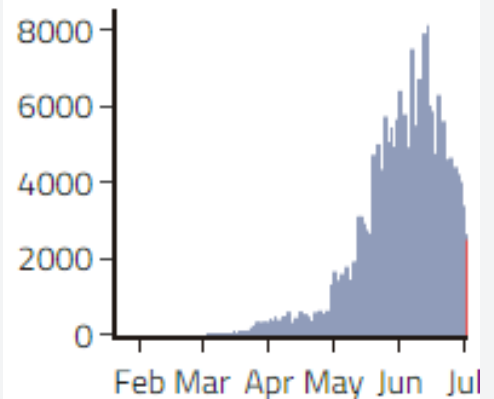
En las últimas semanas, **el fuerte debilitamiento que experimentó el dólar a nivel global se detuvo**, e incluso se revirtió parcialmente, en particular respecto a algunos mercados emergentes. Esto **resalta el rol dual que tiene esta moneda dentro de la economía global**: por un lado, **refleja la situación relativa** (en crecimiento, inflación, etc.) **de EE.UU. respecto al resto, pero por el otro también continúa siendo la moneda reserva mundial**, lo que lleva a que en periodos de mayor percepción de riesgo se fortalezca, incluso si ese riesgo viene desde EE.UU.

Las razones detrás de esto son complejas, pero incluyen el hecho (difícil de revertir) de que la mayor parte del comercio global está denominado en dólares, incluso entre países que no tienen esta moneda. Esto ha llevado a que el financiamiento bancario se encuentre denominado en dólares y a que las reservas de los bancos centrales también lo estén.

**No esperamos que el dólar comience un ciclo marcado de debilitamiento pronto**, lo que nos deja con visiones que pueden variar entre paridades bilaterales. **Para el tipo de cambio local, mantenemos la expectativa de un cierre de año en torno a \$800**. Estimamos que valores actuales se justifican según variables externas, aunque destaca que el peso no ha acompañado buena parte del alza del precio de cobre, por lo que podríamos seguir viendo periodos de mayor volatilidad.

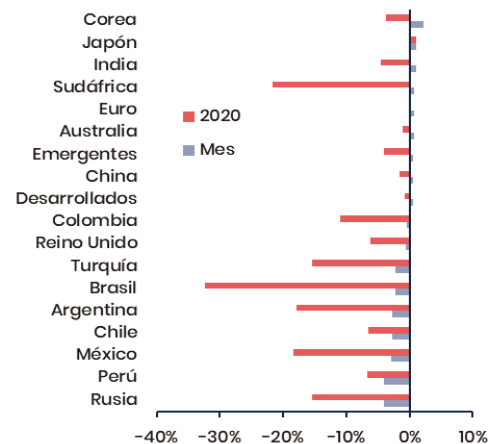
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

CHILE: NÚMERO DE CONTAGIOS DIARIOS (promedio 5 días)



Fuente: JHU CSSE 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.

## Renta Fija Internacional: Spreads en Latinoamérica siguen rezagados

Mantenemos la expectativa de estabilidad, o alzas graduales, en las tasas base, apuntando a un nivel en torno a 0,8%-0,9% a fin de año (desde 0,65%-0,7% actual), lo que permite exponerse a mayor duración, enfocándose en un menor número de factores de riesgo.

En términos de *spread*, los bonos de empresas latinoamericanas han quedado atrás en la recuperación respecto a los de empresas estadounidenses, incluso en el segmento *High yield* (HY), que tiene peores fundamentos en promedio.

Detrás de esto hay varios factores, dentro de los que destaca la débil recuperación que se espera para Brasil y México, los dos países con mayor peso, pero también un problema de liquidez y de diferencias de política, con la Fed y el BCE comprando directamente bonos *Investment grade*, existe espacio para el sector privado para tomar algo más de riesgo, lo que se ha reflejado en el segmento HY estadounidense.

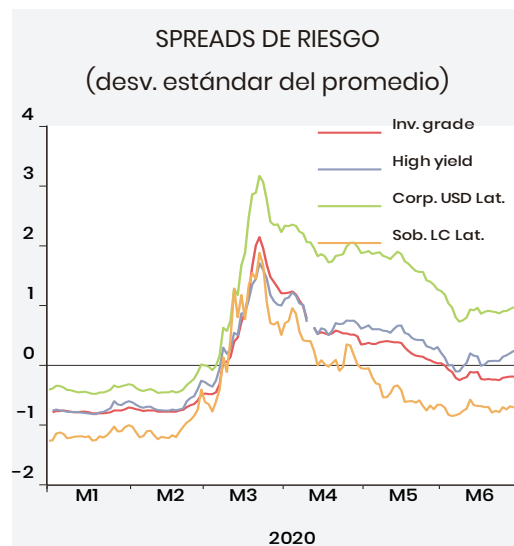
Sin embargo, mantenemos la preferencia por las empresas de la región, debido a mejores fundamentos de las compañías (lo que debiera apoyar menos *defaults*), valuaciones atractivas y mayor espacio para caídas adicionales de *spread* en base a modelos que buscan estimar el valor justo basados en fundamentos macro globales y regionales.

## Renta Fija Local: Mayor Inflación por Volátiles

En su reunión de política monetaria de junio el Banco Central decidió aumentar la expansividad de la política monetaria a través de medidas no convencionales, ampliando el monto de compras de bonos centrales y bancarios y dejando la puerta abierta para adquirir bonos de Tesorería (de aprobarse la Ley en el Congreso). Lo anterior impulsó a la baja las tasas de interés de largo plazo. Con todo, seguimos considerando que las tasas de largo plazo tienen presión al alza ante el deterioro en el panorama fiscal.

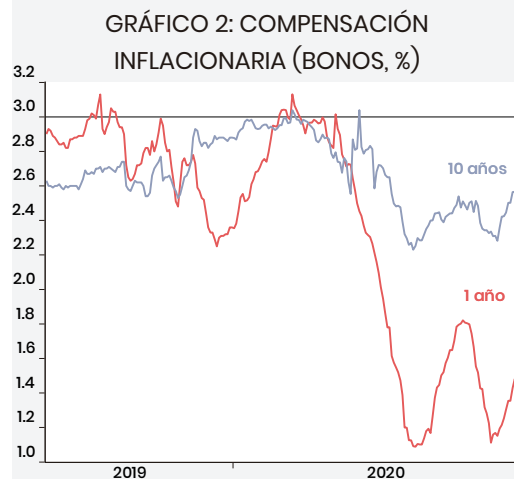
En materia de inflación, las compensaciones inflacionarias de corto plazo volvieron a caer de la mano de la apreciación de \$100 en el tipo de cambio durante mayo. No obstante, han vuelto a subir en las últimas semanas ante la reversión del mismo. Seguimos considerando que pese a la abrupta caída de la actividad que amplía las brechas de capacidad y resta presiones inflacionarias subyacentes, el panorama para la economía es de algo más inflación que la implícita en el mercado, especialmente en el corto plazo, impulsada por alimentos y combustibles. Para fin de año, prevemos un cierre de 2,6% frente al 1,7% derivado de los precios de mercado.

El escenario de riesgo es de una extensión de las cuarentenas más allá de julio que lleve al INE a seguir imputando una gran cantidad de precios, y por ende sesgando a cero el IPC por más meses.



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.



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

## Renta Variable Internacional: Peor perfil de retorno ajustado por riesgo para la segunda mitad del año

El ímpetu que habían mostrado las bolsas globales se ha moderado, lo que es entendible a la luz del mejor trimestre en 20 años en EE.UU. y el resurgimiento de riesgos asociados el coronavirus en este. Este último elemento se reflejó en el mejor desempeño relativo de la Eurozona y China, con este último alcanzando rentabilidad positiva en el año.

**Creemos que la fuerte recuperación de las bolsas globales deja menos margen para la segunda mitad del año.** Incluso aunque los precios tienden a anticiparse, **resta por consolidar un proceso de reapertura.** En términos más amplios, aún existe alta incertidumbre respecto al desarrollo del coronavirus y las implicancias que tendrá en el mediano plazo.

Así, junto con llevar la renta variable a una posición neutral, **recomendamos reducir la exposición a EE.UU. (también a neutral), manteniendo la preferencia por Asia emergente, en desmedro de Chile.** Detrás de esto está el mejor control que China ha tenido sobre el coronavirus, la mayor capacidad de estímulo que le resta en caso de ser necesario y las mejores perspectivas de crecimiento que estimamos para plazos más largos.

## Renta Variable Local: Mantenemos cautela ante cifras locales aún muy débiles

El mercado accionario local remontó las pérdidas que acumulaba, con un incremento de 8,5%. Las carteras recomendadas tuvieron un mejor desempeño, 9% para la CAF y 10,6% la CAT. Buena parte vino de la recuperación de empresas ligadas al *retail*, que estaban castigadas.

Las posiciones ligadas a sectores *utilities*, consumo masivo y bancos, mostraron algún rezago, esperable en un mes donde el apetito por riesgo volvió, a pesar de la aún elevada incertidumbre. **Los riesgos se mantienen, con una caída de la actividad que podría ser mayor a lo previamente anticipado para el segundo trimestre.** Esto se compensa con la reapertura de las principales economías globales, y el optimismo en mercados de materias primas.

Los ajustes a las carteras consideran rebalancear los sesgos en el sector *retail* y *utilities*. Aumentamos levemente la exposición a CAP versus CMPC, ante un panorama que se ve aún favorable para el mercado del hierro. El posicionamiento considera, además, una visión de mediano plazo. Si bien los resultados para este año apuntan a fuertes caídas, estimamos una recuperación hacia niveles similares a 2019 para el próximo año.

### DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$ (variación %)

Al 3 de julio de 2020	2020	1m	3m	6m	12m
<b>Total Mundo</b>	-5.9	0.8	25.1	-6.1	0.1
<b>Países Desarrollados</b>	-5.5	0.4	25.4	-5.7	0.6
Estados Unidos	-2.1	1.0	27.4	-2.3	5.5
Eurozona	-11.4	-0.2	28.8	-11.6	-7.3
Reino Unido	-23.1	-2.7	16.5	-22.9	-20.1
Japón	-8.4	-2.1	17.5	-8.4	-1.7
Asia ex Japón*	-12.3	1.1	24.0	-12.6	-15.0
<b>Países Emergentes</b>	-8.2	3.5	23.1	-8.9	-3.9
Asia Emergente	-1.7	4.7	22.8	-2.5	4.9
China	6.1	6.7	20.2	4.2	13.4
India	-14.9	5.6	33.1	-14.9	-17.1
América Latina	-33.5	-2.2	30.8	-34.6	-33.6
Brasil	-37.0	-2.0	36.3	-37.8	-34.9
México	-26.7	-3.9	24.4	-28.7	-25.9
Chile (MSCI)	-19.0	3.8	18.5	-21.7	-31.6
Chile (SPIPSA US\$)	-15.5	4.2	23.4	-17.1	-29.6
M.Oriente/Africa/Europa	-20.9	-0.1	19.8	-21.0	-21.3

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

\* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

### CARTERA ACCIONARIA TÁCTICA

ANDINA-B	COPEC
BSANTANDER	ENELAM
CENCOSHOPP	SQM-B

\*Esta cartera asigna la misma ponderación a cada acción.

### CARTERA ACCIONARIA FUNDAMENTAL

ENELAM	18%	ANDINA-B	7%
BSANTANDER	13%	CAP	7%
COPEC	12%	SMU	5%
SQM-B	10%	FALABELLA	5%
COLBÚN	7%	CENCOSHOPP	5%
CHILE	7%	CMPC	4%

## Visión Activos Estudios Security Julio 2020

	Benchmark	Cartera Julio	Cartera anterior
Renta Variable	40%		
Renta Fija	60%		
<b>Renta Variable Extranjera</b>	<b>80%</b>		
Desarrollados	48%		
EE.UU.	28%		
Europa	12%		
Japón	8%		
Emergentes	32%		
Asia Emergente	21%		
Latinoamérica	6%		
EEMEA	5%		
<b>Renta Variable Nacional</b>	<b>20%</b>		
<b>Renta Fija Nacional</b>	<b>65%</b>		
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%		
<b>Renta Fija Extranjera</b>	<b>35%</b>		
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%		

