



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Agosto 2020



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

Resumen

•Mientras que se confirma el golpe del cierre de la economía global, cifras más recientes muestran que la reapertura ha llevado a una recuperación, aunque con heterogeneidad, por el distinto funcionamiento de estos. Esto pone un signo de interrogación respecto al optimismo en torno al crecimiento del tercer trimestre. Nuestro escenario base sigue siendo uno de cautela y mantenemos la recomendación de tener una posición neutral entre renta variable y fija. Movemos la sobreponderación de Asia emergente a la Eurozona y agregamos la preferencia por EE.UU., ambas en desmedro de la renta variable local.

•Esperamos que la velocidad de depreciación del dólar global se modere, aunque no anticipamos una reversión brusca. A nivel local, bajamos la expectativa de cierre de año a \$780, principalmente por un alza del cobre que llegó antes de lo que esperábamos. A mediano plazo, seguimos viendo riesgo del deterioro de los fundamentos, particularmente fiscales.

•En la renta fija internacional, mantenemos la preferencia por los *spreads* latinoamericanos, que están en un nivel que aún creemos alto, además de exposición a duración y un devengo atractivo.

•Dentro de la renta fija local, se ha ido validando en el mercado un panorama con algo más de inflación, impulsada por la recuperación económica y los volátiles, situación que prevemos podría continuar en el corto plazo lo que nos lleva a ratificar la recomendación de preferir UF sobre nominales.

•En la renta variable local, mantenemos una sobreponderación de los sectores ligados a *commodities*, una subponderación del sector bancario, mientras que se lleva a una posición neutral al sector *retail*.

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 – Agosto 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.

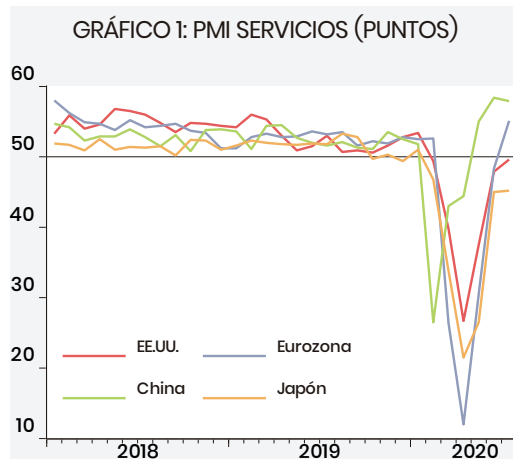
El mes de julio tuvo varios hitos en términos de la evolución de la pandemia global y su impacto sobre la economía. Por un lado, comenzó a confirmarse en cuentas nacionales el duro golpe que produjo el cierre de la economía global, con caídas de entre 9,5% y 17% en las estimaciones preliminares el PIB de EE.UU., Alemania y México durante el segundo trimestre. Por el otro, las cifras de junio y lo que conocemos de julio muestran que la reapertura ha llevado a una recuperación de gran magnitud también (*Portafolios Security julio 2020*), lo que entrega optimismo en un rebote durante el tercer cuarto del año.

Sin embargo, en este último punto hemos visto heterogeneidad, producto del distinto funcionamiento de los procesos de reapertura. Mientras en China y Europa se ha dado de manera más o menos exitosa (con la excepción de los rebrotes en España), en EE.UU., Japón, Australia e Israel se ha visto un fuerte aumento del número de contagios, que ha llevado a la reimposición de restricciones y una moderación en la movilidad. Indicadores de expectativas también reflejan esta dicotomía (gráfico 1) y ponen un signo de interrogación, especialmente en EE.UU., respecto al optimismo en torno al crecimiento del tercer trimestre (actualmente el consenso es de 4,5% respecto al segundo cuarto).

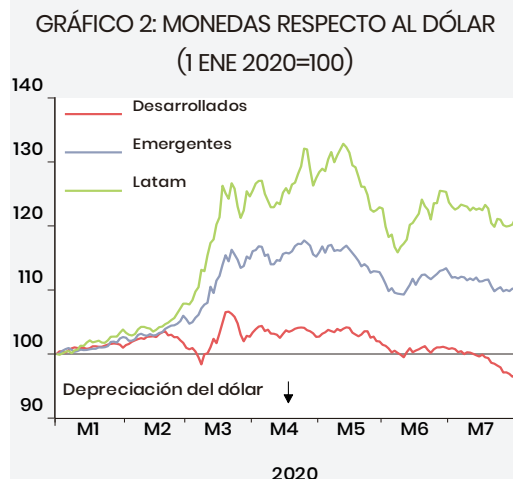
Diferencias en contagios y perspectivas de actividad se han reflejado en el dólar global, que ha seguido debilitándose, particularmente contra el euro, pero menos respecto a monedas emergentes (gráfico 2). Detrás de esto también está el desarrollo de la pandemia, actualmente los principales emergentes (excluyendo a China), tienen un crecimiento de los contagios similar a EE.UU. (gráfico 3).

Nuestro escenario base sigue siendo uno de cautela (*Portafolios Security abril 2020*), donde los riesgos de un proceso de reapertura sin “mejores prácticas” se ha reflejado en resultados heterogéneos. Mantenemos la recomendación de tener una posición neutral entre renta variable y fija. En esta última, mantenemos la preferencia por los bonos de empresas Latinoamericanas en dólares. En las acciones, movemos la sobreponderación de Asia emergente a la Eurozona, buscando capturar el ciclo (geográfico) de reapertura. Además, agregamos la recomendación de sobreponderar EE.UU., que ha estado algo más rezagado en su desempeño. Sin embargo, comienzan a verse signos de una estabilización en los contagios, lo que podría llevar a una pausa en el debilitamiento del dólar, en medio de un periodo de entrega de resultados corporativos que ha destacado por las caídas, pero también por el nivel de sorpresas al alza. Ante esto, aumentamos la subponderación de la renta variable local, por los riesgos que representan comenzar la reapertura, pero también por las malas perspectivas de corto plazo para los resultados corporativos (*Carteras Accionarias Security agosto 2020*).

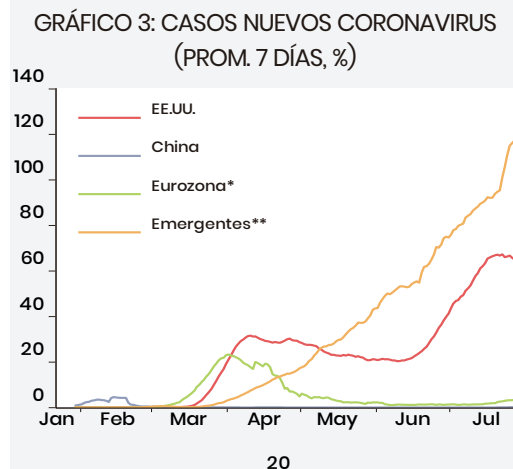
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.



Fuente: JHU CSSE y Estudios Security.

* Alemania, Francia, Italia y España

** Brasil, Corea, India, México, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

Escenario local: Disminuye la probabilidad de los escenarios más negativos

El panorama económico sigue siendo muy complejo e incierto. Las restricciones a la movilidad han tenido efectos muy negativos en la actividad económica, lo que llevó a parte del mercado a prever una caída de hasta -8% para el PIB este año. No obstante, **las cifras de junio sorprendieron con una caída interanual del Imacec de -12,4%, que si bien es significativa, fue menos pronunciada que lo esperado (-15%). Pero lo más destacable a nuestro juicio fue que creció 1,7% con respecto a mayo en términos desestacionalizados.**

Nuevamente **la economía mostró una capacidad de recuperación mejor a lo previsto** por el mercado. Todavía es prematuro extrapolar este buen desempeño mensual para el resto del año debido a que hay muchos factores que van a incidir, siendo los principales la recuperación global, la gradualidad de la flexibilización de las restricciones y el efecto en el gasto del retiro de fondos previsionales.

Pero por el momento **creemos que bajó considerablemente la probabilidad de los escenarios más extremos, lo que debería reflejarse en las próximas encuestas.**

Nuestra proyección para el PIB se mantiene en una caída de -5% este año, con una expansión de 6% el próximo.

Monedas: No esperamos que el ritmo de debilitamiento del dólar continúe

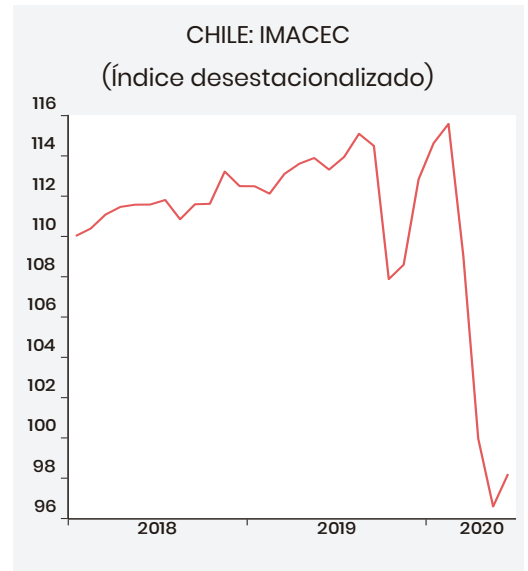
El dólar global ha seguido debilitándose, principalmente contra el euro. Detrás de esto hay varios factores: diferencias en los procesos de reapertura, el menor atractivo de tasas en EE.UU. y valuaciones que apuntaban a un dólar "caro," según a nuestros modelos, entre otros.

El primero de estos factores ha primado en el corto plazo y **esperamos que la velocidad de depreciación se modere.** Esto porque comienza a verse evidencia de control en algunos de los estados más afectados por casos nuevos. También será importante que las restricciones en España hayan comenzado a tiempo. Sin embargo, **pensar en un fortalecimiento brusco (alza del dólar) creemos se necesitará algún shock a la percepción de riesgo,** como por ejemplo que el mercado reaccione a noticias de la relación con China de la forma que lo hacía en 2018.

El peso ha sido beneficiado de los factores globales, siendo complementado por los desarrollos internos. Si bien es posible pensar en una caída adicional en la medida que los fondos de pensiones liquiden activos externos (aunque parte de esto ya se ha incorporado y los movimientos además serían mitigados por las medidas anunciadas por el Banco Central), en el mediano plazo los fundamentos locales han empeorado, en particular la situación fiscal.

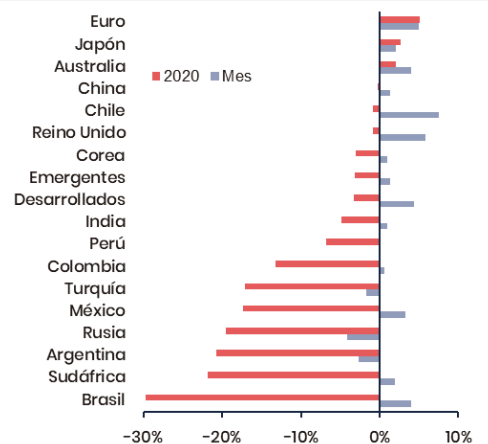
Así, reducimos la expectativa de cierre de año a \$780, principalmente por un alza del cobre que vino antes de lo que esperábamos, pero mantenemos la cautela en la toma de riesgo a través de la moneda.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS



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: Condiciones monetarias muy expansivas, pero sin mayor estímulo

Las últimas reuniones de política monetaria de los principales bancos centrales a nivel global han ido confirmando dos cosas, que las condiciones actuales de liquidez abundante, a través de tasas cortas muy bajas, esfuerzos por aplanar la curva y compras de activos, se mantendrán por bastante tiempo. Segundo, que aunque el escenario sigue siendo incierto, la vara para aplicar más estímulo ha ido subiendo. Así, en el balance **esperamos una estructura de tasas base que seguiría plana, lo que permite tomar más riesgo de duración, buscando spreads más atractivos.**

Seguimos creyendo que la combinación de duración y *spreads* se da de mejor forma en instrumentos en dólares de empresas latinoamericanas, los que si bien han seguido ajustándose y ya no se ven tan “baratos” según nuestras métricas de valuación, presentan mejor relación riesgo-retorno, especialmente al compararlos con el segmento *High Yield* estadounidense o europeo.

En resumen, **mantenemos la preferencia por los *spreads* de Latinoamérica, que entregan mayor exposición a duración, un devengo atractivo y permiten pensar en ganancias de capital ante un avance en la recuperación (y los flujos de capital) de la región.**

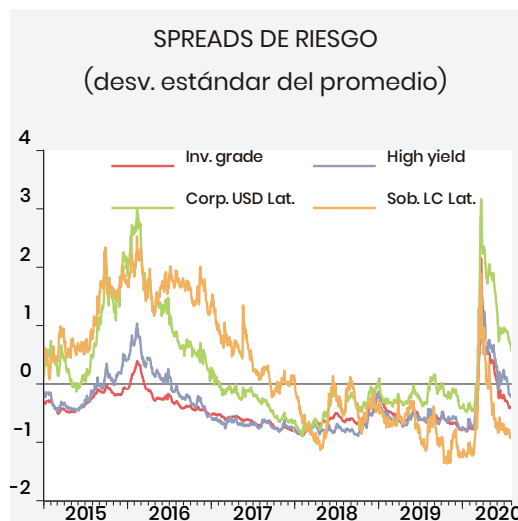
Renta Fija Local: Segundo semestre con más inflación por recuperación económica y volátiles

En las últimas semanas las expectativas de inflación han subido, especialmente las de corto plazo. En efecto, a un año plazo pasó desde 1,1% a 1,8%, y los precios de mercado ya no anticipan IPC negativos.

A nuestro juicio, dentro de las razones que estarían explicando este incremento se encuentran: la gradual flexibilización de las restricciones a la movilidad y la expectativa de que siga disminuyendo el confinamiento con el correr de los meses, la recuperación global que ha impulsado el precio de las materias primas (incluido los combustibles) y la constatación de alzas en alimentos tanto perecibles (por estacionalidad) como no perecibles (probables restricciones de oferta).

Otro factor que podría estar incidiendo es el retiro de fondos previsionales, ya que una parte de ellos iría a mayor gasto corriente, y dentro de ello una porción a transables (sin efecto) y otra a no transables que impulsaría la inflación, aunque eso depende también de la brecha de capacidad.

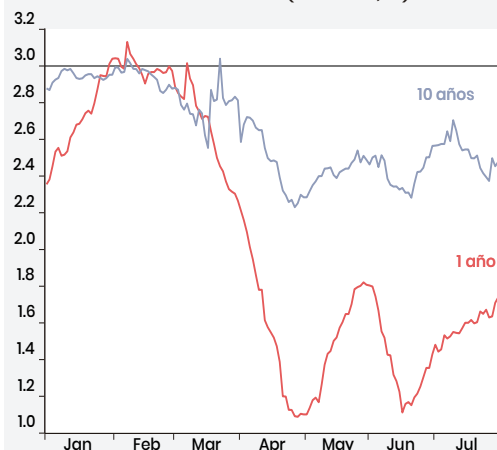
En definitiva, **van quedando atrás las expectativas desinflacionarias** derivadas de la brusca paralización de la actividad económica, y **se va validando un escenario algo más inflacionario, situación que prevemos podría continuar en el corto plazo, lo que nos lleva a ratificar la recomendación de preferir UF sobre nominales.**



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 (BONOS, %)



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

Renta Variable Internacional: A la caza de la recuperación global

La caída en las bolsas de marzo combinó varios elementos, liderados por la expectativa de una crisis global que ya se refleja en los números, complementado por un apretón de liquidez transversal y poca veces visto. La recuperación tuvo más que ver con el alivio de este último factor, gracias a los bancos centrales, al tiempo que las perspectivas de crecimiento (PIB y utilidades) ha cambiado menos.

No esperamos demasiado estímulo monetario adicional, aunque en términos de nivel se mantendría muy expansivo. Por otro lado, la política fiscal deberá consolidar el rol que le toca para que las economías sobrevivan y se reactiven. Para esto, a su vez, será muy importante que los procesos de reapertura avancen, ya que el miedo de los hogares (y la reticencia a gastar) es uno de los elementos más importantes para pensar en una reactivación.

Tomando estas señales, avanzamos en el ciclo (geográfico) de recuperación y movemos la preferencia de Asia emergente a la Eurozona, a lo que agregamos una sobreponderación de EE.UU., principalmente por el rezago que mostró respecto a sus pares en los últimos meses y a las mejores noticias respecto a la estabilización de contagios en algunos estados.

Renta Variable Local: Mejores perspectivas para consumo dan respiro a mediano plazo

Los factores que más han pesado en los movimientos reciente se asocian con la mejoría del entorno externo, mientras que a nivel local, la presión inicial sobre el mercado por la aprobación del retiro del 10% de fondos de pensiones cedió hacia el cierre del mes.

Las expectativas de crecimiento del consumo privado se ajustaron al alza, lo que nos lleva a estar más optimistas en la recuperación de resultados de las compañías del sector comercio y reducen la presión sobre el riesgo de las carteras de consumo de la banca. El periodo de entrega de resultados del segundo trimestre no ha tenido sorpresas relevantes, aunque las estimaciones apuntan a una caída del Ebitda bajo cobertura cercana a -35% a/a.

Realizamos ajustes moderados a las carteras, que reducen parte de la exposición al sector forestal, la que se traspasamos a SQM-B, también reducimos la exposición al sector eléctrico, lo que se transfiere a sectores ligados a demanda interna.

En términos de sesgos, las carteras mantienen una sobreponderación de los sectores ligados a *commodities* (demanda externa), una subponderación del sector bancario, mientras que se lleva a una posición neutral al sector *retail*, en medio de un relativo mayor optimismo para el periodo de recuperación post pandemia.

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$ (variación %)

Al 31 de julio de 2020	2020	1m	3m	6m	12m	24m
Total Mundo	-2.4	3.7	15.3	-1.2	6.0	6.3
Países Desarrollados	-2.3	3.5	15.0	-1.6	6.1	7.2
Estados Unidos	2.5	4.7	16.7	2.4	11.9	17.6
Eurozona	-10.6	0.9	15.2	-7.7	-3.3	-10.7
Reino Unido	-23.9	-1.0	6.3	-20.8	-17.8	-24.9
Japón	-9.6	-1.2	6.3	-8.5	-1.6	-8.4
Asia ex Japón*	-12.3	0.0	13.8	-10.8	-12.2	-11.7
Países Emergentes	-3.2	5.4	17.7	1.6	5.3	-0.7
Asia Emergente	4.4	6.2	17.9	9.3	15.7	7.0
China	11.6	5.2	18.7	17.3	23.7	14.9
Taiwán	-2.3	3.5	15.0	-1.6	6.1	7.2
Corea	-27.0	-0.5	12.9	-28.0	-19.8	-37.5
América Latina	-29.2	6.5	26.1	-24.9	-26.1	-23.6
Brasil	-31.0	9.5	34.4	-25.3	-26.9	-11.4
México	-27.0	-0.5	12.9	-28.0	-19.8	-37.5
Chile (MSCI)	-17.2	2.2	8.8	-10.2	-25.7	-41.8
Chile (SP IPSA US\$)	-14.7	1.5	11.1	-7.4	-24.4	-37.1
M.Oriente/Africa/Europa	-20.9	0.0	11.1	-16.8	-18.5	-21.4

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	16%	ANDINA-B	7%
BSANTANDER	13%	CAP	7%
SQM-B	13%	FALABELLA	7%
COPEC	10%	SMU	5%
COLBÚN	7%	CENCOSHOPP	5%
CHILE	7%	CMPC	3%

Visión Activos Estudios Security Agosto 2020

	Benchmark	Cartera Agosto	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%		

