



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios  
Septiembre 2020

## Vemos espacio para un dólar global más débil en el mediano plazo, pero emergentes no serían los primeros beneficiados

### Resumen

•Vemos con algo de escepticismo un inminente ciclo de debilitamiento del dólar global. Si bien en el mediano plazo esperamos un dólar más bajo, la evolución del coronavirus entre países será relevante en el corto plazo. Mantenemos la recomendación de un balance entre renta fija y variable, con preferencia por acciones de países desarrollados y una moderación de la toma de riesgo en renta fija latinoamericana.

•El dólar global moderó su debilitamiento, gracias a mayor control de contagios en EE.UU. y el rebrote en la Eurozona. Las monedas emergentes tienden a quedarse atrás en fases de ganancia respecto al dólar, pero pierden más en etapas de fortalecimiento de este, lo que crea un riesgo asimétrico, que para el peso chileno se reflejan en perspectivas internas más inciertas. Mantenemos la expectativa de un cierre de año en torno a \$780.

•En la renta fija internacional, mantenemos la preferencia por los *spreads* corporativos en dólares, aunque moderamos la exposición al riesgo de la región, subponderando instrumentos soberanos en moneda local.

•En la renta fija local, las expectativas de inflación se han acercado a lo que estimamos su valor justo con lo que, si bien mantenemos la sobreponderación a la UF que hemos recomendado por varios meses, moderamos algo la magnitud del sesgo.

•En la renta variable local, mantenemos una sobreponderación de los sectores ligados a la demanda externa, 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](mailto:jorge.cariola@security.cl)

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

### Visiones por Clases de Activo – Septiembre 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.

Uno de los principales temas que veíamos con cautela hace un mes era extrapolar las pérdidas del dólar, en particular frente al euro, hacia un fenómeno más transversal y brusco (*Portafolios Security agosto 2020*). Esto se dio, con mayor estabilidad de las monedas (con heterogeneidad), lo que ayudó a que EE.UU. retomara el liderazgo en el desempeño de las bolsas, apoyado ayudado el sector tecnológico.

Mantenemos cierto escepticismo sobre un ciclo de debilitamiento del dólar global (gráfico 1). Si bien en el mediano plazo mantenemos la visión de que los fundamentos, resumidos en menor excepcionalismo estadounidense en materia de crecimiento y política monetaria, apoyarían un debilitamiento del dólar, la evolución del coronavirus entre países seguirá siendo relevante en el corto plazo.

El mayor control de contagios en EE.UU. (aunque aún en niveles altos) y el rebrote en Europa se reflejó también a nivel de expectativas empresariales (gráfico 2). Lo que esto nos dice es que incluso las “mejores prácticas” en términos de reaperturas exponen a los países a rebrotes, aunque una buena noticia es que EE.UU. parece estar moderando su ola sin reimponer tantas restricciones.

Esperamos que Europa siga la tónica estadounidense y no vuelva a imponer medidas similares a la primera ola de contagios (gráfico 3), tal como mencionaron los líderes de Alemania y Francia. Medidas más focalizadas no descarrilarían la recuperación de la actividad, pero le agregan más incertidumbre, en un contexto donde el consenso de expectativas apunta a una recuperación importante.

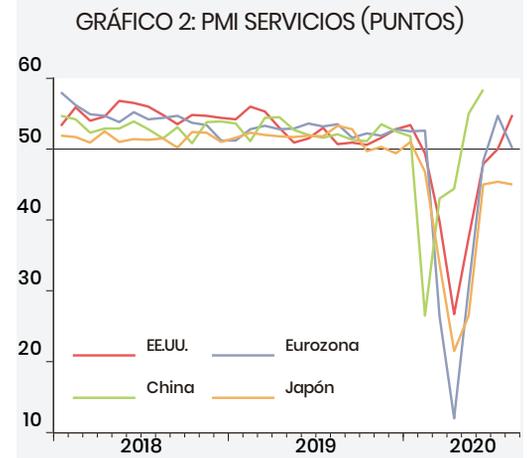
Por esto, mantenemos la recomendación de un balance entre renta fija y variable, con una apuesta por países desarrollados, EE.UU. y Eurozona, ambos en desmedro de las acciones locales.

En la renta fija, moderamos algo la exposición al riesgo de Latinoamérica. La región enfrenta grandes desafíos (*Correo Security 20 de agosto*) y preferimos un balance algo más defensivo, prefiriendo los instrumentos corporativos en dólares, moviendo la subponderación del segmento *High yield* estadounidense a los bonos soberanos en moneda local latinoamericanos.

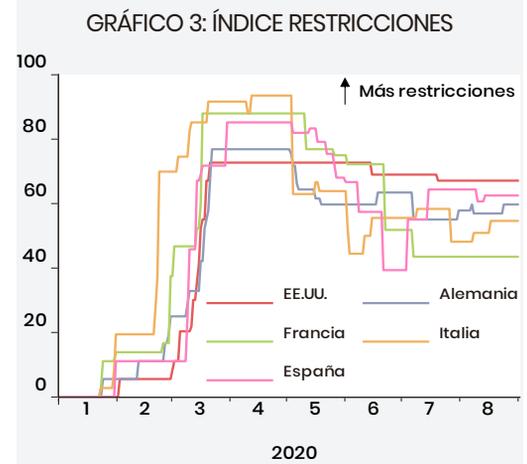
En la parte local, el tipo de cambio ha seguido en la parte alta del valor que sugieren factores externos, consistente con una mayor prima por riesgo local. Mantenemos menor exposición al peso a través de la subponderación de la bolsa chilena, con una posición neutral en la renta fija. Dentro de esta, mantenemos la preferencia por los instrumentos en UF y menor duración, por nuestro escenario inflacionario que sigue estando algo por sobre el del mercado (*Correo Security 1 de septiembre*). Mantenemos los bonos corporativos locales en posición neutral. Finalmente, dentro de la bolsa local, seguimos prefiriendo acciones más ligadas a la demanda externa (*Carteras Accionarias Security septiembre 2020*).



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.



Fuente: Oxford Covid Tracker y Estudios Security.

## Escenario local: Gran capacidad de recuperación

Las últimas cifras dejan entrever que lo peor en materia económica ya habría pasado. De la mano de la flexibilización de las restricciones a la movilidad, la actividad ha seguido reactivándose, y lo está haciendo nuevamente más rápido de lo previsto.

En efecto, el Imacec se contrajo -10,7% interanual en julio, caída menos pronunciada a la expectativa de mercado (-12%), pero lo más relevante es que creció en julio 1,7% con respecto a junio, constatando el segundo aumento mensual consecutivo. Además, los primeros antecedentes de agosto, mes en el que continuó el desconfinamiento, anticipan que volvería a crecer en términos mensuales.

A lo anterior se suma que sorpresivamente el impulso externo ha mejorado considerablemente en los últimos meses, dado el aumento en la demanda externa por la mayor actividad, la mejora en los términos de intercambio por el alza del cobre y condiciones financieras favorables con un bajo costo de financiamiento.

**Ratificamos nuestra proyección para la caída del PIB este año de -5%, nivel al que está convergiendo el consenso de mercado. Para 2021 seguimos previendo una expansión de 6%, sustentado en la buena capacidad de reactivación de la economía y al buen impulso externo.**

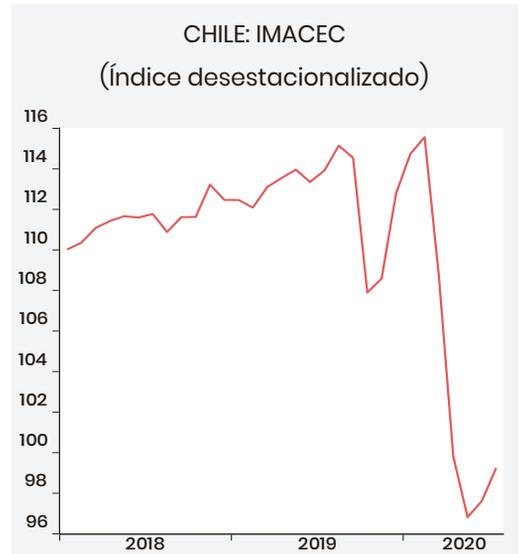
## Monedas: Ritmo del dólar global será en torno al balance de contagios

El dólar global redujo el grado de debilitamiento de los últimos meses, gracias en buena parte al mayor control de contagios en los estados más afectados del sur de EE.UU. y el rebrote en las principales economías de la Eurozona.

Estos factores seguirían siendo relevantes, a falta de mayor impulso monetario por parte de los principales bancos centrales e incertidumbre en torno al crecimiento global. También sería importante el rezago de las principales economías emergentes, excluyendo a China (Brasil, India, México, Rusia), al momento de esperar un fortalecimiento de este grupo de monedas respecto al dólar.

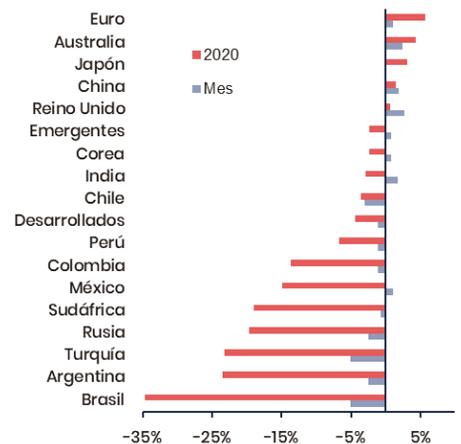
En ciclos previos, las monedas emergentes han tendido a quedarse atrás en fases de ganancia respecto al dólar, pero han liderado etapas de fortalecimiento de este, lo que crea un riesgo asimétrico que nos hace ser cautos en torno a la exposición cambiaria.

Para el peso chileno, los factores externos seguirían siendo favorables, aunque con menor impulso en el margen; el estímulo chino está rotando hacia los consumidores, lo que es menos favorable (pero aún bueno) para la demanda por materias primas. La parte interna, sin embargo, sería la principal fuente de riesgos. Mantenemos la expectativa de un cierre de año en torno a \$780.



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.

## Renta Fija Internacional: Moderamos toma de riesgo en la región, seguimos prefiriendo bonos corporativos

Los *spreads* de riesgo globales (EE.UU., Europa) tomaron una pausa en sus caídas, donde destaca que el segmento *Investment grade* estadounidense se estabilizó en niveles no muy lejanos a los observados antes de la expansión del coronavirus.

Este segmento es una buena forma de exponerse a tasas globales que cayeron fuertemente, y además fueron apoyados directamente por la Fed (así como por el BCE en su contraparte europea). **Los bonos de empresas Latinoamericanas**, por otro lado, no tuvieron ese apoyo y tomaron más tiempo en caer y, si bien no volvieron a sus niveles previos, ya no se ven altos al compararlos contra su propia historia.

Esto está en línea con modelos de valor justo, que validan tanto la estabilidad en EE.UU. como las caídas más moderadas en Latinoamérica. **En términos relativos, todavía creemos que este último segmento tiene espacio, aunque acotado, para caídas adicionales de *spread*, por lo que mantenemos la preferencia por estos.**

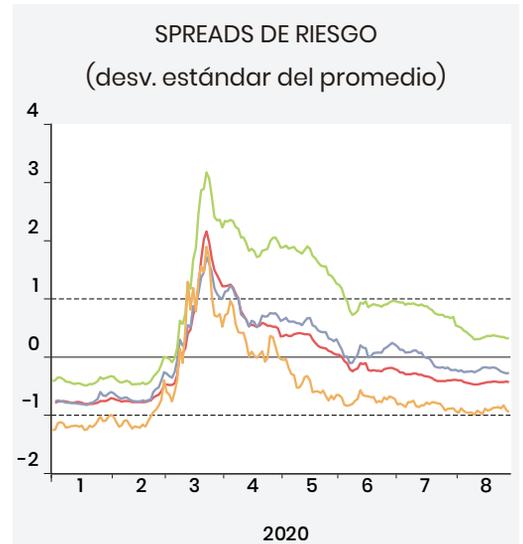
Sin embargo, **movemos la subponderación hacia los instrumentos soberanos latinoamericanos en moneda local, moderando la exposición a los tipos de cambio de la región.**

## Renta Fija Local: Expectativas de inflación acercándose a su valor justo

Desde mediados de junio las **expectativas de inflación han repuntado de manera significativa**. Detrás de esto estarían las mejores cifras de actividad local, la expectativa de que seguirían mejorando, la recuperación de los precios de las materias primas que llevaría a los combustibles a aportar positivamente en los últimos meses del año tras varios meses de incidencia negativa, y el alza estacional de algunos alimentos.

De esta forma, quedan atrás las expectativas de un escenario deflacionario similar a la última gran caída del PIB (2008-09), al que en algún momento pareció inclinarse el mercado. Ello por cuanto el origen de esta crisis era diferente (no económica, sino que sanitaria) lo que repercutía en la toma de precios por un lado y en la oferta de bienes y servicios por otro, ya sea por problemas de abastecimiento (alimentos) como por no poder ofrecer el servicio (pasajes de avión).

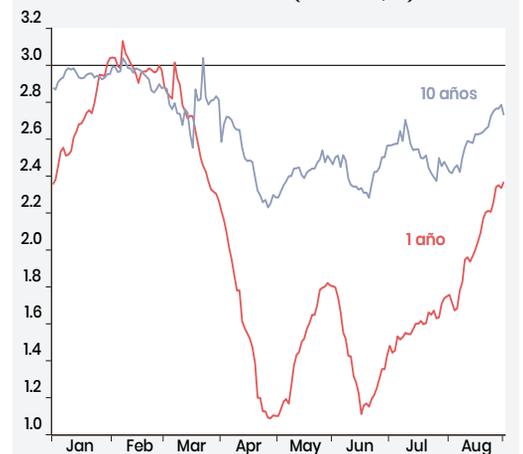
También es cierto que la economía seguirá operando con amplias brechas de capacidad por varios trimestres, lo que mantendría muy acotadas las presiones inflacionarias subyacentes, por lo que es difícil que las expectativas de inflación se aceleren mucho más de lo que ya lo han hecho. Así, **se han acercado a lo que estimamos su valor justo con lo que, si bien mantenemos la sobreponderación a la UF que recomendamos por varios meses, moderamos a magnitud del sesgo.**



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 (BONOS, %)



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

## Renta Variable Internacional: Desarrollados mantendrían liderazgo en desempeño

El desarrollo de los procesos de reapertura (y potenciales cierres) de las economías seguiría siendo relevante para abordar desempeños relativos. Así al menos lo fue durante la aceleración en EE.UU. con control en Europa y así también ocurrió en la etapa inversa, donde la bolsa estadounidense retomó su liderazgo. En mercados emergentes, Asia ha corrido con ventaja, mientras que el rezago de Latinoamérica y EMEA en el control del virus se ha reflejado en el desempeño de sus respectivos índices.

El **link de corto plazo entre virus y bolsas tiene que ver con aversión al riesgo**, donde los contagios son una forma de comparar entre países (con las salvedades que la prevalencia de tests pone). **Pero el impacto de una reapertura más lenta (o menos exitosa) sobre la actividad puede ser igual de importante**, especialmente en la expectativa de un rebote en esta en la segunda mitad del año y 2021.

China lideró la recuperación global, pero el resto de los emergentes viene atrás. Por eso **mantenemos la preferencia por mercados desarrollados, a través de EE.UU. y la Eurozona, ambos en desmedro de Chile**, que tiene desafíos en términos de la recuperación (a pesar que lideraría en la región), así como en varias de sus compañías.

## Renta Variable Local: Mantenemos la apuesta por demanda externa

Sorpresas económicas positivas en las principales economías se han unido a un dólar global algo más débil, apoyando una tendencia al alza en los precios de materias primas. Por su parte, aunque las medidas de desconfinamiento y cifras de actividad local comienzan a definir un panorama de recuperación, los resultados de las compañías durante el segundo trimestre han sorprendido a la baja.

Los factores locales seguirían pesando sobre los activos riesgosos. Así, a la incertidumbre por la reapertura se suma mayor prima por riesgo, que en Chile refleja las presiones fiscales de demandas sociales crecientes y dudas de la capacidad de crecimiento a largo plazo.

En las carteras de septiembre, **disminuimos las posiciones en CAP y SQM-B, aumentando la ponderación de papeles del sector forestal, con mayor ponderación de CMPC en la cartera fundamental y su ingreso a la cartera táctica**. En el sector eléctrico, redistribuimos los pesos favoreciendo Enelam, a la espera de recuperación de resultados en sectores ligados a demanda interna.

En términos de sesgos, mantenemos una sobreponderación de los sectores ligados a *commodities*, una subponderación del sector bancario, y una posición neutral en el sector *retail y utilities*.

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

Al 28 de agosto de 2020	2020	1m	3m	6m	12m	24m
<b>Total Mundo</b>	3.8	5.6	15.1	14.4	15.2	11.3
<b>Países Desarrollados</b>	4.2	5.9	14.4	14.7	15.2	12.1
Estados Unidos	10.1	7.8	16.0	20.0	21.6	21.9
Eurozona	-5.8	1.8	15.2	6.5	4.8	-5.5
Reino Unido	-21.9	-0.5	5.3	-6.8	-11.2	-21.4
Japón	-2.8	3.2	5.6	8.6	9.4	-0.1
Asia ex Japón*	-7.8	4.2	16.0	1.9	-1.5	-6.5
<b>Países Emergentes</b>	0.6	3.2	20.6	11.5	15.6	4.8
<b>Asia Emergente</b>	9.4	4.7	23.3	18.0	26.7	12.0
China	19.6	6.8	26.4	24.5	38.0	23.9
Taiwán	4.2	5.9	14.4	14.7	15.2	12.1
Corea	-24.6	0.5	5.8	-17.2	-16.7	-34.4
<b>América Latina</b>	-31.5	-6.3	12.6	-17.2	-21.8	-20.4
Brasil	-35.0	-9.2	15.3	-18.7	-23.6	-6.5
México	-24.6	0.5	5.8	-17.2	-16.7	-34.4
Chile (MSCI)	-22.9	-5.5	9.4	-4.6	-25.0	-42.5
Chile (SP IPSA US\$)	-19.9	-5.6	10.1	-1.2	-23.6	-37.5
M.Oriente/Africa/Europa	-18.4	0.3	9.0	-2.4	-9.1	-14.5

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

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

### CARTERA ACCIONARIA TÁCTICA

<b>ANDINA-B</b>	<b>CMPC</b>
<b>BSANTANDER</b>	<b>COPEC</b>
<b>CENCOSHOPP</b>	<b>ENELAM</b>

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

### CARTERA ACCIONARIA FUNDAMENTAL

<b>ENELAM</b>	<b>18%</b>	<b>ANDINA-B</b>	<b>7%</b>
<b>BSANTANDER</b>	<b>13%</b>	<b>FALABELLA</b>	<b>7%</b>
<b>SQM-B</b>	<b>10%</b>	<b>COLBÚN</b>	<b>6%</b>
<b>COPEC</b>	<b>10%</b>	<b>SMU</b>	<b>5%</b>
<b>CMPC</b>	<b>9%</b>	<b>CENCOSHOPP</b>	<b>5%</b>
<b>CHILE</b>	<b>7%</b>	<b>CMPC</b>	<b>3%</b>

## Visión Activos Estudios Security Septiembre 2020

	Benchmark	Cartera Septiembre	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%		

