



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Junio 2020



## Moderamos en algo la exposición al riesgo, pero mantenemos leve preferencia por acciones

### Resumen

•Si bien el panorama de los próximos meses no está exento de riesgos, el retiro gradual de las restricciones sería consistente con que abril fue el piso en materia de deterioro de la actividad. Dentro de los riesgos menos incorporados en los mercados están el retorno de la tensión entre China y EE.UU. y un retraso en la recuperación de esto producto de las protestas. En este contexto moderamos la sobreponderación a la renta variable, pero la seguimos prefiriendo dentro de un portafolio diversificado.

•El tipo de cambio local aún está alineado con su valor justo, aunque un fortalecimiento adicional dependerá de alzas en el precio del cobre o caída del dólar global. Ambos son posibles, pero vemos un escenario más consistente con nuestra expectativa de \$800 al cierre de año.

•En la renta fija internacional, esperamos tasas base estables y recomendamos alargar en algo la duración a través de una sobreponderación del segmento *Investment Grade* estadounidense. Mantenemos la preferencia por los bonos corporativos en dólares de empresas de Latinoamérica.

•Dentro de la renta fija local, la recuperación de las expectativas de inflación nos lleva a moderar la sugerencia de preferir UF, aunque seguimos recomendando posicionarse en la parte corta/media de la curva.

•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 excluyen LTM, moderando la exposición a CAP, diversifican el riesgo en sector *retail* y aumentan la exposición a consumo básico.

**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 – Junio 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.

La dicotomía entre las cifras económicas y lo que reflejan los mercados globales se profundizó durante mayo, mes en el que se han comenzado a conocer los datos correspondiente al periodo en que las principales economías estuvieron cerradas. Quizá el mejor reflejo de esto se da en el sectores ligados a la demanda interna, por ejemplo las ventas minoristas que se contrajeron fuertemente (gráfico 1).

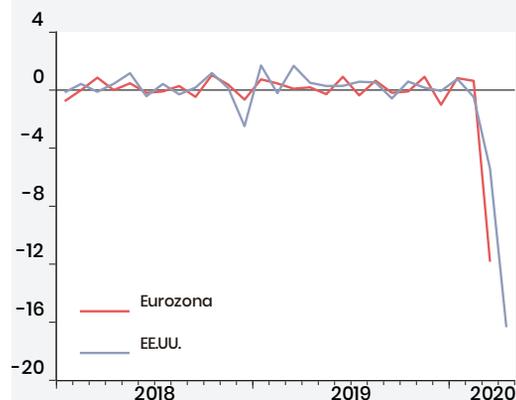
En paralelo, las bolsas globales tuvieron una ganancia de 3,5%-4% en el mes, lo que ha llevado a recomendaciones de cautela por el escenario excesivamente optimista que se estaría incorporando. Al respecto creemos que, **si bien el panorama de los próximos meses no está exento de riesgos, el retiro gradual de las restricciones, que se ha reflejado en mayor movilidad de las personas (gráfico 2) debiera ser consistente con que abril fue el piso en materia de deterioro de la actividad.** Esto también se refleja en los PMI del sector servicios, que mostraron una recuperación en mayo, aunque en nivel siguen en terreno muy negativo (gráfico 3).

Así, esperamos que a nivel global el segundo trimestre marque la peor parte de las cifras, tras lo cual la economía global se recuperaría. Esto es consistente con mejoras adicionales en los activos de riesgo, por lo que **mantenemos la recomendación de sobreponderar la renta variable dentro de un portafolio diversificado. Sin embargo, la incertidumbre todavía es alta, por lo que recomendamos moderar la sobreponderación, hasta una leve preferencia por acciones.** Dentro de la renta variable, preferimos economías con mayor capacidad de recuperación, EE.UU. y China, al tiempo que mantenemos la exposición a Latinoamérica a través de los bonos corporativos en dólares.

Entre los riesgos asociados al coronavirus y las medidas tomadas para combatirlo, **hay algunos que creemos más probable que se manifiesten, destacando un nuevo auge en los casos a medida que los países reabren;** sin embargo, no esperamos que sea en la magnitud inicial, al producirse en un retorno gradual, con mayor conocimiento sobre el virus y con más herramientas de distanciamiento para combatirlo. En el otro extremo, **un riesgo hoy poco probable pero que transformaría totalmente el escenario es que los bancos sistémicos a nivel global muestren problemas,** ya sea por no establecer las provisiones necesarias para un aumento en la morosidad de sus carteras (gráfico 4), o por la exposición indirecta a segmentos de crédito más riesgosos, como CLOs.

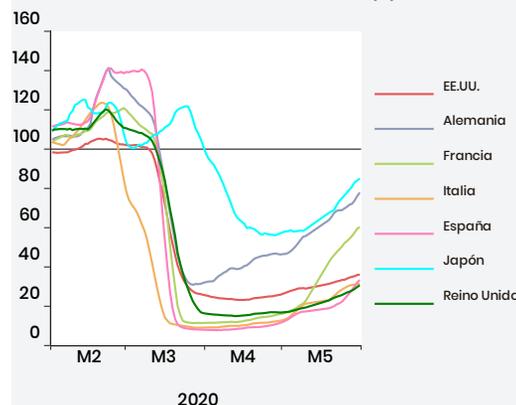
En lo más reciente, **el fuerte aumento de las protestas en distintas ciudades de EE.UU. agrega un elemento de incertidumbre, principalmente porque podría retrasar la reapertura de la economía.** En este sentido, la experiencia de Hong Kong y Chile en los últimos años puede ser útil como plantilla de lo que podría venir (gráfico 5).

GRÁFICO 1: CRECIMIENTO VENTAS MINORISTAS (% M/M)



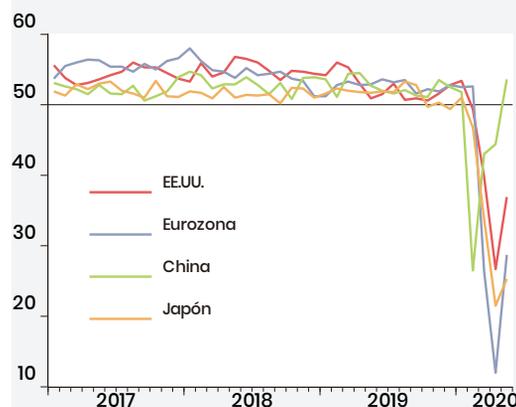
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: MOVILIDAD EN TORNO A TRANSPORTE PÚBLICO (%)



Fuente: Apple Mobility Trends y Estudios Security.

GRÁFICO 3: PMI SERVICIOS (PUNTOS)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

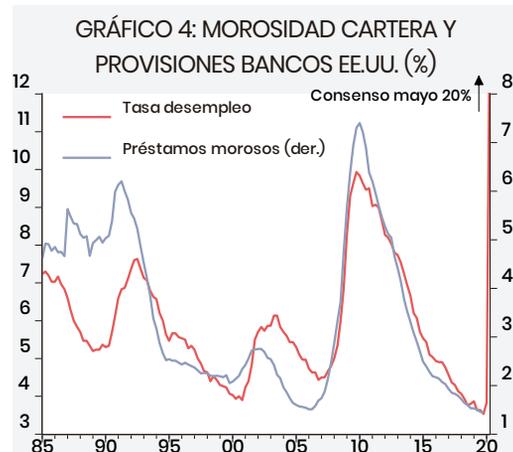
En el corto plazo, el riesgo más importante sigue siendo el resurgimiento de la tensión entre EE.UU. y China, que ya se ha manifestado, aunque por ahora sin grandes consecuencias. Esperamos que los intercambios se mantengan durante la campaña presidencial en EE.UU., especialmente porque la posición dura contra China es respaldada por los votantes de ambos partidos, lo que abre espacio para periodos de volatilidad.

En los últimos dos años se han vivido varios de estos, que han sido capturados por el yuan (gráfico 6), el que además tienen un impacto mayor sobre las monedas latinoamericanas desde que China dejó flotar (relativamente más) su moneda en 2015. En esta línea, el riesgo de nuevo episodios de tensión nos lleva a recomendar cautela al exponerse a monedas.

En particular, el tipo de cambio local se fortaleció durante el mes, lo que ha sido acompañado por una caída en el valor justo. Sin embargo, el balance de riesgos se ve más difícil que en los últimos meses, por lo que recomendamos reducir la exposición a la renta fija local, llevándola al segmento *Investment Grade* de EE.UU., lo que además agrega algo de duración en un contexto donde esperamos que las tasas de mayores plazos se mantengan relativamente bajas.

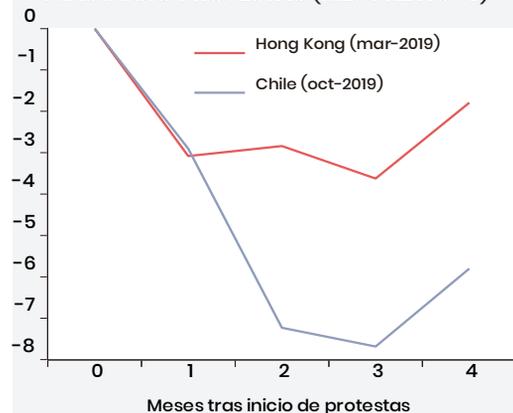
En la renta fija local, las tasas cayeron fuertemente y además las compensaciones inflacionarias se recuperaron desde sus mínimos. Aunque nuestro escenario sigue incorporando más inflación que lo implícito en los precios de mercado, recomendamos reducir la exposición a las tasas soberanas, aunque en el margen todavía preferimos los instrumentos en UF por sobre los denominados en pesos.

Finalmente, en la **renta variable local** la noticia de reestructuración de Latam Airlines llevó a una fuerte caída de ambas carteras recomendadas. Para junio, además de excluir la acción, **moderamos la exposición a Cap (compensando con mayor ponderación de Copec), diversificamos el riesgo del sector retail y aumentamos la exposición a consumo básico** (*Carteras Accionarias Security junio 2020*).



Fuente: BLS, Fed y Estudios Security.

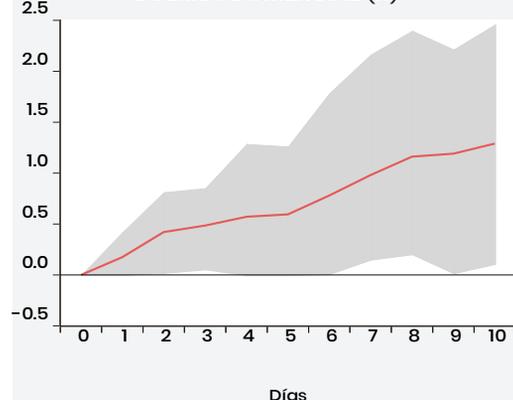
GRÁFICO 5: CAMBIO ACUM. ACTIVIDAD TRAS INICIO PROTESTAS (MES PREVIO=0)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Nota: Cada serie muestra el cambio acumulado en un indicador de actividad tras el comienzo de las protestas.

GRÁFICO 6: RMB EN TORNO A EVENTOS GUERRA COMERCIAL (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Nota: Depreciación del yuan chino respecto al dólar en torno a eventos relacionados a la guerra comercial.

# PORTAFOLIOS SECURITY

## Escenario local: Segundo trimestre sería el con el peor registro del PIB

Las cuarentenas que hubo en abril tuvieron un efecto más negativo que lo esperado. El **Imacec no minero retrocedió 9,7% en el mes**, lo que se suma a la baja de 6,2% en marzo. Además, la extensión de las cuarentenas a toda la región metropolitana a partir de la segunda quincena de mayo llevaría a una caída adicional en este indicador con respecto a abril.

Como resultado, las variaciones interanuales serán cercanas a 16% en mayo, similar al 15,5% de abril. De esta forma, el PIB no minero registraría una baja de 15% interanual en el segundo trimestre, siendo el peor registro en más de 30 años y menor a lo previsto por nosotros hace unos meses (-10%).

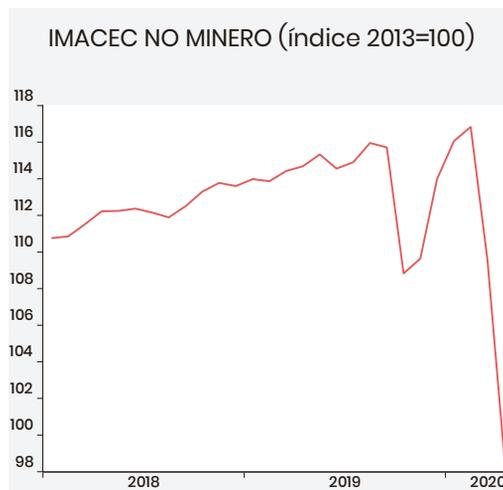
Dado lo anterior, **rebajamos la proyección para la variación del PIB del año en su conjunto desde -2% a -4%**. Con todo, esta cifra considera una reapertura gradual de la economía desde fines de junio. Adicionalmente, el panorama externo ha seguido mejorando, lo que apoyaría la recuperación.

## Monedas: dólar global se debilita, pero riesgos siguen presentes

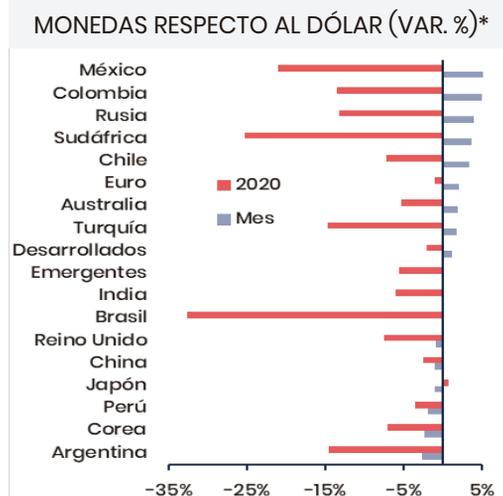
El mejor escenario global se ha incorporado también en las monedas, vía menores premios por riesgo incluso en economías que continúan golpeadas por las restricciones de movilidad, como Latinoamérica. En lo más reciente, el euro y el yen se han apreciado, que también captura el aumento en las protestas en EE.UU., que podría retrasar la recuperación por eventos que, como indica la experiencia chilena, son difíciles de enfrentar con las herramientas tradicionales de política.

**No esperamos un debilitamiento brusco del dólar a corto plazo**, debido a que **el resto del mundo desarrollado también enfrenta grandes desafíos en materia de recuperación** y, en el caso de la Eurozona y Japón, creemos tienen menos espacio adicional para hacerle frente. En el mundo emergente, **China avanza un par de meses adelante, pero continúa siendo una economía que depende de la demanda externa** (aunque menos que antes) **y la tensión con EE.UU. podría volver a poner presión sobre el tipo de cambio**.

El tipo de cambio local también se fortaleció, lo que fue acompañado por una caída de lo que estimamos como valor justo. Un fortalecimiento adicional dependerá de alzas en el precio del cobre y/o un debilitamiento global del dólar. Si bien ambos son posibles, en el balance de riesgos vemos un escenario más cargado a un debilitamiento hacia nuestra expectativa de \$800 al cierre de año.



Fuente: Banco Central y Estudios Security.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

\* Un alza en el índice representa una apreciación de la moneda respecto al dólar.

# PORTAFOLIOS SECURITY

## Renta Fija Internacional: Mantenemos preferencia por spreads Latam y aumentamos la duración

Los activos en la renta fija también han incorporado un escenario más optimista que la foto que muestran las cifras económicas. Las tasas base en EE.UU. han mostrado una estabilidad que llama la atención, con un nivel entre 0,6%-0,7% por varias semanas. En paralelo, los *spreads* de riesgo han continuado cayendo, con mayor gradualidad que durante abril, pero igualmente han retornado a terreno que ya no consideramos tan atractivo respecto a su propia historia.

Nuestro escenario considera tasas base que irían gradualmente al alza (0,8%-0,9% a fin de año) y en este contexto **recomendamos alargar en algo la duración de la renta fija internacional, a través de una sobreponderación del segmento *Investment Grade* estadounidense**, que además comenzaría a beneficiarse en mayor grado del programa de compras de la Fed, que solo hace dos semanas comenzó a incorporar instrumentos a su balance con mayor fuerza.

También mantenemos la preferencia por los bonos corporativos en dólares de empresas de Latinoamérica, subponderando el segmento *High Yield* de EE.UU.

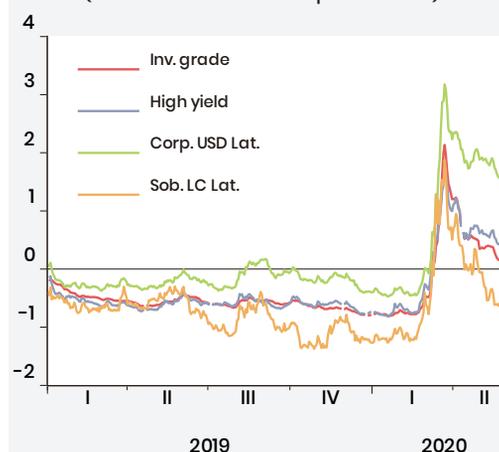
## Renta Fija Local: Pese a elevada incertidumbre vemos más inflación que el mercado

Dos cosas han pasado en el último mes en el mercado de renta fija que consideramos relevantes.

Primero, **las compensaciones inflacionarias a diferentes plazos repuntaron**, siendo la de un año una de las que más lo hizo al pasar desde 1% a 1,8%. Creemos que hay tres razones detrás de este incremento. 1. La recuperación de los mercados globales; 2. El alza del precio del petróleo y sus derivados; 3. El registro del IPC de abril por sobre lo esperado por el mercado. Así, la diferencia que teníamos con el mercado a ese plazo disminuyó considerablemente, lo que nos lleva a moderar la exposición a la UF que habíamos venido sugiriendo.

Un segundo hecho a destacar es **la caída en las tasas de interés de largo plazo**. EL BCPI0 se ubica en 2%, su mínimo histórico. Este no es un fenómeno particular de Chile, sino más bien es global. Con todo, seguimos considerando que el mayor gasto fiscal y el incremento de la deuda pública ponen una presión al alza en las tasas de largo plazo, lo que nos lleva a seguir recomendando mantener una duración corta/media.

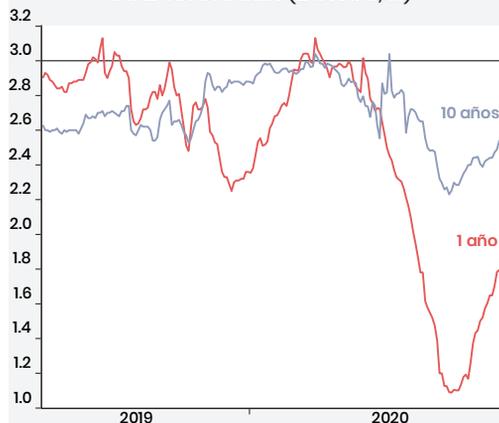
SPREADS DE RIESGO  
(desv. estándar del promedio)



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.

# PORTAFOLIOS SECURITY

## Renta Variable Internacional: Mantenemos preferencia economías que se recuperarían más rápido

Las bolsas globales han recogido el mejor ambiente en torno a la recuperación del mundo desarrollado, con ganancias más o menos transversales y con un mejor desempeño de los desarrollados respecto a los mercados emergentes.

**Los riesgos siguen estando presentes y se han ido sumando.** A todo el proceso de reapertura se suma el resurgimiento de la tensión entre China y EE.UU., el aumento de la violencia y los toques de queda en este último (que podrían retrasar el proceso de reapertura) y la polarización de la elección presidencial.

En un ambiente incierto, **preferimos sobreponderar economías con mayor capacidad de ajuste, por lo que mantenemos la preferencia por EE.UU. y Asia emergente, en desmedro de Japón y Chile.**

Sin embargo, **seguimos prefiriendo un portafolio diversificado, que pueda moderar el impacto de las fuentes de riesgo,** donde un retorno de la guerra comercial significaría un golpe a la clase de activo como un todo, más que mostrar diferenciación entre regiones. Dicho eso, en general durante los dos últimos años los mercados no involucrados directamente, como Latinoamérica o la Eurozona, sufrieron igual o más que los protagonistas..

## Renta Variable Local: Escenarios aún muy inciertos a corto y mediano plazo

Durante mayo, la bolsa cayó 8,3%, destacando el impacto de la decisión de Latam Airlines de acogerse a una reestructuración de la empresa bajo capítulo 11 en EE.UU., lo que generó una drástica disminución del valor de sus títulos de más de 70% en el periodo. En ese contexto, las carteras anotaron caídas de 19,3% y 9,8% para CAT y CAF, respectivamente.

**Si bien los ratios de valorización entregan un elevado espacio para la renta variable, el desarrollo de la pandemia ha tomado dos canales relevantes. El avance del mundo desarrollado (más China) hacia una reapertura gradual abre un panorama más alentador. Pero por otro lado, la contención de la pandemia en América Latina ha sufrido shocks adicionales importantes. Esto mantiene elevado los riesgos sobre los resultados de las compañías para el segundo trimestre, por lo que el panorama continúa desafiante para el mercado local.**

Los ajustes se resumen en i) excluir de ambas carteras a Latam Airlines, ii) reducir la exposición a Cap, lo que se compensa con una mayor ponderación de Copec (exposición a materias primas), iii) diversificar el riesgo del sector retail al disminuir las posiciones en Falabella y iv) aumentar la exposición a consumo básico con Cencosud y Andina-B.

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

Al 29 de mayo de 2020	2020	2 sem	1m	3m	6m	12m
<b>Total Mundo</b>	-9.9	6.5	4.1	-0.6	-6.8	2.7
<b>Países Desarrollados</b>	-8.9	6.9	4.6	0.3	-6.3	3.9
Estados Unidos	-5.1	6.4	5.0	3.4	-2.5	9.1
Eurozona	-18.2	12.2	5.8	-7.6	-15.7	-8.1
Reino Unido	-25.8	6.3	0.6	-11.6	-22.0	-19.1
Japón	-8.0	7.2	5.8	2.8	-6.4	4.3
Asia ex Japón*	-20.5	3.7	-0.8	-12.1	-18.7	-17.0
<b>Países Emergentes</b>	-16.5	3.2	0.6	-7.5	-10.5	-6.5
Asia Emergente	-11.3	1.5	-0.5	-4.3	-5.2	1.1
China	-5.4	-0.5	-0.8	-1.5	2.5	9.7
India	-22.8	4.5	-2.6	-15.5	-21.4	-23.5
América Latina	-39.2	15.2	6.2	-26.4	-33.2	-34.1
Brasil	-43.6	20.6	8.4	-29.5	-37.0	-35.5
México	-28.7	9.3	6.3	-21.8	-25.4	-27.5
Chile (MSCI)	-29.5	1.0	-7.4	-12.8	-22.0	-36.4
Chile (SP IPSA US\$)	-27.1	3.4	-4.7	-10.2	-19.8	-35.0
M.Oriente/Africa/Europa	-25.1	7.1	3.6	-10.5	-20.1	-20.4

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

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

## CARTERA ACCIONARIA TÁCTICA

<b>ANDINA-B</b>	<b>COPEC</b>
<b>BSANTANDER</b>	<b>ENELAM</b>
<b>CENCONSUD</b>	<b>SQM-B</b>

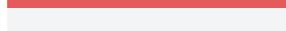
\*Esta cartera asigna la misma ponderación a cada acción.

## CARTERA ACCIONARIA FUNDAMENTAL

<b>ENELAM</b>	<b>15%</b>	<b>ANDINA-B</b>	<b>7%</b>
<b>BSANTANDER</b>	<b>13%</b>	<b>CENCOSUD</b>	<b>6%</b>
<b>COPEC</b>	<b>12%</b>	<b>CMPC</b>	<b>6%</b>
<b>SQM-B</b>	<b>10%</b>	<b>CAP</b>	<b>5%</b>
<b>COLBÚN</b>	<b>10%</b>	<b>FALABELLA</b>	<b>5%</b>
<b>CHILE</b>	<b>7%</b>	<b>MALLPLAZA</b>	<b>4%</b>

## Visión Activos Estudios Security Junio 2020

	Benchmark	Cartera Junio	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%		

 Sobreponderar  
 Subponderar  
 Posición neutral