



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Octubre 2020

## Escenario para toma de riesgo poco atractivo, con la elección de EE.UU. como fuente de incertidumbre en el corto plazo

### Resumen

• Esperamos alternancia entre rebrotes y control de estos, lo que sin una vacuna expone a los activos de riesgo a episodios de reversión. Shocks de incertidumbre se reflejarían en mayor premio por riesgo, con poco espacio para ser compensados por las tasas. Reducimos las apuestas en la cartera y mantenemos la recomendación de tener una posición neutral entre renta fija y variable.

• La elección estadounidense es una fuente de incertidumbre e influirá sobre el dólar global. Las fuerzas externas también influirán sobre el tipo de cambio local, que además deberá lidiar con factores internos. Mantenemos la expectativa de un cierre de año en el rango \$770-\$790.

• En la renta fija internacional, estimamos que los *spreads* corporativos latinoamericanos tienen mayor espacio para caídas adicionales hacia fin de año y mantenemos la recomendación de preferirlos.

• En la renta variable internacional, la incertidumbre de los próximos meses debiera expresarse mayormente en cambio en el premio por riesgo global. Recomendamos moderar los sesgos, llevando las distintas regiones a neutral.

• En la renta fija local, pasamos a un sesgo neutral en monedas (pesos y UF) debido a que las expectativas de inflación llegaron a lo que estimamos su valor justo, aunque seguimos sugiriendo mantener una duración baja ante la presión al alza en las tasas de interés de largo plazo por el deterioro del panorama fiscal.

• En la renta variable local, mantenemos una sobreponderación en el sector *commodities* y en consumo masivo, mientras nos mantenemos neutrales en el sector eléctrico. Continuamos con una posición más cauta en bancos y *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 – Octubre 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.

A los rebrotes en Europa se sumó un fin de la moderación de contagios de coronavirus en EE.UU. Y, junto a **la desaceleración que ha experimentado la recuperación global ha ayudado a que los activos de riesgo hayan tenido una reversión** que no se veía desde el *shock* de marzo. En particular, **el dólar no solo pausó su debilitamiento, sino que lo revirtió** (gráfico 1), lo que hace un tiempo veíamos como un riesgo importante (*Portafolios Security agosto 2020*). Sumado a eso, las bolsas globales cayeron y los *spreads* de riesgo aumentaron.

**Esperamos que el panorama global alterne entre rebrotes y control de estos, lo que sin una vacuna disponible en muchas dosis en varios países, llevaría a que bolsas y monedas estén expuestas a episodios de reversión** como el de septiembre. Detrás de esto está un escenario de crecimiento tiene riesgos a la baja en los próximos trimestres, con consensos que apuntan a que las principales economías sostendrían una tasa de expansión mayor a su potencial (gráfico 2). **Sorpresas negativas** (por virus o falta de apoyo fiscal) **podrían llevar a que el crecimiento cíclico sea menor a lo que hoy se anticipa**, incluso aunque seguimos esperando que las medidas de cierre no sean tan restrictivas como la primera versión (*Portafolios Security septiembre 2020*).

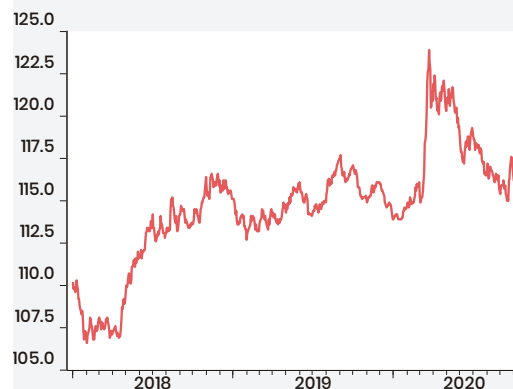
Junto con esto, **shocks de incertidumbre**, por ejemplo por la elección estadounidense del 3 de noviembre (*Correo Security 5 de octubre*), **podrían reflejarse en mayor premio por riesgo**, ya sea en acciones o renta fija *High Yield*, en un contexto donde **hay poco espacio para que caídas en las tasas puedan contrapesar mayor percepción de riesgo** (gráfico 3). Esto deja menos espacio para buscar posiciones defensivas que compensen apuestas en otras áreas, quizá con la excepción de instrumentos *money market* (en pesos o dólares, dependiendo del inversionista).

Ante esto, y con un evento incierto en el horizonte como la elección presidencial, **optamos por reducir las apuestas en la cartera**, más que buscar compensarlas (como una estrategia *barbell*). **Mantenemos la recomendación de tener una posición neutral entre renta fija y variable, pero además llevamos los sesgos dentro de esta última, que favorecían a EE.UU. y la Eurozona sobre Chile, a neutral**.

Solo **mantenemos las recomendaciones de mayor convicción**: en la renta fija internacional **preferimos los *spreads* corporativos en dólares versus soberanos en moneda local**. En la parte local **mantenemos la recomendación de tener duración baja**, pero sin un sesgo de moneda al estabilizarse las expectativas de inflación más cerca de nuestro escenario (*Informe Renta Fija septiembre 2020*).

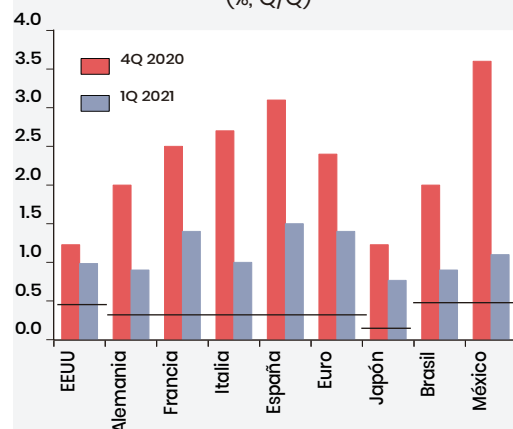
Finalmente, la recomendación implícita del portafolio es agregar algo de renta variable local. Para esto, las carteras accionarias recomendadas mantienen la preferencia por empresas más ligadas a la demanda externa (*Carteras Accionarias Security octubre 2020*).

GRÁFICO 1: DÓLAR GLOBAL



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

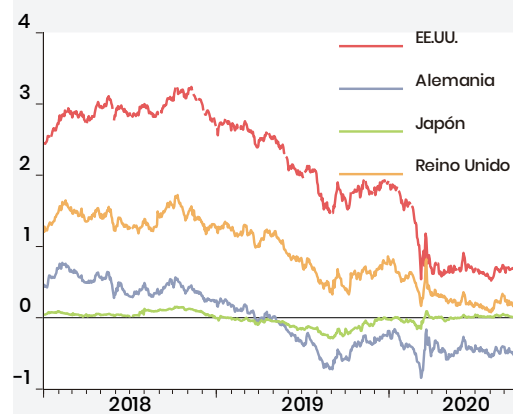
GRÁFICO 2: EXPECTATIVA CRECIMIENTO (% Q/Q)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Nota: Crecimiento respecto al cuarto previo, no anualizado. Crecimiento potencial es la estimación de la tasa anual, dividida por cuatro.

GRÁFICO 3: TASAS 10 AÑOS (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

# PORTAFOLIOS SECURITY

## Escenario local: Actividad económica siguió creciendo en el mes

Si bien el Imacec de agosto fue menor a lo esperado (-11,3% vs. -8,5%), se enmarca dentro de un contexto de mayor volatilidad de las cifras, y por ende de mayores rangos de confianza en las proyecciones. Con todo, la actividad económica siguió creciendo mes a mes (2,8% el Imacec total y 3,4% el Imacec no minero), lo que refleja que la recuperación ha continuado de la mano de la mayor flexibilidad de las restricciones a la movilidad, ratificando que los peores registros estarían quedando atrás.

Los primeros antecedentes de septiembre anticipan que la actividad económica habría seguido mejorando en términos mensuales, lo que respondería a que el mes pasado siguieron flexibilizándose las restricciones sanitarias, junto con el impulso externo que ha seguido siendo favorable pese al deterioro del último mes. De hecho, una corrección era totalmente esperable considerando la velocidad de la recuperación, siendo que la economía global tiene todavía muchos riesgos.

En definitiva, ratificamos nuestra proyección para la caída del PIB este año de -5%, al igual que una expansión de 6%, sustentado en la buena capacidad de reactivación de la economía y al buen impulso externo.

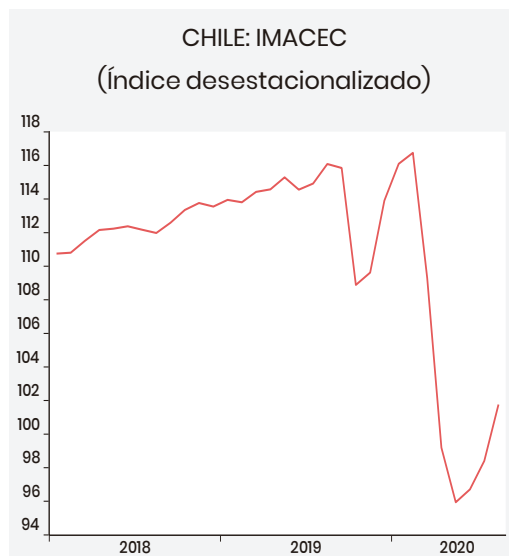
## Monedas: Escenario dólar global dependiente de la elección en EE.UU.

La mayor percepción de riesgo global, a raíz de la aceleración en el número de contagios en EE.UU. y Europa, más cifras menos optimistas en las principales economías, ayudó a que el dólar global recuperara terreno ante la mayoría de las monedas, principalmente contra emergentes percibidos como vulnerables a shocks externos (Brasil, Rusia, Sudáfrica, Turquía), pero también contra el euro.

La elección estadounidense es una fuente de incertidumbre respecto al dólar también y esperamos que, en un escenario donde Trump retiene la presidencia, se fortalezca, mientras que una posición menos confrontacional por parte de Biden ayudaría a una depreciación, que se reflejaría más en 2021, cuando la economía global avance también en términos de control de la pandemia del coronavirus.

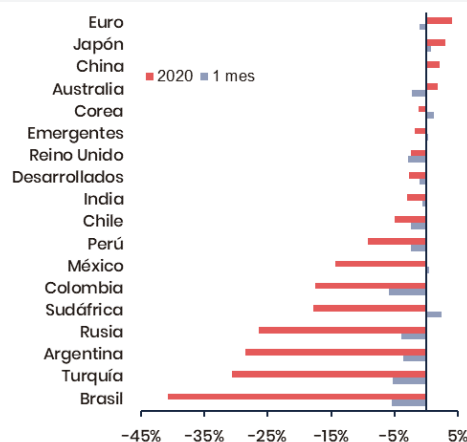
Las fuerzas externas también influirán sobre el tipo de cambio local, que además deberá lidiar con factores internos, destacando el plebiscito (y su antesala) de fines de mes.

En términos de portafolios, reducimos la exposición a dólares, aunque mantenemos una sobreponderación, aunque contra monedas Latam. Levamos el peso a una posición neutral dados los eventos locales e internos que podrían llevar a episodios de volatilidad. Mantenemos la expectativa de un cierre de año en el rango \$770-\$790.



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: Spreads corporativos en la región tienen mayor espacio para caídas

La mayor percepción de riesgo global alcanzó también a la renta fija corporativa, con mayores *spreads* que no fueron compensados por menores tasas base. El movimiento fue mayor en segmentos más riesgosos, con la parte con grado de inversión más estable.

Los instrumentos corporativos en dólares de empresas de la región estuvieron entremedio, con un alza moderada, siendo además una forma más defensiva de exposición al riesgo en Latinoamérica, al compararlos con bolsas y monedas. **Mantenemos la preferencia por este grupo en un ambiente que seguiría siendo incierto en los próximos meses** (dependiendo de lo que ocurra post elección estadounidense), pero también recomendamos seguir con una posición neutral entre emergentes y desarrollados, subponderando bonos soberanos en moneda local.

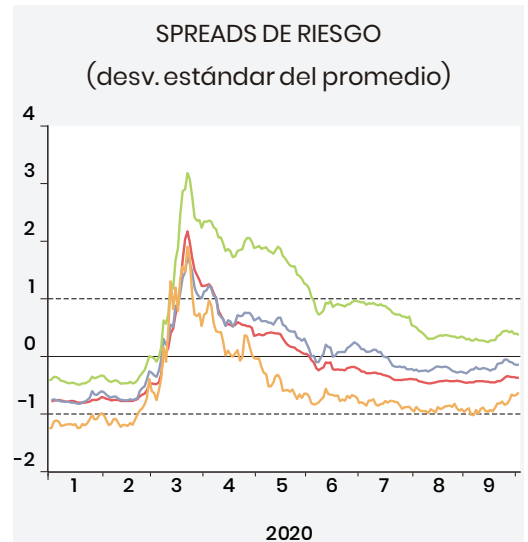
**Cambio en el premio por riesgo seguiría teniendo poco contrapeso de las tasas libres de este**, lo que expone a los movimientos globales adversos. **Seguimos estimando que los corporativos latinoamericanos tienen mayor espacio para caídas adicionales hacia fin de año**, aunque esto también dependerá de la situación interna.

## Renta Fija Local: Duración corta sin sesgo de monedas

Este mes llevamos la recomendación entre monedas (pesos y UF) a una posición neutral. La compensación a un año llegó al 2,5% que preveíamos (aunque cayó en el margen con la sorpresa a la baja en actividad), y las expectativas de inflación de corto plazo ya incorporaron las alzas de precios de volátiles y estacionales para septiembre y octubre.

El hecho de que la economía se esté recuperando rápido en el corto plazo no quita que vaya a operar con amplias holguras de capacidad en los próximos trimestres, aun en un contexto de un crecimiento muy por sobre el tendencial en 2021, lo que justifica nuestra expectativa de presiones inflacionarias subyacentes contenidas por un largo tiempo. Este escenario nos lleva a asignar una muy baja probabilidad a un rebrote inflacionario superior al techo del rango meta, lo que mantendría contenidas las expectativas de inflación.

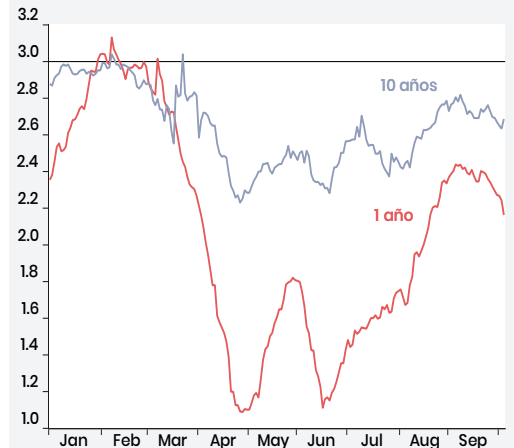
Por su parte, ratificamos nuestra recomendación de posicionarse en la parte corta de la curva (hasta 5 años), debido a que seguimos considerando que las tasas nominales de largo plazo tienen una presión al alza ante el deterioro del panorama fiscal.



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: Recomendamos enfrentar incertidumbre sin grandes sesgos entre regiones

En medio de rebrotes de coronavirus que se han dado en las principales economías desarrolladas, **el menor apetito por riesgo global golpeó a la mayoría de los mercados, aunque destacó el carácter defensivo de Japón** (apoyado además por un yen que se apreció).

Aunque el en mediano plazo seguimos creyendo que economías más resilientes debieran tener mejor desempeño, **la incertidumbre de los próximos meses debiera expresarse mayormente en cambio en el premio por riesgo global**, que tiene poco espacio para ser compensado por menores tasas base, y **que expone a las distintas regiones dependiendo de la resolución de los eventos, en particular de lo que ocurra con el dólar global tras la elección presidencial estadounidense**.

Por esto, **recomendamos moderar los sesgos, llevando las distintas regiones a neutral**. Esto implica reducir la exposición a EE.UU. y la Eurozona, aumentando Chile, cuya bolsa continúa teniendo desafíos pero que se mantiene rezagada al desempeño que esperaríamos de acuerdo a factores globales.

## Renta Variable Local: Cautela a nivel local nos lleva a reforzar apuestas por demanda global

La mayor aversión al riesgo globales también tuvo efectos a nivel local, con el IPSA retrocediendo 3,5% en el mes y las carteras con un mejor desempeño (-3% la CAF y -1,8% la CAT). **Las compañías ligadas al sector externo y aquellas más defensivas tuvieron mejor desempeño, mientras papeles ligados a demanda interna continuaron rezagados**.

Para este mes **mantenemos la apuesta por papeles ligados a la demanda externa**. También preferimos acciones con cierta **protección** o que se beneficien de posibles presiones adicionales sobre el tipo cambio. **Mantenemos parte de la cartera más cercana a la demanda interna anclada a consumo masivo**.

A nivel de sectores, **mantenemos una sobreponderación en el sector commodities** (principalmente forestal) y en consumo masivo, mientras nos mantenemos neutrales en el sector eléctrico. **Continuamos con una posición más cauta en bancos y retail**.

En la medida que lo ROEs y márgenes se mantengan presionados, estimamos que el IPSA podría retornar a niveles más cercanos a los 4.000 puntos, aunque se requiere de una normalización más sostenida de los resultados de las compañías para apuntar a niveles más altos. Esto comenzaría a verse en la medida que la caída del Ebitda se revierta para apuntar a un crecimiento en torno a 9% para 2021.

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

Al 2 de octubre de 2020	2020	1m	3m	6m	12m	24m
<b>Total Mundo</b>	-0.2	-5.0	5.9	32.6	10.6	7.8
<b>Países Desarrollados</b>	0.2	-5.3	6.1	33.0	10.8	8.2
Estados Unidos	5.4	-6.3	7.7	37.2	17.1	16.4
Eurozona	-9.6	-4.3	2.6	31.5	0.8	-6.1
Reino Unido	-25.0	-3.7	-1.2	13.5	-14.7	-24.1
Japón	-3.1	-0.7	5.1	24.3	4.0	-1.8
Asia ex Japón*	-13.7	-5.9	-2.3	22.0	-7.7	-8.5
<b>Países Emergentes</b>	-3.0	-3.3	4.7	30.1	9.0	4.5
Asia Emergente	6.3	-2.9	6.8	32.8	20.0	14.4
China	14.0	-5.2	5.8	29.0	30.2	25.9
Taiwán	0.2	-5.3	6.1	33.0	10.8	8.2
Corea	-26.6	-0.7	-0.6	24.5	-21.6	-35.3
América Latina	-37.7	-9.6	-6.9	22.6	-31.0	-32.6
Brasil	-42.5	-12.7	-9.2	24.5	-34.0	-27.4
México	-26.6	-0.7	-0.6	24.5	-21.6	-35.3
<b>Chile (MSCI)</b>	-27.9	-5.8	-11.9	5.5	-34.6	-47.1
<b>Chile (SP IPSA US\$)</b>	-25.2	-6.1	-11.4	9.4	-33.4	-42.5
M.Oriente/Africa/Europa	-22.1	-2.4	-1.1	17.9	-13.5	-15.9

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

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

### CARTERA ACCIONARIA TÁCTICA

ANDINA-B	CMPC
BSANTANDER	COPEC
CONCHATORO	ENELAM

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

### CARTERA ACCIONARIA FUNDAMENTAL

ENELAM	18%	ANDINA-B	7%
BSANTANDER	13%	FALABELLA	7%
COPEC	11%	COLBÚN	6%
SQM-B	10%	CONCHATORO	5%
CMPC	10%	CAP	3%
CHILE	7%	SMU	3%

## Visión Activos Estudios Security Octubre 2020

	Benchmark	Cartera Octubre	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%		

