



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Diciembre 2020

Mercados no tienen incorporado escenario de mejoras a nivel de crecimiento e incertidumbre globales

Jorge Cariola G.
Subgerente de Estrategia Global
jorge.cariola@security.cl

César Guzmán B.
Gerente Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Resumen

• Esperamos que durante 2021 el mundo vuelva a crecer, lo que junto a menor incertidumbre apoyaría un dólar global más débil. Recomendamos aumentar la exposición al riesgo, sobreponderando la renta variable dentro de un portafolio diversificado.

• En un contexto de un dólar global más débil, Latinoamérica ha dejado de ser de las regiones más beneficiadas, en parte por fundamentos internos que se han ido deteriorando. Mantenemos la expectativa de un tipo de cambio más fuerte en 2021, \$750 al cierre de año, pero la apreciación que esperaríamos solo por factores globales es compensada por el premio por riesgo local.

• En la renta fija internacional, recomendamos tomar riesgo a través de *spreads* corporativos latinoamericanos en dólares y no a través de mayor duración.

• En la renta variable internacional, aunque aumentamos la exposición a las bolsas, seguimos sin sesgos entre regiones.

• En la renta fija local, las expectativas de inflación en torno a 3% a distintos plazos nos parecen en su valor justo, por lo que reiteramos la sugerencia de una posición neutral entre pesos y UF.

• En la renta variable local, los ajustes propuestos apuntan a mayor exposición al ciclo de *commodities*, y un cambio en la exposición interna, reduciendo el peso de *utilities*.

Visiones por Clases de Activo – Diciembre 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 sucesión de noticias favorables respecto al avance de vacunas para el coronavirus apoyó alzas importantes en los activos de riesgo, con una puesta al día de sectores y regiones que habían estado rezagados. En paralelo, el comienzo de la transición para el cambio de mando en EE.UU. también ha ayudado a resolver lo que quedaba en materia de incertidumbre en torno a la elección.

Estos cambios contrastan con la visión más negativa que teníamos respecto a los factores de riesgo (*Portafolios Security noviembre 2020*). Aunque los contagios diarios en Europa y EE.UU. recién comienzan a dejar de aumentar (gráfico 1), los mercados han seguido incorporando un escenario más optimista. Eso sí, aunque mirando hacia atrás la renta variable global terminó teniendo un muy buen mes, la incertidumbre sigue siendo alta (gráfico 2).

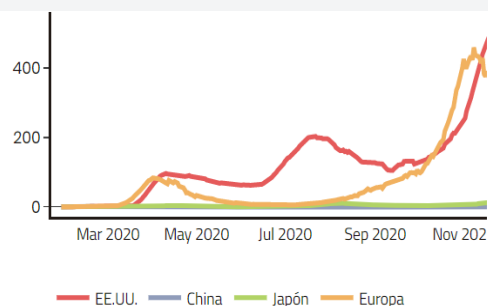
Esperamos que 2021 muestre mejoras en varios aspectos. El mundo volvería a crecer y lo haría fuertemente, en parte por la baja base de comparación de este año, pero también porque esperamos que se produzca una reapertura más duradera, de la mano de la producción y distribución de una o más vacunas. Esto ayudará a que el fuerte aumento en ahorro precautivo de los hogares (gráfico 3) se transforme en consumo, gracias también a que la menor probabilidad de cierres reduciría la incertidumbre que enfrentan los hogares.

También contribuirá un gobierno estadounidense menos confrontacional, internamente y con el mundo. Esto resultaría en menor incertidumbre global, apoyando tasas base más altas y premios por riesgo más bajos. Nuestro escenario de mejores expectativas de crecimiento y menor tasa de descuento nos llevan a recomendar aumentar la exposición al riesgo, sobreponderando la renta variable dentro de un portafolio diversificado.

Al reducir la exposición a la renta variable (*Portafolios Security julio 2020*), estimábamos que debían cumplirse algunas condiciones para volver a tomar riesgo: "el desarrollo de una vacuna..., que [contagios en] áreas más afectadas actualmente no siguen acelerando al ritmo actual... y que la actividad global continúa recuperándose, o al menos no vuelve a deteriorarse como en abril." Los eventos recientes, respecto a vacunas y la relación entre contagios, restricciones y movilidad, apuntan a que estas condiciones se cumplen.

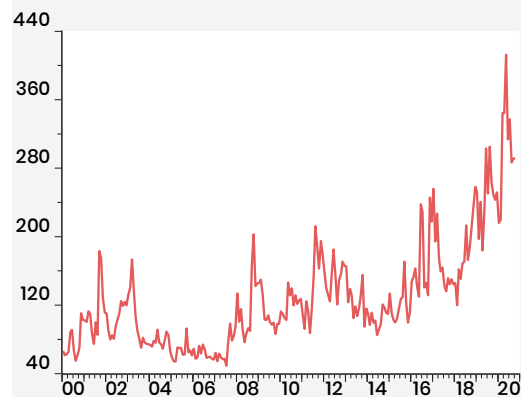
Una de las variables clave que esperamos refleje nuestro escenario base es el dólar global, que continuaría debilitándose durante el próximo año. Esto típicamente ha favorecido a los activos emergentes respecto a EE.UU. (gráfico 4). Sin embargo, por ahora mantenemos posiciones neutrales dentro de la renta variable, ya que al ajustar los retornos que esperamos por volatilidad, no hay grandes diferencias entre regiones. En otras palabras, las historias locales podrían seguir siendo relevantes, incluso ante un mayor apetito por riesgo global.

GRÁFICO 1: CASOS NUEVOS CORONAVIRUS POR MILLÓN DE HABS.



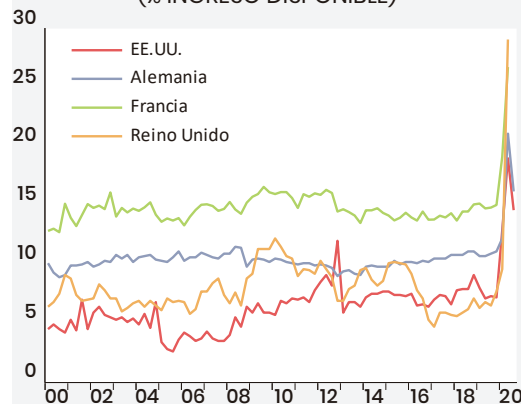
Fuente: JHU CSSE y Estudios Security.

GRÁFICO 2: INCERTIDUMBRE POLÍTICA GLOBAL (%)



Fuente: policyuncertainty y Estudios Security.

GRÁFICO 3: AHORRO HOGARES (% INGRESO DISPONIBLE)



Fuente: Bloomberg, Fed y Estudios Security.

En la renta fija global, tasas base gradualmente más altas (gráfico 5) nos llevan a preferir no estar demasiado expuestos a la duración. Seguimos recomendando la exposición al riesgo a través de los *spreads*, donde preferimos los instrumentos corporativos de empresas de Latinoamérica en dólares.

A nivel local, llevamos la exposición a los activos a neutral (desde una subponderación) debido a que, si bien el tipo de cambio hoy está en el techo del rango que estimamos como valor justo de acuerdo a factores globales, creemos refleja el premio por riesgo local que creemos debe agregarse (en torno a 5%).

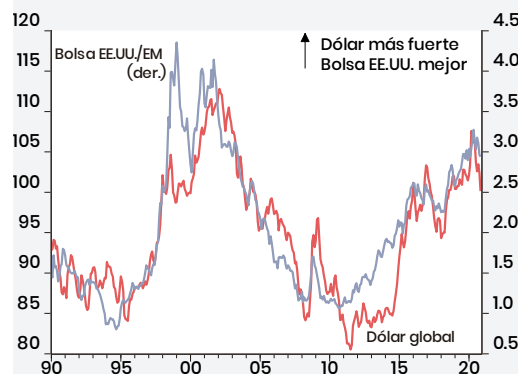
Creemos que existe espacio para alzas adicionales en la bolsa local, en la medida que las compañías puedan seguir beneficiándose de la recuperación de la economía. Esto se refleja en el desempeño de las compañías; esperábamos una caída de 6% en el EBITDA durante el tercer trimestre pero, habiendo reportado casi todas las compañías el resultado es de un alza de 1% (*Carteras Accionarias Security diciembre 2020*). En la medida que las compañías puedan recuperar parte de la pérdida en rentabilidad que hemos visto en el último año (gráfico 6), esperamos un desempeño favorable de la bolsa.

En la renta fija local, mantenemos posiciones neutrales en términos de monedas (UF y pesos), por una incorporación de un escenario inflacionario cerca de la meta y del nuestro. También recomendamos una posición neutral en los instrumentos corporativos, debido a que los niveles actuales incorporan un entorno algo más favorable, al tiempo que esperamos que no se produzca un alza importante en los *spreads* producto de posibles ventas de papeles ante el eventual segundo retiro de fondos de pensiones. Pero al mismo tiempo, vemos menos espacio para caídas adicionales en los *spreads* locales.

Este escenario no está exento de riesgos. En el corto plazo, creemos que los más relevantes tienen que ver con el plazo en el que una eventual vacuna (que es crítica para que las expectativas de reapertura y recuperación se validen) sea ampliamente distribuida. En el intertanto, las economías deberán “sobrevivir”. Para esto, esperamos que la política fiscal juegue un rol importante, entregando un apoyo más focalizado en sectores que más lo necesiten.

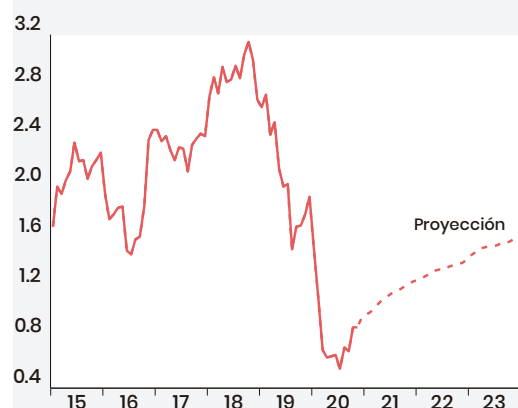
Por otro lado, las ganancias recientes en activos rezagados reflejan que al menos una parte del optimismo ya se ha ido incorporando. Sin embargo, creemos que resta espacio para ganancias adicionales. Por ejemplo, estimamos que el desempeño actual de las bolsas es consistente con un crecimiento de 3,5% a nivel global en 2021. Nuestra expectativa (y el consenso de economistas) apunta a una cifra más cerca a 5%, lo que entrega un espacio para un retorno adicional que estimamos en torno a 10%.

GRÁFICO 4: DÓLAR GLOBAL Y DESEMPEÑO EE.UU./EMERGENTES



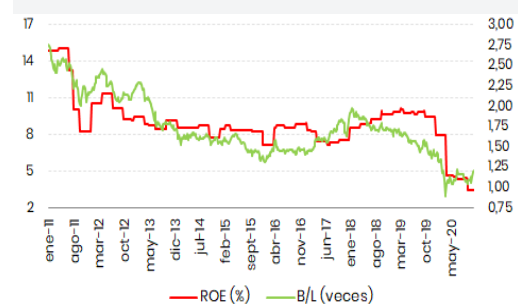
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: TASA 10 AÑOS EE.UU. (%)



Fuente: Fed y Estudios Security.

GRÁFICO 6: ROE Y RATIO BOLSA/LIBRO BOLSA LOCAL



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Datos al 20 de noviembre

Escenario local: Una Piedra en el Camino

El Imacec se contrajo -1,2% en octubre, sorprendiendo negativamente al mercado y nuestra expectativa de que veríamos el primer aumento interanual desde el inicio de la pandemia.

Con todo, las cifras mensuales tienen una elevada volatilidad, la que incluso ha aumentado este año, por lo que no hay que sacar grandes conclusiones de un dato. Una forma de suavizar dicha volatilidad es promediando los últimos tres meses, lo que da un alza de 2,8%, reflejando la recuperación.

Para los últimos meses del año esperamos que este buen desempeño se prolongue debido a que han seguido flexibilizándose las restricciones a la movilidad, lo que se suma a que el impulso externo no solo se ha mantenido, sino que incluso ha mejorado.

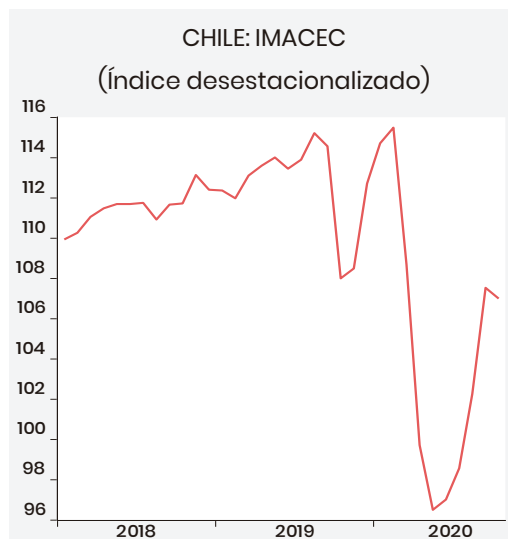
Esto último además entrega un buen soporte a la proyección de que dicha recuperación continuaría en 2021, con un alza estimada de 6% del PIB, escenario que considera que no habría nuevas cuarentenas de manera generalizada en el mundo, en línea con los anuncios de vacunas para combatir el virus en las últimas semanas.

Monedas: Esperamos dólar global más débil

El último mes trajo un cambio importante en el escenario global. **La resolución de la elección estadounidense y los anuncios en torno a vacunas han contribuido a un mayor apetito por riesgo. Nuestro escenario base era de incertidumbre, por lo que la recomendación era mantenerse al margen de las apuestas en monedas.**

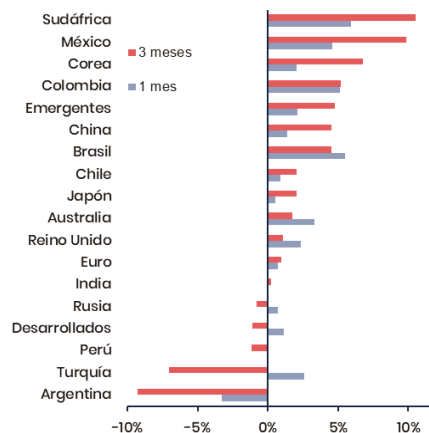
Esperamos que el dólar global se debilite durante el próximo año, lo que traería beneficios a las monedas de mercados emergentes y de **Latinoamérica** en particular. Sin embargo, la región **ha pasado de ser una de las más beneficiadas por estos eventos a no serlo tanto**; en promedio desde 2000, durante periodos de debilitamiento del dólar global como el que esperamos, Latinoamérica solo se ubica sobre Asia en términos del desempeño de las monedas, pero tras los principales mercados desarrollados.

Parte de este resultado tiene que ver con fundamentos internos que se han ido deteriorando en el tiempo, lo que esperamos se continúe reflejando a nivel local. **Si bien mantenemos la expectativa de un tipo de cambio más fuerte en 2021** (\$770-\$790 para este año, \$750 para el próximo), **la apreciación que esperaríamos solo por factores globales es compensada por el premio por riesgo local**, que creemos seguiría presente.



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: Recomendamos toma de riesgo a través de spreads, no duración

El mayor apetito por riesgo de noviembre llevó a que los *spreads* de riesgo cayeran transversalmente lo que, sumado a tasas que estuvieron estables respecto a un mes atrás (aunque con alta volatilidad dentro de este), apoyaron el buen desempeño de la renta fija corporativa.

Esperamos que mejores expectativa de crecimiento más altas y menor incertidumbre global lleven a tasas base algo más altas que las actuales, alrededor de 25-30 puntos base (pb) respecto a nivel actual para el cierre de 2021. Aunque es un alza moderada, recomendamos evitar la exposición a duración y preferimos la toma de riesgo a través de los *spreads*.

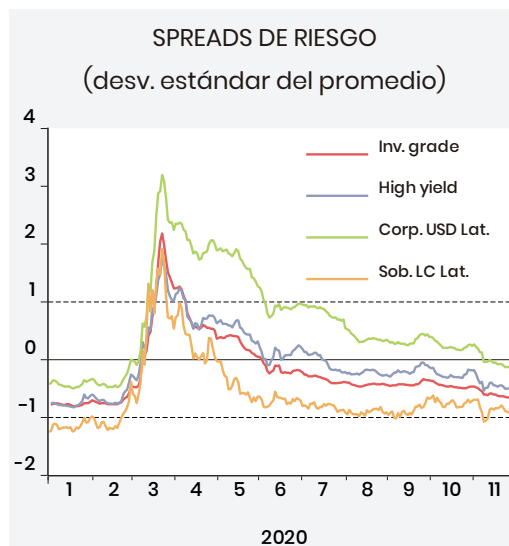
En particular, vemos más espacio para caídas en estos en los instrumentos corporativos de empresas de Latinoamérica, que han estado rezagados durante este año, respecto a los instrumentos de EE.UU., y esperamos retomen los niveles de comienzos de 2020 durante el próximo año, lo que implica una caída de 40pb.

Renta Fija Local: Expectativas de inflación en su valor justo

En las últimas semanas hemos observado un alza en las expectativas de inflación, especialmente en las de corto plazo, lo que respondería principalmente a tres factores: 1) los elevados registros de IPC en septiembre y octubre, que además se ubicaron por sobre lo esperado 2) el buen dinamismo de la economía de los últimos meses 3) la expectativa de un segundo retiro de fondos previsionales.

Al respecto, nuestra visión es que es difícil extrapolar estos factores a los próximos meses. Por un lado, parte de la sorpresa del IPC habría sido puntual, a lo que se suma que vienen factores estacionales a la baja. Por otro lado, la economía sigue operando con amplias brechas de capacidad, y tercero, creemos que hay una sobreponderación del mercado del efecto que hubo en el IPC debido al primer retiro de los fondos previsionales, que además creemos que sería menor en el caso de un segundo retiro debido a la menor propensión al consumo del potencial grupo de personas que lo efectuarían.

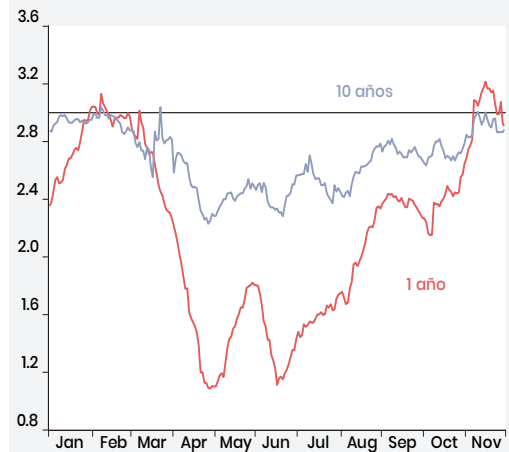
En definitiva, si bien no podemos descartar nuevas sorpresas al alza en el IPC, de materializarse serían de corto plazo y vemos poco espacio a que la inflación se ubique por sobre 4% en los próximos trimestres. De hecho, las expectativas de inflación en torno a 3% a distintos plazos nos parecen en torno a su valor justo. **Dado lo anterior, ratificamos la recomendación de no tener sesgo de monedas (UF/pesos).**



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: Mejores perspectivas para las bolsas, pero sin sesgos entre regiones

Nuestro escenario base para 2021 es optimista, de la mano de un dólar global más débil, gracias a menor incertidumbre y reflación global. Aunque esto típicamente ha sido favorable a bolsas emergentes, mantenemos por ahora posiciones neutrales entre regiones, ya que tomando en cuenta la volatilidad de estas, los retornos esperados no son tan distintos.

Otra forma de pensarlo, es que las historias locales han sido relevantes y seguirán siéndolo. Si el fin (o pausa) en el excepcionalismo estadounidense de la última década se consolida, podríamos ver un mejor desempeño del resto del mundo; pero por ahora creemos que falta para tener señales claras respecto a esto, especialmente por la ausencia de un líder en el ciclo global, dado que no esperamos que China acelere sustancialmente su tasa de crecimiento.

Creemos que no todo el escenario de mayor crecimiento está incorporado en los precios, lo que da espacio para ganancias adicionales. Por otro lado, el camino puede tener altos y bajos, especialmente mientras no haya una vacuna aprobada y en fabricación.

Renta Variable Local: Se confirma panorama externo favorable y positiva respuesta de compañías locales

Los resultados de las principales compañías locales sorprendieron al alza en el tercer trimestre. Nuestra estimación de variación anual del EBITDA apuntaba a una caída cercana a 6%, mientras los resultados efectivos anotaron un incremento en torno a 1%. Algo similar en el cuarto trimestre podría llevar a una recuperación de resultados cercana al 10% para 2021. Con estos elementos, el target de IPSA de mediano plazo se mantiene en 4.200-4.300 puntos, pero gana probabilidad un panorama de un mayor retorno, aunque este aún requiere de gatillantes relevantes a mediano plazo.

Los ajustes propuestos consideran el mejor entorno externo, una recuperación de la actividad local sobre lo esperado, el apoyo de distintas medidas hacia hogares y compañías en general y un proceso político de relativo orden a nivel local.

En el sector *commodities* recomendamos aumentar la ponderación de CAP, para reforzar la apuesta a la recuperación externa, y la incorporación de Entel y Cencoshopp, de manera de exponerse al ciclo interno, saliendo a cambio SMU. Recomendamos reducir la exposición al sector *utilities*, a través de menor exposición a Enelam y la salida de Colbún de las carteras. En el caso de la Cartera Táctica, se reemplaza Enelam por CAP.

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$ (variación %)

Al 26 de noviembre de 2020	2020	1m	3m	6m	12m	24m
Total Mundo	9.9	8.7	6.5	22.0	13.0	29.1
Países Desarrollados	9.8	8.8	6.0	20.6	12.5	29.5
Estados Unidos	14.8	7.4	4.9	21.6	17.4	38.5
Eurozona	1.5	14.3	8.2	22.6	4.3	16.3
Reino Unido	-16.5	13.7	7.4	9.7	-12.9	-7.8
Japón	9.3	11.1	13.1	17.5	10.4	20.8
Asia ex Japón*	0.1	12.7	9.8	23.8	1.7	11.3
Países Emergentes	10.3	8.4	10.1	32.9	16.8	25.4
Asia Emergente	20.3	7.3	10.1	37.0	26.4	37.6
China	26.7	3.7	6.4	36.0	34.9	46.8
Taiwán	9.8	8.8	6.0	20.6	12.5	29.5
Corea	-7.9	16.4	23.6	28.0	-3.6	8.1
América Latina	-23.1	16.4	15.9	25.4	-14.8	-11.5
Brasil	-28.4	17.4	14.8	25.6	-19.1	-12.9
México	-7.9	16.4	23.6	28.0	-3.6	8.1
Chile (MSCI)	-16.0	11.6	9.4	20.3	-7.2	-34.3
Chile (SP IPSA US\$)	-13.6	11.9	8.3	18.5	-4.4	-29.4
M.Oriente/Africa/Europa	-13.4	11.0	6.3	13.7	-7.9	-4.9

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

CARTERA ACCIONARIA TÁCTICA

ANDINA-B	CMPC
BSANTANDER	COPEC
CONCHATORO	CAP



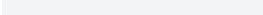
*Esta cartera asigna la misma ponderación a cada acción.

CARTERA ACCIONARIA FUNDAMENTAL

ENELAM	14%	ANDINA-B	7%
BSANTANDER	14%	FALABELLA	7%
COPEC	11%	CONCHATORO	5%
SQM-B	10%	CAP	5%
CMPC	10%	CENCOSHOPP	3%
CHILE	9%	ENTEL	3%

Visión Activos Estudios Security Diciembre 2020

	Benchmark	Cartera Diciembre	Cartera anterior
Renta Variable	40%	10	0
Renta Fija	60%	-10	0
Renta Variable Extranjera	80%	0	0
Desarrollados	48%	0	0
EE.UU.	28%	0	0
Europa	12%	0	0
Japón	8%	0	0
Emergentes	32%	0	0
Asia Emergente	21%	0	0
Latinoamérica	6%	0	0
EEMEA	5%	0	0
Renta Variable Nacional	20%	0	0
Renta Fija Nacional	65%	0	-5
Caja	5%	0	-5
0 a 1 año CLP	2.5%	0	-2.5
0 a 1 año UF	2.5%	0	-2.5
Gobierno Nominal	7.5%	0	0
1 a 3 años	5%	0	0
Más de 3 años	2.5%	0	0
Gobierno UF	7.5%	0	0
1 a 3 años	5%	0	0
Más de 3 años	2.5%	0	0
Corporativos	45%	0	0
Renta Fija Extranjera	35%	0	5.0
Desarrollados	20%	-2.5	2.5
Money Market	2.5%	-2.5	2.5
Investment Grade	10.0%	0	0
High Yield	10.0%	0	0
Emergente	15%	2.5	2.5
Corporativos USD	10.0%	5	5.0
Soberanos moneda local	2.5%	-2.5	-2.5

	Sobreponderar
	Subponderar
	Posición neutral