



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Enero 2021

Dólar global seguiría debilitándose durante 2021

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

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

Resumen

•Nuestro escenario pase incorpora un retorno del crecimiento global y menor incertidumbre. Mantenemos nuestra recomendación de sobreponderar la renta variable dentro de un portafolio diversificado.

•Esperamos un debilitamiento adicional del dólar global, que beneficiaría a monedas que quedaron rezagadas en la primera parte de la depreciación. El impulso externo sería favorable para las monedas en Latinoamérica, aunque los países deberán convivir con los riesgos internos. Esto es cierto también para el tipo de cambio local, donde recomendamos cautela.

•En la renta fija internacional, mantenemos la preferencia por instrumentos corporativos de empresas latinoamericanas, más atractivos que la renta fija estadounidense y como forma de exponerse al riesgo en la región

•En la renta variable internacional, mantenemos la recomendación de no tomar sesgos dentro de la renta variable, a la espera de consolidación de algunos elementos de nuestro escenario base.

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

•En la renta variable local, recomendamos girar la exposición relativa de las carteras desde materias primas hacia un mayor peso del sector *Retail*.

Visiones por Clases de Activo – Enero 2021

	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.

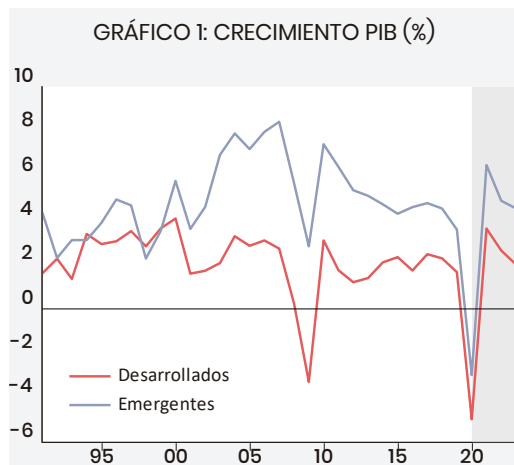
El cierre de 2020 confirmó un buen año para las bolsas globales en el agregado, aunque con gran heterogeneidad. Esta se debe, en parte, al grado de contención de la pandemia (por ejemplo China versus otros emergentes), a la exposición a sectores “ganadores” (EE.UU. versus la Eurozona) y a riesgos locales (Asia y Europa continental versus Latinoamérica y Reino Unido, respectivamente).

Sin embargo, estas diferencias esconden lo ocurrido en el último trimestre del año, donde las regiones más rezagadas se pusieron al día; Latinoamérica rentó 34% (en dólares), casi tres veces el desempeño de EE.UU. (12%). Detrás de esto creemos que están las buenas noticias del desarrollo y comienzo de la implementación de las campañas de vacunación, la resolución de eventos de riesgo como la elección estadounidense y un escenario de pandemia que, con lo trágico que ha sido en términos de contagios y muertes, ha resultado menos catastrófico durante la segunda mitad del año, lo que a su vez explica que las expectativas de crecimiento de 2020 hayan terminado ajustándose al alza, aunque todavía dejando caídas históricas en buena parte del mundo (gráfico 1).

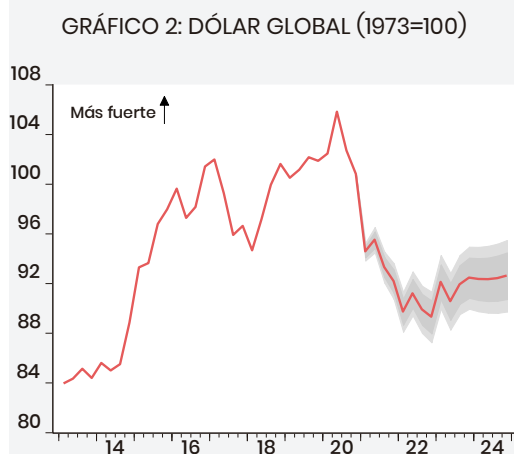
Habiendo terminado (finalmente) 2020, **este año trae grandes desafíos, los que también se dan en un ambiente de optimismo. Nuestro escenario base incorpora un retorno del crecimiento global,** gracias en parte a una campaña de vacunación global efectiva (*Portafolios Security diciembre 2020*). **El principal barómetro que reflejaría el éxito de esto sería el dólar global que,** habiéndose depreciado 2,6% durante el año pasado (-10,5% desde el *peak* en marzo), **esperamos continúe cayendo en 2021** (gráfico 2), dejándolo en un nivel similar al de 2014-15.

Mantenemos nuestra recomendación de sobreponderar la renta variable dentro de un portafolio diversificado. También seguimos sin sesgos entre regiones dentro de las bolsas globales debido a que, aunque nuestro escenario es consistente con un mejor desempeño de activos emergentes (gráfico 3) **preferimos, como medida de manejo de riesgos, esperar a que nuestro escenario se consolide,** con el riesgo de perder alzas adicionales, antes de rotar las carteras hacia zonas tradicionalmente más riesgosas, como Latinoamérica.

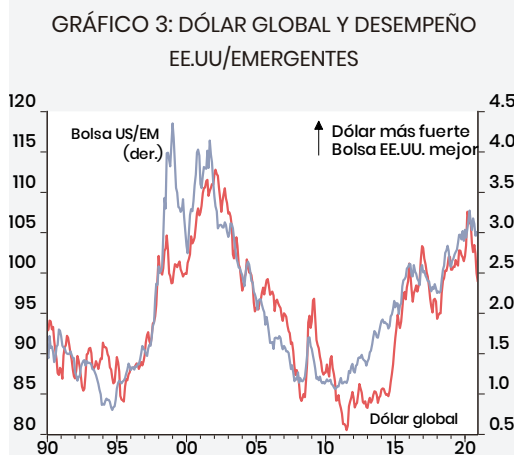
Detrás de esto es que **nuestro escenario base no está exento de riesgos. Uno de corto plazo tienen que ver con el punto de partida en materia de posicionamiento, con gran parte del mercado optimista respecto al desempeño de los activos de riesgo** (gráfico 4). **Una segunda fuente de preocupación tiene que ver con la evolución de la campaña de vacunación,** que ha ido más lento de lo esperado en EE.UU. y es probable que sufra retrasos en otros países también.



Fuente: Estudios Security.



Fuente: Fed y Estudios Security.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Un tercer factor que puede llegar a preocupar durante el año tiene que ver con el impulso de política monetaria y fiscal en las principales economías. Aunque los principales bancos centrales de países desarrollados mantendrían una posición muy expansiva, sin subir tasas y manteniendo hojas de balance creciendo, la parte fiscal es un riesgo mayor. El último paquete fiscal aprobado en EE.UU. es un ejemplo de cómo montos relativamente grandes (el segundo más grande de la historia) pueden representar solo un impulso transitorio (gráfico 5).

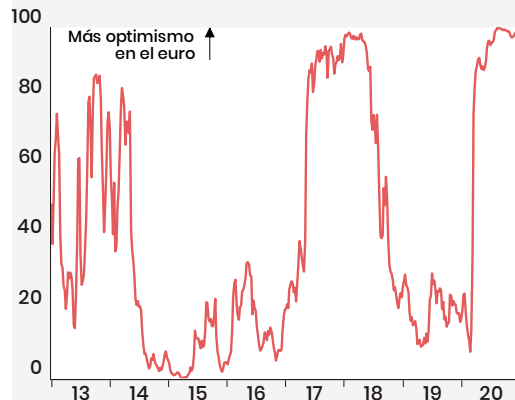
Donde vemos mayor espacio para una posición más restrictiva es en China. Las autoridades han mencionado que esperan que el crecimiento del crédito se alinee con el del PIB nominal, lo que implica una desaceleración desde los niveles actuales de 12%-13% del último trimestre hacia 10%. El potencial problema tiene que ver más con la velocidad con que ocurra. Si es un ajuste muy rápido y/o brusco, podría llevar a un apretón de condiciones financieras globales, que podría estar asociado con algún retroceso en monedas emergentes y precios de materias primas (gráfico 6).

No esperamos que estos factores cambien lo que sería un buen año para los activos de riesgo. Sin embargo, podríamos ver retrocesos en algunas partes del año. En Latinoamérica, seguimos prefiriendo la exposición al riesgo a través de la renta fija corporativa. Esto porque, además del escenario externo, la región enfrentará sus propios desafíos, desde calendarios políticos intensos (particularmente en Chile, en menor medida en México y Perú), hasta preocupaciones por la trayectoria fiscal en prácticamente todo el continente.

Para Chile, seguimos esperando un proceso político ordenado, por lo que mantenemos la exposición a los activos locales en terreno neutral. Para el tipo de cambio, el valor actual estimamos que está alineado con lo que ocurre con variables externas, pero no incorpora la prima por riesgo que creemos debiera tener, dada la incertidumbre y el deterioro de métricas fiscales. Nuestro escenario base incluye una moderación en el precio del cobre durante el año (promedio USD3,4 dólares por libra), lo que podría llevar el tipo de cambio al alza; sin embargo, en un contexto de un dólar global débil, recomendamos cautela, no necesariamente ir en contra de la corriente actual.

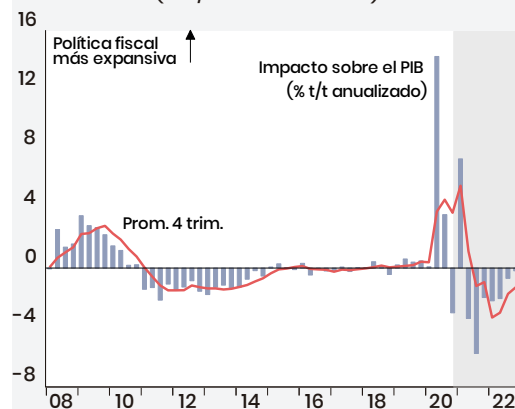
En la renta fija el escenario inflacionario seguiría contenido y no tenemos grandes diferencias con lo incorporado en los precios de mercado. Por otro lado, los spreads corporativos tienen poco espacio para caídas adicionales, salvo en papeles de menor clasificación, y mantenemos la posición neutral. Finalmente, en la bolsa local, recomendamos dar más peso al sector retail y menos a las materias primas, principalmente como toma de utilidad tras el muy buen desempeño en algunas acciones particulares (Carteras Accionarias Security enero 2021).

GRÁFICO 4: POSICIONAMIENTO OPCIONES Y FUTUROS EURO



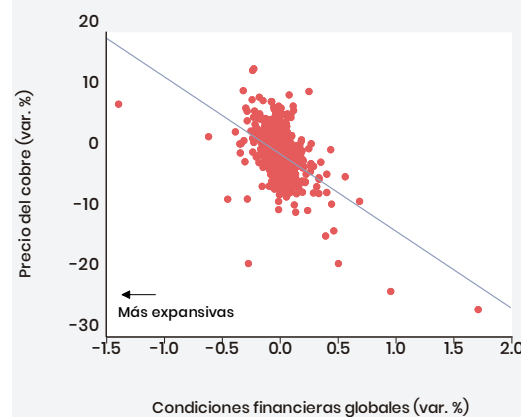
Fuente: CFTC y Estudios Security. Nota: Percentil desde 2000 de posicionamiento neto del euro respecto al dólar.

GRÁFICO 5: MEDIDA DE IMPACTO FISCAL (% T/T ANUALIZADO)



Fuente: Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy y Estudios Security.

GRÁFICO 6: CONDICIONES FINANCIERAS GLOBALES Y PRECIO MATERIAS PRIMAS



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

PORTAFOLIOS SECURITY

Escenario local: Impulso externo sustentaría la recuperación

El cierre de 2020 mostró que la economía tuvo muchas dificultades para continuar con su recuperación. Y si bien el Imacec tuvo en noviembre su primer aumento interanual desde el inicio de la pandemia, parte de ese incremento tiene que ver con una baja base de comparación debido al estallido social de fines de 2019. La fuerte recuperación de la actividad económica en diciembre de 2019 constituye una dificultad adicional para que la economía vuelva a tener variaciones interanuales positivas en el corto plazo.

Pero en estos períodos de extrema volatilidad en las cifras (primero por el estallido social y luego por la pandemia) las comparaciones interanuales se vuelven menos relevantes para monitorear la evolución de la actividad económica y, a nuestro juicio, los índices desestacionalizados reflejan de mejor manera el desempeño de la economía. El Imacec desestacionalizado volvió a subir en el mes en noviembre (esta vez 1,1%) ratificando que la caída de octubre fue una pausa en la recuperación.

Hacia adelante, la economía continuaría con su recuperación, apoyada en el impulso externo, que ha seguido mejorando, junto con la elevada expansividad de la política monetaria.

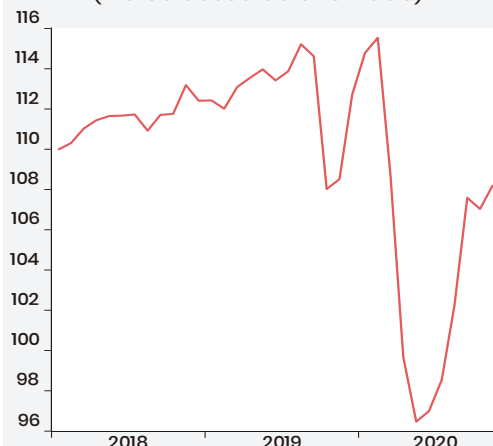
Monedas: Dólar global más débil benefició principalmente a los desarrollados en 2020

El dólar cerró 2020 cayendo a nivel global. Desde su nivel más alto del año en marzo, se depreció sobre 10% en términos ponderados. Sin embargo, esto esconde alta heterogeneidad, con las monedas desarrolladas liderando las ganancias, lo que está en línea con otros episodios de debilitamiento del dólar.

En el otro extremo están monedas de países emergentes típicamente considerados como frágiles. Argentina, Brasil, Rusia y Turquía perdieron 20% o más durante el año. China, por su parte, históricamente ha sido una moneda más estable (en buena parte por la intención de la autoridades de que así fuera), pero en los últimos años fue fuertemente castigada por la guerra comercial. Durante el año pasado también estuvo entre las que se fortaleció más.

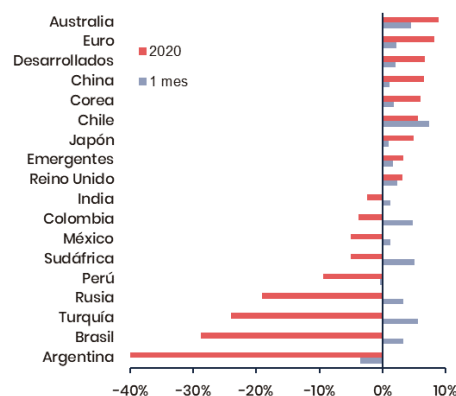
En nuestro escenario base, 2021 sería un año de debilitamiento adicional para el dólar global, que al consolidarse beneficiaría también a monedas rezagadas en la primera parte de la etapa de depreciación. Esto nos lleva a pensar que el impulso externo seguiría siendo favorable para las monedas en Latinoamérica, aunque los países deberán convivir también con los riesgos internos. Esto es cierto también para el tipo de cambio local, donde vemos el riesgo de algún alza en el corto plazo.

CHILE: IMACEC
(Índice desestacionalizado)



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: Spreads cerraron el año en torno a sus niveles pre pandemia

Los *spreads* corporativos cerraron 2020 en niveles cercanos a los del año previo. En EE.UU. y la Eurozona, estuvieron apoyados por las inyecciones de liquidez por parte sus bancos centrales, lo que los llevó a normalizarse rápidamente, mayormente durante el segundo y tercer trimestres. A esto también ayudó la respuesta de las autoridades y la reapertura ayudaron a que las tasas de defaults fueran más bajas de lo que se pensó originalmente.

En mercados emergentes y en Latinoamérica en particular, la recuperación demoró más. Aunque las empresas con emisiones en dólares son en promedio mejores que el segmento *High Yield* (un sustituto cercano para inversionistas globales) el menor apoyo fiscal directo contribuyó a que solo al cierre del año y en medio del mayor apetito por riesgo se pusieran al día.

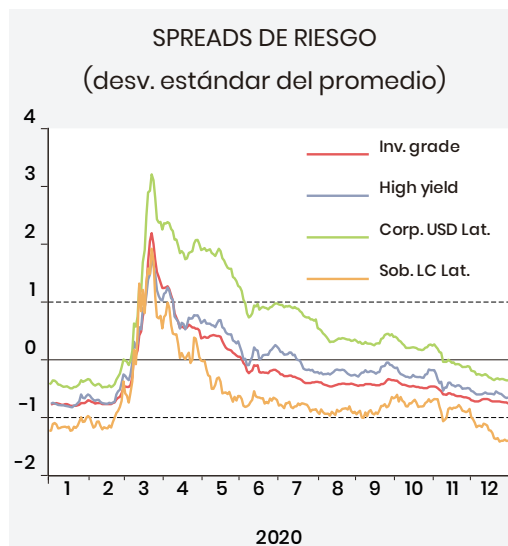
Esperamos que 2021 sea positivo para la clase de activo, aunque los retornos serían menores a los de la renta variable. Mantenemos la preferencia por los instrumentos corporativos de empresas latinoamericanas, más atractivos que la renta fija estadounidense y como forma de exponerse al riesgo en la región.

Renta Fija Local: Baja probabilidad de un aumento significativo de la inflación

Las expectativas de inflación han seguido mostrando una leve tendencia al alza, especialmente las de corto plazo. Ello respondería al aumento que están presentado algunos precios volátiles como alimentos y combustibles.

La pregunta que surge a continuación es ¿qué tan probable es que se dé un aumento significativo de la inflación en los próximos trimestres? A nuestro juicio dicha probabilidad es bastante baja. Primero, porque la economía sigue operando con amplias holguras productivas, más aún cuando la recuperación económica está siendo algo más lenta de lo previsto. Pero hay un segundo factor muy relevante que es la apreciación cambiaria de los últimos meses. La caída del tipo de cambio tiende a compensar el alza de los precios externos, aunque también tiene efectos de segunda vuelta sobre el IPC (traspaso cambiario) que se va reflejado con el correr de los trimestres. El hecho de que las compensaciones inflacionarias de más largo plazo se mantengan algo bajo 3%, refleja que dicha visión es compartida por el mercado.

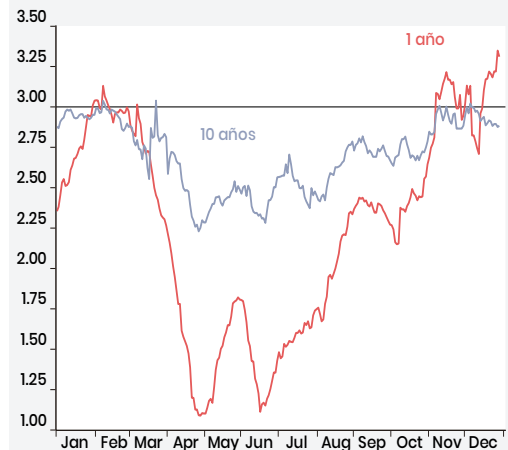
En definitiva, las expectativas de inflación en torno a 3% a distintos plazos nos parecen en torno a su valor justo. Dado lo anterior, ratificamos la recomendación de no tener sesgo de monedas (UF/pesos).



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: Mantenemos recomendación de posicionamiento sin sesgos

El año pasado cerró con alzas en promedio, pero con gran heterogeneidad entre regiones. Latinoamérica, en particular, quedó muy rezagada de Asia emergentes y de los desarrollados, lo que se explica por peores perspectivas en materia de control del coronavirus, a las que se suman riesgos locales, especialmente en materia fiscal en Brasil.

En nuestro escenario base, esperamos que 2021 se mejor para la Latinoamérica. Un dólar débil sería reflejo de mayor apetito por riesgo, lo que debiera ayudar a que los flujos globales vuelvan a regiones rezagadas, a mantener precios de materias primas en niveles altos.

Por ahora mantenemos la recomendación de no tomar sesgos dentro de la renta variable, a la espera de consolidación de procesos de reapertura más duraderos. De validarse nuestra expectativa, podríamos avanzar en la rotación hacia regiones típicamente más riesgosas, pero por ahora mantenemos la cautela y preferimos un posicionamiento más balanceado.

Renta Variable Local: Aumentamos ponderación de sector retail tras alza en materias primas

Nuestro escenario de corto plazo continúa con un nivel objetivo en torno a 4.300 puntos para el IPSA, consistente con expectativas de un ROE promedio volviendo a 7%, mientras que eventuales sorpresas positivas en los resultados del cuarto trimestre del año, en especial en los sectores ligados al *retail*, podrían apoyar expectativas hacia rangos más cercanos a 4.700 puntos.

Es en este escenario recomendamos girar la exposición relativa de las carteras desde materias primas hacia un mayor peso del sector *Retail*, aunque se mantiene subponderado. Se incrementan los pesos en Falabella y Cencoshopp. Si bien continuamos muy positivos en materias primas, decidimos excluir CAP de las carteras.

SQM-B se mantiene subponderado considerando la valorización respecto del precio objetivo, mientras mantenemos la sobreponderación en celulosa, en línea con un escenario en que se va validando la recuperación del precio del *commodity* respecto de niveles mínimos alcanzados en los trimestres previos. Los otros cambios consideran reducir la exposición a ENELAM a una ponderación neutral respecto del IPSA, e incluir Colbún para compensar el peso en el sector *Utilities*.

DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$ (variación %)

Al 31 de diciembre de 2020	2020	1m	3m	6m	12m	24m
Total Mundo	14.3	3.4	13.8	21.4	14.3	41.8
Países Desarrollados	14.1	3.1	13.0	20.8	14.1	42.8
Estados Unidos	19.2	2.9	11.9	21.8	19.2	53.9
Eurozona	6.5	3.2	17.5	20.1	6.6	27.7
Reino Unido	-13.9	2.2	15.6	11.9	-13.9	-0.8
Japón	12.4	3.3	15.1	22.7	12.4	32.1
Asia ex Japón*	3.3	4.3	18.6	17.8	3.3	17.3
Países Emergentes	15.8	5.5	19.0	26.2	15.8	33.7
Asia Emergente	26.0	5.5	18.2	28.1	26.0	46.9
China	26.6	1.4	10.6	19.3	26.7	53.3
Taiwán	14.1	3.1	13.0	20.8	14.1	42.8
Corea	-2.4	5.0	34.5	33.1	-2.4	5.5
América Latina	-18.0	7.2	34.0	26.4	-18.0	-4.4
Brasil	-20.7	8.3	35.8	25.9	-20.7	-3.2
México	-2.4	5.0	34.5	33.1	-2.4	5.5
Chile (MSCI)	-8.0	9.0	28.4	13.7	-8.0	-25.1
Chile (SP IPSA US\$)	-5.2	8.8	27.5	12.9	-5.2	-20.0
M.Oriente/Africa/Europa	-9.8	4.6	15.4	13.9	-9.7	0.3

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

CARTERA ACCIONARIA TÁCTICA

ANDINA-B	CMPC
BSANTANDER	COPEC
CONCHATORO	CENCOSHOPP



*Esta cartera asigna la misma ponderación a cada acción.

CARTERA ACCIONARIA FUNDAMENTAL

BSANTANDER	14%	FALABELLA	9%
COPEC	11%	ANDINA-B	7%
ENELAM	10%	CENCOSHOPP	6%
SQM-B	10%	COLBÚN	5%
CMPC	10%	CONCHATORO	5%
CHILE	9%	ENTEL	4%

Visión Activos Estudios Security Enero 2021

	Benchmark	Cartera Enero	Cartera anterior
Renta Variable	40%	10	10
Renta Fija	60%	-10	-10
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	0
Caja	5%	0	0
0 a 1 año CLP	2.5%	0	0
0 a 1 año UF	2.5%	0	0
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	0
Desarrollados	20%	-5	-2.5
Money Market	2.5%	-2.5	-2.5
Investment Grade	10.0%	-2.5	0
High Yield	10.0%	0	0
Emergente	15%	5	5
Corporativos USD	10.0%	5	5
Soberanos moneda local	2.5%	0	-2.5

	Sobreponderar
	Subponderar
	Posición neutral