

Tendencias en un año de recuperación apuntan a diversificar portafolios y no necesariamente perseguir activos más riesgosos

- **Nuestro escenario global para 2021 es optimista, gracias a una reapertura más sostenida de la economía. Esto, junto a menor incertidumbre debieran llevar a una mayor tasa libre de riesgo.**
- **Menor incertidumbre, mayor crecimiento y un rebalanceo de este desde EE.UU. hacia el resto del mundo apoyarían un dólar global más débil y menores premios por riesgo.**
- **Nuestro escenario de recuperación global es consistente tanto con reflación con un dólar más débil. Vemos más espacio para episodios de este último, debido a dónde vemos las valuaciones de ambas variables y el balance de riesgos respecto a factores que podrían interrumpir los ciclos. Sin embargo, un debilitamiento más profundo del dólar necesita un balance más preciso entre EE.UU. y el resto del mundo, por lo que lo vemos más “frágil”.**
- **La evidencia de otros episodios apunta a que los grandes temas que esperamos, dólar débil y reflación, apuntan a mantener portafolios diversificados. Al ajustar los retornos por riesgo, los emergentes no aparecen tan atractivos en la renta variable y la renta fija podría no “estar muerta”, especialmente si nuestro escenario de dólar débil se materializa.**

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

Sebastián Montero A.
Analista de Macroeconomía
sebastian.montero@security.cl

Nuestro escenario global para 2021 es optimista (*Portafolios Security diciembre 2020*), gracias en buena parte a la campaña de vacunación global, que permitiría una reapertura de la economía más sostenida y duradera. Esto **contribuiría a una baja en la incertidumbre global**, que sería además **apoyada por la relación menos confrontacional que esperamos entre EE.UU. y el resto del mundo** (*Correo Security 5 de octubre*).

La expectativa de mayor crecimiento e inflación (o reflación) y menor incertidumbre **debieran llevar**, a su vez, **a una mayor tasa libre de riesgo**. Si bien en febrero el alza de las tasas de largo plazo vino por mayores tasas reales (que reflejan la expectativa de políticas más restrictivas, *Portafolios Security marzo 2021*), esperamos que sean las compensaciones inflacionarias las que guíen las alzas graduales que esperamos hacia adelante (gráfico 1), de la mano de una economía que vuelve a crecer.

Menor incertidumbre, mayor crecimiento global y un rebalanceo de este desde EE.UU. (que ha dominado en términos relativos en los últimos años, gráfico 2) **hacia el resto del mundo apoyarían un dólar global más débil**. El escenario también llevaría a una caída en el premio por riesgo en algunos activos, que se ha mantenido alto por los últimos años (gráfico 3).

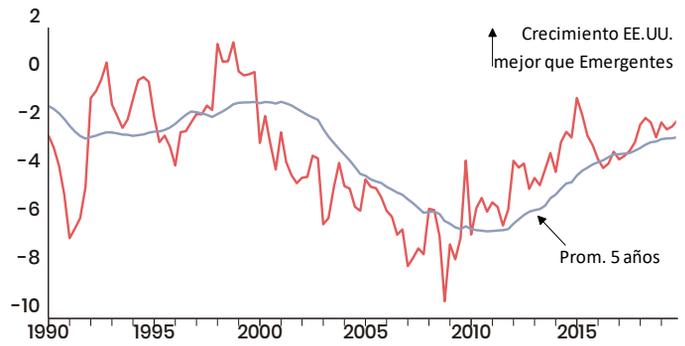
Así, dos variables que será importante monitorear para validar nuestro escenario son precisamente el **dólar global y las expectativas de inflación**. Ambos **se condicen con optimismo en los mercados y están relacionados positivamente con el desempeño de las bolsas globales**. Sin embargo, a pesar de algunas causas comunes, algunas de sus implicancias son distintas.

GRÁFICO 1: DESCOMPOSICIÓN TASA 10 AÑOS EE.UU. (%)



Fuente: FMI, FRED y Estudios Security.

GRÁFICO 2: DIFERENCIAL CREC. EE.UU. Y EMERGENTES

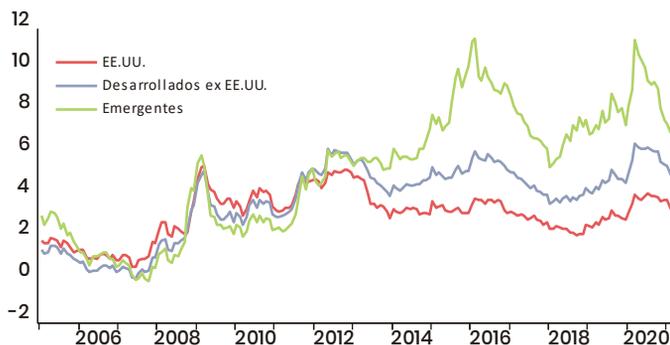


Dentro de las semejanzas, **ambos tienden a ser inflacionarios para EE.UU., aunque el rol de las expectativas de inflación es mayor**, especialmente en el contexto de una curva de Phillips plana (que reduce el impacto sobre precios de shocks nominales, como política monetaria y fiscal). Una moneda más débil está asociada con precios de importaciones mayores, aunque el impacto es acotado debido a que el comercio global, para EE.UU. en particular, está mayormente denominado en dólares, lo que reduce el efecto de variaciones en la moneda.

Un área donde hay diferencias es en términos de la respuesta de política monetaria, donde cambios en expectativas de inflación son precisamente lo que la Fed busca, mientras que los movimientos del dólar no son tan relevantes en sí mismos, sino que se dan como consecuencia de lo que haga la autoridad monetaria.

Durante los últimos 20 años se han dado varios episodios de reflación y dólar débil que tienen sobreposición, pero no necesariamente ocurren simultáneamente. Entre los que identificamos, en promedio muestran un alza de 80-90 puntos base (pb) en la compensación inflacionaria a 10 años para EE.UU. y una depreciación de 10% en el tipo de cambio real multilateral estadounidense (lo que denominamos dólar global). Duran en promedio 180 y 200 días (laborales), respectivamente, menos de un año. La tabla 1 los describe con algo más de detalle. El último episodio de ambos ocurrió el año pasado, terminando ambos durante enero 2021.

GRÁFICO 3: PREMIO POR RIESGO BOLSAS GLOBALES (%)*



Fuente: Bloomberg, FRED y Estudios Security.

TABLA 1: EPISODIOS DÓLAR DÉBIL Y REFLACIÓN

Dólar global			Reflación		
Comienzo	Duración (días)	Var. (%)	Comienzo	Duración (días)	Var. (pb)
27-02-2002	100	-6	03-07-2003	230	118
18-10-2002	154	-9	21-09-2004	131	51
26-08-2003	99	-8	28-12-2005	89	44
13-05-2004	147	-8	29-08-2007	217	33
14-11-2005	633	-18	30-12-2008	348	236
02-03-2009	199	-13	24-08-2010	164	115
07-06-2010	297	-13	22-09-2011	128	71
01-06-2012	143	-5	01-06-2012	176	53
20-01-2016	74	-7	13-01-2015	116	38
11-01-2017	277	-12	02-08-2016	142	62
23-03-2020	208	-11	20-06-2017	232	52
			19-03-2020	224	158
Promedio	212	-10		183	86

* Calculado como la diferencia entre el *earnings yield* usando la razón precio-utilidad, con el promedio de diez años de estas ajustadas por inflación (similar al CAPE de Shiller), menos la tasa real de diez años de EE.UU.

El gráfico 4 muestra el promedio del retorno, ajustado por riesgo,* para los índices de distintas regiones en cada uno de los dos tipos de episodios. Dos cosas son interesantes. Primero, **con la excepción de EE.UU., en general el retorno ajustado por riesgo es mayor en episodios de dólar débil.** Segundo, y quizá más importante, **al ajustar por riesgo, las bolsas desarrolladas (ex EE.UU.) han tenido mejor desempeño ajustado por riesgo, mientras que EE.UU. y Asia emergente lo han hecho relativamente peor.** Latinoamérica está entremedio, similar al índice agregado de emergentes.

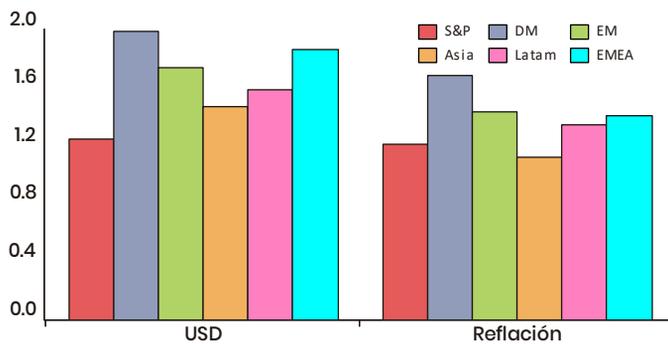
Nuestro escenario de recuperación global es consistente tanto con reflación con un dólar más débil. Sin embargo, vemos más espacio para episodios de este último, por dos razones. Primero, las compensaciones se han recuperado y no están lejos de su promedio de la última década (2,2% actual, versus 2% entre 2010 y 2019), mientras el dólar global todavía está caro respecto a modelos fundamentales (gráfico 5).

Segundo, EE.UU. va más adelante en la recuperación que sus principales contrapartes desarrolladas, lo que creemos que explica parte de la pausa en el dólar durante 2021, pero al mismo tiempo da mayor espacio en el resto del mundo para recuperarse, lo que debiera ayudar a un debilitamiento de este. Por otro lado, desde el nivel actual, esperamos que las compensaciones vayan algo más arriba (nuestros modelos apuntan a 2,3%-2,4% al cierre de 2021). Sin embargo, para que eso ocurra, el alza deberá darse en el segmento de 5 a 10 años, porque los primeros cinco han mostrado un aumento relevante en el último tiempo (gráfico 6).

Aunque más probable, **también creemos que los episodios de dólar débil pueden ser más “frágiles”,** en el sentido que se necesita un balance más preciso para que se den. Esto porque cuando el panorama global se ve oscuro (como hace un año) el dólar actúa como refugio, apreciándose. Por otro lado, si EE.UU. se adelanta al resto (como 2021, o el periodo post-crisis de la Eurozona), el dólar también se tiende a fortalecer. Por lo tanto, se necesita que EE.UU. no esté ni muy bien, ni muy mal (como ricitos de oro).

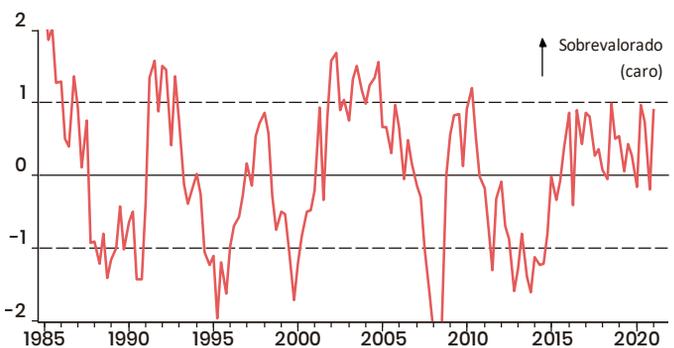
Durante el ciclo de debilitamiento del dólar previo, entre 2002 y 2007, quien cumplió el rol de contrapesar a EE.UU. fue China. Creemos que en los próximos años la recuperación del mundo emergente sin este, junto a una menor percepción de riesgo ayudarían a debilitar el dólar, pero no esperamos que Europa, ni India, ni Brasil cumplan el rol chino de la década pasada.

GRÁFICO 4: RETORNO AJUSTADO POR RIESGO RENTA VARIABLE EN EVENTOS DE REFLACIÓN Y DÓLAR DÉBIL



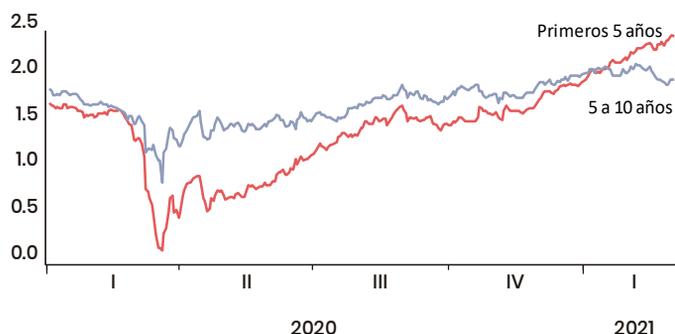
Fuente: Bloomberg, Fed y Estudios Security.

GRÁFICO 5: DESVÍO DÓLAR GLOBAL DE VALOR JUSTO (DESVIACIONES ESTÁNDAR)



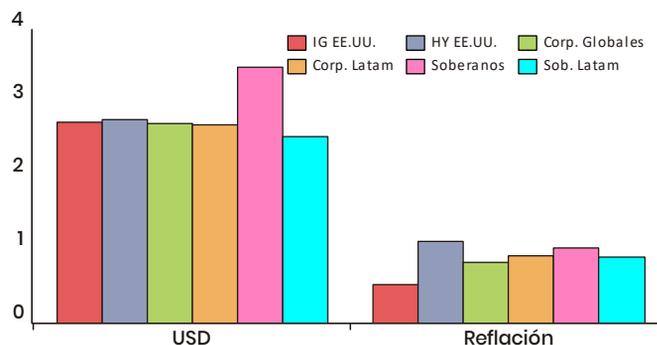
* Cada episodio está ajustado para una magnitud y duración (en días) equivalente al promedio. Para el cálculo usamos la volatilidad mensual anualizada de los retornos de cada índice desde 1990 (1997 para EMEA) hasta el comienzo de cada uno de los episodios.

GRÁFICO 6: COMPENSACIÓN INFLACIONARIA PRIMEROS 5 AÑOS Y DEL 5 AL 10 (%)



Fuente: Bloomberg, FRED y Estudios Security.

GRÁFICO 7: RETORNO AJUSTADO POR RIESGO RENTA VARIABLE EN EVENTOS DE REFLACIÓN Y DÓLAR DÉBIL



¿Dónde nos deja esto?

En la renta variable, ambos episodios tienden a favorecer relativamente más a los desarrollados ex EE.UU. (gráfico 4), mientras este y Asia emergente lo hacen algo peor, aunque el retorno ajustado por riesgo sigue siendo mayor a 1. Quizá la principal conclusión de esto es que, **a pesar que el retorno absoluto haya sido mayor en promedio para regiones como Latinoamérica, al planificar el posicionamiento se deben tomar en cuenta también los riesgos**, reflejados (aunque imperfectamente) en la volatilidad histórica.

Donde pueden haber más diferencias es en la renta fija. En particular, **episodios de reflación afectan directamente las tasas base. Un dólar más débil**, por otro lado, en sí mismo no lleva las tasas al alza y **puede ayudar a comprimir los *spreads* de riesgo** (a través de mayor apetito por este).

Consistente con esto, el retorno ajustado por riesgo a través de distintos índices de bonos corporativos muestra que durante episodios de reflación son menores a 1, pero en episodios de debilitamiento del dólar, se vuelven una alternativa atractiva, incluso más que la renta variable (gráfico 7). Si bien en algunos segmentos, como el *investment grade* estadounidense, los niveles de *spread* actuales dan poco margen para compresiones, los corporativos en emergentes, particularmente en Latinoamérica, todavía tienen espacio para bajar algo más.

En resumen, **la evidencia de episodios pasados apunta a que los grandes temas que esperamos para 2021, dólar débil y reflación, dan para pensar en seguir manteniendo portafolios diversificados. Al ajustar los retornos por riesgo (como debiera planificarse ex ante), los emergentes no aparecen tan atractivos en la renta variable y la renta fija podría no “estar muerta”, especialmente si nuestro escenario de dólar débil se materializa.**