

Pocos factores explican la mayor parte del desempeño de las bolsas, crecimiento guiaría mejores retornos

- Tanto condiciones financieras globales como locales pueden tener un impacto relevante sobre el desempeño de los activo alrededor del mundo. Para intentar diferenciar ambos componentes, desarrollamos una metodología para estimar los principales factores globales.
- Los cuatro primeros factores explican en promedio el 85% de los retornos semanales para distintas regiones. Además, estos se relacionan de cerca con variables como crecimiento y política monetaria global.
- Con esto, es posible descomponer el desempeño de un activo, mientras que la relación entre factores y variables maro permite extrapolar qué factores dominarían hacia adelante. La ganancia en el año del MSCI global se explica principalmente por las mejoras en las perspectivas de crecimiento.
- Hacia adelante, esperamos que estas sigan siendo la principal fuerza detrás del desempeño de la renta variable global. También anticipamos tasas gradualmente más altas, por lo que lo que los factores asociados a estas no restarían demasiado al desempeño. La renta variable global continuaría teniendo un buen desempeño absoluto y en relación a la renta fija.

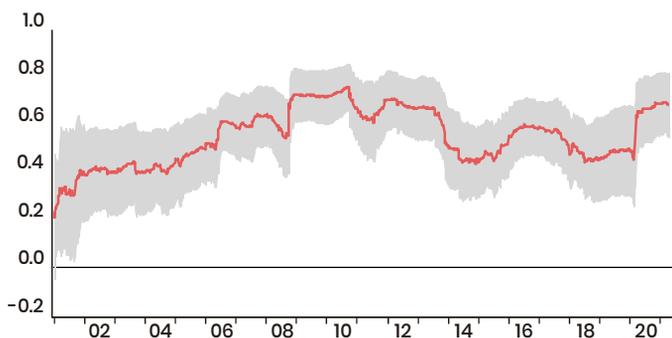
Jorge Cariola G.
Subgerente de Estrategia Global
jorge.cariola@security.cl

La integración de los mercados financieros alrededor del mundo ha llevado a que los retornos de los activos correlacionen más fuerte entre regiones a veces lejanas, con distintos fundamentos y en distintas fases del ciclo económico (gráfico 1). Por otro lado, este mismo proceso de globalización ha llevado a que decisiones internas en países relevantes, como EE.UU. y China, puedan tener un fuerte impacto alrededor del mundo. Un ejemplo claro a nivel local es la demanda china por cobre. Pero además, **se ha ido acumulando evidencia respecto al importante rol de la política monetaria estadounidense sobre el resto del mundo, a través de su impacto sobre los bancos sistémicos, los flujos de capital y el crecimiento del crédito. En resumen, las condiciones financieras globales son relevantes.**

Por otro lado, los desempeños de las bolsas también tienen componentes locales. El riesgo político, la política monetaria y las finanzas públicas, entre otros factores, pueden llevar a que el costo de financiamiento que enfrentan empresas y personas cambie. Todos estos factores afectan las condiciones financieras internas.

¿Cuánto pesan los desarrollos internos y externos? Para responder esto, desarrollamos una metodología para estimar los principales factores globales. Usando el desempeño semanal de 32 activos, incluyendo renta variable, fija, monedas y materias primas (detallados en el apéndice), extraemos factores estadísticos que permiten explicar la mayor porción de la parte común de los retornos (en términos más técnicos, los componentes principales).

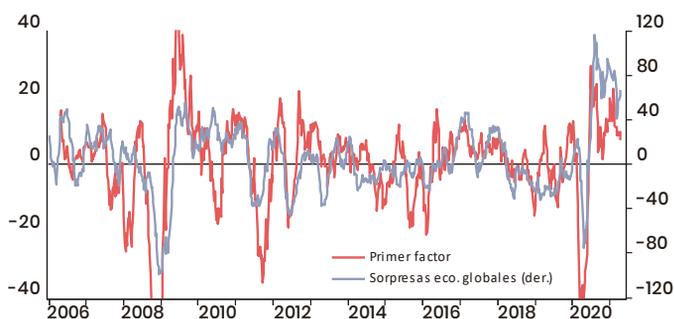
GRÁFICO 1: CORRELACIÓN MÓVIL 2 AÑOS ACTIVOS*



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

* Promedio de la correlación de retornos semanales de 17 índices MSCI de diferentes regiones.

GRÁFICO 2: PRIMER FACTOR Y SORPRESAS ECONÓMICAS



Los cuatro primeros factores explican en promedio el 85% de la varianza de los retornos semanales para los índices agregados de distintas regiones (EE.UU., desarrollados ex EE.UU. y emergentes) y, aunque en sí mismos no tienen una interpretación económica, se relacionan de cerca con variables que intuitivamente explican el desempeño de los activos de riesgo a nivel global.

Por ejemplo, **el primer factor/componente** (el más relevante en términos estadísticos) **se relaciona de cerca con las expectativas de crecimiento global** (gráfico 2). Los siguientes tres se mueven muy de cerca con la política monetaria (tasa real de 10 años), dólar y expectativas de inflación en EE.UU. (ver gráficos en el apéndice). En paralelo, la teoría y experiencia apuntan a que la relación entre estas variables y los distintos activos debiera tener un signo específico, lo que ayuda a asociar ambos. Por ejemplo, mayor crecimiento debiera llevar a alzas en bolsas y en tasas, mientras que los *spreads* debieran caer.

Con esto, es posible descomponer el desempeño de un activo, por ejemplo el índice MSCI global, en los factores y así ahondar en cuáles son los que más han afectado el desempeño en un periodo determinado. Para esto necesitamos la evolución de estos y cuánto “pesan” en el desempeño del activo (correlaciones). El ejercicio sirve para analizar hacia atrás, pero no tiene capacidad de proyectar. Sin embargo, **la relación entre factores y variables subyacentes es útil, porque permite extrapolar qué factores dominarían hacia adelante.**

En lo que va del año, la ganancia acumulada de 9% en el MSCI global (al viernes 30 de abril) **se explica casi exclusivamente por las mejoras en las perspectivas de crecimiento** (gráfico 3), mientras que durante febrero y algo en marzo, los factores asociados a tasas habrían contribuido negativamente. El tercer factor, asociado al dólar global, afecta proporcionalmente menos (en parte porque los efectos de este también se dan a través de los otros factores). Por otro lado, los cambios durante 2021 en este han sido más acotados: una apreciación de 2% en el primer trimestre, debilitamiento de alrededor de 2/3 de eso desde entonces.

Para el índice de emergentes, el resultado es similar (gráfico 4), **aunque la mayor sensibilidad de Asia a las tasas** (*Portafolios Security abril 2021*) **es consistente con la mayor resta que han tenido los factores de política monetaria e inflación en su desempeño.**

GRÁFICO 3: DESEMPEÑO MSCI GLOBAL Y FACTORES
(1 ENE 2021=100)

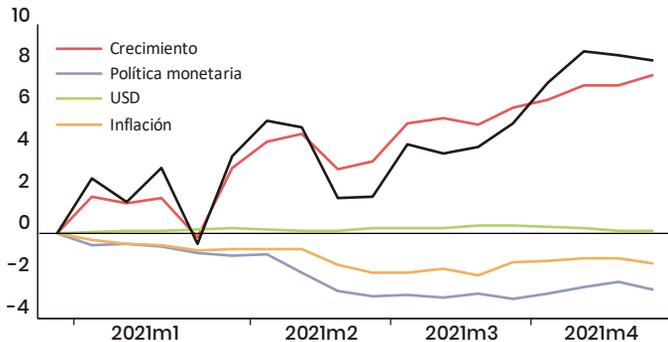
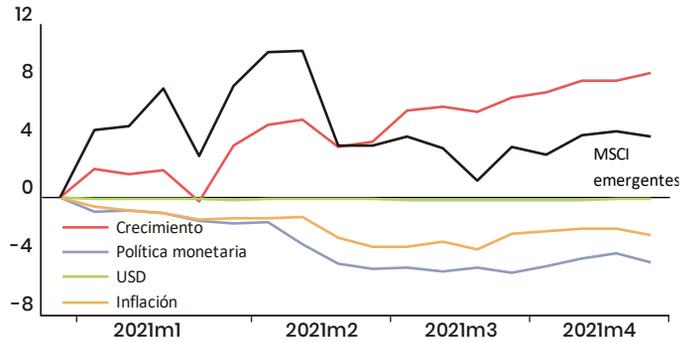


GRÁFICO 4: DESEMPEÑO MSCI EMERGENTES Y FACTORES
(1 ENE 2021=100)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Aunque la porción explicada por los factores globales es alta en promedio, la fracción que queda en algunos casos es relevante también. Por ejemplo, para Latinoamérica alcanza 25%. Esto reflejaría factores locales, que en el caso de nuestra región se reflejan en el mayor premio por riesgo por la situación fiscal de países como Brasil ([Correo Security 19 de abril](#)). Aunque es difícil encontrar qué variables específicas explican el residuo, este se relaciona con condiciones financieras en la región, inflación de alimentos e incertidumbre política, entre otras variables.

Hacia adelante, esperamos que las mejoras en las perspectivas de crecimiento sigan siendo la principal fuerza detrás del desempeño de la renta variable global. El avance en EE.UU. ha sido mejor de lo que se anticipaba, a lo que esperamos siga Europa y, eventualmente, el mundo emergente. También esperamos tasas gradualmente más altas, por lo que lo que los factores asociados a estas restarían de desempeño sería más moderado. En el agregado, la renta variable global continuaría teniendo un buen desempeño tanto a nivel absoluto, como en relación a la renta fija.

Apéndice: Metodología factores globales

Para construir los factores usamos 32 activos de distintas clases y regiones. 5 bolsas en monedas locales, incluyendo el VIX, 7 tasas soberanas, tanto nominales como reales, 5 spreads de riesgo, corporativos y soberanos, 8 tipos de cambio real multilateral, 4 métricas de expectativas de inflación y 3 materias primas.

Para cada una calculamos los retornos semanales desde 2006 y los estandarizamos para que tengan promedio cero y desviación estándar uno. con esto, computamos los cuatro componentes principales, que son una forma estadística de reducir el número de dimensiones en el análisis. El primer componente principal es una combinación lineal o mezcla de las variables que explica la mayor porción de la varianza posible (30% en promedio entre los 32 activos).

La figura abajo muestra la correlación entre los activos y los cuatro primeros componentes principales. Luego, es posible asociar la evolución de los factores con variables que no necesariamente están en la matriz original. Por ejemplo, en la figura 1, el primer factor se mueve de manera similar a las sorpresas económicas globales (aunque la relación no es perfecta). Similarmente, el segundo, tercer y cuarto factor co-mueven con tasas reales, DXY y compensación inflacionaria estadounidense, respectivamente.

GRÁFICO A1: CORRELACIÓN ACTIVOS Y FACTORES/COMPONENTES PRINCIPALES

| Activo | País/Región | PC1 | PC2 | PC3 | PC4 |
|------------------|-----------------------|-----------------|-------|-------|-------|
| Bolsas | EE.UU. | 0.83 | -0.12 | -0.13 | -0.13 |
| | Eurozona | 0.84 | -0.06 | -0.14 | -0.14 |
| | Japón | 0.71 | 0.02 | -0.26 | -0.15 |
| | Emergentes | 0.83 | -0.25 | -0.05 | -0.17 |
| | Vix | -0.64 | -0.03 | 0.16 | 0.22 |
| Tasas | EE.UU. 2 años | 0.49 | 0.60 | -0.10 | 0.07 |
| | EE.UU. 10 años | 0.56 | 0.71 | 0.08 | 0.09 |
| | EE.UU. real 10 años | 0.08 | 0.82 | 0.07 | -0.04 |
| | Eurozona 2 años | 0.51 | 0.41 | 0.38 | -0.01 |
| | Eurozona 10 años | 0.54 | 0.63 | 0.40 | -0.04 |
| | Eurozona real 10 años | 0.30 | 0.65 | 0.40 | -0.34 |
| | Emergentes | -0.16 | 0.56 | 0.12 | 0.43 |
| TCR | EE.UU. | -0.59 | 0.54 | -0.43 | 0.04 |
| | Eurozona | 0.03 | -0.21 | 0.77 | 0.04 |
| | Japón | -0.64 | -0.35 | 0.15 | 0.19 |
| | Reino Unido | 0.26 | -0.02 | -0.23 | 0.16 |
| | China | -0.35 | 0.53 | -0.53 | 0.08 |
| | Corea | 0.57 | -0.19 | -0.10 | -0.30 |
| | Brasil | 0.54 | -0.15 | 0.03 | -0.22 |
| | México | 0.62 | -0.29 | -0.09 | -0.17 |
| Exp. Inflación | EE.UU. 2 años | 0.35 | -0.08 | 0.05 | 0.57 |
| | EE.UU. 5y5y | 0.36 | -0.02 | 0.04 | -0.09 |
| | Eurozona 2 años | 0.39 | 0.01 | 0.04 | 0.53 |
| | Eurozona 5y5y | 0.36 | 0.07 | 0.00 | 0.37 |
| | Spread | Italia-Alemania | -0.40 | -0.14 | -0.23 |
| EE.UU. IG | | -0.66 | 0.20 | 0.25 | -0.34 |
| EE.UU. HY | | -0.83 | 0.03 | 0.21 | -0.21 |
| Euro HY | | -0.76 | 0.11 | 0.15 | -0.14 |
| Emergentes corp. | | -0.76 | 0.08 | 0.11 | -0.10 |
| Commodity | Petróleo Brent | 0.53 | -0.11 | 0.16 | 0.32 |
| | Cobre | 0.60 | -0.12 | 0.19 | 0.04 |
| | Oro | 0.11 | -0.47 | 0.45 | 0.15 |

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO A2: FACTOR 2 Y TASA REAL 10 AÑOS EE.UU.

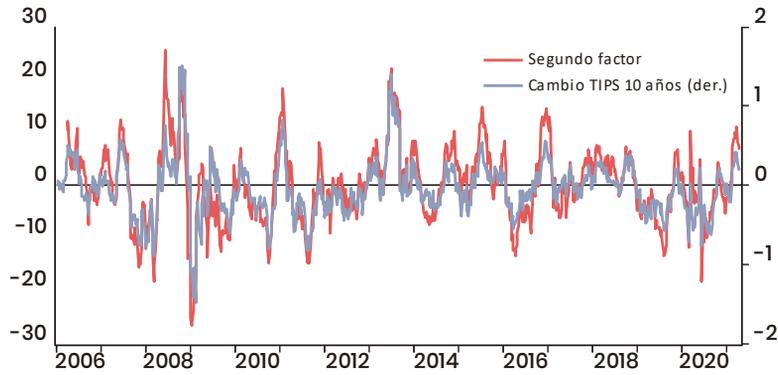


GRÁFICO A3: FACTOR 3 Y DXY

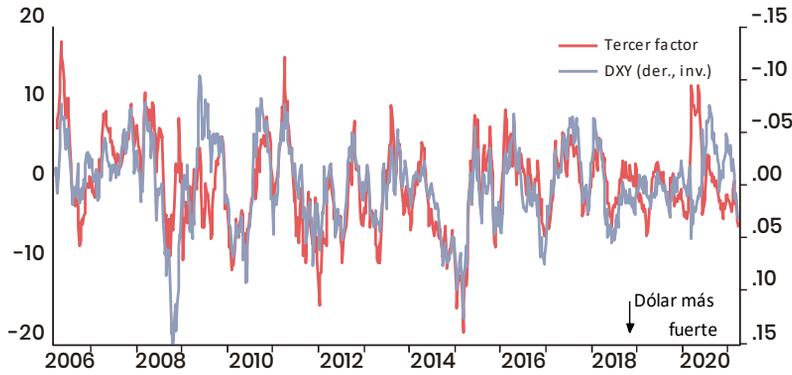
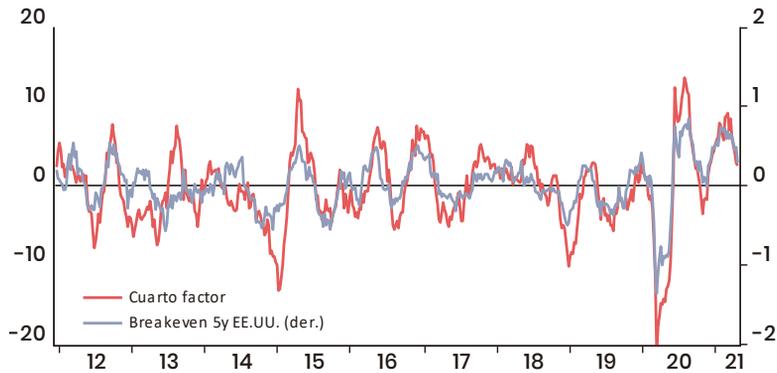


GRÁFICO A4: FACTOR 4 Y COMPENSACIÓN INFLACIONARIA 5 AÑOS EE.UU.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.