



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Julio 2021

## Mantenemos leve preferencia por renta variable, pero recomendamos reducir sesgos para la segunda mitad del año

### Resumen

•Mantenemos una leve preferencia por las acciones dentro de un portafolio diversificado, debido a que, si bien esperamos que sigan teniendo mejor desempeño que la renta fija, los riesgos inflacionarios y de política monetaria apuntan a menores retornos esperados hacia adelante.

• La principal premisa de las recomendaciones es reducir los sesgos de la cartera hacia la segunda mitad del año. Dentro de la renta variable mantenemos la preferencia por la Eurozona, mientras que en la renta fija internacional llevamos las posiciones de bonos corporativos a neutral.

• También moderamos la recomendación para los instrumentos corporativos locales, hacia una posición neutral. En la parte soberana, mantenemos la subponderación bonos en UF y recomendamos sobreponderar los instrumentos nominales de plazos más cortos, debido a que esperamos un proceso de alzas de TPM más lentos de lo que está incorporado por los precios de mercado.

• En la renta variable local, mantenemos la composición de las carteras recomendadas, con una leve sobreponderación en bancos, forestal, consumo y retail. Seguimos subponderados en *utilities* y *commodities* mineros.

**Jorge Cariola G.**  
Subgerente de Estrategia Global  
[jorge.cariola@security.cl](mailto:jorge.cariola@security.cl)

### Visiones por Clases de Activo – Julio 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.

Las bolsas globales continúan mostrando un buen desempeño. A nivel global, mostraron un alza de 1,5% durante junio (ver Anexo para desempeños), con EE.UU. manteniéndose de líder entre los desarrollados, aunque también ha destacado el desempeño de Latinoamérica y Brasil en particular.

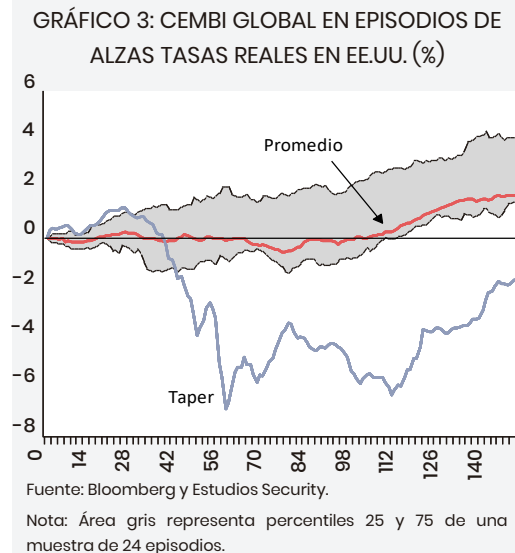
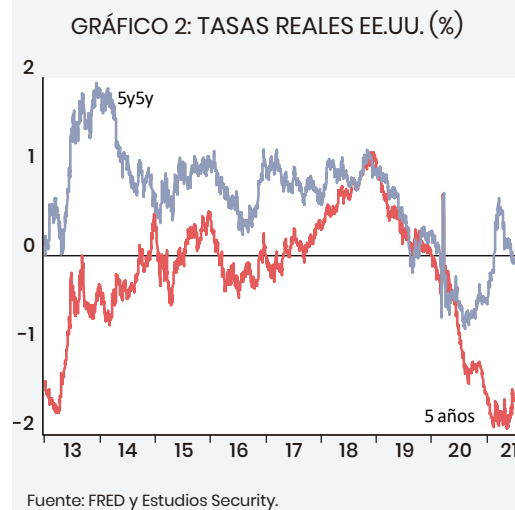
**El principal cambio en nuestras recomendaciones el mes pasado fue reducir la sobreponderación de la renta variable** (*Portafolios Security junio 2021*), que se justificó por mayor riesgo inflacionario y esperamos se mantenga. Esto, junto a un evento importante en la reunión de la Fed, provocaron un alza de tasas de interés (junto a una curva más plana) y un fortalecimiento del dólar (gráfico 1), aunque las bolsas solo sufrieron un impacto transitorio.

El balance de riesgos de los consejeros de la entidad tiene un sesgo al alza en inflación (ver página 14 en el [link](#)), por lo que  **vemos más riesgos de que la Fed se vuelva más restrictiva a medida que se validen mejores cifras en el mercado laboral y la inflación desacelere en el margen**, pero se mantenga sobre la meta de 2%. Esta combinación **apunta a mayores tasas reales de mediano plazo (~5 años)**, que actualmente incorporan la política muy expansiva (gráfico 2).

Históricamente, **alzas en las tasas reales que se dan de manera ordenada no representan un gran riesgo para los activos**. Mayores tasas reflejan que la economía crece, que se genera mayor inflación y la respuesta natural de la política monetaria es retirar parte del estímulo. **El problema viene cuando el ajuste se produce muy rápido y/o muy bruscamente** (un *shock* o sorpresa) o cuando el ajuste va muy lejos, volviéndose la política restrictiva.

Un ejemplo de *shock* fue el *taper tantrum* en 2013, mientras que el cierre de 2018, donde la Fed subía tasas y reducía el monto de compras de bonos sirve para mostrar una instancia de política restrictiva. Aunque estos episodios están en la memoria por el estrés que provocaron, no son la norma; en promedio, en promedio, las alzas de tasas reales no generan un daño significativo (gráfico 3).

**Esperamos que el retiro de estímulo por parte de la Fed se de en pasos bien anunciados: anuncio de menores compras en el segundo semestre de este año, el comienzo de este proceso en el primer cuarto de 2022, y la primera alza durante 2023**. Con esto, mayores tasas reales llegarían de manera ordenada. Así, **mantenemos la recomendación de sobreponderar levemente la renta variable dentro de un portafolio diversificado**. Si bien seguimos prefiriendo las acciones a la renta fija, en parte por nuestra expectativa de algún alza adicional en las tasas largas a nivel global (esperamos 1,7% para el bono de 10 años en EE.UU.), **los riesgos inflacionario y de política monetaria apuntan a menores retornos esperados hacia adelante** (gráfico 4), lo que justifica no tomar grandes ni muchos sesgos.



La principal premisa de las recomendaciones es reducir los sesgos de la cartera (bajar el *tracking error*) para la segunda mitad del año. En esta línea, en la renta variable solo mantenemos la preferencia por la Eurozona dentro de los índices accionarios, al tiempo que llevamos Asia emergente a neutral debido a la mayor sensibilidad de la región a mayores tasas (*Portafolios Security abril 2021*) y a el riesgo que vemos de que China siga sorprendiendo a la baja (gráfico 5), aunque esperamos que sostenga su recuperación.

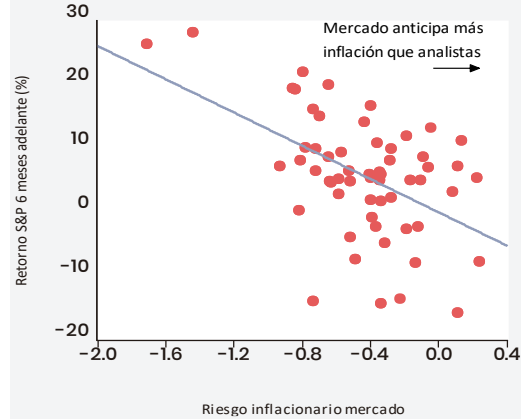
En la renta fija internacional, reducimos la sobreponderación de instrumentos corporativos de empresas latinoamericanas y el segmento *High Yield* estadounidenses, llevándolos a una posición neutral. Vemos poco espacio para compresiones adicionales de *spreads* y, aunque ambos tienen un devengo favorable, no anticipamos que sean una gran fuente de exceso de retorno en el contexto actual.

Respecto a los activos locales, llevamos los instrumentos corporativos a una posición neutral, al verse los *spreads* bajos, estar expuestos a alzas adicionales que podríamos ver en las tasas en UF y posibles presiones en sectores regulados y/o vinculados a recursos naturales, dado el escenario político actual (*Informe Renta Fija Local junio 2021*).

Por otro lado, mantenemos la subponderación de instrumentos soberanos reajustables y recomendamos sobreponderar los bonos nominales de plazos más cortos, debido a que debido a que esperamos un proceso de alzas de TPM más lento de lo que está incorporado por los precios de mercado. Si bien el Banco Central adelantó que comenzaría pronto el ciclo de alzas, los 250 puntos base de alzas de TPM actualmente incorporados para los próximos doce meses (gráfico 6) van más allá de lo que creemos ocurrirá con la tasa de referencia, en el contexto de una economía con inflación controlada y una gran brecha por cerrar (*Correo Security 30 de junio*).

Finalmente, en la renta variable local, mantenemos la composición de las carteras recomendadas, con una leve sobreponderación en bancos, forestal, consumo y *retail*. Seguimos subponderados en *utilities* y *commodities* mineros. Dentro de las variables a tener en cuenta en el corto plazo destaca el dólar global en el plano externo, que retomaría su tendencia a la depreciación, mientras que la reapertura de la economía local apoyaría un buen desempeño de las empresas del *retail* y la banca, sujeto a una moderación en la discusión de medidas económicas de corto, mediano y largo plazo. De no darse, podríamos ver mayor presión sobre los activos locales (*Carteras Accionarias Security julio 2021*).

GRÁFICO 4: RESPUESTA ACTIVOS A SHOCKS DE POLÍTICA MONETARIA (%)



Fuente: Estudios Security.

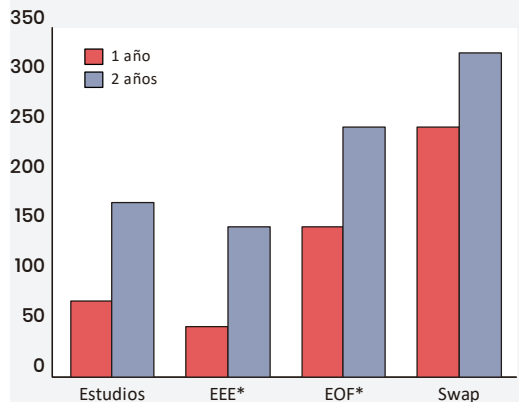
Nota: Riesgo inflacionario de mercado es la diferencia entre compensación inflacionaria a 5 años y expectativa de inflación al mismo plazo de la encuesta de analistas de la Fed de Filadelfia

GRÁFICO 5: SORPRESAS ECONÓMICAS



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Gráfico 6: CAMBIO ESPERADO TPM CHILE (PUNTOS BASE)



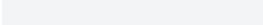


Fuente: Banco central y Estudios Security.

Nota: EEE y EOF son previas a las minutas de la última RPM.

## Visión Activos Estudios Security Julio 2021

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

	Sobreponderar
	Subponderar
	Posición neutral

## Desempeño Activos: Renta variable y monedas (%)

Al 25-06-2021	2021	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Renta variable (% en dólares)</b>						
<b>Mundo</b>	11.7	1.9	7.2	28	38	39
<b>Desarrollados</b>	12.4	1.9	7.5	28	38	40
EE.UU.	13.6	2.5	8.1	28	41	50
Eurozona	12.6	0.3	8.4	32	38	27
Reino Unido	12.7	-0.1	6.9	30	29	3
Japón	1.5	0.8	-1.3	14	23	26
Asia ex Japón*	8.9	-0.5	4.8	29	32	11
<b>Emergentes</b>	6.8	2.0	5.5	29	37	32
Asia	5.4	1.6	3.7	27	38	44
China	1.4	1.1	2.2	15	24	41
Latinoamérica	8.7	7.8	17.9	46	38	-6
Brasil	10.1	10.3	27.3	49	38	-6
México	14.0	3.0	9.9	52	52	10
Chile	0.7	5.0	-10.8	30	19	-21
EMEA**	14.9	1.2	9.8	34	32	4

## Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)

<b>Desarrollados (DXY)</b>	-2.1	-2.0	1.0	3	6	5
Euro	-2.4	-2.2	1.3	3	7	5
Reino Unido	1.8	-1.5	0.9	8	12	10
Japón	-6.8	-1.5	-1.1	-5	-3	-3
<b>Emergentes</b>	-1.2	0.3	-2.3	-7	-8	-6
Argentina	-12.0	-1.2	-3.9	-20	-27	-55
Brasil	4.5	7.2	16.0	14	8	-22
Chile	0.1	0.1	3.5	13	14	-4
Colombia	-3.3	-0.6	-0.4	7	11	-7
México	-8.6	-0.1	-1.5	3	0	-15
Perú	-8.8	-3.0	-6.0	-10	-12	-17
China	0.8	-1.1	1.3	6	9	7

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

\*\* Europa del Este, Medio Oriente y África.

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

## Desempeño Activos: Renta fija (cambios en puntos base)

Al 25-06-2021	Nivel	2021	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Swaps moneda local</b>							
<b>EE.UU.</b>							
2 años	0.3	15	12	13	14	9	-151
10 años	1.5	63	-4	-12	87	86	-51
<b>Chile</b>							
2 años	2.5	175	86	112	187	200	16
10 años	4.1	155	28	69	175	202	75
<b>Brasil</b>							
2 años	7.5	335	46	71	335	400	138
10 años	9.1	189	-14	-3	70	147	125
<b>México</b>							
2 años	6.2	193	88	108	174	174	-152
10 años	7.0	165	15	28	123	128	-64
<b>Alemania 10 años</b>	-0.2	42	5	20	37	32	16
<b>Francia 10 años</b>	0.2	55	4	31	45	32	19
<b>Italia 10 años</b>	1.0	42	5	32	9	-40	-117
<b>España 10 años</b>	0.5	50	10	26	30	9	11
<b>Japón 10 años</b>	0.0	3	-3	-4	2	3	18
<b>Reino Unido 10 años</b>	0.8	59	2	2	57	61	-5
<b>Spreads soberanos USD</b>							
<b>Emergentes (EMBIG)</b>	323	-9	-1	-12	-90	-125	-55
<b>Latam</b>	391	-4	2	-14	-101	-180	-129
Brasil	263	3	-3	-27	-86	-129	15
Chile	158	-3	-5	16	-46	-79	6
Colombia	268	47	-7	28	-14	-55	66
México	363	-11	6	-4	-154	-182	11
Perú	184	39	-6	13	3	-12	44
<b>Spreads corporativos USD (puntos base)</b>							
<b>Emergentes (CEMBI)</b>	306	-16	-5	-3	-84	-121	-27
<b>Asia</b>	301	-8	-2	10	-51	-76	6
<b>Europa</b>	364	-31	-8	-42	-115	-129	-112
<b>Latam</b>	339	-12	-11	-15	-111	-176	-25
Investment Grade	205	-9	-6	2	-81	-136	-34
High Yield	460	-25	-18	-31	-145	-239	-15
Brasil	382	-19	-10	-33	-117	-184	-11
Chile	240	-2	-1	17	-82	-133	-4
Colombia	333	29	-12	35	-92	-139	50
México	252	-9	-7	-3	-85	-133	-31
Perú	292	21	-16	52	-47	-115	27
<b>HG EE.UU.</b>	81	-15	-4	-15	-57	-71	-35
<b>HY EE.UU.</b>	275	-85	-28	-50	-253	-330	-99

Fuente: Bloomberg y Estudios Security