



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Agosto 2021

Continuamos con una leve preferencia por renta variable, pero recomendamos una postura aún más cauta

Resumen

•Nuestro escenario base sigue siendo de una recuperación sólida de la economía global. Esto, junto a perspectivas de retornos más favorables en la renta variable que la fija, nos hace seguir recomendando una sobre ponderación leve de esta en un portafolio diversificado.

•Sin embargo, un escenario en el que el riesgo de inflación cede relevancia al riesgo de una mayor desaceleración en la actividad, junto a un balance de riesgos globales tornándose más negativo implicaría menores retornos para las bolsas y menor probabilidad de un debilitamiento brusco del dólar, lo que es consistente con mantener el nivel de sesgos acotados.

•La principal premisa es continuar con nuestra recomendación de mantener un *tracking error* bajo (riesgo de la cartera bajo), aunque tomamos una postura incluso más cauta. En esta línea, dentro de la renta variable cambiamos nuestra preferencia desde la Eurozona a Estados Unidos, que se vería menos impactado en un escenario macro que se sigue acentuando a la baja.

•En la parte local, en momentos de incertidumbre alta, creemos que la recomendación adecuada es mantener posiciones neutrales; por eso recomendamos no tener sesgos en términos de moneda (pesos/UF) ni de duración.

•En la renta variable local, luego de tener un marcado sesgo hacia posiciones vinculadas a demanda externa, recuperación del comercio global y precios de commodities, tomamos una postura más cauta para los próximos meses.

Felipe Jaque S.
Economista Jefe
felipe.jaque@security.cl

Visiones por Clases de Activo – Agosto 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 mostraron un comportamiento diferenciado durante julio. A nivel global, el desempeño fue de 0,6% en el mes, apoyado principalmente por el retorno positivo de Estados Unidos, que se vio contrarrestado con las caídas en la mayoría de las bolsas emergentes, destacando China (ver Anexo para desempeños).

El principal cambio de nuestra recomendación el mes pasado fue disminuir los sesgos (*Portafolios Security julio 2021*). Esto se basó principalmente en que preveíamos que los riesgos inflacionarios y de política monetaria podrían persistir, apuntando a menores retornos esperados. Si bien el riesgo inflacionario sigue presente, con lecturas de inflación que se mantienen elevadas, el principal cambio de julio fue la moderación en indicadores de crecimiento, que mostrarían que, aunque este seguiría siendo un factor positivo, ya habría alcanzado su *peak*, llevando a los inversionistas a mudar la atención hacia el riesgo de una mayor desaceleración. Junto con esto, la expansión de nuevas variantes del covid-19, llevaron a bajas en las tasas (gráfico 1) y un debilitamiento de monedas respecto al dólar.

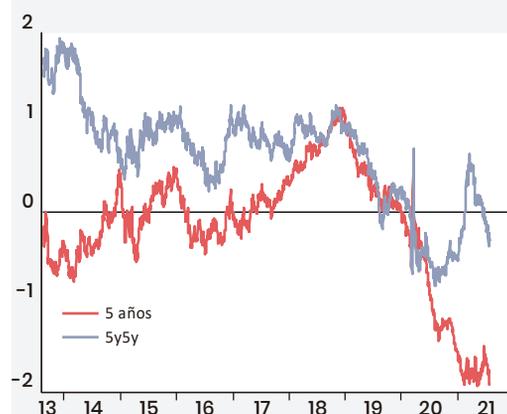
Ambos factores, una desaceleración mayor a la anticipada y niveles de inflación altos, implican dos elementos que hemos visto, retornos menores en las bolsas y alzas en el dólar (gráfico 2). Para este último, las valorizaciones siguen indicando que está más alto de lo que debiera, lo que hace pensar en un debilitamiento futuro (que sigue siendo nuestro escenario base). Sin embargo, con un balance de riesgos algo peor, esta trayectoria podría posponerse. **Para un mejor desempeño relativo de mercados emergentes versus desarrollados, particularmente Estados Unidos, es fundamental que el dólar ceda.**

En términos de tasas, seguimos esperando un alza gradual de aquí a fin de año, donde el simposio de Jackson Hole (26-28 de agosto) o la reunión de la Fed en septiembre podrían funcionar como ventanas para las primeras señales de algún tipo de retiro de las compras de activos. Las tasas reales debiesen ajustarse a estas expectativas.

Nuestro escenario base sigue siendo de una recuperación sólida de la economía global. Esto, junto a perspectivas de retornos más favorables para la renta variable, **nos hace seguir recomendando una sobre ponderación leve de esta en un portafolio diversificado.**

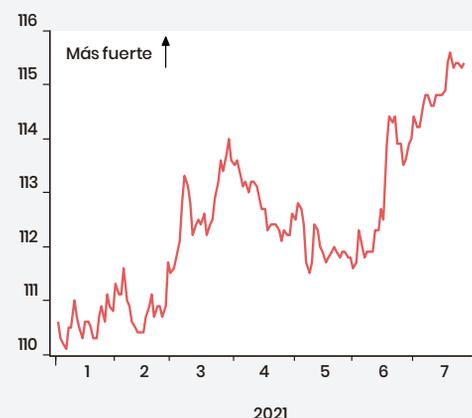
Sin embargo, un escenario en el que el riesgo de inflación cede relevancia a uno de mayor desaceleración en la actividad, junto a más riesgos globales (riesgos regulatorios en China, expansión de variantes del covid-19 en países con menores tasas de vacunación) implicaría menores retornos para las bolsas y menor probabilidad de un debilitamiento brusco del dólar, lo que es consistente con mantener el nivel de sesgos acotados.

GRÁFICO 1: TASAS REALES EE.UU. (%)



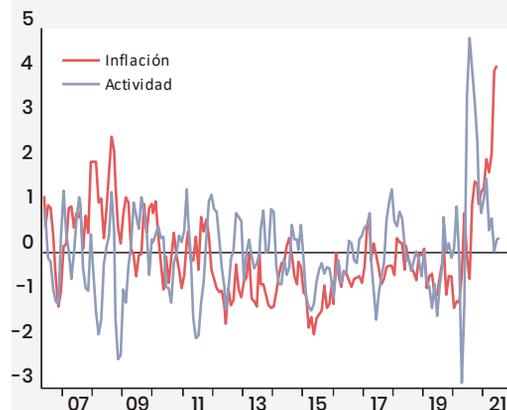
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: DÓLAR GLOBAL



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: SORPRESAS ECONÓMICAS EE.UU. (desviación estándar)



Fuente: Bloomberg, Citi y Estudios Security.

Para este mes la principal premisa es continuar con nuestra recomendación de mantener un *tracking error* bajo (riesgo de la cartera bajo), aunque tomamos una postura incluso más cauta. En esta línea, dentro de la renta variable movemos nuestra preferencia de la Eurozona a Estados Unidos, el índice que sería menos impactado frente a un escenario macro que se sigue acentuando a la baja.

En renta fija internacional, mantenemos la posición neutral en instrumentos corporativos de empresas latinoamericanas y el segmento *High Yield* estadounidense. **Disminuimos la posición en el segmento IG estadounidense, como medida para reducir la duración de la cartera en los niveles de tasa actuales (1,24%), consistente con nuestra visión de tasas.** En general para la categoría vemos poco espacio para compresiones adicionales de *spread*.

A nivel de renta fija local, durante el mes, la principal noticia tuvo que ver con la inflación del mes de junio que sorprendió por debajo de lo implícito en los precios de mercado y el consenso de los analistas encuestados por Bloomberg (ambos en 0,3%), aunque en línea con nuestra expectativa de 0,15% ([Correo Security 8 Julio](#)).

Para las perspectivas locales se conjugan varios factores de incertidumbre: un proceso constituyente y elecciones presidenciales que presionan los perfiles de deuda pública y la rentabilidad de sectores regulados, nuevas discusiones en torno a retiros de fondos previsionales, un repentino perfil alcista en las estimaciones de inflación y un Banco Central más *hawkish* en su último IPOM, en conjunto con un escenario base macro del mercado más optimista ([Informe Renta Fija Local julio 2021](#)).

En momentos de incertidumbre alta como este, creemos que la recomendación adecuada es mantener posiciones neutrales; por eso cerramos la posición que traíamos en instrumentos soberanos reajustables y en bonos nominales de plazos más cortos, no tomando sesgo en términos de moneda (pesos/UF) ni de duración.

Finalmente, en la renta variable local, dentro de los factores que continúan incidiendo en su dinámica se encuentran i) la relativa fortaleza que mantiene el dólar global, ii) los temores de una eventual desaceleración más marcada en las economías relevantes, y iii) ruidos regulatorios en China, que se suman a los anteriores factores para generar presión a la baja en los precios de las principales materias primas. En este contexto, las expectativas de un panorama favorable para las bolsas emergentes se posponen en parte, y se enfrenta a niveles de incertidumbre mayores a los previstos unos meses atrás. En particular, **luego de tener un mercado sesgo hacia posiciones vinculadas a demanda externa, recuperación del comercio global y precios de commodities, tomamos una postura más cauta para los próximos meses** ([Carteras Accionarias Security agosto 2021](#)).

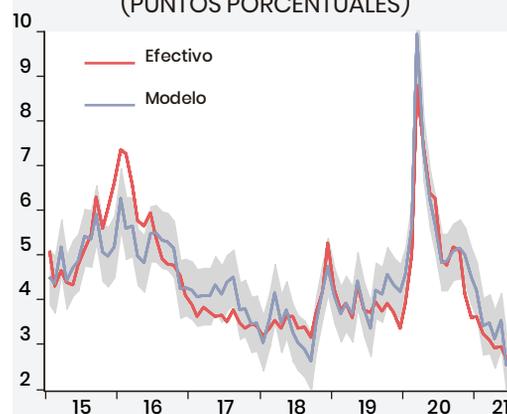
GRÁFICO 4: PROYECCIÓN ISM MANUFACTURA (puntos)



Fuente: Estudios Security.

Nota: Proyección corresponde a la mediana de 22 desaceleraciones previas, definidas como la moderación del índice desde un *peak*.

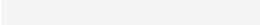
GRÁFICO 5: SPREAD HIGH YIELD EE.UU (PUNTOS PORCENTUALES)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Agosto 2021

	Benchmark	Cartera Agosto	Cartera anterior
Renta Variable	40%	5	5
Renta Fija	60%	-5	-5
Renta Variable Extranjera	80%	2.5	2.5
Desarrollados	48%	5	5
EE.UU.	28%	5	0
Europa	12%	0	5
Japón	8%	0	0
Emergentes	32%	-2.5	-2.5
Asia Emergente	21%	0	0
Latinoamérica	6%	-2.5	-2.5
EEMEA	5%	0	0
Renta Variable Nacional	20%	-2.5	-2.5
Renta Fija Nacional	65%	0	2.5
Caja	5%	0	2.5
0 a 1 año CLP	2.5%	0	2.5
0 a 1 año UF	2.5%	0	0
Gobierno Nominal	7.5%	0	5
1 a 3 años	5%	0	5
Más de 3 años	2.5%	0	0
Gobierno UF	7.5%	0	-5
1 a 3 años	5%	0	-2.5
Más de 3 años	2.5%	0	-2.5
Corporativos	45%	0	0
Renta Fija Extranjera	35%	0	-2.5
Desarrollados	22.5%	0	-2.5
Money Market	2.5%	5	-2.5
Investment Grade	10%	-5	0
High Yield	10%	0	0
Emergente	12.5%	0	0
Corporativos USD	10%	0	0
Soberanos moneda local	2.5%	0	0

	Sobreponderar
	Subponderar
	Posición neutral

Desempeño Activos: Renta variable y monedas (%)

Al 30-07-2021	2021	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	12.1	0.6	3.2	30	31	38
Desarrollados	14.1	1.7	4.4	32	33	40
EE.UU.	16.7	2.3	5.4	33	37	50
Eurozona	11.7	1.3	2.6	38	31	28
Reino Unido	11.3	0.8	1.8	35	25	3
Japón	-1.0	-1.2	-0.2	14	19	22
Asia ex Japón*	6.2	-1.5	-1.7	27	24	9
Emergentes	-1.0	-7.0	-5.2	15	18	23
Asia	-3.6	-8.4	-7.6	10	16	33
China	-13.2	-14.2	-14.0	-10	-1	21
Latinoamérica	2.4	-4.2	5.6	39	19	-12
Brasil	1.2	-6.3	7.5	41	13	-17
México	15.0	2.1	7.9	47	51	18
Chile	-5.0	-5.4	-11.2	20	7	-22
EMEA**	13.6	-0.5	3.8	36	29	4

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)	-2.4	0.3	-1.0	2	1	7
Euro	-3.1	0.0	-1.5	2	1	7
Reino Unido	1.7	0.6	0.4	8	7	14
Japón	-6.0	1.1	-0.4	-5	-4	-1
Emergentes	-0.6	0.5	-0.3	-4	-7	-5
Argentina	-13.0	-1.0	-3.2	-19	-25	-55
Brasil	-0.2	-4.0	4.5	11	-1	-27
Chile	-0.1	0.1	1.8	8	11	-4
Colombia	-6.7	-3.6	-6.6	1	0	-8
México	-11.8	-3.3	-3.2	0	-4	-15
Perú	-11.1	-5.1	-7.0	-11	-14	-19
China	0.8	0.1	0.2	4	8	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 30-07-2021	Nivel	2021	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	0.2	7	-6	3	3	7	-170
10 años	1.2	33	-21	-39	39	70	-78
Chile							
2 años	2.5	174	-7	112	188	199	49
10 años	4.1	162	-7	51	181	209	124
Brasil							
2 años	8.2	401	76	157	336	495	248
10 años	9.5	230	45	50	116	258	199
México							
2 años	5.9	161	-18	85	133	156	-156
10 años	6.9	148	-13	-4	98	132	-59
Alemania 10 años	-0.5	12	-25	-26	17	9	-2
Francia 10 años	-0.1	24	-23	-27	24	12	8
Italia 10 años	0.7	12	-20	-24	-8	-36	-87
España 10 años	0.3	22	-21	-21	14	-4	-1
Japón 10 años	0.4	37	-5	30	35	37	55
Reino Unido 10 años	0.6	38	-15	-28	34	48	-5
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)	336	3	7	11	-67	-88	-11
Latam	405	10	9	21	-74	-118	-74
Brasil	292	31	18	19	-30	-60	71
Chile	163	3	4	17	-34	-50	16
Colombia	292	71	23	49	28	11	98
México	377	3	8	19	-117	-138	36
Perú	210	66	27	31	47	39	76
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)	326	5	17	19	-51	-78	6
Asia	326	18	23	29	-18	-32	37
Europa	393	-2	7	15	-78	-110	-46
Latam	354	3	10	5	-77	-133	-1
Investment Grade	206	-8	-1	4	-62	-115	-29
High Yield	469	-16	7	-14	-124	-187	7
Brasil	406	5	19	7	-73	-128	33
Chile	261	19	14	32	-26	-94	33
Colombia	360	56	19	51	-45	-79	76
México	254	-8	-4	-1	-66	-115	-35
Perú	329	58	39	31	10	-68	82
HG EE.UU.	86	-10	5	-2	-40	-47	-22
HY EE.UU.	294	-66	26	3	-207	-196	-76

Fuente: Bloomberg y Estudios Security