



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Febrero 2021

Bolsas globales aún no incorporan completamente escenario de recuperación

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

Resumen

- Tras un comienzo de año muy positivo, los activos de riesgo se han mantenido estables en las últimas semanas, lo que se explicaría, en parte, por el deterioro de las expectativas de crecimiento para el corto plazo.
- Vale la pena preguntarse si el desempeño de las bolsas no va un poco delante de los desarrollos macro, lo que abordamos estimando cuánto crecimiento incorporan las bolsas doce meses atrás. El desempeño en EE.UU. es consistente con un crecimiento de 3,1%, bajo el consenso y nuestra expectativa.
- Esperamos que la brecha de crecimiento entre lo incorporado en las bolsas y nuestra estimación lleve a retornos de 10%-15% para las bolsas a nivel global. Este resultado está en línea con nuestra recomendación de mantener la preferencia por renta variable dentro de un portafolio diversificado.
- Recomendamos reducir la duración en la renta fija internacional, manteniendo la sobreponderación de los instrumentos corporativos en dólares, a expensas del segmento *Investment grade* estadounidense.
- En la parte local, mantenemos una exposición neutral al tipo de cambio y una posición neutral entre instrumentos nominales y en UF, aunque recomendamos sobreponderar los instrumentos corporativos locales buscando aprovechar el mayor devengo respecto a los bonos soberanos.
- En la renta variable local, las carteras siguen prefiriendo empresas ligadas al sector externo.

Visiones por Clases de Activo – Febrero 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.

Tras un comienzo de año positivo, los activos de riesgo (bolsas, *spreads* corporativos y monedas) se han mantenido estables en las últimas semanas. Detrás de esto, creemos, está principalmente la expectativa de una reapertura más lenta de la economía global, como combinación de nuevos contagios de coronavirus (aunque están desacelerando en algunos países) y mayores restricciones por parte de las autoridades, que han llevado a caídas en la movilidad (gráfico 1).

De la mano de estos desarrollos, las expectativas de consenso respecto al crecimiento global se han deteriorado, debido además a que las campañas de vacunación han mostrado retrasos (respecto a las expectativas originales) y anuncios de postergación en la entrega de dosis por parte de los fabricantes permiten pensar en que podríamos ver cuellos de botella en el camino.

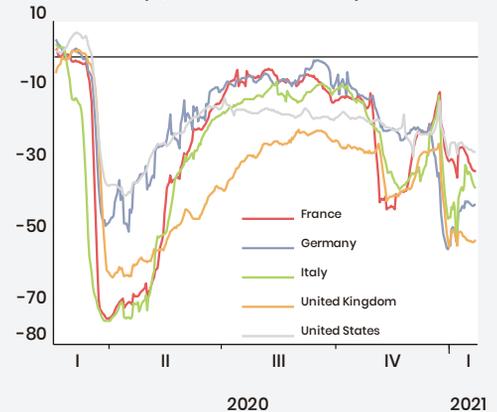
Vale la pena preguntarse si el desempeño de las bolsas no ha ido por delante de los desarrollos macro o, en otras palabras, si el punto de partida de 2021 parecía un poco alto (*Portafolios Security enero 2021*). Evidencia de esto son las valuaciones, que alrededor del mundo, muestran una disposición a pagar más por tomar riesgo (gráfico 2).

Una de las explicaciones para que esto ocurra tiene que ver con la abundancia de liquidez provista por los bancos centrales. Si bien esto es parte de la explicación, no creemos que sea la razón predominante, en buena parte porque la combinación de tasas bajas y hoja de balance más grande no necesariamente ha llevado a un impulso de liquidez a lo largo de los años, aunque sí lo hizo durante 2020 (gráfico 3). De hecho, del equivalente al 20% del PIB de bonos del tesoro en el balance de la Fed, alrededor de dos tercios (3,1 billones, 13% del PIB) están en reservas bancarias (encaje en la Fed), no en la economía.

Una forma alternativa de plantear el problema es buscar cuánto del escenario para las economías (y compañías) está hoy incorporado en los precios de mercado. Para abordar esto, estimamos la relación entre el crecimiento económico y el desempeño de las bolsas, doce meses atrás. El objetivo es cuantificar (con el riesgo de dejar otros factores fuera) el escenario incorporado un año antes. El gráfico 4 muestra el resultado para EE.UU., donde hay mayor cantidad de datos. La relación entre ambos es positiva (como se esperaría) y significativa, aunque lejos de ser perfecta. Sin embargo, al agregar un indicador de recesiones, ambas variables pueden explicar cerca de la mitad la varianza en el crecimiento de la economía desde 1975.

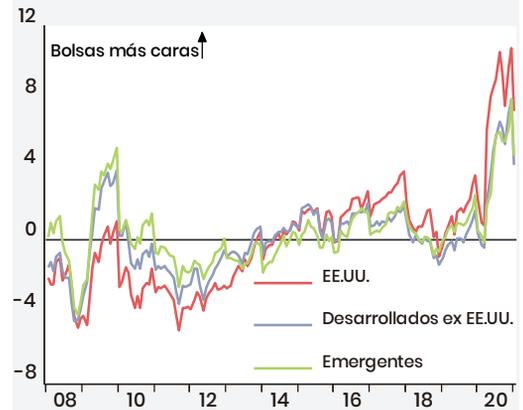
Con este resultado, nuestra estimación es que el desempeño de la bolsa estadounidense es consistente con un crecimiento de 3,1% en 2021, bajo el consenso de economistas y nuestra expectativa (ambos en 4%). Lo importante de esta brecha es que, si nuestro escenario se validase, existe espacio para un alza de 10% por la parte del crecimiento que hoy no estaría incorporada por los mercados.

GRÁFICO 1: MOVILIDAD PAÍSES
(%, PRE-PANDEMIA=0)



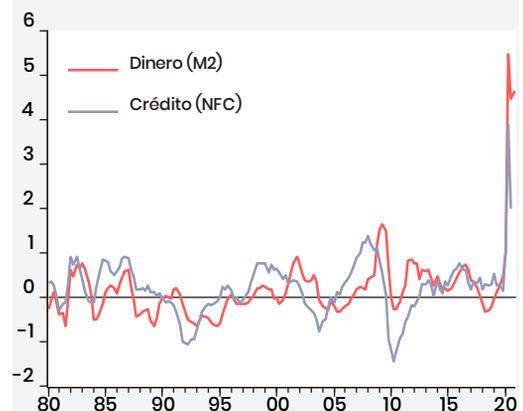
Fuente: Google Mobility Report, Our World in data y Estudios Security.

GRÁFICO 2: RATIO PRECIO/UTILIDAD ESPERADA (DESVIÓ DEL PROMEDIO)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: IMPULSO DE LIQUIDEZ (% DEL PIB)



Fuente: Fed y Estudios Security.

El mismo ejercicio entrega resultados favorables fuera de EE.UU. **Esperamos que la brecha de crecimiento entre lo incorporado en las bolsas y nuestra estimación lleve a retornos de 10%-15% para las bolsas a nivel global** (gráfico 5), con Latinoamérica en la parte alta del rango. Una validación de nuestro escenario base nos ayudaría a mover los portafolios hacia mayor toma de riesgo en la región ([Correo Security 8 de enero](#)).

Estos resultados incorporan nuestra expectativa de una recuperación global ([Portafolios Security diciembre 2020](#)) y **justifican nuestra recomendación de mantener la preferencia por renta variable dentro de un portafolio diversificado**. Por ahora, seguimos prefiriendo no tomar sesgos entre regiones, incluyendo una posición neutral entre emergentes y desarrollados. Esto, porque la caída en movilidad (como resumen de mayores contagios y restricciones) ha ido aumentando la posibilidad de un comienzo más lento para la actividad, manteniendo la percepción de riesgo en niveles relativamente altos (gráfico 6).

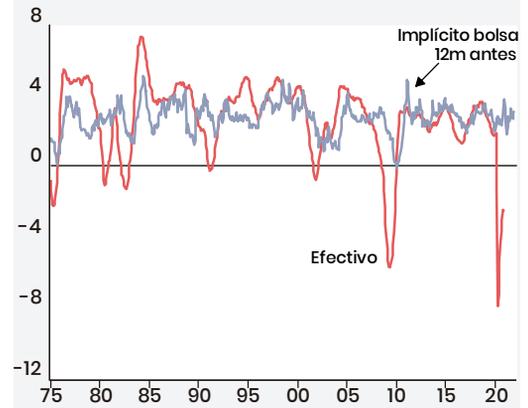
Dentro de nuestro escenario para este año, **pasos importantes que deben cumplirse tienen que ver con una reapertura relativamente exitosa de la economía y una menor percepción de riesgo**; ambas variables ayudaría a que se manifiesten en factores de mercado, como tasas base más altas y un dólar global más débil.

A la espera de esto, **recomendamos reducir la duración en la renta fija internacional, manteniendo la sobreponderación de los instrumentos corporativos en dólares, a expensas del segmento *Investment grade* estadounidense**. Esto entrega menor riesgo ante una potencial alza de tasas (en un escenario de política más restrictiva o problemas de liquidez) y expone también a un mayor devengo a través de los *spreads*, que creemos sería la principal fuente de retorno en la renta fija corporativa que esperamos para este año (retorno total 5%-7% para CEMBI Latinoamérica, en dólares).

En la parte local, mantenemos una exposición neutral al tipo de cambio, que actualmente incorpora un premio por riesgo local moderado, pero que se ubica dentro de las bandas de valor justo de nuestros modelos. Dentro de la renta fija local, **el portafolio recomendado también tiene una posición neutral entre instrumentos nominales y en UF**, en parte porque creemos que las presiones inflacionarias se mantendrían contenidas ([Correo Security 8 de enero](#)), aunque podríamos ver volatilidad en el mes a mes.

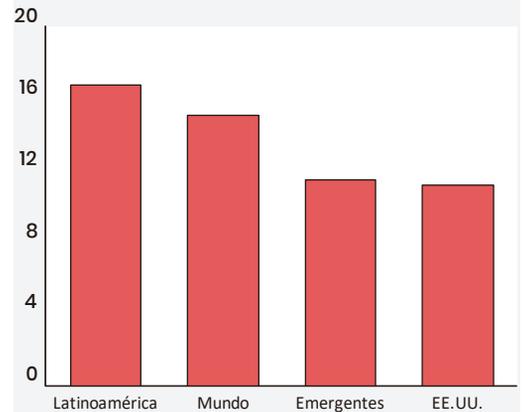
Sin embargo, **recomendamos sobreponderar los instrumentos corporativos locales los que, si bien tienen *spreads* en el rango bajo de lo que estimamos como su valor justo** (en el agregado), entregan mejor devengo que los instrumentos soberanos y **vemos riesgos acotados de alzas abruptas** ([Informe Renta Fija Local enero 2020](#)).

GRÁFICO 4: CRECIMIENTO EE.UU. Y LO IMPLÍCITO EN BOLSA 12 MESES ANTES



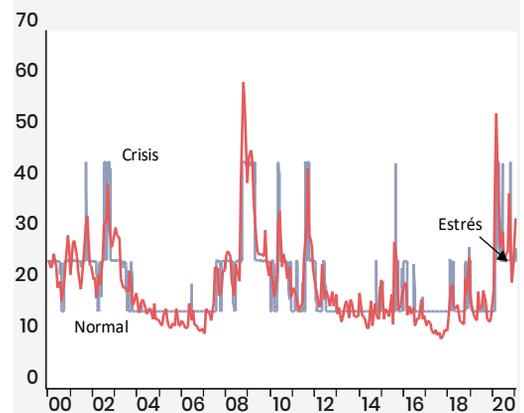
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: RETORNO ESPERADO POR BRECHA DE CRECIMIENTO (%)



Fuente: Estudios Security.

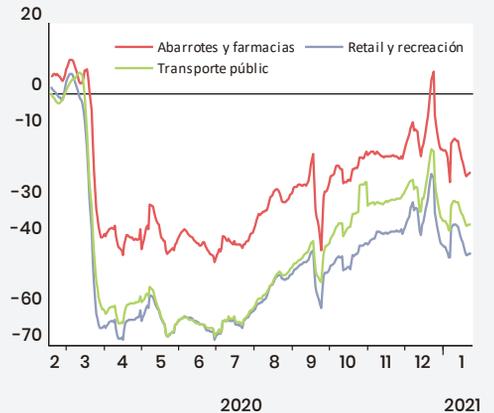
GRÁFICO 6: VIX Y REGÍMENES (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Finalmente, en la renta variable local, esperamos que los resultados del cuarto trimestre 2020 comiencen a mostrar mejoras ([Correo Security 25 de enero](#)), pero creemos que, para pensar en niveles más altos del IPSA se deberán validar en los periodos venideros, una tarea no tan fácil a la luz de la reapertura interrumpida de la economía (gráfico 7 y [Correo Security 29 de enero](#)). Las carteras siguen prefiriendo empresas ligadas al sector externo ([Carteras Accionarias Security febrero 2020](#)), mientras que en las más expuestas al sector doméstico, mantenemos preferencia por el sector bancario donde, pese a la caída en las utilidades, el crecimiento de las colocaciones y los indicadores de mora en estas mostraron mejores detalles ([Correo Security 28 de enero](#)).

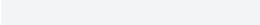
GRÁFICO 7: MOVILIDAD CHILE
(%, PRE-PANDEMIA=0)



Fuente: Google Mobility Report, Our World in data y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Febrero 2021

	Benchmark	Cartera Febrero	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%	-5	0
1 a 3 años	5%	-2.5	0
Más de 3 años	2.5%	-2.5	0
Corporativos	45%	5	0
Renta Fija Extranjera	35%	0	0
Desarrollados	20%	-5	-5
Money Market	2.5%	0	-2.5
Investment Grade	10.0%	-5	-2.5
High Yield	10.0%	0	0
Emergente	15%	5	5
Corporativos USD	10.0%	5	5
Soberanos moneda local	2.5%	0	0

	Sobreponderar
	Subponderar
	Posición neutral

Desempeño Activos: Renta variable y monedas (%)

Al 29-01-2021	2021	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	-0.5	-0.4	16.7	16.5	13.7	32.1
Desarrollados	-1.1	-0.9	16.1	15.5	12.2	32.4
EE.UU.	-1.0	-0.5	14.6	15.1	15.8	42.2
Eurozona	-2.1	-3.2	22.6	15.9	6.0	17.3
Reino Unido	-0.3	-1.4	21.9	13.1	-10.9	-6.0
Japón	-1.0	-1.0	15.9	23.0	13.5	24.6
Asia ex Japón*	0.7	-0.3	21.2	18.7	5.6	11.4
Emergentes	3.0	3.1	20.5	23.2	23.9	28.3
Asia	4.2	4.6	19.7	25.8	36.5	44.1
China	7.4	7.9	13.3	22.4	42.5	51.0
Latinoamérica	-6.8	-7.4	26.5	10.6	-18.4	-20.7
Brasil	-7.9	-8.2	28.9	5.5	-22.6	-22.5
México	-4.2	-5.8	21.6	26.0	-11.5	-8.0
Chile	-0.1	-0.4	28.3	10.7	-0.4	-31.8
EMEA**	1.1	0.6	22.4	15.1	-5.6	-6.7
Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)	-3.7	-3.8	-9.8	-13.2	-5.9	-11.9
Euro	-0.7	-1.2	4.2	10.7	9.6	6.1
Reino Unido	0.4	0.9	6.0	10.0	4.7	4.9
Japón	-1.4	-1.4	-0.1	2.1	3.7	4.6
Emergentes	5.2	4.9	29.1	70.6	13.0	37.7
Argentina	-3.7	-3.7	-10.9	-26.6	-37.1	-84.5
Brasil	-5.6	-5.6	4.8	1.2	-25.0	-38.7
Chile	-3.1	-3.1	3.5	16.7	-9.4	-7.5
Colombia	-3.1	-3.1	5.5	13.1	8.4	-9.3
México	-4.2	-4.2	8.1	11.1	-4.4	-12.1
Perú	-0.4	-0.4	-0.6	-7.0	-7.7	-8.2
China	0.6	0.7	3.4	9.7	7.8	3.9

* 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)

AI 29-01-2021	Nivel	2021	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Tasas soberanas							
EE.UU.							
2 años	0.19	-1	-1	-5	-12	-125	-248
10 años	1.14	22	20	25	50	-36	-159
Chile							
2 años	0.75	1	1	14	2	-108	-262
10 años	2.61	8	8	25	1	-54	-147
Brasil							
2 años	4.93	74	74	10	84	-10	-228
10 años	7.78	58	58	-55	-51	74	-163
México							
2 años	4.23	-5	-6	-34	-70	-237	-404
10 años	5.53	13	13	-37	-83	-111	-301
Alemania 10 años	-0.52	6	6	11	4	-10	-70
Francia 10 años	-0.28	7	7	6	-22	-13	-88
Italia 10 años	0.64	9	9	-10	-114	-29	-195
España 10 años	0.15	11	11	2	-67	-16	-122
Japón 10 años	0.05	3	3	2	8	11	5
Reino Unido 10 años	0.32	13	11	6	9	-22	-94
Spreads soberanos USD							
Emergentes	333	0	-3	-67	-237	24	-57
Latam	405	9	-1	-74	-305	21	-99
Brasil	280	19	19	-41	-158	44	41
Chile	154	-7	-5	-41	-150	-15	5
Colombia	234	13	13	-29	-167	44	33
México	389	16	4	-102	-281	70	55
Perú	139	-5	-5	-22	-129	4	-12
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes	318	-3	-3	-56	-192	3	-13
Asia	305	-4	-2	-37	-125	14	7
Europa	389	-6	-7	-77	-220	2	-71
Latam	354	3	5	-73	-293	4	-8
Investment Grade	210	-4	-2	-55	-218	-25	-38
High Yield	491	6	6	-99	-381	29	33
Brasil	401	0	3	-76	-269	32	11
Chile	237	-5	-4	-48	-257	-46	-24
Colombia	319	15	16	-80	-312	32	20
México	261	-1	1	-55	-239	0	-31
Perú	261	-11	-6	-57	-256	5	-26
HG EE.UU.	126	-2	-1	-35	-114	-8	-36
HY EE.UU.	448	5	3	-142	-400	-17	-33