



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Marzo 2021

## Riesgo desde la renta fija global se moderaría, mantenemos recomendación de preferir renta variable

### Resumen

- Tres cambios recientes aumentan los riesgos en torno a nuestro escenario base. El primero es la pausa del debilitamiento del dólar global, que creemos se explica por expectativas divergentes entre EE.UU. y Europa.
- El riesgo de que el dólar no se debilite tanto o tan rápido como esperamos está incorporando en nuestra recomendación de no tener sesgos en la renta variable, aunque seguimos sobreponderándola como clase de activo.
- También mantenemos cautela respecto al tipo de cambio local, que hoy no incorpora factores de riesgo local, los que podrían volver durante el año, aunque un entorno externo favorable podría moderarlos.
- Por otro lado, las tasas reales en EE.UU. Tuvieron un alza brusca en las últimas semanas. Esto es consistente con la expectativa de un retiro anticipado del estímulo de política monetaria no convencional y, consistente con esto, ha sido el premio por plazo el que ha subido.
- De ocurrir alzas adicionales, esperamos sean más moderadas. Mantenemos la sobreponderación de instrumentos corporativos de empresas de Latinoamérica.
- En la renta fija local, mantenemos una posición neutral en la exposición a pesos y UF, aunque dentro de este último grupo, preferimos los *spreads* corporativos.
- Finalmente, en la renta variable local, tenemos un target para el IPSA en torno a 4.700 puntos a mediano plazo. Las carteras mantienen la preferencia por papeles en el sector forestal, subponderando los *utilities*.

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

### Visiones por Clases de Activo – Marzo 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.

El impulso visto en la primera parte del año (*Portafolios Security febrero 2021*) se ha moderado, tras tres cambios en el entorno macro que, si bien no alteran nuestro escenario base de recuperación global, menor incertidumbre y un dólar más débil (*Portafolios Security diciembre 2020*), han aumentado los riesgos de que esta combinación no termine dándose con tanta fuerza.

El primero es la pausa que ha tomado el debilitamiento del dólar global (gráfico 1). El euro ha estado estable en los últimos meses, al igual que el yuan, mientras las monedas en Latinoamérica se han depreciado. Una de las explicaciones detrás de esto tiene que ver con que las perspectivas para EE.UU. han ido mejorando sostenidamente, de la mano de mayor estímulo fiscal y menos restricciones a la movilidad que en otros países; al mismo tiempo, en Europa han empeorado por, en parte, la ausencia de anuncios fiscales, mayor imposición de restricciones y un avance mucho más lento en el proceso de vacunación.

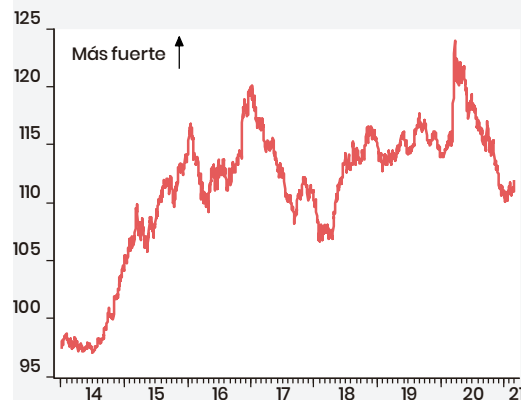
La mantención de esta tendencia supone un riesgo. Si bien el dólar tiende a ser un activo refugio (como en el primer trimestre de 2020), que EE.UU. tenga mucho mejor desempeño que el resto también está asociado con una moneda más fuerte. Eso da pie a una "sonrisa" en la relación del desempeño relativo entre EE.UU. y el resto del mundo y el grado de fortaleza del dólar (gráfico 2).

Un dólar que se debilita menos de lo que esperábamos juega en contra de una visión favorable a los activos en emergentes. Este es un riesgo que se ha acrecentado, pero que desde hace algunos meses justifica nuestra recomendación de no tener sesgos en la renta variable, aunque seguimos sobreponderándola como clase de activo.

Los otros dos cambios tienen que ver con el alza que han mostrado las tasas de interés a nivel global, aunque más que el movimiento en sí, son los detalles lo que importan. A diferencia de buena parte del año pasado y comienzos de este, mayores tasas de largo plazo en EE.UU. (y otros desarrollados también) se dieron por el aumento en la tasa real y no mayores expectativas de inflación (gráfico 3).

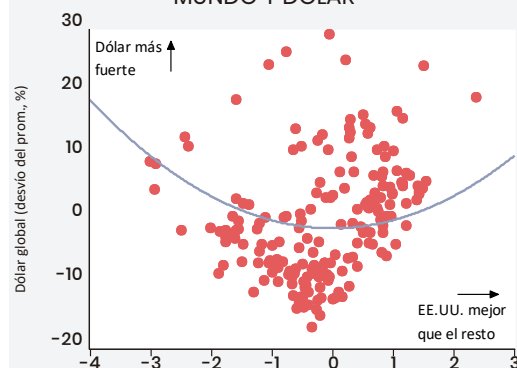
El alza en este último factor en 2020 estuvo asociada a la recuperación global y en línea con el buen desempeño de los activos de riesgo. Sin embargo, mayores tasas reales están asociadas con expectativas de política (monetaria, en particular) más restrictiva, que a su vez respondería a las mejores perspectivas de recuperación, adelantando el comienzo del retiro del estímulo por parte de la Fed. De mantenerse el escenario actual, esperamos algún tipo de anuncio de moderación en el ritmo de compras de activos hacia fin de año, para comenzar a reducir las en la primera parte de 2022.

GRÁFICO 1: DÓLAR GLOBAL



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: DESEMPEÑO EE.UU.-RESTO DEL MUNDO Y DÓLAR

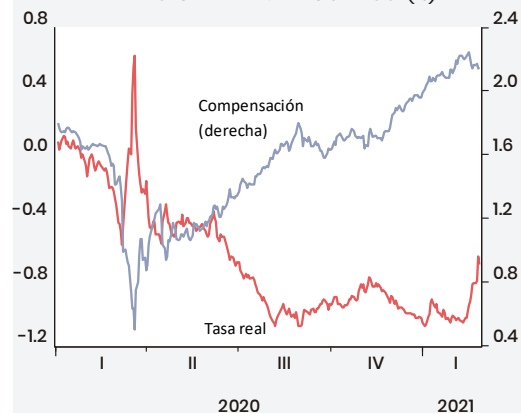


Diferencia tasas de largo plazo (ptos. porc.)

Fuente: Fed, OCDE y Estudios Security.

Nota: Diferencial de tasas es EE.UU. contra el promedio de otros desarrollados.

GRÁFICO 3: TASA REAL Y COMPENSACIÓN INFLACIONARIA 10 AÑOS EE.UU. (%)



Fuente: Fed y Estudios Security.

Las tasas reales también sube por alzas en la tasa de política, pero no esperamos que estas se muevan por varios años en el caso de EE.UU. En su últimas proyecciones (de diciembre), la mediana de los consejeros de la Fed anticipaba que al menos la mantendrían en su rango actual hasta 2023. Las mejores perspectivas desde entonces podrían adelantarlos un poco, pero no demasiado.

Algo similar muestran los precios de mercado, lo que se relaciona con el tercer cambio del último tiempo; **no ha sido la expectativa de TPM la que se ha movido, sino el componente de premio por plazo** (gráfico 4) que incluye, entre otras cosas, un mayor de riesgo de inflación.

A diferencia de los últimos años, **el panorama inflacionario se ha vuelto más incierto, ya que aún es difícil estimar el impacto de la pandemia** sobre los patrones de consumo de las personas, así como tampoco es posible ver los posibles daños permanentes a la capacidad productiva. Ambos factores hacen más incierta la evolución de los precios, lo que tiene asociada cambios en la compensación exigida a los bonos de mayores plazos (gráfico 5).

En el agregado, **los niveles actuales de la tasa de diez años en EE.UU. están en el rango alto lo que a fines de 2020 estimábamos sería el cierre este año por lo que, aunque quedaría espacio para algún alza adicional, estas serían más moderadas.** La normalización de las tasas era esperable (el promedio de los 5 años previo a la pandemia era 2,25%), pero **la velocidad con que suban, especialmente las tasas reales, puede tener consecuencias importantes.**

Las bolsas emergentes muestran una respuesta no lineal, cayendo fuerte cuando la tasa real sube mucho en poco tiempo (gráfico 6). En términos generales, **mayores tasas reales afectan adversamente las condiciones financieras, que se relacionan negativamente con la actividad y con bolsas, *spreads* de riesgo y monedas emergentes.**

Buscando acomodar estos factores, seguimos recomendando tomar riesgo en la renta fija a través de *spreads* y no duración, **manteniendo la preferencia por instrumentos corporativos de empresas de Latinoamérica, subponderando el segmento *Investment Grade* estadounidense.**

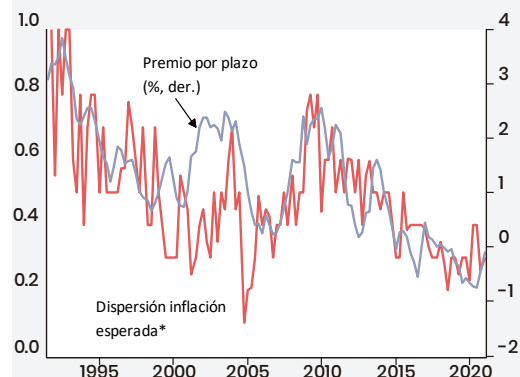
**Menor certeza respecto al dólar global, junto al buen desempeño del cobre también nos llevan a mantener una posición neutral respecto al tipo de cambio y recomendar cautela.** Actualmente el valor del peso está en línea con modelos de corto plazo, pero creemos no incorpora riesgos fiscales, ni los asociados al proceso constituyente. Estos pueden volver cuando se acerquen las fechas importantes, aunque un entorno externo favorable podría moderarlos.

GRÁFICO 4: PREMIO POR PLAZO 10 AÑOS  
EE.UU. (%)



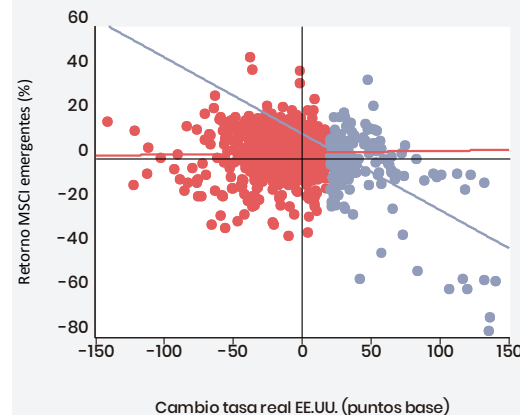
Fuente: FRBNY y Estudios Security.

GRÁFICO 5: INCERTIDUMBRE INFLACIÓN Y  
PREMIO POR PLAZO



Fuente: Fed Filadelfia, FRBNY, Estudios Security. \*Dispersión inflación es el rango inter-cuartil de las proyecciones de IPC a 10 años en encuesta de economistas.

GRÁFICO 6: TASAS REALES Y BOLSAS  
EMERGENTES



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

En la renta fija local, tras la sorpresa en la inflación de enero (*Correo Security 8 de febrero*), se han ido validando registros altos para los próximos meses, tanto por factores estacionales como posibles cambios en patrones de consumo. Sin embargo, **estos estarían mayormente incorporados en las tasas de interés, con compensaciones inflacionarias que se ubican en línea con la meta del Banco Central** (gráfico 7). **Mantenemos una posición neutral entre instrumentos nominales y reajustables, evitando exponerse a plazos más largos.**

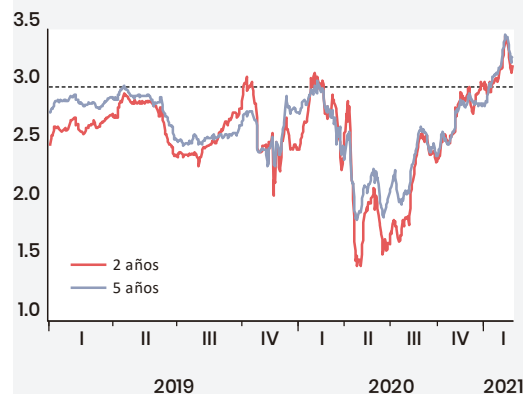
Mantenemos también la preferencia por los *spreads* corporativos locales. Si bien a nivel agregado están en niveles bajos en términos históricos, no vemos un gatillante inmediato para una reversión y hay espacio aún en papeles de peores clasificaciones (*Correo Security 26 de febrero*), por lo que creemos posible ganar el devengo extra al preferirlos respecto a las bases en UF. **La apuesta es relativamente neutral en términos de moneda (UF) y recomendamos hacerla sin tomar grandes sesgos en duración.**

Finalmente, en la renta variable local nuestras expectativas de crecimiento del EBITDA podrían ubicarse por sobre nuestras estimaciones (*Correo Security 25 de enero*), aunque resta un grupo importante de empresas por publicar. Sin embargo, esto no cambia de manera significativa nuestras expectativas para 2021 y mantenemos un target de IPSA en torno a 4.700 puntos a mediano plazo.

Mantenemos la sobreponderación de empresas ligadas a materias primas (*Carteras Accionarias Security marzo 2020*), en particular el sector forestal, que esperamos siga beneficiándose de la recuperación global y, particularmente, de la reactivación de la demanda interna en China. En el sector minero, las valorizaciones actuales de SQM-B y CAP dejan un espacio más acotado.

En papeles ligados a demanda interna, mantenemos la **preferencia por Banco Santander y BCI**, para capturar la recuperación más rápida (relativo al consenso de mercado) que esperamos para este año (*Correo Security 1 de marzo*). **Subponderamos el sector utilities, considerando que un periodo de recuperación de la actividad**, de la mano también de incertidumbre regulatoria.



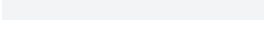
GRÁFICO 7: COMPENSACIÓN  
INFLACIONARIA CHILE (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

## Visión Activos Estudios Security Marzo 2021

	Benchmark	Cartera Marzo	Cartera anterior
Renta Variable	40%	10	10
Renta Fija	60%	-10	-10
<b>Renta Variable Extranjera</b>	<b>80%</b>	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
<b>Renta Variable Nacional</b>	<b>20%</b>	0	0
<b>Renta Fija Nacional</b>	<b>65%</b>	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	-5
1 a 3 años	5%	-2.5	-2.5
Más de 3 años	2.5%	-2.5	-2.5
Corporativos	45%	5	5
<b>Renta Fija Extranjera</b>	<b>35%</b>	0	0
Desarrollados	20%	-5	-5
Money Market	2.5%	0	0
Investment Grade	10.0%	-5	-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 26-02-2021	2021	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Renta variable (% en dólares)</b>						
<b>Mundo</b>	1.7	0.7	5.4	12.1	25.9	30.0
<b>Desarrollados</b>	1.4	1.2	4.8	11.0	25.2	30.3
EE.UU.	1.4	1.6	5.0	9.8	30.7	39.6
Eurozona	0.9	2.0	4.1	13.4	16.8	17.7
Reino Unido	2.8	0.4	6.6	13.7	1.6	-7.1
Japón	0.4	-2.2	2.5	16.0	23.7	22.8
Asia ex Japón*	3.3	-0.4	6.7	15.8	13.4	9.5
<b>Emergentes</b>	3.7	-2.3	8.8	19.4	29.9	26.2
Asia	5.2	-2.7	9.9	21.1	39.6	40.5
China	6.3	-3.9	6.1	13.1	37.9	41.4
Latinoamérica	-9.7	-5.2	-1.1	10.8	-8.8	-23.0
Brasil	-13.9	-8.2	-5.0	4.7	-14.5	-27.0
México	-4.0	-3.0	2.1	22.2	-1.2	-6.4
Chile	7.9	5.2	18.0	28.3	17.5	-27.8
EMEA**	2.9	1.6	7.6	13.8	6.0	-3.9
<b>Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)</b>						
<b>Desarrollados (DXY)</b>	-1.0	-0.3	1.0	7.4	8.1	5.6
Euro	-0.8	0.4	1.6	8.6	10.0	6.4
Reino Unido	2.2	2.0	4.7	11.3	8.2	4.7
Japón	-3.2	-2.3	-2.4	0.9	3.2	4.0
<b>Emergentes</b>	0.2	0.1	-1.3	-8.3	-5.4	-3.9
Argentina	-6.5	-3.1	-10.3	-26.9	-36.9	-83.9
Brasil	-7.6	-3.6	-4.7	-3.4	-22.2	-40.5
Chile	-5.1	-3.2	-4.2	5.3	-8.6	-8.7
Colombia	-2.2	1.9	5.7	9.1	11.6	-10.9
México	-6.4	-1.1	-1.1	2.0	-4.0	-17.2
Perú	-0.7	-0.1	-1.3	-6.5	-6.0	-10.2
China	0.6	0.1	1.6	9.9	8.2	3.3

\* 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 26-02-2021	Nivel	2021	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Tasas soberanas</b>							
<b>EE.UU.</b>							
2 años	0.25	5	5	0	0	-89	-234
10 años	1.51	59	46	67	86	27	-118
<b>Chile</b>							
2 años	1.17	43	45	32	57	-59	-216
10 años	3.11	59	56	45	102	-7	-97
<b>Brasil</b>							
2 años	5.79	160	64	97	216	103	-142
10 años	8.53	133	56	28	81	152	-69
<b>México</b>							
2 años	4.52	24	30	8	-33	-201	-363
10 años	6.30	91	85	71	23	-37	-205
Alemania 10 años	-0.26	32	29	33	14	29	-42
Francia 10 años	-0.01	34	30	33	2	24	-57
Italia 10 años	0.79	24	15	20	-67	-29	-215
España 10 años	0.42	37	29	36	-15	10	-86
Japón 10 años	0.16	14	13	14	16	27	19
Reino Unido 10 años	0.81	63	55	52	58	37	-47
<b>Spreads soberanos USD</b>							
<b>Emergentes (EMBIG)</b>							
Latam	415	20	-4	-25	-174	-4	-79
Brasil	288	27	-2	8	-112	40	52
Chile	162	1	1	-15	-88	-26	26
Colombia	252	31	12	10	-59	41	58
México	384	10	-17	-52	-160	31	59
Perú	177	33	33	8	-29	22	36
<b>Spreads corporativos USD (puntos base)</b>							
<b>Emergentes (CEMBI)</b>							
Asia	290	-18	-15	-38	-110	-12	3
Europa	369	-26	-27	-43	-144	-58	-77
Latam	349	-2	-9	-32	-209	-30	1
Investment Grade	205	-9	-8	-32	-169	-47	-29
High Yield	479	-6	-22	-44	-274	-24	34
Brasil	405	4	-6	-22	-201	-2	33
Chile	226	-16	-8	-40	-171	-71	-20
Colombia	295	-9	-25	-46	-207	-23	15
México	260	-2	-1	-26	-164	-18	-21
Perú	228	-44	-36	-70	-224	-60	-43
HG EE.UU.	124	-4	-3	-15	-89	-27	-31
HY EE.UU.	431	-13	-19	-66	-287	-118	-8

Fuente: Bloomberg y Estudios Security