



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Abril 2021

## Esperamos que crecimiento y no riesgo de tasas, apoyen mejor desempeño de activos de riesgo

### Resumen

- El desempeño de los activos a nivel global ha estado más o menos en línea con lo que esperábamos para este año. Las bolsas han tenido mejor desempeño que la renta fija, aunque han sido los mercados desarrollados, EE.UU. en particular, quienes han llevado la delantera.
- Hay dos elementos que han sido diferentes a lo que esperábamos: el dólar se ha fortalecido y las tasas largas subieron más rápido de lo que anticipábamos. Los mercados emergentes son particularmente sensibles a ambos.
- Esperamos mayor estabilidad en las tasas de largo plazo y mantenemos la recomendación de sobreponderar la renta variable en un portafolio diversificado. También creemos que los activos más sensibles a las tasas se recuperarán. Por eso preferimos sobreponderar Asia emergente dentro de la renta variable.
- El tipo de cambio local ha mostrado volatilidad y creemos que esta seguiría, por lo que recomendamos mantener una posición neutral, aunque vemos riesgo a que el dólar global mantenga su buen desempeño en el corto plazo.
- En la renta fija internacional, seguimos prefiriendo el riesgo a través de *spreads*, pero reducimos la sobreponderación de los instrumentos corporativos en dólares de empresas Latinoamericanas, llevándola al segmento *High Yield* en EE.UU. En la renta fija local, también seguimos prefiriendo los instrumentos corporativos.
- Finalmente, en la bolsa local mantenemos la exposición a sectores ligados a la demanda externa donde vemos espacio para mejoras adicionales, como la celulosa. También modificamos la composición del sector bancario en la cartera, aumentamos la exposición al sector *retail* y reducimos la del sector eléctrico.

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

### Visiones por Clases de Activo – Abril 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.

Con el primer cuarto del año atrás, el desempeño de los activos a nivel global ha estado más o menos en línea con lo que esperábamos para este año (*Portafolios Security diciembre 2020*). Las bolsas han tenido mejor desempeño que la renta fija (ver páginas 7 y 8), aunque han sido los mercados desarrollados, EE.UU. en particular, quienes han llevado la delantera y no los emergentes.

Detrás de esto hay dos elementos que han sido diferentes a lo que esperábamos: **el dólar se ha fortalecido** en lo que va del año (lo que veíamos como un riesgo, *Portafolios Security enero 2021*) y **las tasas de largo plazo subieron más rápido de lo que anticipábamos** (también esperábamos alzas, aunque graduales), con un mayor componente de tasas reales que en trimestres anteriores. **Los mercados emergentes son muy sensibles a ambos** (*Portafolios Security marzo 2020*).

En lo que resta del año, **esperamos mayor estabilidad en las tasas de largo plazo** (gráfico 1), con lo que el crecimiento global volvería a ser lo más relevante para el desempeño de los activos, ayudando a que aquellos más sensibles a este tengan mejor desempeño. Por esto, **mantenemos la recomendación de sobreponderar la renta variable dentro de un portafolio diversificado**.

**Tasas más estables también llevarían a que los activos sensibles a estas dejen de estar castigados**. Dentro de la renta variable, en los últimos meses **ha destacado el caso de Asia emergente**, región con alta sensibilidad a mayores tasas (gráfico 2).

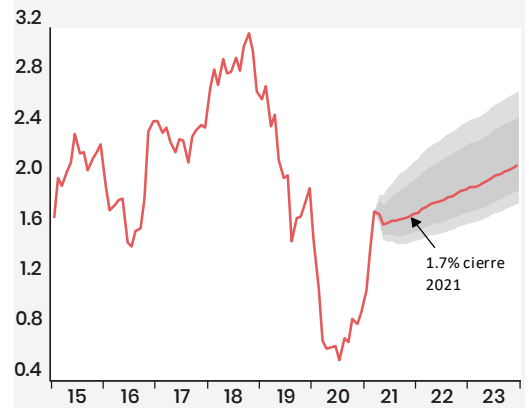
La duración en las acciones funciona de manera similar a la renta fija. El precio refleja el flujo de ganancias a futuro descontadas a una tasa. Cuando las ganancias se esperan mucho más adelante (por ejemplo en empresas nuevas o del sector tecnológico), un cambio en la tasa de descuento genera un cambio mayor en el precio. Aunque es difícil aterrizar una medida de esta sensibilidad a nivel de índices, existen algunas formas, como la del gráfico 2 (ver anexo para detalles).

La brusca alza que experimentaron las tasas en EE.UU. desde mediados de febrero ayudó a que el buen desempeño de Asia emergente se revirtiera (gráfico 3), aunque en lo más reciente las caídas fueron complementadas por las sanciones impuestas por la Unión Europea.

**Nuestro escenario base de tasas más estables y mayor crecimiento ayudaría a que lo que vemos como castigo excesivo, se revierta. Por eso recomendamos sobreponderar Asia emergente**, en buena parte porque vemos mayor brecha entre el retorno acumulado en lo que va del año y lo que esperamos para 2021 como un todo.

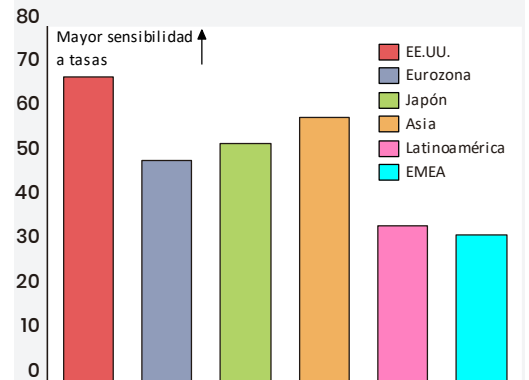
Sin embargo, **en el corto plazo debiéramos ver un mejor desempeño en la recuperación de EE.UU.** que las otras economías desarrolladas (gráfico 4), lo que podría seguir poniendo presión al dólar global, por lo que seguimos manteniendo posiciones neutrales en otros emergentes.

GRÁFICO 1: TASA 10 AÑOS EE.UU. (%)



Fuente: FRED y Estudios Security.

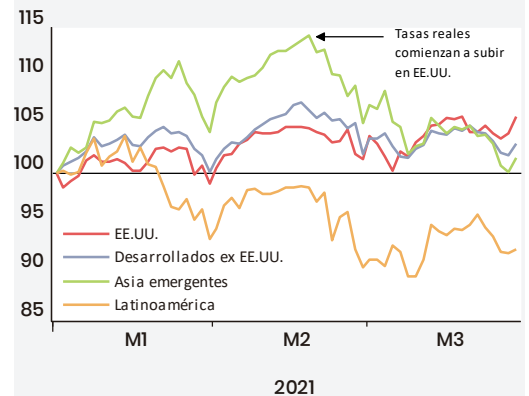
GRÁFICO 2: SENSIBILIDAD A TASAS DE INTERÉS (AÑOS)\*



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

\* Ver anexo para detalles.

GRÁFICO 3: DESEMPEÑO ÍNDICES RENTA VARIABLE (1 ENE=100)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

En este contexto, el tipo de cambio local ha seguido mostrando volatilidad y creemos que esta se mantendría, por lo que recomendamos mantener una posición neutral (que se manifiesta en el balance entre renta fija internacional y local) y tener cautela en cuanto a apuestas directas. Mantenemos la expectativa de un cierre de año en un nivel cercano al actual (\$720 por dólar), pero que podría seguir mostrando una volatilidad mayor a la usual (la que solo fue más alta durante la crisis financiera de 2008-2009, gráfico 4).

Las mayores tasas también han afectado el desempeño de la renta fija. A su vez, esta es menos sensible al crecimiento, especialmente por los niveles bajos en las que ya se encuentran los *spreads* de riesgo (gráfico 5). Por esto, recomendamos recortar algo la duración, llevándola a bajo el *benchmark*.

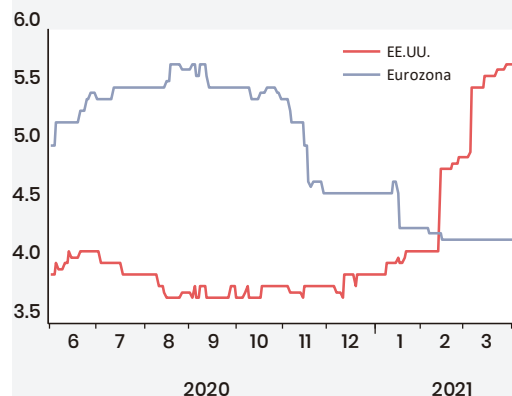
Seguimos prefiriendo tomar riesgo a través de *spreads*, pero reducimos la sobreponderación de los instrumentos corporativos en dólares de empresas Latinoamericanas, llevando esa porción al segmento *High Yield* en EE.UU., que tiene menor duración y niveles similares de *spread*. Además, permite estar algo menos expuesto a los riesgos en Brasil los que, aunque no esperamos descarrilen la recuperación, pueden seguir reflejándose en un castigo en los activos (*Correo Security 25 de marzo*).

En la renta fija local la estrategia es similar y mantenemos la preferencia por los *spreads* corporativos por sobre las tasas soberanas en UF. En el balance entre monedas, en el corto plazo veríamos registros inflacionarios mayores, pero no esperamos presiones de precios sostenidas (*Correo Security 17 de marzo*). Por esto, mantenemos el balance entre instrumentos nominales y en UF, con una duración en torno al *benchmark*.

Finalmente, en la renta variable local (*Carteras Accionarias Security abril 2021*), tras la sorpresa de los resultados del último trimestre de 2020, tanto respecto a nuestras expectativas como para el consenso de mercado, mantenemos la exposición a sectores ligados a la demanda externa donde vemos espacio para mejoras adicionales en precios (principalmente celulosa, *Informe Exportaciones marzo*), modificamos la composición del sector bancario en la cartera, introduciendo Banco de Chile, que muestra mayor espacio para revalorización, en lugar de BCI.

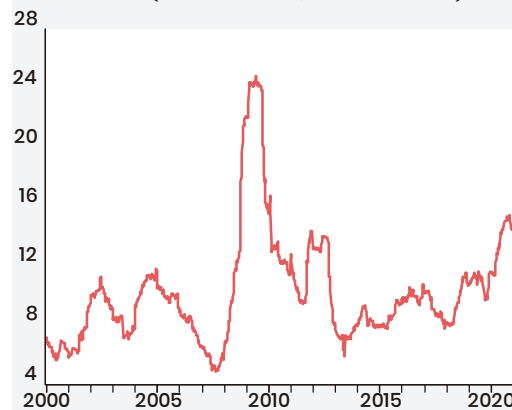
También aumentamos la exposición al sector *retail*, de la mano de las mejoras que esperamos en márgenes (*Visión 2021 Sector Retail*), mientras que reducimos la ponderación en el sector eléctrico, en buena parte por el buen desempeño mostrado por Colbún.

GRÁFICO 4: CONSENSO CRECIMIENTO 2021 (%)



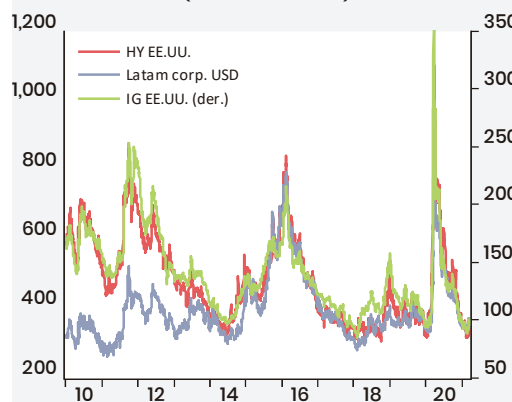
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: VOLATILIDAD TIPO DE CAMBIO LOCAL (1 AÑO MÓVIL, ANUALIZADO)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.



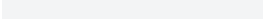
Gráfico 6: SPREAD RENTA FIJA EN USD (PUNTOS BASE)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

## Visión Activos Estudios Security Abril 2021

	Benchmark	Cartera Abril	Cartera anterior
Renta Variable	40%	10	10
Renta Fija	60%	-10	-10
<b>Renta Variable Extranjera</b>	<b>80%</b>	0	0
Desarrollados	48%	-5	0
EE.UU.	28%	0	0
Europa	12%	0	0
Japón	8%	-5	0
Emergentes	32%	5	0
Asia Emergente	21%	5	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%	-2.5	-5
Money Market	2.5%	0	0
Investment Grade	10%	-5	-5
High Yield	10%	2.5	0
Emergente	15%	2.5	5
Corporativos USD	10%	2.5	5
Soberanos moneda local	2.5%	0	0

	Sobreponderar
	Subponderar
	Posición neutral

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

Al 02-04-2021	2021	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Renta variable (% en dólares)</b>						
<b>Mundo</b>	5.4	2.8	5.4	20.7	57.9	31.7
<b>Desarrollados</b>	5.6	3.7	5.6	20.3	57.6	32.6
EE.UU.	6.4	5.0	6.4	20.3	62.5	42.5
Eurozona	5.4	2.7	5.5	23.4	59.6	19.0
Reino Unido	5.6	-0.2	5.6	21.7	34.9	-7.3
Japón	1.7	-0.3	1.7	18.0	45.8	25.0
Asia ex Japón*	4.1	-1.7	4.1	24.7	50.2	7.4
<b>Emergentes</b>	3.6	-2.9	3.6	23.7	59.6	23.9
Asia	4.0	-4.1	3.9	23.3	62.6	35.0
China	2.2	-6.5	2.2	14.1	46.1	30.5
Latinoamérica	-7.0	2.8	-7.0	25.5	48.6	-17.5
Brasil	-12.7	3.2	-12.7	20.0	42.9	-21.6
México	4.7	4.7	4.7	37.1	64.1	2.1
Chile	16.3	3.2	16.3	48.0	60.3	-17.3
EMEA**	8.3	2.4	8.3	25.4	47.5	0.5
<b>Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)</b>						
<b>Desarrollados (DXY)</b>	-3.4	-2.3	-3.4	3.9	7.4	4.3
Euro	-4.0	-2.6	-4.0	3.8	7.9	4.6
Reino Unido	1.1	-1.1	1.1	10.0	11.1	4.9
Japón	-6.9	-3.3	-6.9	-2.9	-2.4	0.8
<b>Emergentes</b>	1.2	1.1	1.2	-5.8	-8.6	-2.9
Argentina	-8.9	-1.9	-8.9	-26.2	-35.2	-76.4
Brasil	-9.7	0.8	-9.7	-6.4	-8.0	-38.7
Chile	-2.1	3.0	-2.1	9.6	18.2	-5.6
Colombia	-0.8	2.0	-0.8	11.2	18.1	-7.1
México	-6.8	0.5	-6.8	-0.7	9.8	-15.9
Perú	-3.4	-2.0	-3.4	-5.6	-8.5	-12.9
China	-1.1	-1.6	-1.1	6.7	7.9	2.0

\* 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 02-04-2021	Nivel	2021	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Tasas soberanas</b>							
<b>EE.UU.</b>							
2 años	0.32	12	9	12	10	-14	-213
10 años	1.76	84	23	84	111	108	-74
<b>Chile</b>							
2 años	1.48	74	33	74	98	62	-167
10 años	3.36	84	21	84	132	62	-50
<b>Brasil</b>							
2 años	6.83	264	60	263	334	242	-39
10 años	9.27	206	22	206	216	92	12
<b>México</b>							
2 años	5.16	88	67	88	78	-42	-289
10 años	6.89	150	69	150	130	-4	-123
<b>Alemania 10 años</b>	-0.33	25	-3	25	10	10	-33
<b>Francia 10 años</b>	-0.08	27	-3	27	4	-14	-47
<b>Italia 10 años</b>	0.67	12	-11	12	-63	-84	-203
<b>España 10 años</b>	0.31	26	-7	26	-12	-40	-83
<b>Japón 10 años</b>	0.12	10	0	10	8	13	17
<b>Reino Unido 10 años</b>	0.79	61	2	61	59	46	-28
<b>Spreads soberanos USD</b>							
<b>Emergentes (EMBIG)</b>	331	-1	-2	-1	-102	-270	-37
<b>Latam</b>	396	0	-15	0	-146	-349	-90
Brasil	281	21	-14	21	-94	-154	31
Chile	139	-22	-19	-22	-93	-203	-4
Colombia	226	5	-15	5	-74	-193	34
México	359	-14	-10	-14	-164	-334	49
Perú	163	18	-15	18	-30	-138	29
<b>Spreads corporativos USD (puntos base)</b>							
<b>Emergentes (CEMBI)</b>	303	-18	-2	-18	-119	-245	-17
<b>Asia</b>	286	-23	-5	-23	-88	-147	3
<b>Europa</b>	398	4	31	4	-97	-324	-81
<b>Latam</b>	348	-4	-4	-4	-166	-354	-8
Investment Grade	199	-15	-4	-15	-140	-283	-32
High Yield	481	-4	-3	-4	-210	-455	16
Brasil	407	5	-2	5	-157	-306	23
Chile	221	-21	-6	-21	-146	-390	-29
Colombia	295	-10	1	-10	-170	-402	23
México	250	-12	-8	-12	-141	-285	-26
Perú	231	-40	3	-40	-181	-396	-24
<b>HG EE.UU.</b>	115	-12	-6	-12	-59	-184	-33
<b>HY EE.UU.</b>	397	-47	-20	-47	-290	-592	-36

Fuente: Bloomberg y Estudios Security

## Anexo: Medidas de sensibilidad renta variable a cambios tasas

Usando un modelo de dividendos descontados ([Gordon, 1959](#)), el precio de una acción está dado por:

$$P = \frac{D_0(1 + g)}{k - g}$$

Donde P es el precio, D es el dividendo, k es la tasa de descuento y g la tasa de crecimiento de los dividendos. Tomando logaritmo:

$$\ln P = \ln[D_0(1 + g)] - \ln[k - g]$$

La duración, o sensibilidad a los cambios en la tasa de descuento pueden expresarse como

$$\frac{\partial \ln P}{\partial k} = -\frac{1}{k - g}$$

Por otro lado, el *dividend yield* está definido como

$$\frac{D_0}{P} = dy$$

Reemplazando en la primera ecuación

$$\frac{k - g}{(1 + g)} = dy$$

$$k \approx dy + g$$

Y usando esta expresión en la derivada

$$\frac{-\partial \ln P}{\partial k} = \frac{1}{(dy + g) - g}$$

$$\frac{-\partial \ln P}{\partial k} = \frac{1}{dy}$$