



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Mayo 2021

Crecimiento seguiría apoyando desempeño de activos de riesgo, aunque esperamos rotación desde EE.UU. a Europa

Resumen

- Abril fue favorable para la toma de riesgo, en parte por tendencias que esperamos sigan, como mejoras en expectativas de actividad global y tasas de largo plazo más estables. Por otro lado, a diferencia de nuestro escenario de corto plazo, el dólar global se ha debilitado, aunque sin llevar a un desempeño superior para mercados emergentes.
- Mantenemos la expectativa de una recuperación adicional en el crecimiento global, por lo que seguimos recomendando sobreponderar la renta variable dentro de un portafolio diversificado. Dentro de esta, preferimos Asia emergente, al que sumamos la Eurozona, en desmedro de Japón y Latinoamérica.
- En la renta fija internacional, recomendamos la exposición al riesgo a través de instrumentos corporativos en dólares de empresas latinoamericanas, junto al segmento *High Yield* estadounidense, en desmedro de la parte *Investment Grade*.
- Seguimos esperando que el peso termine el año en un nivel de \$720, aunque recomendamos cautela. En el contexto de mayor percepción de riesgo local, mantenemos la preferencia por los *spreads* corporativos sobre las tasas en UF, aunque sin un sesgo entre estas y sus pares nominales, ni de duración.
- Finalmente, en la bolsa local mantenemos la apuesta por capturar el buen impulso externo y la liquidez de los hogares.

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

Visiones por Clases de Activo – Mayo 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 mes de abril fue favorable para la toma de riesgo, con un retorno a nivel global de 6% (ver Apéndice para desempeño de activos). **Detrás de esto están varias de las tendencias que esperamos sigan dándose, como las mejoras en expectativas de actividad a nivel global (gráfico 1) y tasas de largo plazo más estables (especialmente el componente real, asociado a política monetaria, gráfico 2).**

Por otro lado, y a diferencia de uno de los riesgos en nuestro escenario de corto plazo (*Portafolios Security abril 2021*), el dólar global se ha debilitado, apoyando el desempeño de las bolsas, aunque no uno superior para mercados emergentes; de hecho, EE.UU. sigue siendo el gran líder entre las principales bolsas en el mes y lo que va del año.

Mantenemos la expectativa de una recuperación adicional en el crecimiento global, por lo que seguimos recomendando sobreponderar la renta variable dentro de un portafolio diversificado.

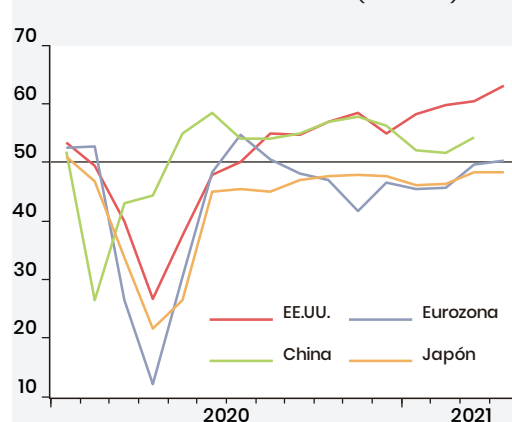
Las primeras cifras de actividad del primer trimestre confirmaron el liderazgo de EE.UU. en lo que va del año. Sin embargo, tanto México como la Eurozona mostraron caídas menos pronunciadas de lo anticipado por el consenso. Esperamos que esta última región tome protagonismo, en parte porque seguiría acelerando sus campañas de vacunación (gráfico 3), permitiendo una reapertura más sostenida. Ante esto, recomendamos sobreponderarla dentro de la renta variable, sumándose al sesgo favorable que tenemos en Asia emergente.

La preferencia por la Eurozona viene por su carácter cíclico dentro de los desarrollados (gráfico 4), que esperamos se refleje en buen desempeño en un contexto donde las mejores expectativas de crecimiento seguirían siendo el principal factor detrás del desempeño de los activos de riesgo (*Correo Security 3 de mayo*). Por otro lado, vemos espacio todavía en Asia emergente, que debiera capturar la mejora en el ciclo, sin tener en contra alzas bruscas en las tasas como las que vimos en la segunda mitad de febrero (*Portafolios Security marzo 2021*).

La contraparte de estos sesgos es que mantenemos la recomendación de subponderar Japón, a lo que sumamos Latinoamérica. Para esta región, esperamos que el impulso externo siga siendo favorable, pero el mal desempeño en el control del virus, campañas de vacunación que van más lento (con la excepción de Chile) y riesgos fiscales y políticos mantendrán el premio por riesgo alto (*Correo Security 19 de abril*).

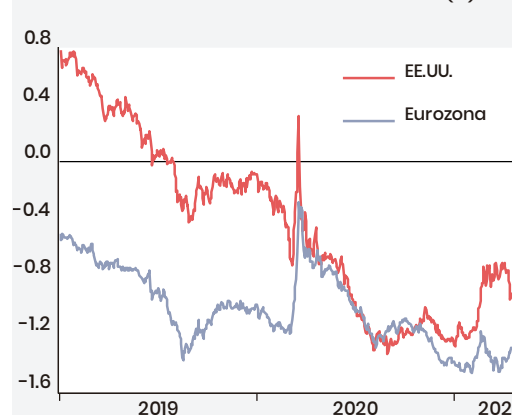
Seguimos prefiriendo la exposición al riesgo en Latinoamérica a través de instrumentos de renta fija corporativa denominados en dólares, que sobreponderamos junto al segmento High Yield estadounidense, en desmedro de la parte Investment Grade.

GRÁFICO 1: PMI SERVICIOS (PUNTOS)



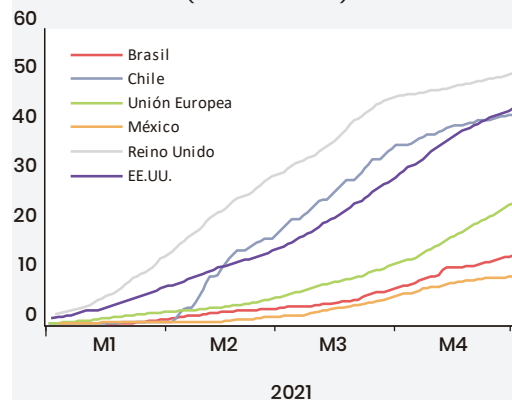
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: TASAS REALES 10 AÑOS (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: PERSONAS VACUNADAS (% POBLACIÓN)



Fuente: Our World in Data y Estudios Security.

Los activos locales han seguido transado con mayor volatilidad. Aunque la economía se ha mostrado resiliente, a pesar del cierre de marzo y abril (*Correo Security 3 de mayo*), el anuncio y aprobación del tercer retiro de fondos de las AFP (que ahora sumará rentas vitalicias) se plasmó en mayor percepción de riesgo, especialmente en la curva soberana (gráfico 5), activo que podría sufrir por las posibles ventas de los fondos de pensiones y compañías de seguros.

En la renta fija, mantenemos la preferencia por los *spreads* corporativos por sobre las tasas soberanas en UF porque, aunque no vemos mucho espacio para una compresión adicional (*Informe Renta Fija Local abril 2021*), tienen todavía algún margen para acomodar el riesgo de mayores tasas base y un mejor devengo en escenarios más calmos. Seguimos sin tomar sesgos en términos de duración ni entre tasas nominales y en UF.

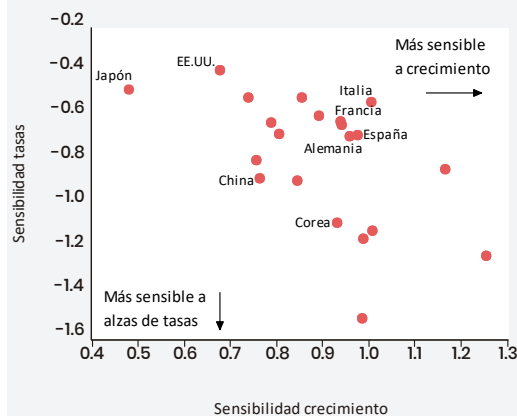
El tipo de cambio sigue alineado con modelos que incorporan métricas de riesgo local (político y fiscal), aunque no ha logrado apreciarse mucho más, a pesar del gran impulso externo que ha recibido la economía (con un precio del cobre que cerró abril cerca de sus máximos de diez años, gráfico 6). Seguimos esperando que el peso termine el año en un nivel más débil, \$720 por dólar aunque, dada la volatilidad que hemos visto y la sensibilidad a noticias de naturaleza transitoria, seguimos recomendando cautela.

Finalmente, en la bolsa local el cierre del mes deshizo gran parte del buen desempeño previo, gracias a las noticias en torno al retiro de fondos de pensiones y las propuestas de cambios tributarios, y a pesar de mejores noticias en la actividad. Esperamos que, de darse un giro hacia un mayor orden en la discusión de política (reapertura y tributaria) podríamos ver una recuperación a nivel agregado.

Las carteras siguen posicionadas para capturar el impulso externo (*Carteras Accionarias Security mayo 2020*). También creemos que, a pesar de la mayor incertidumbre, el principal resultado de las medidas aplicadas en los últimos meses es mayor liquidez de los hogares, por lo que mantenemos la apuesta por consumo masivo y posiciones neutrales en los sectores bancario, *retail* y minero.

Los cambios recomendados incluyen sustituir BCI por Chile y Cencosud por Falabella; retomar la posición en CAP, reducir la exposición en Enelam hasta una a neutral y levemente la apuesta en CMPC y Copec.

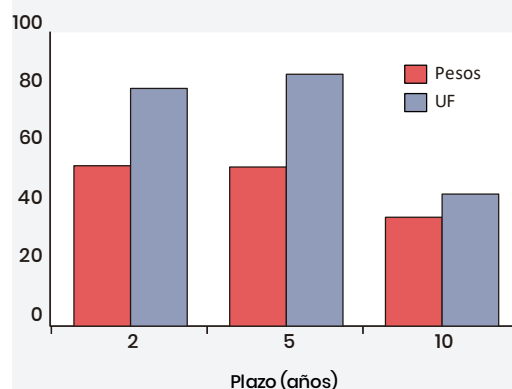
GRÁFICO 4: EXPOSICIÓN AL CICLO Y TASAS GLOBALES



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

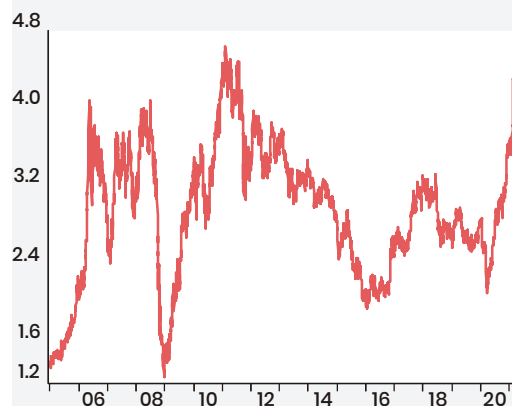
Nota: En base a sensibilidad de índices de cada país a factores globales descritos en Correo Security 3 de mayo

GRÁFICO 5: CAMBIO EN ABRIL TASAS LOCALES (PUNTOS BASE)



Fuente: Banco Central y Estudios Security.



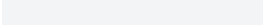
Gráfico 6: PRECIO DEL COBRE (USD/LIBRA)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Mayo 2021

	Benchmark	Cartera Mayo	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%	5	0
Japón	8%	-5	0
Emergentes	32%	0	0
Asia Emergente	21%	5	0
Latinoamérica	6%	-5	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	-5
1 a 3 años	5%	-2.5	-2.5
Más de 3 años	2.5%	-2.5	-2.5
Corporativos	45%	5	5
Renta Fija Extranjera	35%	0	0
Desarrollados	20%	-2.5	-2.5
Money Market	2.5%	0	0
Investment Grade	10%	-5	-5
High Yield	10%	2.5	2.5
Emergente	15%	2.5	5
Corporativos USD	10%	2.5	2.5
Soberanos moneda local	2.5%	0	0

	Sobreponderar
	Subponderar
	Posición neutral

Desempeño Activos: Renta variable y monedas (%)

Al 30-04-2021	2021	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	8.9	6.2	5.6	20.9	49.5	34.5
Desarrollados	9.5	6.5	6.9	21.2	49.2	35.8
EE.UU.	10.8	7.7	8.2	21.0	52.3	45.7
Eurozona	10.0	6.5	8.7	26.3	56.8	23.2
Reino Unido	9.0	4.3	4.9	25.8	31.5	-3.1
Japón	1.4	0.5	-1.3	15.6	35.2	25.4
Asia ex Japón*	8.4	5.5	4.0	24.7	47.8	12.3
Emergentes	4.8	4.2	-2.9	19.1	51.7	24.8
Asia	4.6	3.7	-4.7	17.9	53.0	35.4
China	2.7	4.1	-8.1	7.6	39.8	30.3
Latinoamérica	-1.4	7.2	2.1	22.8	51.5	-11.6
Brasil	-5.8	8.2	-0.3	19.5	45.7	-12.9
México	10.8	9.5	9.9	32.0	75.7	2.9
Chile	14.4	0.5	8.3	36.7	50.4	-16.7
EMEA**	9.8	5.4	6.7	24.7	43.3	-0.4

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)

Desarrollados (DXY)	-1.5	2.1	-0.8	2.4	8.1	6.8
Euro	-1.6	2.4	-0.9	2.5	9.4	6.9
Reino Unido	1.3	0.4	0.8	6.1	9.3	5.7
Japón	-5.7	1.1	-4.3	-3.0	-2.2	1.7
Emergentes	-0.3	-1.5	-0.5	-7.0	-9.1	-5.1
Argentina	-10.6	-1.7	-6.9	-25.5	-33.6	-75.1
Brasil	-4.6	3.9	1.1	-1.9	0.5	-32.4
Chile	-1.9	0.9	1.2	11.2	17.1	-6.7
Colombia	-0.1	1.1	3.0	6.9	16.1	-4.9
México	-9.2	-2.5	-5.0	0.4	5.3	-14.9
Perú	-4.4	-1.0	-4.0	-6.7	-11.5	-13.5
China	0.6	1.4	0.0	7.6	9.0	4.1

* 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 30-04-2021	Nivel	2021	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	0.48	24	-4	22	29	16	-187
10 años	1.77	72	-16	49	114	107	-80
Chile							
2 años	1.37	62	-15	62	87	64	-182
10 años	3.64	111	21	103	162	106	-32
Brasil							
2 años	6.64	244	-9	171	336	264	-75
10 años	9.00	179	-19	122	214	81	-25
México							
2 años	5.05	77	-11	82	69	11	-305
10 años	6.91	152	2	138	130	56	-125
Alemania 10 años	-0.20	38	10	32	32	39	-21
Francia 10 años	0.16	51	21	44	37	28	-21
Italia 10 años	0.91	36	21	27	-16	-89	-166
España 10 años	0.48	44	15	33	15	-30	-52
Japón 10 años	0.10	8	0	4	7	13	14
Reino Unido 10 años	0.84	65	0	52	74	61	-31
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)	324	-8	-8	-8	-89	-243	-43
Latam	384	-11	-14	-21	-127	-328	-115
Brasil	272	12	-9	-8	-67	-160	24
Chile	146	-15	8	-8	-58	-160	9
Colombia	243	23	11	10	-27	-164	61
México	358	-16	-6	-32	-152	-312	55
Perú	179	35	16	40	16	-93	45
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)	307	-14	4	-11	-89	-200	-6
Asia	297	-12	11	-8	-57	-129	22
Europa	378	-16	-22	-11	-124	-224	-95
Latam	349	-2	3	-5	-116	-293	-4
Investment Grade	202	-12	5	-8	-98	-226	-21
High Yield	483	-2	3	-7	-135	-379	21
Brasil	399	-2	-7	-2	-123	-263	20
Chile	229	-13	10	-8	-122	-265	-3
Colombia	309	5	15	-10	-119	-324	42
México	255	-7	6	-6	-98	-244	-11
Perú	298	27	69	38	-72	-225	59
HG EE.UU.	88	-8	-3	-9	-43	-114	-23
HY EE.UU.	291	-69	-19	-70	-180	-452	-62

Fuente: Bloomberg y Estudios Security