



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Junio 2021

En la carrera entre crecimiento e inflación vemos más riesgos de corto plazo, pero esperamos que rotación hacia Europa continúe

Resumen

• Mayo fue un mes de mayor estabilidad para las bolsas en el agregado. La mejora en las expectativas de crecimiento se combinó con mayor riesgo de tasas para un retorno moderado.

• Esperamos que la tendencia hacia un dólar más débil continúe, lo que beneficia principalmente a monedas como el euro y otros desarrollados. Mantenemos la preferencia por la Eurozona dentro de la renta variable.

• Un factor que ha cambiado es el riesgo mayor inflacionario, que el mercado podría seguir incorporando en los próximos meses. Mayor incertidumbre en torno a la inflación es mala para los retornos esperados, por lo que recomendamos reducir la toma de riesgo, manteniendo la preferencia por la renta variable, pero en menor grado.

• Los cambios en las tasas por parte de la Fed han sido el gran catalizador de movimientos bruscos en precios de activos y lo vemos como el gran riesgo a mediano plazo. Por eso, en la renta fija internacional mantenemos sesgos favorables, pero pequeños, en instrumentos de mayor spread.

• A nivel local, creemos que a respuesta de los activos al resultado electoral refleja la expectativa de mayor probabilidad de escenarios de peores fundamentos, fiscales sobre todo, juntos a la incertidumbre del proceso constituyente.

• En momentos de incertidumbre alta, creemos que la recomendación adecuada es mantener posiciones neutrales en un portafolio. No recomendamos tomar sesgos en términos de moneda (pesos/UF) ni de duración, mientras que mantenemos la renta variable local en posición neutral dentro del portafolio.

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

Visiones por Clases de Activo – Junio 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.

En el agregado, mayo fue un mes de mayor estabilidad para las bolsas en el agregado, pero con bastante heterogeneidad entre países y regiones (ver Apéndice para retornos). A nivel de factores globales (*Correo Security 3 de mayo*), la mejora en las expectativas de crecimiento, con sorpresas al alza, pero diferencias entre EE.UU./China y el resto, se combinó con mayor riesgo de tasas para un retorno moderado (gráfico 1).

Uno de los principales temas del primer trimestre (*Portafolios Security marzo 2021*), el fuerte aumento de las tasas de mayores plazos, sigue en pausa. Esto ha contribuido a que el dólar siga debilitándose (*Correo Security 17 de marzo*), acumulando una caída de 2% desde su peak en marzo, revirtiendo dos tercios del fortalecimiento del primer trimestre.

Esperamos que la tendencia en el dólar continúe, configurando un nuevo episodios de debilitamiento global (*Correo Security 8 de marzo*). Este tipo de eventos no son necesariamente parte de un ciclo largo (duran 1 año en promedio) y benefician principalmente a monedas en países desarrollados, no tanto a Latinoamérica (gráfico 2).

Las buenas perspectivas para la moneda apoyan nuestra recomendación de sobreponderar la Eurozona dentro de la renta variable (*Portafolios Security mayo 2021*). Pese a que se asocia un euro más fuerte como malo para el sector exportador, la causa del fortalecimiento de la moneda es la que importa; cuándo es por mayor crecimiento está asociado con un buen desempeño, cuando es por condiciones financieras más restrictivas, con uno malo (gráfico 3).

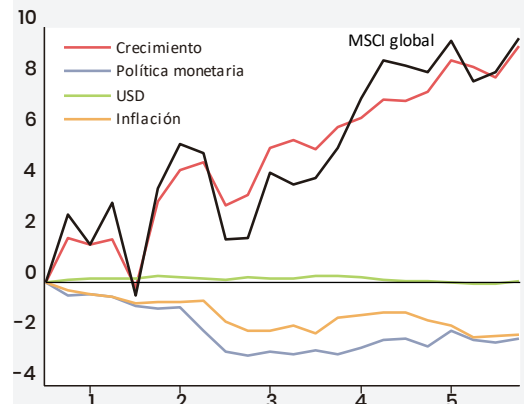
Un factor que ha cambiado respecto a nuestro escenario previo es el mayor riesgo inflacionario. Aunque esperamos creemos que sea transitorio (*Correo Security 31 de marzo*), el mercado podría seguir incorporando un descuento en los activos, ante la posibilidad que terminemos con un escenario de inflación mayor sostenida.

El verdadero miedo de la inflación es que la Fed reaccione. Por ahora nuestro escenario es que se anuncie una reducción en las compras de activos durante el segundo semestre, para comenzar la primera mitad de 2022. El mercado apuesta a que ese proceso las llevaría a cero en alrededor de un año (creemos que puede ser más lento).

Recién un año o un año y medio después vendría el alza de tasas, alrededor de 2025, dos años más rápido que la respuesta a la crisis anterior, donde las tasas estuvieron en cero por siete años.

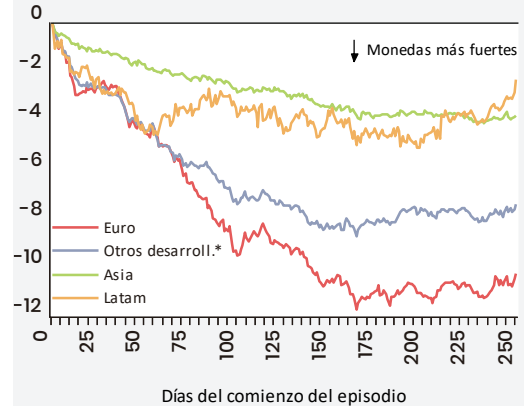
Esto es importante, porque los movimientos en las tasas de la Fed históricamente han sido el gran catalizador de los cambios en la fase del ciclo de la economía y los activos, a través del movimiento en las tasas reales. Pese a el rol relevante de las medidas no convencionales (como las compras de bonos), la sensibilidad de los activos sigue siendo mayor a las expectativas en torno a las tasas (gráfico 4).

GRÁFICO 1: DESEMPEÑO MSCI GLOBAL Y FACTORES



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

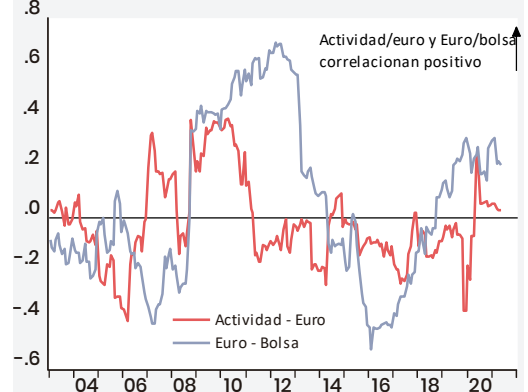
GRÁFICO 2: MONEDAS EN EPISODIOS DE DEBILITAMIENTO DÓLAR GLOBAL



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

* Promedio de Canadá, Japón y Reino Unido.

GRÁFICO 3: ACTIVIDAD, EURO Y DESEMPEÑO BOLSA



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Lo ocurrido durante el primer trimestre coincide con un cambio en las expectativas en torno a la hoja de balance, no tasas, y es consistente con que el impacto sobre la bolsa de EEUU haya sido negativo, pero no dramático (-4,2% desde el *peak* el 12 de febrero hasta retomar ganancias a comienzos de marzo), aunque sí fue mayor para países más sensibles a las tasas, como China ([Portafolios Security abril 2021](#)).

El mayor riesgo que vemos es que la Fed adelante el retiro del impulso. Hasta averiguarlo, mayor incertidumbre en torno a la inflación es mala para los retornos esperados. Recomendamos reducir la toma de riesgo, manteniendo la preferencia por la renta variable, pero en menor grado.

En la renta fija internacional, mantenemos la preferencia por activos de mayor *spread* (High Yield en EE.UU. y corporativos latinoamericanos), subponderando el segmento *Investment Grade* estadounidense. Nuestra expectativa sigue siendo de tasas de largo plazo gradualmente al alza (gráfico 5) y con un mejor panorama global esperamos que los *spreads* no tengan saltos bruscos. Sin embargo, recomendamos sesgos acotados, en parte porque un aumento del riesgo inflacionario podría plasmarse en la curva soberana.

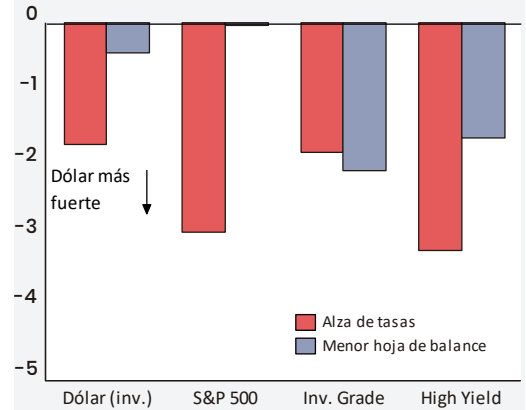
A nivel local, la principal noticia tuvo que ver con el resultado de la elección de los miembros de la convención constituyente, gobernadores y alcaldes, que tuvo un resultado peor al esperado para la coalición de gobierno y los partidos “tradicionales”. El impacto en los activos fue transversal, lo que creemos refleja la expectativa de una mayor probabilidad de escenarios con mayor gasto y deuda fiscales (incluyendo posibles cambios en algunas de instituciones), junto con la mayor incertidumbre que tendrá el proceso (que ya era alta).

El tipo de cambio ha sido un ejemplo de la incertidumbre y las tasas de interés también han incorporado el escenario fiscal (junto al proyecto de reducción del IVA). Las tasas soberanas han seguido subiendo (gráfico 6), lo que es un riesgo que veíamos al recomendar evitar plazos largos en la renta fija soberana ([Correo Security 17 de marzo](#)).

Donde no se observó el mismo comportamiento fue en los instrumentos corporativos. Los *spreads* subieron levemente, aunque siguen viéndose bajos, especialmente si se incorporan escenarios negativos para el resto de los activos locales ([Informe Renta Fija Local mayo 2021](#)). Sin embargo, mantenemos la preferencia por estos, dado que el *spread* todavía permite obtener un devengo adicional, mientras que subponderamos instrumentos soberanos en UF.

En momentos de incertidumbre alta, creemos que la recomendación adecuada es mantener posiciones neutrales en un portafolio; por eso no tomamos sesgo en términos de moneda (pesos/UF) ni de duración.

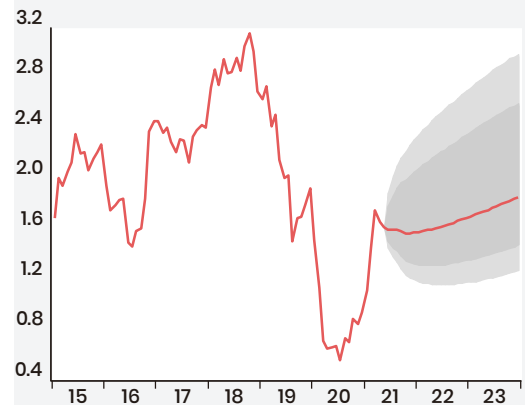
GRÁFICO 4: RESPUESTA ACTIVOS A SHOCKS DE POLÍTICA MONETARIA (%)



Fuente: Estudios Security.

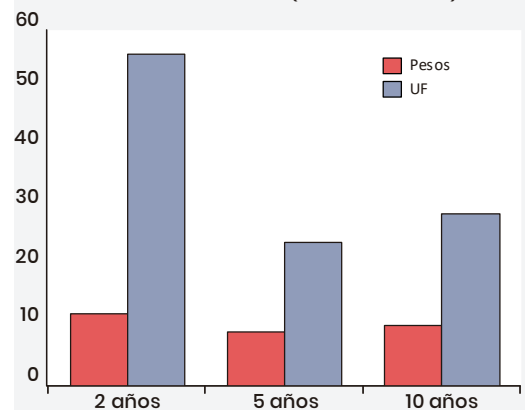
Nota: Shock de tasas es a través de tasa real de 5 años. Para hoja de balance es tasa real de 5 años, en 5 años (5y5y).

GRÁFICO 5: TASA 10 AÑOS EE.UU. (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Gráfico 6: CAMBIO 1 MES TASAS SOBERANAS CHILE (PUNTOS BASE)



Fuente: Banco central y Estudios Security.




Similarmente, **recomendamos una posición neutral en la renta variable local** (lo que, dada la sobreponderación de la renta variable, exige subponderar la parte local dentro de esta). Por su parte, **las carteras recomendadas, tienen ajustes que apuntan a potenciar sectores con mejores expectativas de recuperación de resultados** (Carteras Accionarias Security junio 2021).

Reducimos la sobreponderación del sector forestal ante posibles medidas de control de precios por parte de China. En contraparte, subimos de manera generalizada la ponderación de acciones de sectores vinculados a consumo local, manteniendo una visión más cauta en industria de servicios.

En particular, en la Cartera Fundamental bajamos tanto CMPC como Copec, subimos levemente a CAP y Conchatoro, incorporamos Mallplaza a cambio de Cencoshopp y elevamos marginalmente el peso de papeles con foco local, como sector bancario y retail. En la Cartera Táctica ingresa Mallplaza a cambio de Copec.

Visión Activos Estudios Security Junio 2021

	Benchmark	Cartera Junio	Cartera anterior
Renta Variable	40%	5	10
Renta Fija	60%	-5	-10
Renta Variable Extranjera	80%	2.5	0
Desarrollados	48%	0	0
EE.UU.	28%	0	0
Europa	12%	5	5
Japón	8%	-5	-5
Emergentes	32%	2.5	5
Asia Emergente	21%	5	5
Latinoamérica	6%	-2.5	-5
EEMEA	5%	0	0
Renta Variable Nacional	20%	-2.5	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 28-05-2021	2021	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	10.0	0.8	8.2	21.6	39.6	43.6
Desarrollados	10.8	0.9	9.3	21.3	38.7	44.3
EE.UU.	11.1	0.2	9.5	20.4	40.4	53.7
Eurozona	13.2	2.5	12.2	28.0	44.7	35.6
Reino Unido	13.3	3.2	10.3	25.3	28.7	7.2
Japón	1.6	1.3	1.2	17.0	22.7	28.6
Asia ex Japón*	10.2	0.9	6.7	23.4	40.8	17.8
Emergentes	5.4	-0.3	1.6	23.5	47.1	38.1
Asia	4.1	-1.3	-1.0	21.9	49.5	50.4
China	0.0	-2.7	-5.9	8.0	36.6	47.8
Latinoamérica	3.6	4.4	14.8	31.3	41.9	-4.0
Brasil	2.8	6.8	19.3	29.5	42.5	-5.5
México	12.5	3.3	17.2	47.6	50.2	12.2
Chile	0.0	-10.4	-6.7	21.4	30.1	-14.8
EMEA**	14.8	3.1	11.5	29.1	36.0	12.4

Monedas (% aiza representa ganancia respecto al dólar)

Desarrollados (DXY)	-0.1	0.6	0.9	2.3	9.3	9.0
Euro	0.5	-0.8	-0.3	-2.3	-9.2	-8.5
Reino Unido	-3.6	-1.9	-1.4	-6.0	-13.1	-10.9
Japón	-6.1	-1.0	-3.1	-4.2	-2.1	-0.6
Emergentes	-1.9	-1.6	-2.1	-7.2	-10.3	-8.0
Argentina	-11.0	-1.2	-5.0	-21.6	-27.6	-53.0
Brasil	-0.7	2.8	7.1	4.8	2.6	-23.7
Chile	-0.1	-0.2	5.1	9.9	11.4	-3.7
Colombia	-1.9	-3.5	0.2	7.4	11.7	-2.5
México	-7.7	-0.3	-1.6	0.9	-0.2	-9.6
Perú	-5.0	-1.0	-4.3	-7.0	-9.8	-11.9
China	2.2	1.7	1.6	7.8	12.6	8.8

* 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 28-05-2021	Nivel	2021	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	0.1	2	-2	0	1	-3	-193
10 años	1.6	68	-3	14	90	89	-64
Chile							
2 años	1.7	95	31	52	115	110	-108
10 años	3.8	126	17	68	160	169	16
Brasil							
2 años	7.0	280	43	120	331	334	13
10 años	9.2	195	21	62	149	140	36
México							
2 años	5.2	95	27	72	73	41	-269
10 años	6.8	141	3	50	93	78	-113
Alemania 10 años	-0.2	39	5	8	23	24	-1
Francia 10 años	0.2	52	6	19	28	23	-6
Italia 10 años	0.9	37	4	13	-18	-55	-171
España 10 años	0.5	43	4	6	10	-11	-26
Japón 10 años	0.1	6	-2	-8	3	8	17
Reino Unido 10 años	0.8	61	0	-2	48	59	-11
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)							
Latam	384	-11	-11	-30	-110	-219	-139
Brasil	262	1	-15	-26	-67	-133	-10
Chile	159	-2	10	-3	-38	-87	3
Colombia	269	48	14	18	-1	-37	53
México	355	-19	-15	-29	-122	-201	25
Perú	187	42	-5	9	22	-24	32
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)							
Asia	300	-8	-7	10	-40	-103	7
Europa	376	-18	-5	8	-90	-169	-137
Latam	347	-4	-4	-2	-94	-225	-33
Investment Grade	207	-7	4	2	-74	-168	-46
High Yield	472	-13	-13	-7	-118	-301	-14
Brasil	389	-13	-11	-16	-110	-219	-20
Chile	239	-3	11	13	-77	-240	-20
Colombia	343	39	42	47	-63	-171	47
México	254	-7	-2	-5	-81	-174	-36
Perú	313	41	-5	85	-21	-140	43
HG EE.UU.	84	-12	-5	-6	-46	-91	-43
HY EE.UU.	296	-64	2	-29	-181	-335	-118

Fuente: Bloomberg y Estudios Security