

Reporte Mensual de Mercados - Estrategia

Portfolio Solutions

Diciembre 2020



Agenda

- **Editorial y Resumen**
- Macro Global y Temas Coyunturales
- Activos
 - RF vs RV
 - RV Global
 - RF Global
 - Posicionamiento y Comentarios
- Temas especiales
 - Vacuna COVID-19 en marcha
 - Hacia la presidencia de Biden
 - Flujos de Capital hacia EM
- Anexos



Adiós 2020... ¡Bienvenido 2021!

COVID, recesión global, confinamiento (lockdown), algunas de las palabras, y recuerdos, que deja el 2020

Ni si quiera la crisis de 2008-2009, había dejado un crecimiento global en rojo; hay que ir mucho más atrás para ver números semejantes, pero a diferencia de 2020, 2021 debe ser un año con otros matices, aunque con sus propias particularidades:

- **Vacuna:** ¿Será acaso este tema el que reemplazará al COVID, como una de las palabras de mayor frecuencia en las búsquedas? La respuesta es sí, y será así porque de su distribución, aplicación y eficacia depende el futuro social y económico a nivel global. Asimismo, las expectativas que esta ha causado, y que causará a futuro, serán el mayor determinante para el comportamiento de los mercados financieros. ***Aquí somos medianamente optimistas, aunque hay que advertir que no será un camino llano, y que seguramente veremos mayor efecto de vacunación en la segunda parte de 2021.***
- **Recuperación global:** Será tal vez el tema de mayor interés, la revelación de cómo se dará esa dinámica de recuperación, y si ésta estará a tono con las expectativas. Es realidad que viviremos en 2021, será la base y justificación de los precios de los activos, más que todo los de mayor riesgo. ***En este punto, dependerá en buena parte de la logística de distribución de las vacunas, que permitan acercarse más rápidamente un “normal” de la recuperación de la economía. El riesgo será la necesidad de mayores cierres mientras se asegura la llegada de las dosis necesarias para ir inmunizando la población.***
- **Activos Financieros:** Dependerán en buena parte de los dos temas anteriores. En sus precios hoy se reflejan unas expectativas razonables sobre la efectividad de la vacuna, y una dinámica de recuperación económica. Sin embargo, su rápida recuperación sigue respaldada por excesos de liquidez, que han servido de respirador artificial para los mismos en épocas de pandemia. Si las expectativas no se concretan en realidades, se acudirán a más de lo mismo, pero con efectos inciertos. ***Frente a esto, y teniendo en cuenta nuestras expectativas, seguimos siendo positivos con los activos de riesgo (RV principalmente, Sectores Cíclicos, Mercados Emergentes), y creemos que 2021 puede ser un año positivo, donde confluyan una mejor dinámica económica, con excesos de liquidez.***
- **Flujos de capital:** Dados los excesos de liquidez generados durante 2020, y una menor aversión al riesgo, que debería ser mucho más notoria durante 2021, esta variable será relevante en el comportamiento de los activos, principalmente de aquellos que muestren mayor rezago frente a la recuperación observada en los mismos durante 2020. ***Aquí los mercados emergentes podrían ser protagonistas, especialmente Latam y Asia ex-China. Nosotros reflejamos esa convicción en nuestro posicionamiento.***
- **Coyuntura:** Varios temas coyunturales serán relevantes en 2021. La Guerra Comercial China-EEUU no terminará, aunque tendrá un mejor manejo diplomático que tendrá menos impacto en volatilidad en los mercados. Las decisiones de la OPEP serán un tema muy relevante, más ahora que las necesidades fiscales de sus países miembros pasan a la primera línea de discusión; esto podría mantener el precio del petróleo con una evolución lenta, pese a la recuperación de la dinámica económica. EEUU como protagonista a nivel global, será una de las “novedades” con Biden en la presidencia, la búsqueda de acercamientos con sus aliados naturales en Europa, y la vuelta a diferentes organismos internacionales. Esto puede agitar nuevamente las aguas en Medio Oriente, e implicar una presión coordinada a China. Brexit, que aunque se define durante diciembre de 2020, operará bajo las nuevas reglas a partir de 2021, y esto dejará realidades económicas y políticas en Europa y Reino Unido. Elecciones en Alemania, marcarán el fin de 16 años de Merkel en el poder, lo que podría despertar los instintos revolucionarios de diferentes partidos políticos, generando algún cambio en este país que es el centro de la Unión Europea.

Resumen – Noviembre 2020

	Activos Internacionales	YTD	MTD	Noviembre	3 Meses	12 Meses	2019
Renta Fija	Renta Fija Global	7.9	0.4	2.0	2.4	8.7	7.1
	Tesoro 10 años	7.4	-0.8	0.3	-1.2	7.2	6.9
	US <i>Investment Grade</i>	8.8	-0.5	2.8	1.8	9.4	14.5
	US <i>High Yield</i>	6.0	0.8	4.0	4.5	7.7	14.3
	Emergente	5.0	0.6	3.3	2.4	6.5	14.1
Renta Variable	Renta Variable Global	13.8	2.4	12.3	11.2	17.5	26.6
	EE.UU.	18.4	2.1	11.5	10.3	21.7	30.9
	Europa y Asia Des.	5.4	2.3	15.5	11.5	8.4	22.0
	Reino Unido	-10.4	5.6	16.8	13.3	-5.6	21.0
	Japón	11.2	1.2	12.5	14.5	11.9	19.6
	Europa ex. RU	8.3	2.0	17.1	9.1	11.7	24.8
	Mercados Emergentes	14.4	3.8	9.2	15.5	21.9	18.4
	LATAM	-16.9	7.8	21.9	19.0	-11.0	17.5
	Asia Emergente	24.1	3.5	7.5	15.8	32.0	19.2
	EMEA	-9.5	3.1	15.6	11.1	-4.6	19.3
Commodities	Índice de Commodities	-7.8	-0.1	3.5	3.6	-4.6	7.7
	Petroleo WTI	-24.2	2.0	26.7	21.6	-21.9	34.5
	Petroleo Brent	-25.4	3.5	27.0	20.7	-23.5	22.7
	Oro	21.2	3.5	-5.4	-5.5	25.9	18.3
	Cobre	26.0	2.4	12.8	14.7	30.0	3.4

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Información al 04/12/2020.

- Noviembre se caracterizó por rendimientos históricos en las acciones globales. El índice MSCI World tuvo un retorno de 12.3%, haciendo de noviembre 2020 el mejor mes en la historia del índice. De igual modo, las acciones con sesgo value y cíclico tuvieron el mejor desempeño relativo frente a las de growth y defensivas en veinte años. Ello se observa en el retorno de regiones como Europa y Latam.
- El principal driver de este movimiento fue el anuncio de Pfizer sobre el éxito que ha tenido su vacuna en la última de sus fases de prueba. Aunque el mercado ya esperaba algún tipo de noticia al respecto en noviembre, la sorpresa vino por dos frentes: (i) el anuncio se dio el 09 de noviembre, mucho antes de lo esperado; y (ii) la eficacia estimada fue de 95%, haciéndola una candidata con una probabilidad de aprobación por reguladores muy alta.
- Un factor adicional fue el tema de las elecciones en EE.UU. La victoria de Joe Biden por un margen amplio, eliminó el riesgo de ruido adicional.
- Ambos factores han ayudado a que el mercado se concentre en la recuperación económica que se observaría en 2021, considerando el contexto expansivo de las políticas monetarias y fiscales a nivel global, pese al reciente deterioro de la situación covid en países desarrollados. Así, algunas señales de sobrecompra se observan en algunos activos por lo rápida y fuerte que fue la subida de noviembre. Ello no implica una corrección inminente del mercado, pero si un upside limitado en lo que queda del 2020.
- En esa línea, mantenemos la convicción de que los activos de riesgo tendrán un mejor desempeño que los activos refugio en 2021. Por lo que recomendamos sobreponderar Renta Variable (RV) versus Renta Fija (RF). Dentro de RV, mantener el sesgo cíclico a través de sectores en EE.UU. y Mercados Emergentes. Dentro de RF, mantener exposición a spreads crediticios, especialmente US HY y RF EM, empezando a tener cautela en US IG y mateniendo la subponderación de Tesoros.

Agenda

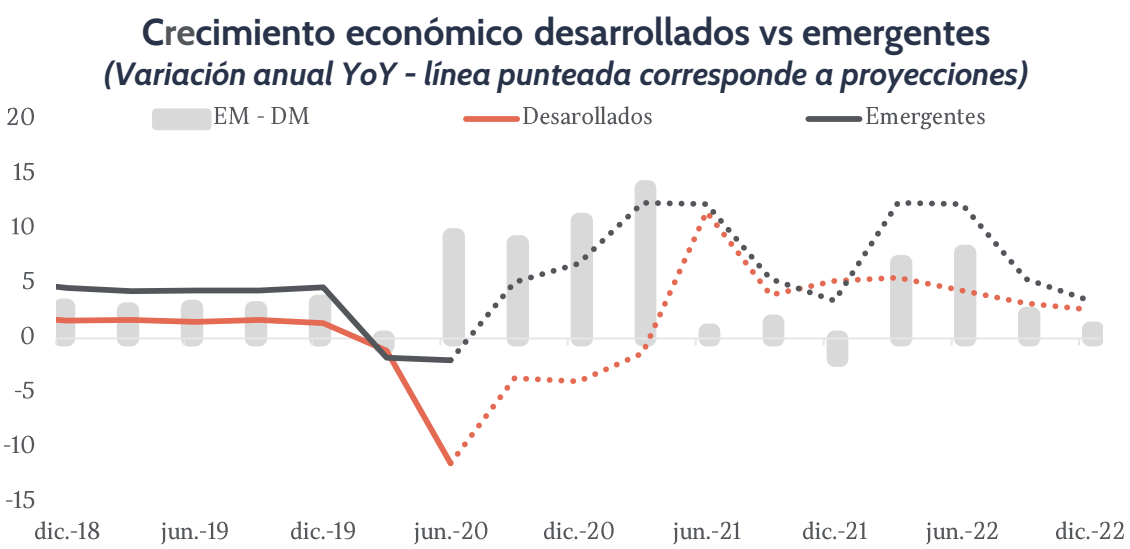
- Editorial y Resumen
- **Macro Global y Temas Coyunturales**
- Activos
 - RF vs RV
 - RV Global
 - RF Global
 - Posicionamiento y Comentarios
- Temas especiales
 - Vacuna COVID-19 en marcha
 - Hacia la presidencia de Biden
 - Flujos de Capital hacia EM
- Anexos



Llegada de la vacuna, con mayor impacto en DM impulsará a su dinámica

Sin embargo, hacia adelante EM seguirán siendo protagonistas

Escenario base (1)							Sinergia (20 y 21)	PIB esperado - potencial (20 y 21) (3)
		YoY 2020		YoY 2021		YoY 2022		
Mundo	↑	-3.7%	↑	5.8%	=	4.4%	1.9%	
Desarrollados	↓	-5.4%	↑	4.4%	↑	3.7%	-1.3%	
US	=	-3.6%	=	4.6%	↑	4.0%	0.8%	-3.0%
Canadá	↑	-5.6%	↓	4.6%	↑	3.6%	-1.2%	-4.1%
Eurozona	↓	-7.2%	↑	5.3%	↓	4.2%	-2.3%	-4.6%
Alemania	↑	-5.6%	↑	3.9%	↓	3.8%	-1.9%	-4.4%
Francia	↓	-9.2%	↑	6.5%	↓	4.2%	-3.3%	-5.6%
Italia	=	-8.8%	↑	5.7%	↑	4.1%	-3.6%	-3.9%
España	=	-11.5%	↑	6.2%	↑	5.8%	-6.0%	-7.8%
Países Bajos	↑	-4.1%	↓	3.1%	↑	2.5%	-1.1%	-4.4%
Noruega	↑	-3.7%	=	3.1%	↑	3.3%	-0.7%	-3.6%
Suiza	↑	-4.2%	↓	3.3%	↓	2.7%	-1.1%	-3.5%
Suecia	↑	-3.7%	↓	2.8%	↓	3.5%	-1.0%	-4.6%
UK	↓	-11.3%	↑	5.7%	↑	5.1%	-6.2%	-8.7%
Japón	↑	-5.3%	↑	2.9%	↑	2.2%	-2.5%	-3.6%
Australia	↑	-3.2%	↑	3.4%	↓	3.5%	0.1%	-4.9%
Emergentes	↑	-2.3%	↑	6.9%	=	4.9%	4.5%	
Asia EM	↓	-0.9%	↑	8.1%	↓	5.5%	7.1%	
China	↓	1.8%	↑	9.8%	↑	5.8%	11.8%	0.2%
India	↑	-7.6%	↑	10.1%	↓	5.9%	1.7%	-11.0%
Corea del Sur	=	-1.0%	↑	3.6%	↑	3.0%	2.5%	-2.4%
Indonesia	↓	-2.1%	=	4.8%	↓	5.4%	2.6%	-7.2%
Rusia	↑	-3.8%	↓	3.5%	=	3.0%	-0.4%	-2.3%
Latam	↑	-7.3%	↑	4.4%	↑	2.9%	-3.3%	
Brasil	↑	-4.3%	↑	3.4%	↑	2.7%	-1.0%	-4.9%
México	↑	-9.0%	↑	4.2%	↓	2.8%	-5.2%	-9.8%
Argentina	↑	-11.3%	↑	4.7%	↑	3.0%	-7.2%	-10.2%
Perú	↑	-12.5%	↓	9.3%	↓	4.0%	-4.4%	-11.3%
Chile	↑	-5.8%	↑	5.3%	↓	3.2%	-0.8%	-7.2%
Colombia	↓	-7.3%	=	5.3%	↑	3.8%	-2.4%	-8.9%



(1) Los datos QoQ SAAR y YoY corresponden al promedio de las proyecciones actualizadas de los siguientes analistas: Goldman Sachs, Deutsche Bank, JPMorgan, Morgan Stanley, UBS, Citibank, Bank of America, Credit Suisse y Barclays, con excepción de los datos anuales (YoY) para los países señalados en la nota (2).

(2) Resultados de crecimiento anual (YoY) corresponden a la variación anual estimada a partir del promedio calculado sobre los resultados de crecimiento trimestral anualizado (QoQ SAAR) de las diferentes casas de inversión analizadas.

(3) PIB potencial en Latam calculado por Credicorp Capital. PIB potencial tomado como referencia para países fuera de Latam corresponde a los cálculos de la OECD en su Economic Outlook de noviembre de 2019.

PMIs en DM golpeados por los cierres en Europa

En US permanece sólido, aunque los riesgos se están sesgando a la baja. EM se consolidan con una mejor dinámica.

- Los cierres en Europa hicieron retroceder los PMIs, impactando especialmente economías con alta exposición al sector servicios. Así, **UK, Francia y España mostraron los mayores impactos**. De otra parte, **el PMI en US sigue sólido**, aunque la aceleración en los casos por COVID-19 se sitúa como una amenaza a la dinámica en el corto plazo, por lo que esperamos una corrección en el indicador el próximo mes.
- En los mercados emergentes, la actividad se ha visto impulsada principalmente por la economía China, la cual ha sorprendido al alza en los últimos reportes de PMI. Otros indicadores sugieren que aunque podría moderarse el avance, la tendencia debería mantenerse.
- En Brasil, la última lectura el PMI cayó desde su máxima lectura histórica, en parte por la fuerte depreciación de la moneda que podría estar encareciendo costos a las compañías. El mercado mantendría una relativa calma debido a que diferentes indicadores se han moderado pero mantienen la senda de crecimiento por niveles más sólidos de los observados pre-crisis.

PMIs compuestos por país
(>50 expansión; <50 contracción)

	Mundo	Desarrollados	EE.UU.	Eurozona	Alemania	Reino Unido	Japón	Emergentes	China	Brasil	Rusia	India
jul-19	51.6	51.7	52.6	51.5	50.9	50.7	50.6	51.5	50.9	51.6	50.2	53.9
ago-19	51.3	51	50.7	51.9	51.7	50.2	51.9	51.8	51.6	51.9	51.5	52.6
sep-19	51.1	50.7	51	50.1	48.5	49.3	51.5	51.8	51.9	52.5	51.4	49.8
oct-19	50.8	50.3	50.9	50.6	48.9	50	49.1	51.8	52	51.8	53.3	49.6
nov-19	51.4	50.9	52	50.6	49.4	49.3	49.8	52.7	53.2	51.8	52.9	52.7
dic-19	51.6	51.2	52.7	50.9	50.2	49.3	48.6	52.2	52.6	50.9	51.8	53.7
ene-20	52.2	52.1	53.3	51.3	51.2	53.3	50.1	52.3	51.9	52.2	52.6	56.3
feb-20	46.1	49.5	49.6	51.6	50.7	53	47	39	27.5	50.9	50.9	57.6
mar-20	39.4	36.4	40.9	29.7	35	36	36.2	44.9	46.7	37.6	39.5	50.6
abr-20	26.2	22.2	27	13.6	17.4	13.8	25.8	34.6	47.6	26.5	13.9	7.2
may-20	36.3	33.2	37	31.9	32.3	30	27.8	42.7	54.5	28.1	35	14.8
jun-20	47.7	46.9	47.9	48.5	47	47.7	40.8	49.7	55.7	40.5	48.9	37.8
jul-20	51	51.1	50.3	54.9	55.3	57	44.9	50.8	54.5	47.3	56.8	37.2
ago-20	52.4	52.2	54.6	51.9	54.4	59.1	45.2	53	55.1	53.9	57.3	46
sep-20	52.5	51.9	54.3	50.4	54.7	56.5	46.6	53.7	54.5	53.6	53.7	54.6
oct-20	53.3	52.7	56.3	50	55	52.1	48	54.5	55.7	55.9	47.1	58
nov-20	53.1	52.2	58.6	45.3	51.7	49	48.1	54.9	57.5	53.8	47.8	56.3

*Se considera que la actividad estaría expandiéndose frente al mes previo (terreno de expansión), cuando el indicador se sitúa por encima de 50 puntos. Por el contrario, la actividad se estaría contrayendo frente al mes previo cuando el índice esta por debajo de 50 puntos (terreno de contracción).
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Información al 04/12/2020. Mapa de calor evaluado desde ene-2012

Mercado laboral da señales de deterioró en US

Generación de empleo fue considerablemente menor de lo esperado, lo que sugiere impactos de tercera ola del COVID

- Nóminas no agrícolas en US para nov-20 resultaron por debajo de las expectativas del mercado (245 mil empleos vs 460 mil puestos esperados) y de nuestro pronóstico (540 mil empleos). La generación de empleo privado también fue inferior a lo que esperaban los analistas (344 mil puestos vs 540 mil puestos esperados), y se desaceleró considerablemente frente al mes previo (prev: 877 mil empleos).
- La tasa de desempleo U3 (1) descendió hasta 6.7%, en línea con el mercado (esp: 6.7%), desde un 6.9% en octubre, y por debajo de nuestra estimación (6.9%). Esta reducción en la U3 estuvo asociada a una caída en la tasa de participación, incluso en un contexto donde la generación fue menor de lo esperado. En cuanto a la tasa de desempleo U6 , esta bajó de 12.1% a 12%.
- Nuestros cálculos preliminares sugieren que en dic-20 la tasa de desempleo se ubicaría alrededor del 6.7% (estimación previa de octubre: 6.9%), lo cual representaría una variación nula frente a noviembre, y supone una generación de empleo cercana a los 180 mil empleos, asumiendo una caída de la tasa de participación laboral hasta un 61.4%. De otro lado, esperamos que el desempleo cierre alrededor del 5.4% en 2021 (estimación previa de octubre: 5.1%) bajo el escenario base.

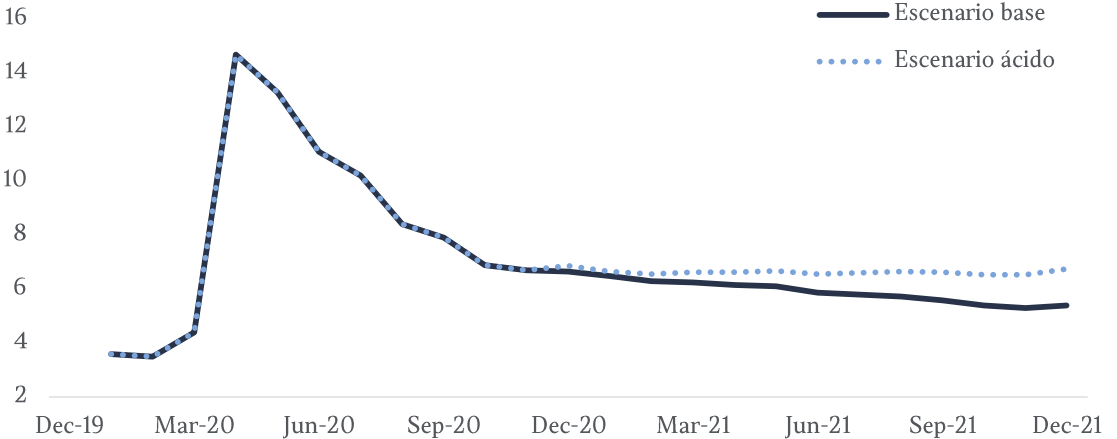
Generación mensual de empleos en EEUU por principales ramas de actividad:

Sector	nov.-19	dic.-19	ene.-20	feb.-20	mar.-20	abr.-20	may.-20	jun.-20	jul.-20	ago.-20	sep.-20	oct.-20	nov.-20
Transporte	23	-2	23	0	-10	-560	-25	87	48	86	44	62	145
Servicios profesionales	37	22	20	27	-94	-2202	160	311	162	184	127	231	60
Salud y educación	73	29	69	52	-178	-2603	388	567	219	175	60	62	54
Entretenimiento	43	40	24	59	-743	-7575	1405	1979	633	138	413	270	31
Construcción	-2	16	38	46	-65	-1018	456	159	31	24	35	72	27
Manufactura	58	-2	-22	8	-46	-1317	240	333	41	30	60	33	27
Servicios financieros	12	10	9	22	-18	-261	19	20	15	28	37	30	15
Comercio mayorista	3	7	4	-3	-12	-385	23	52	-19	12	33	5	10
Otros servicios	16	2	10	6	-91	-1279	245	366	158	69	49	44	7
Minería	-11	-9	-3	2	-8	-53	-20	-7	-6	-1	2	2	1
Información	9	9	11	0	-6	-279	-40	7	-11	23	53	-28	1
Servicios públicos	1	1	-1	-1	0	-4	-2	-3	1	0	1	-1	0
Comercio minorista	-14	41	-3	3	-85	-2299	386	858	254	261	15	95	-35
Sector privado	247	164	179	220	-1356	-19835	3236	4729	1526	1028	930	877	344
Sector público	14	20	35	31	-17	-952	-511	52	235	465	-219	-267	-99
Total	261	184	214	251	-1373	-20787	2725	4781	1761	1493	711	610	245
Promedio móvil 12 meses	2133	2133	-9369	-9369	-9369	-9369	-9369	-9369	-9369	-9369	-9369	-9369	-9369

*Fuente: Bureau of Labor Statistics

**Miles de puestos de trabajo creados

Tasa de desempleo preliminar proyectada para EE.UU (tasa %)



(1) Tasa de desempleo de referencia que representa el porcentaje de personas desempleadas en relación con la fuerza laboral. En el cálculo del indicador, se definen como desempleados a aquellas personas que han estado buscando trabajo activamente durante las últimas cuatro semanas.

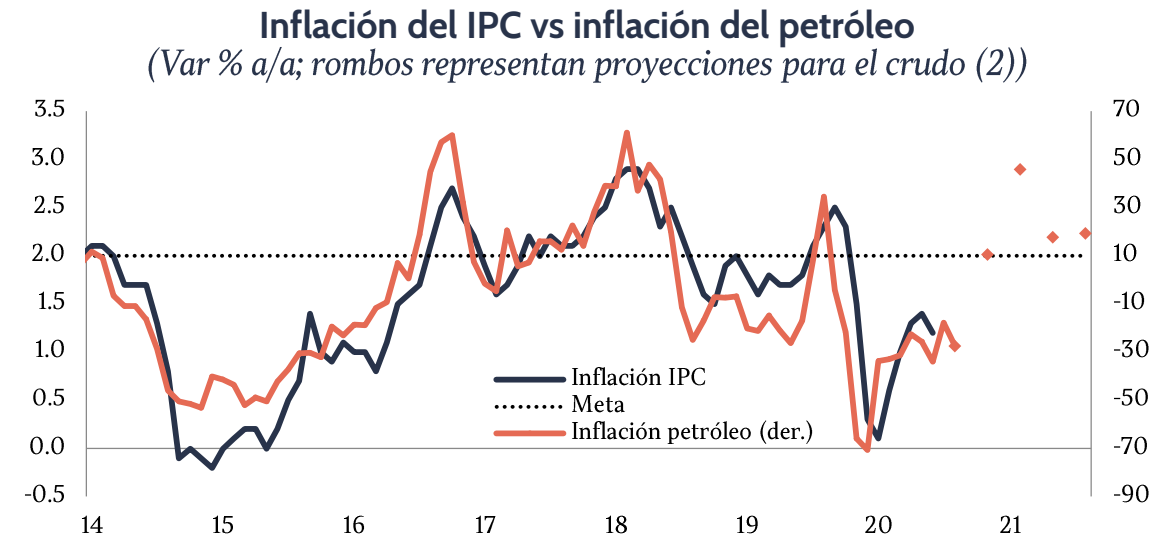
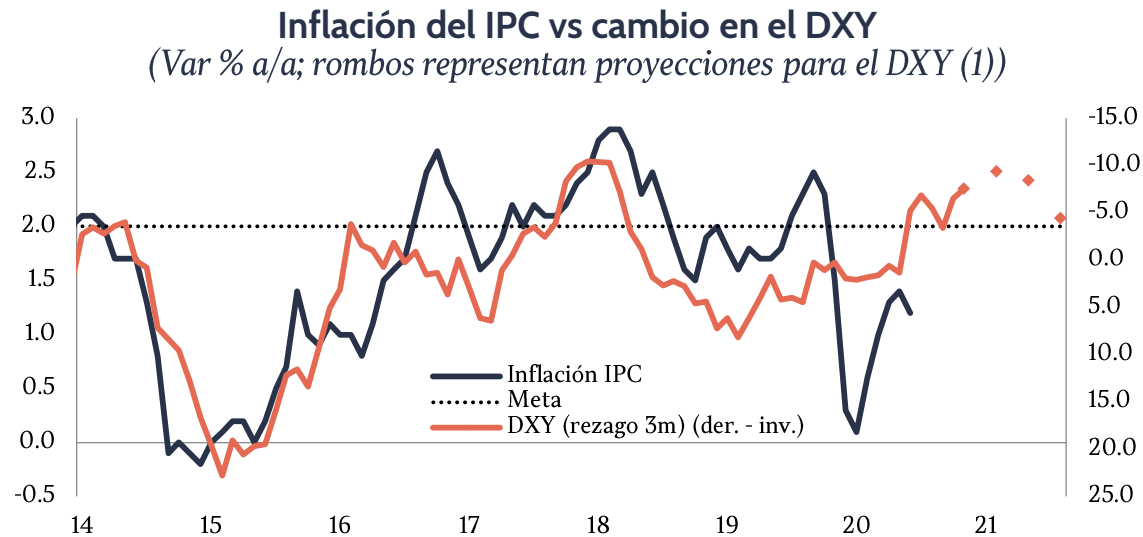
(2) Medida de desempleo más amplia que incluye a desempleados que no buscan trabajo en este momento, pero han trabajado o buscado trabajo durante los últimos 12 meses, y a los subempleados.

Fuente: Bloomberg y BLS. Elaboración propia. Información al 04/12/2020.

Inflación en US muestra presiones alcistas hacia 2021

Si bien parecen temporales, habrá que esperar efectos del gasto fiscal y la política monetaria más laxa.

- La inflación del IPC en US muestra un rezago importante frente a la depreciación de dólar. Nuestros cálculos sugieren una depreciación anual del dólar entre 4% - 9% llevaría la inflación a lecturas entre 2% - 2.5% en 1S21.
- La muy baja base estadística del precio del petróleo correspondiente a 1S20, donde el crudo alcanzo lecturas incluso negativas, se verán reflejadas en altas variaciones anuales positivas para la cotización en 1S21.
- Pese a que la inflación pueda alcanzar niveles entre 2% - 2.5% en 1S21, no esperamos que esta tendencia sea estructural. La inflación debería volver a niveles alrededor del 2% una vez se desvanezcan efectos base.



(1) DXY proyectado: 4T20 = 90; 1T21 = 89; 2T21 = 90; 3T21 = 89.

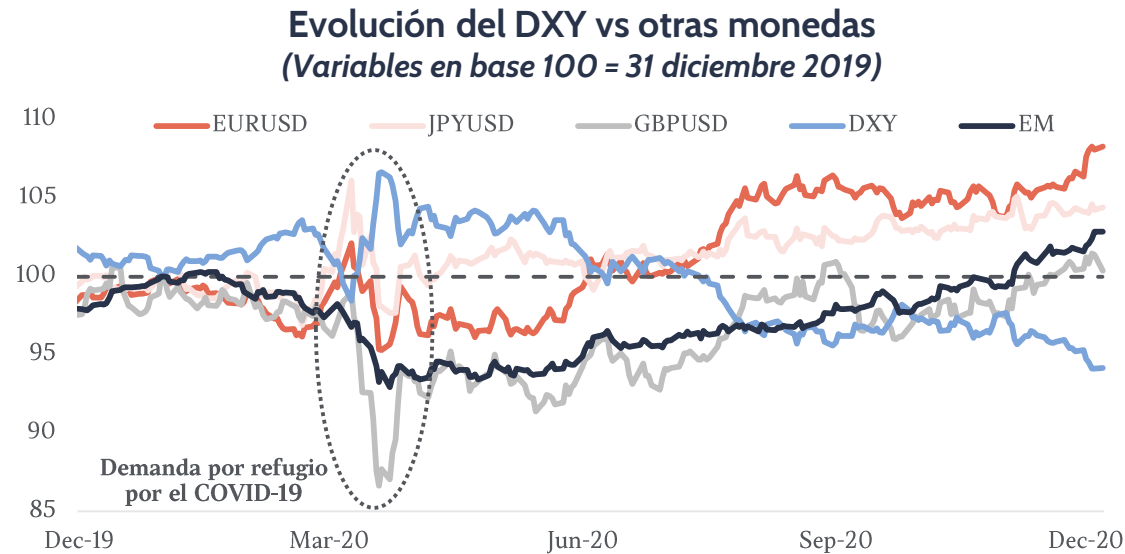
(2) Precio del petróleo WTI proyectado: 4T20 = USD 42; 1T21 = USD 43; 2T21 = USD 45.5; 3T21 = USD 48.3; 4T21 = USD 50.

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Información al 7/12/2020.

Depreciación esperada del dólar se materializó

Expectativa por inicio de vacunación en el corto plazo detonó una caída en el apetito por el dólar (mayor demanda por riesgo)

- Si bien, post elecciones esperábamos que Biden Presidente (nuestro escenario base) fuera un fundamental bajista para el dólar, creíamos también que la divisa aún se mantendría rondando el mismo rango previo a elecciones (DXY: 92 – 95; EUR: 1.16 – 1.20), y que **se saldría de este rango solo en un contexto donde hubiese anuncios inequívocos que el ciclo de vacunación contra el COVID-19 iniciaría en el corto plazo** (consultar la sección de vacunas de este informe).
- Así, **los anuncios de Pfizer** desencadenaron un fuerte aumento del apetitivo por activos de mayor riesgo (menor demanda por dólar) que, como creíamos, fueron el desencadenante que **le permitieron al DXY romper el soporte del 92 y al EUR la resistencia del 1.20**.
- En el corto plazo, esperamos que el dólar vuelva a tocar los niveles mínimos que alcanzó a principios de 2018 (DXY: 88 – 90) y se mantenga en nuestro rango esperado post vacuna (DXY: 88-92; EUR: 1.20-1.25). No obstante, en el caso que se materialice un Biden Sweep (demócratas ganando los dos puestos para el Senado en la segunda vuelta de Georgia en enero), no descartamos que el dólar incluso podría romper este rango y depreciarse hasta niveles entre 80 y 85.



Impacto sobre el dólar

Factor	Pre-elecciones	Post-elecciones y MP	
		Sin vacuna	Con vacuna
Covid++	Apreciación	Apreciación	Depreciación
Política y Gobierno+++	Apreciación	Depreciación	Depreciación
Tasas deuda++	Apreciación	Neutral	Neutral
Intervención cambiaria+++	Apreciación	Apreciación	Neutral
Hojas de balance+++	Depreciación	Apreciación	Neutral
Base monetaria++	Apreciación	Apreciación	Depreciación
Reservas+	Depreciación	Depreciación	Depreciación
Costos de cobertura++	Depreciación	Depreciación	Depreciación
Fiscal*+++	Depreciación	Depreciación	Depreciación
Balance	Neutral	Neutral	Depreciación
Rango probable DXY	92-95	92-95	88-92
Rango probable EURUSD	1.16-1.20	1.16-1.20	1.20-1.25

"+" representa la importancia perspectiva que damos al indicador.

* Si bien el estímulo fiscal adicional esperado es menor, creemos que aún deteriora el perfil fiscal de US, que ya se ha visto golpeado por el fuerte gasto ejecutado en 2020.

Fed presionada por un mercado laboral más vulnerable

Aumento de la probabilidad en la aprobación del estímulo fiscal en el corto plazo desvanecería parte de la presión

La Fed ajustaría la orientación de sus compras:

- Se espera que el emisor extienda el vencimiento promedio de sus compras de activos durante su reunión de diciembre.
- La Fed no aumentaría el tamaño de sus compras de activos, pero reiteraría que en 2021 seguirá comprando al menos al ritmo actual.

ECB aumentaría compras en diciembre:

- Si bien, como se esperaba, el Emisor no aumentó su programa de estímulo en noviembre, si sentó las bases para ampliarlo en diciembre, en un contexto de nuevos cierres en la Eurozona debido al COVID-19.
- Esperamos que en su próxima reunión el ECB aumente entre EUR 400 y 500 billones su PEPP, y lo extendería de mediados hacia finales de 2021.

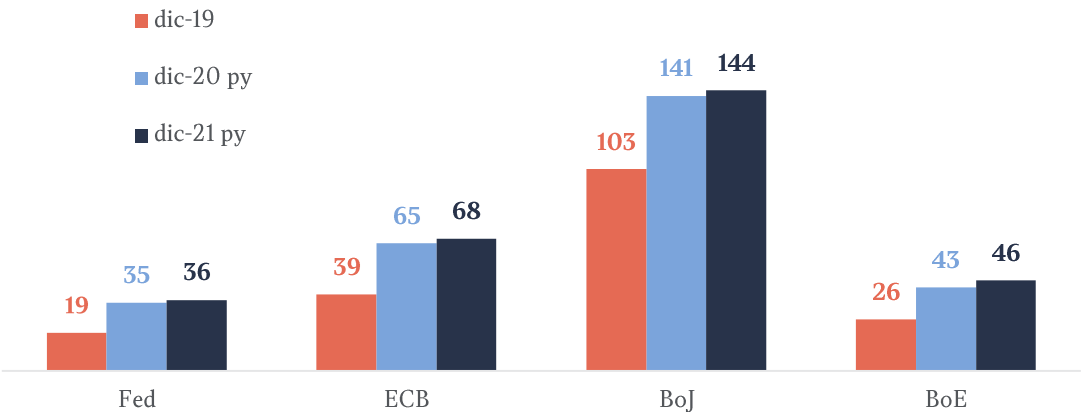
BoJ en espera:

- La orientación de política monetaria del emisor no sufrió cambios en octubre.
- Se espera que el BoJ pueda extender la duración de su programa de compra de activos en diciembre.

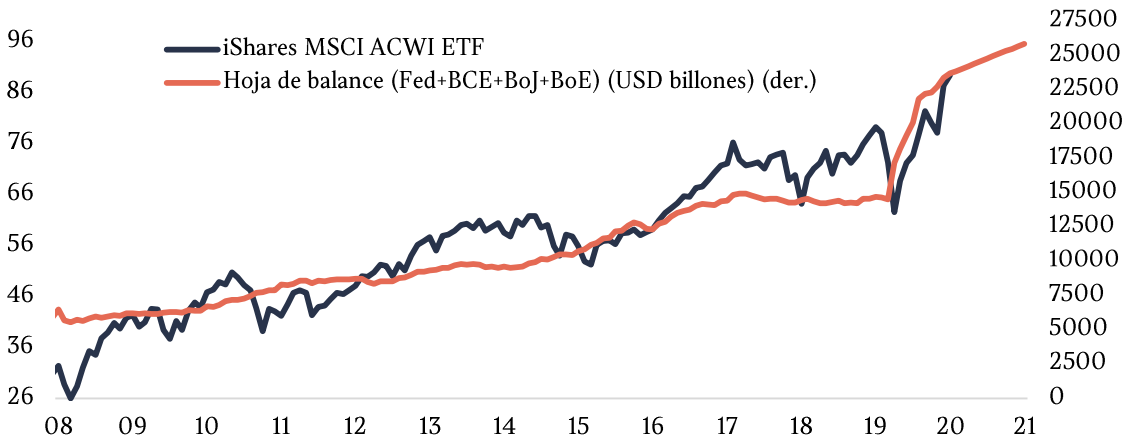
BoE anunció más compras:

- El Emisor sorprendió aumentando más de lo esperado su objetivo de tenencias de Gilt desde GBP 745 hasta GBP 875 billones (esp: 845 billones).
- No se esperan decisiones de política monetaria adicionales en diciembre. Sin embargo, un rompimiento de las negociaciones en torno al Brexit si podría desencadenar un movimiento del BoE, que vendría por medio de una bajada de tasas y apoyos de liquidez.

Hoja de balance (1)
(Porcentaje del PIB)



ACWI vs hoja de balance Fed+BCE+BoJ+BoE
(puntos; USD billones)



Fed: Reserva Federal de EE.UU.; ECB: Banco Central Europeo; BoJ: Banco de Japón; BoE: Banco de Inglaterra.
(1) Para detalles de las herramientas específicas de política monetaria de estos bancos centrales dirigirse al anexo.
Nomenclatura anglosajona.
Fuente: Bloomberg, Fed, ECB, BoJ y BoE Elaboración propia. Información al 07/12/2020

De cara a cambios en 2021, sesgo de la Fed se mantiene neutral

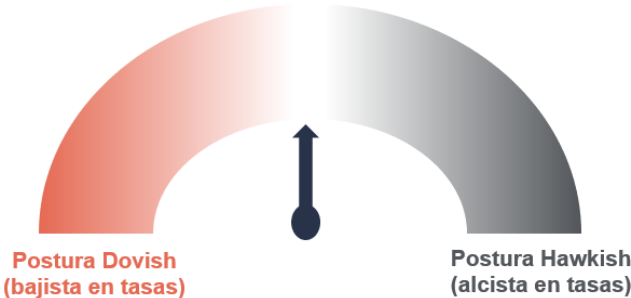
En este caso, la neutralidad significa e implica mantener las medidas adelantadas hasta el momento, y poco afán de subir tasas

Miembros con voto en 2020

Junta de gobernadores:	Sesgo
Jerome H. Powell (Presidente)	↘
Richard H. Clarida (Vicepresidente de la Junta)	↘
Randal K. Quarles (Vicepresidente Supervisión)	→
Lael Brainard (Gobernador)	→
Michelle W. Bowman (Gobernador)	→
Vacante (Gobernador)	
Vacante (Gobernador)	
Vacante (Gobernador)	
Presidentes Fed Regionales:	
John C. Williams (New York)	→
Patrick Harker (Philadelphia)	→
Robert S. Kaplan (Dallas)	→
Neel Kashkari (Minneapolis)	↘
Loretta J. Mester (Cleveland)	↗
Sesgo del FOMC	→

Miembros con voto en 2021

Junta de gobernadores:	Sesgo
Jerome H. Powell (Presidente)	↘
Richard H. Clarida (Vicepresidente de la Junta)	↘
Randal K. Quarles (Vicepresidente Supervisión)	→
Lael Brainard (Gobernador)	→
Michelle W. Bowman (Gobernador)	→
Christopher Waller (Gobernador)*	→
Vacante (Gobernador)**	
Vacante (Gobernador)	
Presidentes Fed Regionales:	
John C. Williams (New York)	→
Charles L. Evans (Chicago)	↘
Thomas I. Barkin (Richmond)	→
Raphael W. Bostic (Atlanta)	→
Mary C. Daly (San Francisco)	→
Sesgo del FOMC	→



*Gobernador confirmado el pasado 3 de diciembre por el Senado.

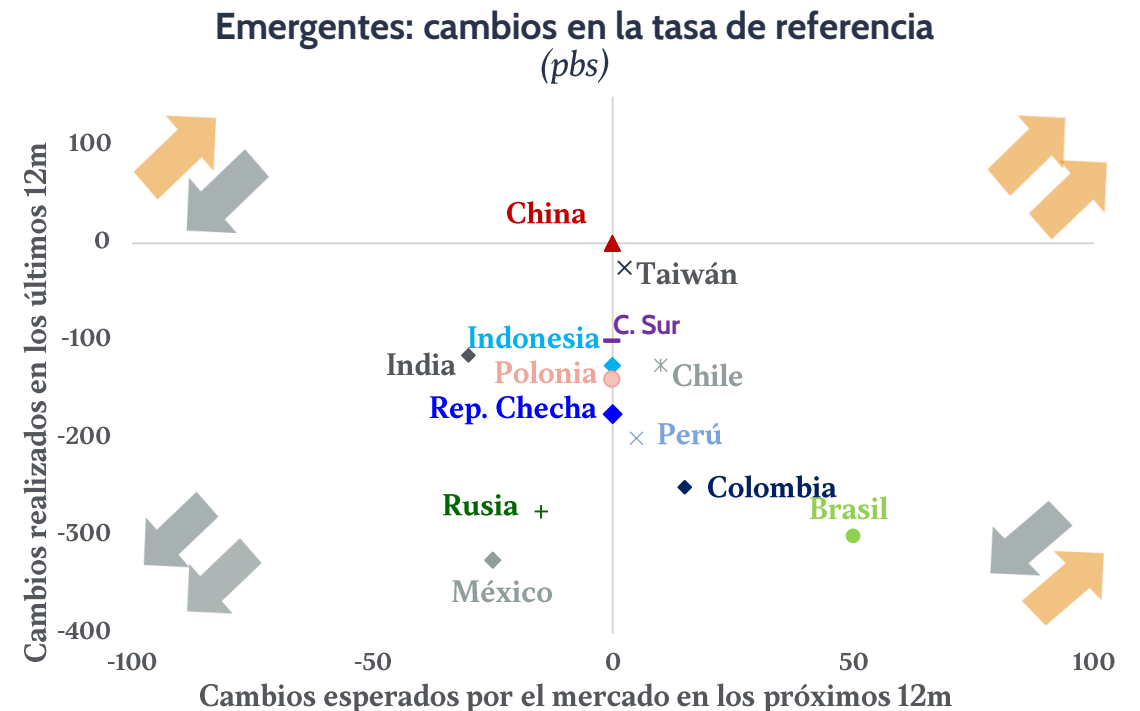
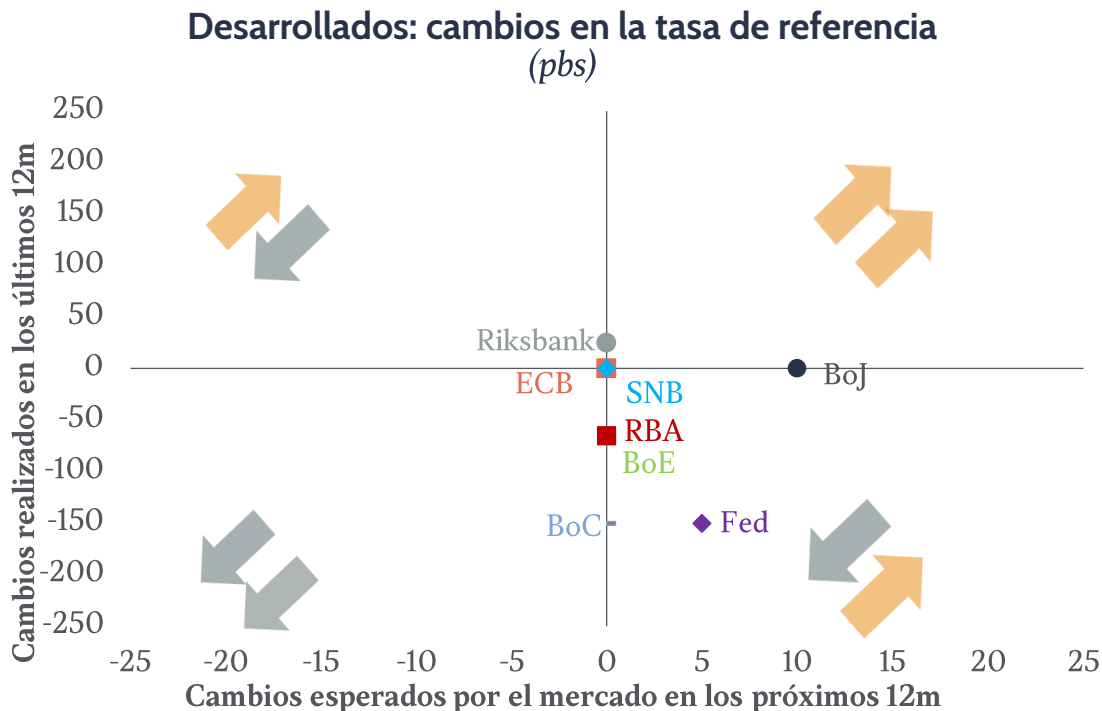
**Para este puesto de gobernador esta nominada por los republicanos Judy Shelton. Falta la confirmación por parte del Senado. Esta nominación ha sido objeto de mucha polémica y tiene pocas probabilidades de ser aprobada con la composición actual de la Cámara Alta. Las posibilidades de aprobación giran en torno a que los republicanos ganen al menos un escaño para el Senado en la segunda vuelta de enero en Georgia.

Fuente: Bloomberg . Elaboración propia. Información al 07/12/2020.

Tasas en DM cambian hacia sesgo alcista. En EM el escenario es mixto

Autoridades monetarias monitorean la actividad y los efectos inflacionarios. Sin embargo, cambio de visión aún no parece probable.

- Se estiman presiones alcistas en las tasas cortas en US, sin que la Fed lleve a cabo cambios en sus tasas de política monetaria, por lo menos, en los próximos 12 meses (Actual: 0.00% - 0.25%). El BoJ, por su parte, sacaría su tasa de terreno negativo, ubicándola en 0% (Actual: -0.1%).
- El BCE también mantendría sin cambios su tasa de referencia en 0% y en -0.5% su tasa de depósitos; mientras que el mercado retrocedió con la expectativa de reducciones en el interés del BoE, y se estima ahora que la mantendrá sin cambios (Actual: 0.1%).
- El mercado se encuentra a la expectativa de la reunión del final de la semana del banco central en Brasil. Si bien se espera que la tasa se mantenga inalterada, las autoridades darían un mensaje del plan de ajuste para 2h21. En Rusia, el mercado está a la espera de posibles reducciones que pudieran estar impulsadas por una moderación en la actividad, dada una nueva ola de contagios y las restricciones a la producción de petróleo.

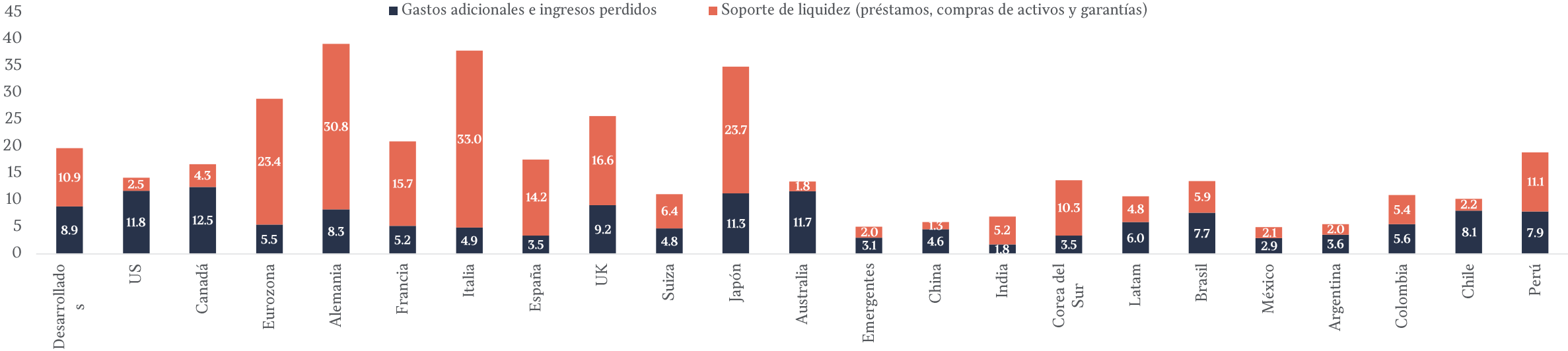


Avanza estímulo fiscal adicional en US

Grupo bipartidista de congresistas propuso un plan de estímulo adicional por USD 908 billones

- El estímulo adicional busca alcanzar un punto medio en numerosos temas económicos que están en contienda. **Otorgaría USD 300 por semana en beneficios federales de desempleo**, una cantidad menor a los USD 600 por semana propuestos inicialmente por los demócratas, durante cuatro meses más; USD 240 billones en fondos para gobiernos estatales y locales, **alrededor de USD 300 billones en fondos para pequeñas empresas a través del PPP**, fondos para vacunación, entre otras medidas. **No habría una nueva ronda de cheques para los hogares.**
- En esas mismas conversaciones también se esta negociando el proyecto de ley de financiamiento del Gobierno para 2021, por USD 1.4 trillones, que evitaría su cierre el próximo 11 de diciembre.** Actualmente, el Congreso esta considerando aprobar una ley de gastos provisional, que permita que el Gobierno funcione durante una semana más, mientras continúan las negociaciones.
- Si bien, nuestro escenario base hasta noviembre era la no aprobación de estímulo fiscal adicional en 2020 (eventualmente vendría a principios de 2021), **los pronunciamientos a favor del proyecto tanto del lado demócrata como del republicano, en medio de un empeoramiento de las perspectivas económicas, aumentó considerablemente la probabilidad de aprobación antes de terminar 2020, la cual ahora es mayoritaria.**

Estímulo fiscal contracíclico en repuesta al COVID-19 para 2020
(porcentaje del PIB)



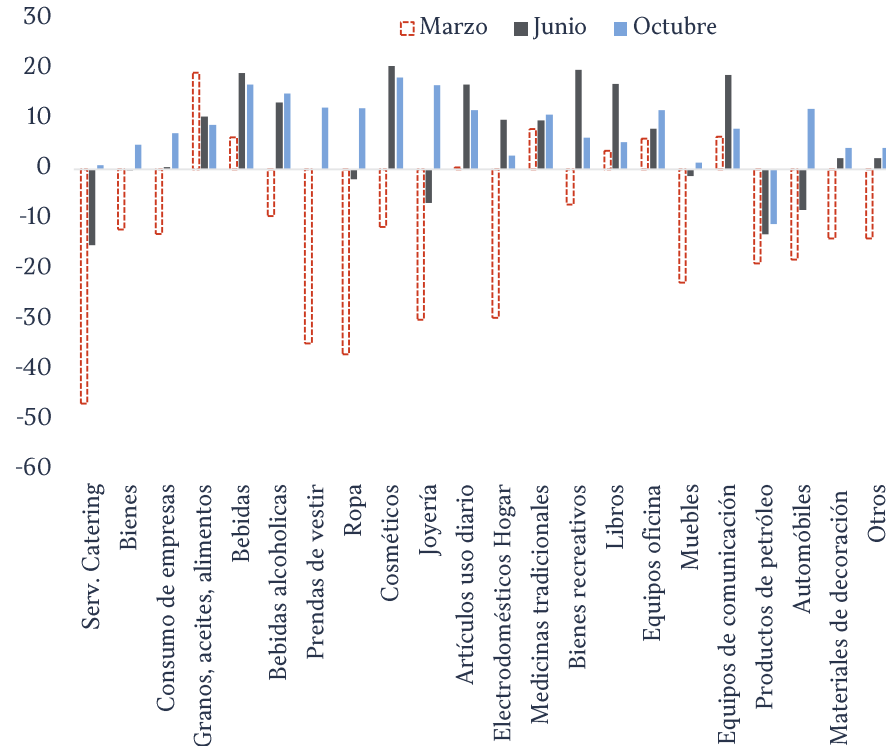
*Nomenclatura anglosajona.
Para detalles de los montos y políticas de estímulo fiscal de las principales económicas, dirigirse al anexo.
Eurozona: Medición promedio entre Alemania, Francia, Italia y España.
Latam: Medición promedio entre Brasil, México, Argentina, Colombia, Chile y Perú.
Fuente: FMI y Credicorp Capital. Información de la tabla a octubre de 2020.

Consumo en China, por mejor camino pero a paso lento

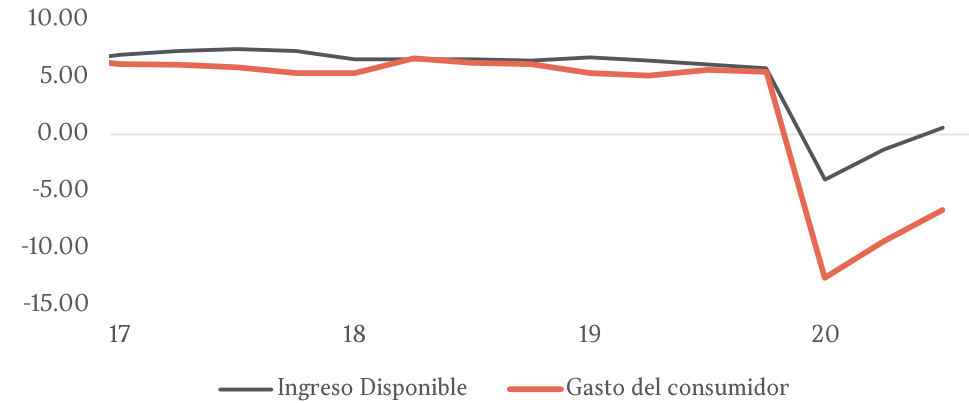
Fundamentos Macro y Evolución

Repunte en la confianza y aplicación de la vacuna, podrían acelerar la dinámica en las ventas

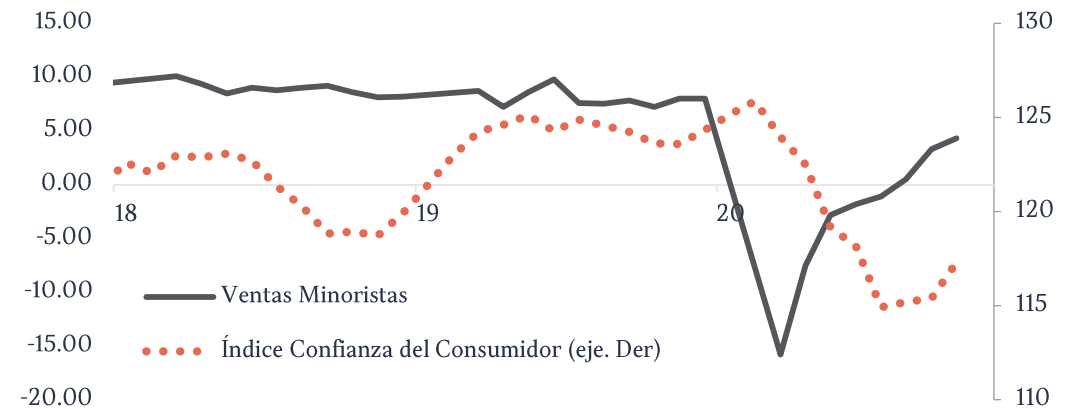
Crecimiento Ventas minoristas desagregado 2020
(a/a% en los meses indicados)



Ingresos y Gastos del Consumidor



Ventas Minoristas (a/a%) vs. Índice Confianza Consumidor



Los datos de Actividad China no paran de sorprender

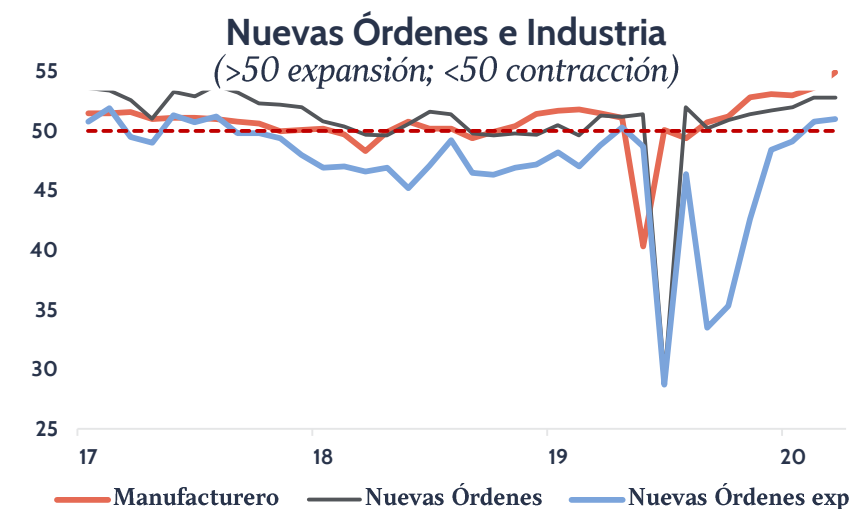
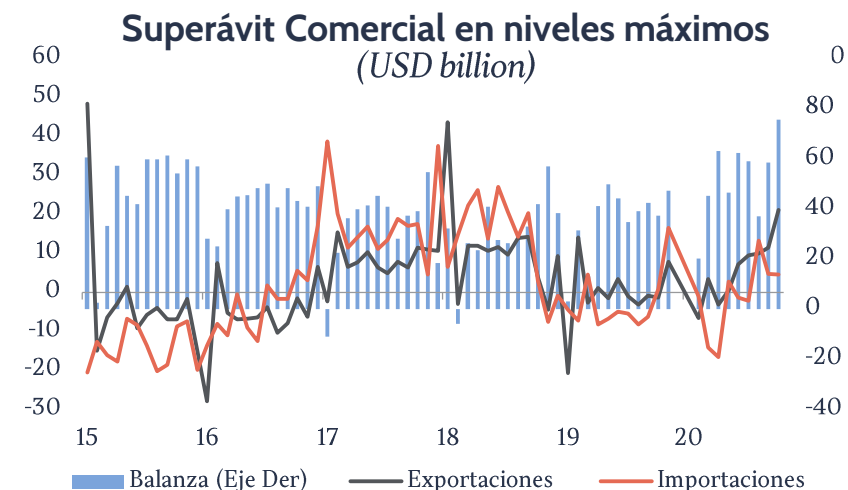
Fundamentos Macro y Evolución

Tendencia alcista en los datos podría conllevar a una mejora en las expectativas de recuperación y crecimiento

- Luego de conocerse el dato de PMI manufacturero Caixin el cual rompió su máximo de los últimos 10 años (nov. 54,9. esp.53,5. ant.53,6), se recibieron noticias de las cuentas comerciales Chinas que han tenido meses destacados al ser esta la economía que tras una efectiva gestión de la pandemia, ha sido el proveedor principal del mundo.
- Las exportaciones Chinas crecieron al mayor ritmo desde febrero de 2018. Lo anterior refleja que aunque pequeños y localizados brotes han estado impactando el consumo y la demanda interna, el comercio no se ha visto afectado por estos hechos y no debería retroceder en el corto plazo sino estabilizarse.
- Las nuevas ordenes y nuevas órdenes de exportación dan luces de espacio para que la tendencia observada de comercio internacional se mantengan.

Principales indicadores de Actividad China (1)
(a/a%)

Indicador	Actual (Nov.)	Actual (esp.)	Anterior (oct.)	Esperado 4T (oct.)	Esperado 4T (nov.)
PMI Manufacturero	54,9	53,3	53,6		
Producción Industrial		6,90%	6,90%	6,50%	6,70%
Exportaciones	21,10%	12%	11,40%	10%	9%
Importaciones	4,50%	7%	4,70%	7,50%	4,80%
Balanza comercial	75,43 bn	53,75 bn	58,44 bn		



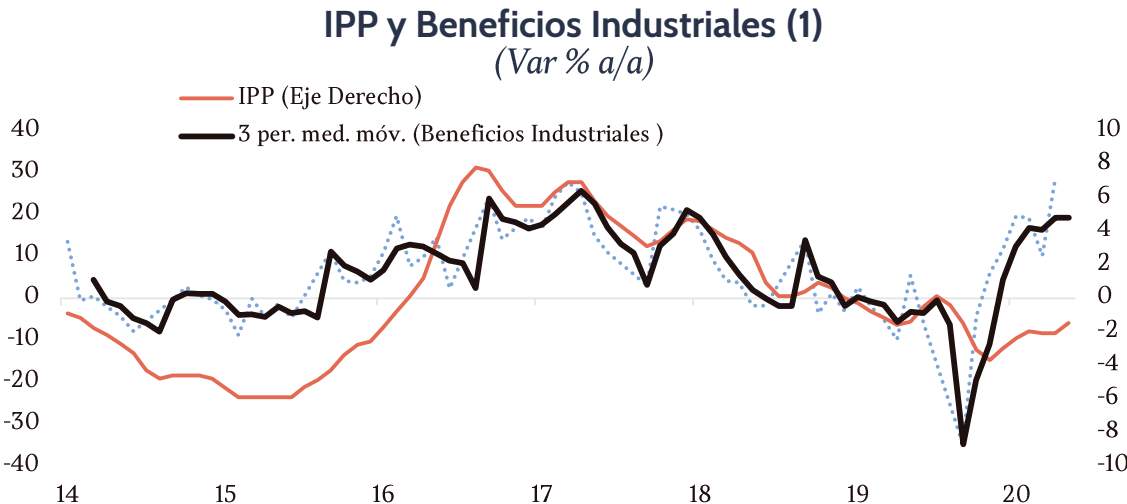
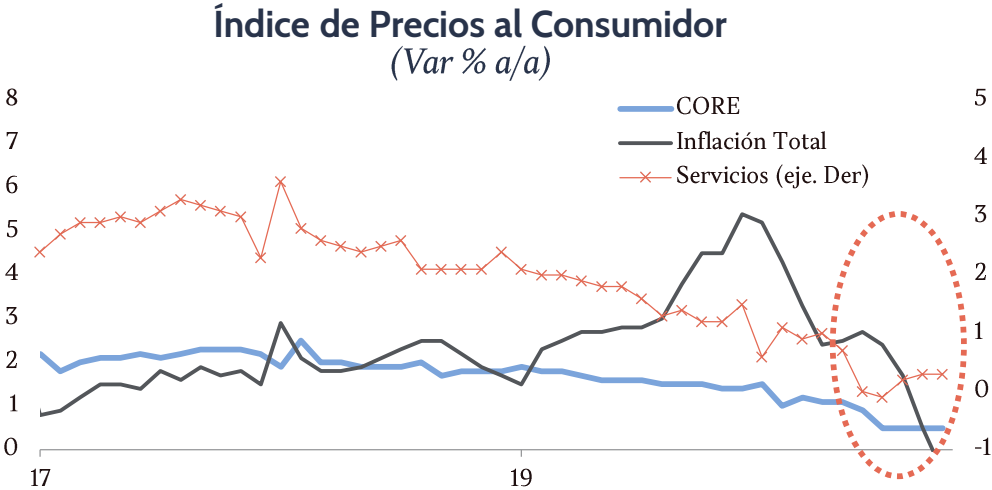
Fuente: Bloomberg. CITI. Elaboración propia.

(1) Esperado 4T (oct.) corresponde al resultado de la encuesta de valores esperados promedio de analistas hasta octubre. Esperado 4T (nov.) es el resultado de la misma encuesta realizada en el mes de noviembre. Se evidencia que en promedio los analistas están esperando mejora en los cierres de último trimestre de las cifras presentadas.

PBOC no debería verse influido por la dinámica de precios

Debilidad de precios debería continuar, mientras desaparecen las distorsiones en los precios del cerdo. El consumo no brinda soporte aún.

- Las autoridades monetarias en China, con su actual enfoque de ajustar los niveles de crédito que lleven a la estabilización de los niveles de deuda de la economía, **no deberían desviarse por la tendencia reciente en los precios que para noviembre llegan a terreno negativo** desde 2009 (IPC tot = -0,5%; ant. 0,5%; esp. 0%), ya que se espera que haya una mejora gradual en los próximos meses.
- Habrà bastante atención en materia de precios ya que de verse afectación en la economía real, se esperaría medidas monetarias no contempladas a la fecha.
- Pese al objetivo claro del PBOC, las cifras de cambio de precios de noviembre, sugieren que podría retrasarse el proceso neutralización de políticas debido a la deflación.
- Una mejora en los precios de los commodities para el cierre del 20 e inicios de 2021, junto con una mejora en servicios de transporte por año nuevo, deberían dar soporte en el corto plazo. Sin embargo, los frágiles precios de lado del productor, amenazan con debilitar los beneficios industriales, el empleo y el pago de servicio de la deuda.



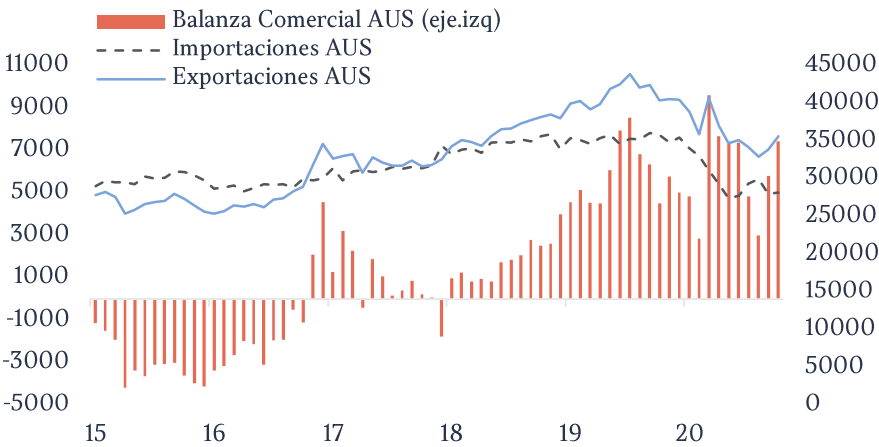
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Información al 7/12/2020.
(1) Beneficios industriales de noviembre se conocerían a finales de diciembre, se espera un leve deterioro en la cifra desde el 28,2% a/a. de oct

Guerra comercial China - Australia se mantendrá hasta mediados de 2021.

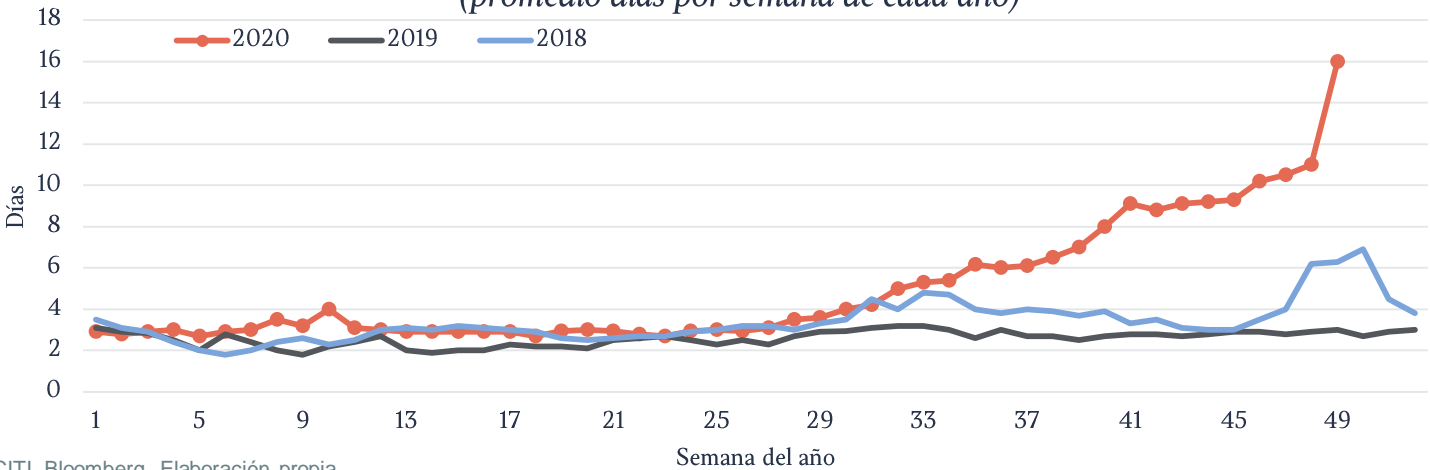
Eventos políticos y represalias Australianas a compañías Chinas, han sido el detonante del conflicto

- La mayor afectación debería sentirla la economía Australiana. Se espera que el conflicto no impacte el crecimiento siempre y cuando las prohibiciones no alcancen al mineral de hierro.
- Este es el producto de exportación más relevante para las partes.
- El productos **del sector de agricultura han sido el principal foco de sanciones**. El vino se ha incluido dentro de la lista al ser objeto de investigaciones antidumping y compensatorios sobre las importaciones.
- Se espera que Australia no presente reacciones de represalias contra China. De este modo, si busca mercado interno para las mercancías que no ha podido exportar, esto **vaticinaría presiones a la baja sobre los precios. Las sanciones comerciales unilaterales son deflacionarias.**
- El mineral de hierro (principal producto de exportación de Australia a China) ha sido ajeno a los conflictos y ha sostenido de manera relevante las cuentas comerciales Australianas. Si este producto entra a la lista y la pérdida de ingresos de exportación supera los 76 mil mil AUD, se espera un afectación en el PIB nominal de 3,8%.

Comercio Australiano
(AUD Million)



Cambio en los días de espera en puerto de barcos de Carbón en China
(promedio días por semana de cada año)



Principales productos agrícolas de Exportación (1)
(Australia hacia China)

TOP 14 productos agrícolas destinados a China	Valor export. AUD	%Export a China
Carne de Res	2670,8	25%
Lanas y otros pelos de Animal	2433,2	76%
Productos y preparaciones comestibles	1611,6	57%
Carne (exc. Ternera)	1303,6	24%
Bebidas alcohólicas	1238,6	36%
Algodón	1111,2	71%
Frutas y nueces	1052,5	40%
Madera en astillas o partículas	893,9	60%
Crustáceos	842,6	80%
Madera Rugosa	603,4	94%
Cebada	590,7	57%
Leche, nata, suero, yogur	536,8	39%
Cueros y pieles	480,1	83%
Animales vivos (ex. Mariscos)	343,1	16%

Fuente: CITI. Bloomberg. Elaboración propia.
(1) Sin tener en cuenta otros productos, principalmente metales, los productos en el listado están dentro de los 35 principales productos de exportación australiana a China. Los productos resaltados en rojo serían los afectados por las medidas arancelarias Chinas.

Cobre, bendecido en año de crisis

Presiones alcistas adicionales vendrían de MD más activos luego de vacuna contra COVID.

- Al contrario de la mayoría de activos, el 2020 ha sido un año de valorizaciones para la materia prima impulsada en gran medida, por la **rápida reactivación industrial en China**.
- Hacia finales de 2021 e inicio de 2022 pudiera materializarse un riesgo de déficit físico de cobre, lo que proporcionaría efectos alcistas adicionales sobre los precios. (Esp. 1T21= 7,200 \$/ton).
- La **demanda China estaría contrarrestando los efectos de cualquier superávit** y mantendría los precios presionados.
- En 2021, se espera moderación en las compras chinas en varios commodities como resultado de menores riesgos geopolíticos y así mismo **se limitarían las subidas vistas YTD**.

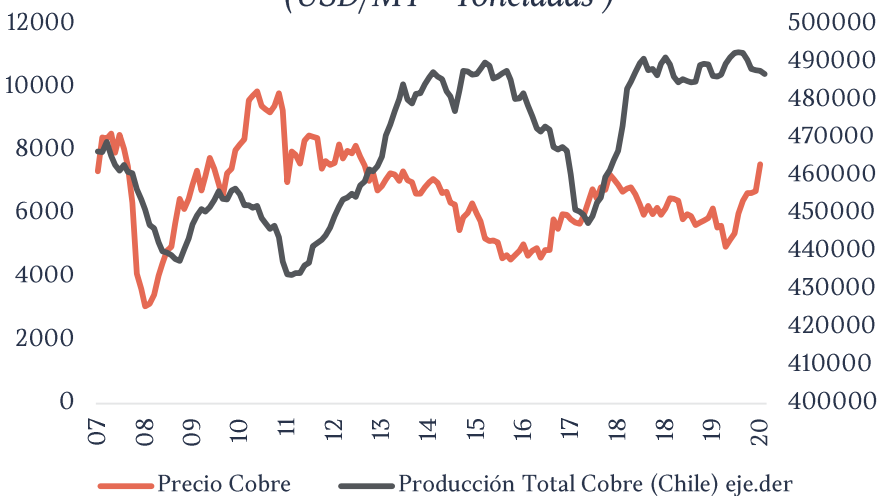
6-12 meses tendencia esperada (1)
(vs. Spot y forward de corto plazo)

	Bullish	Neutral-to- bullish	Neutral	Neutral-to-bearish
Energía	US Gas		EU Gas, Brent, WTI	
Metales		Aluminio	Cobre, Zinc	Nickel
Metales Preciosos	Paladio	Oro, Platino, Plata		
Bulks		Carbón (coking- Thermal)		Mineral de Hierro
Agricultura	Corn, Granos de Soja	Café, Etanol	Azúcar, Cocoa, Trigo	

Precios del Cobre y Actividad en China
(USD/MT – a/a%)



Precios del Cobre y Prod. Chilena de Cobre
(USD/MT – Toneladas)



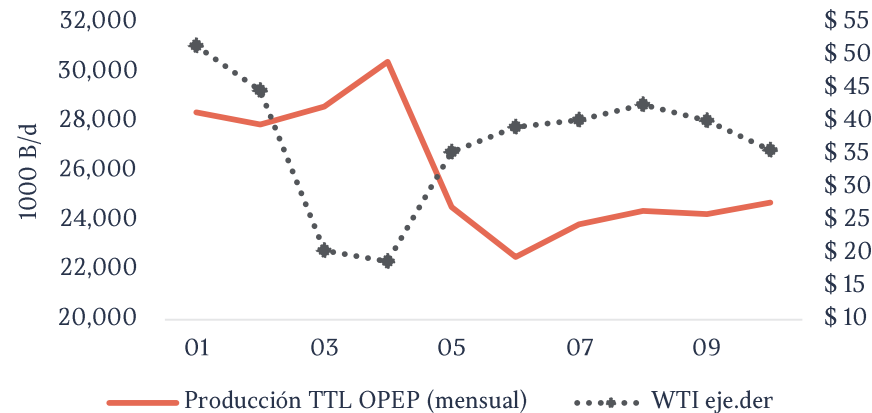
Fuente: Bloomberg. Citi. Elaboración Propia.
(1) Tomado de CITI. Ningún Commodity estaría en tendencia bearish para los meses evaluados, se elimina dicha columna en la tabla.

OPEP+ concluye reunión de diciembre con cambio de planes

Fundamentos Macro y Evolución - Commodities

Tensiones internas serán un riesgo latente para incrementos en la oferta. La demanda continúa débil.

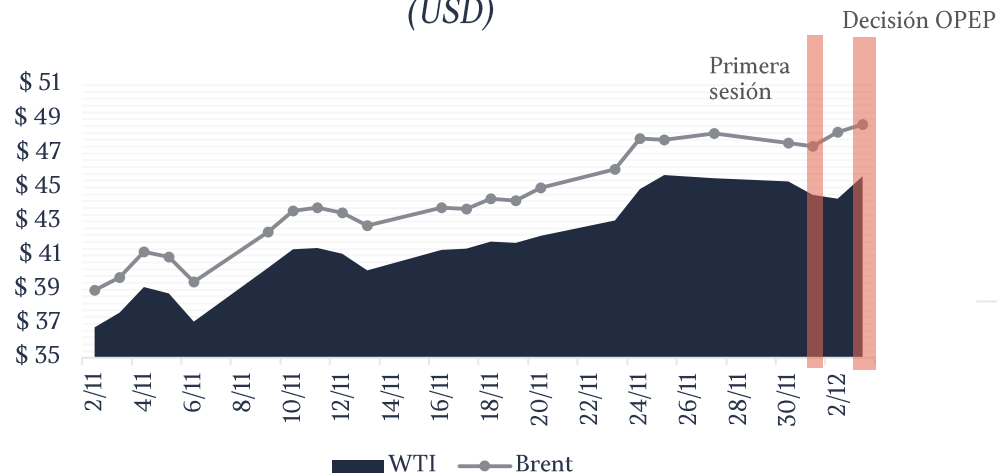
Producción OPEP vs. Precios petróleo WTI 2020
(1000 b/d – USD eje.der)



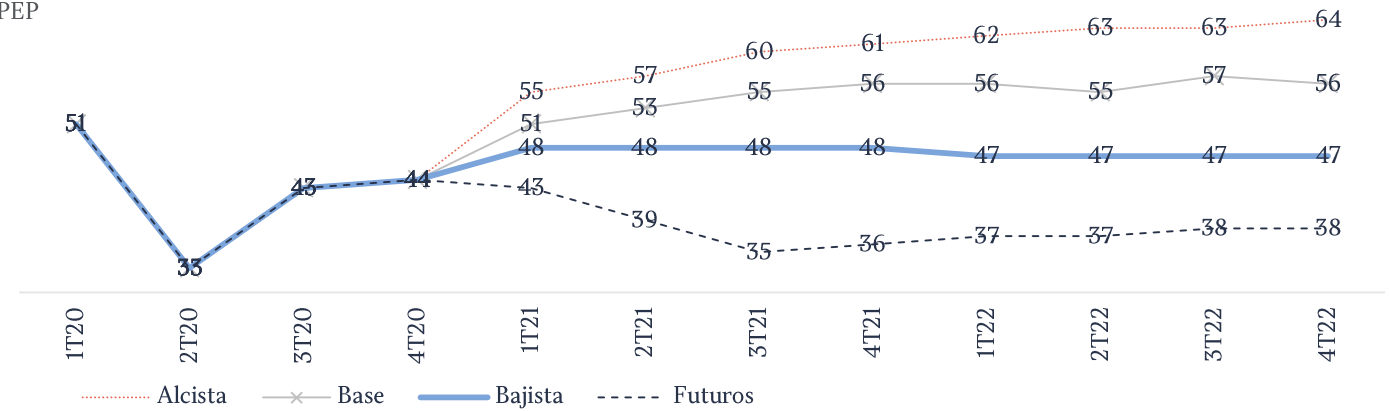
La OPEP+ acordó alivios graduales a los recortes a la producción que han salvaguardado de manera relevante los precios del crudo durante 2020.

- El grupo agregará 500.000 barriles/día de producción al mercado a partir de enero del 2021, vs. 1,9 millones previstos inicialmente.
- El acuerdo alcanzado contempla sesiones al inicio de cada mes, en las cuales se discutirán los límites de producción para el mes siguiente.
- Las tensiones en las relaciones en la OPEP+ (principalmente, Arabia Saudita y Emiratos Árabes Unidos) serían el principal riesgo en las próximas sesiones. (la última vez, en el mes de marzo que hubo desacuerdos entre los países miembros, el precio se afectó a la baja en más de un 25%).
- Se espera que 2021 sea el inicio de la esperada transformación energética y traería una reestructuración de la industria para los próximos años.

Precios del petróleo atentos a plan de recortes
(USD)



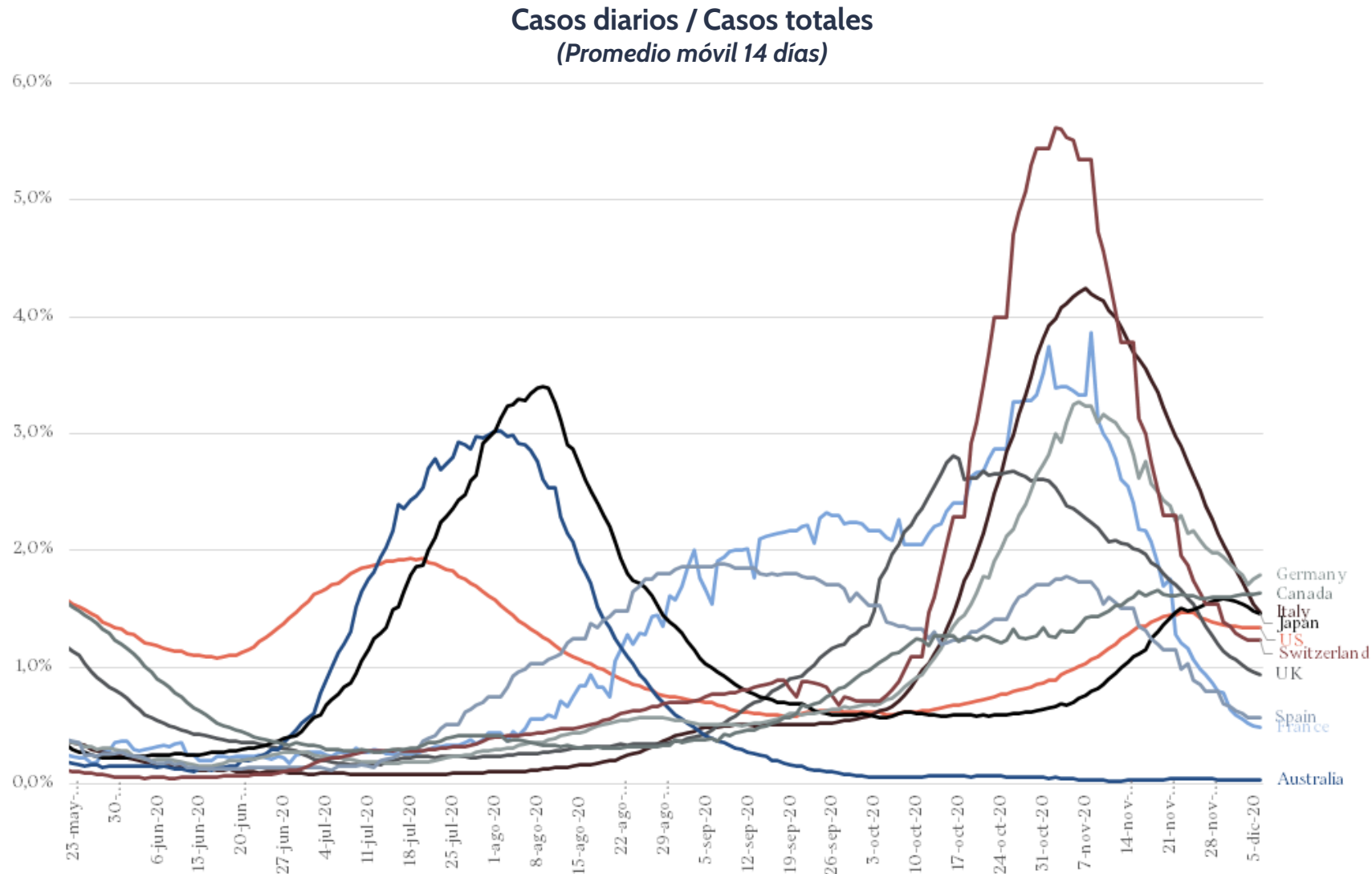
Desempeño esperado petróleo 2021 (escenarios)



Covid-19: Cierres siguen mostrando efectos positivos

Fundamentos Macro y Evolución - COVID

Europa mejora notablemente, aunque aún lejos de mínimos post primera ola.



*Se considera que la actividad estaría expandiéndose frente al mes previo (terreno de expansión), cuando el indicador se sitúa por encima de 50 puntos. Por el contrario, la actividad se estaría contrayendo frente al mes previo cuando el índice está por debajo de 50 puntos (terreno de contracción).

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Información al 04/12/2020. Mapa de calor evaluado desde ene-2012

Agenda

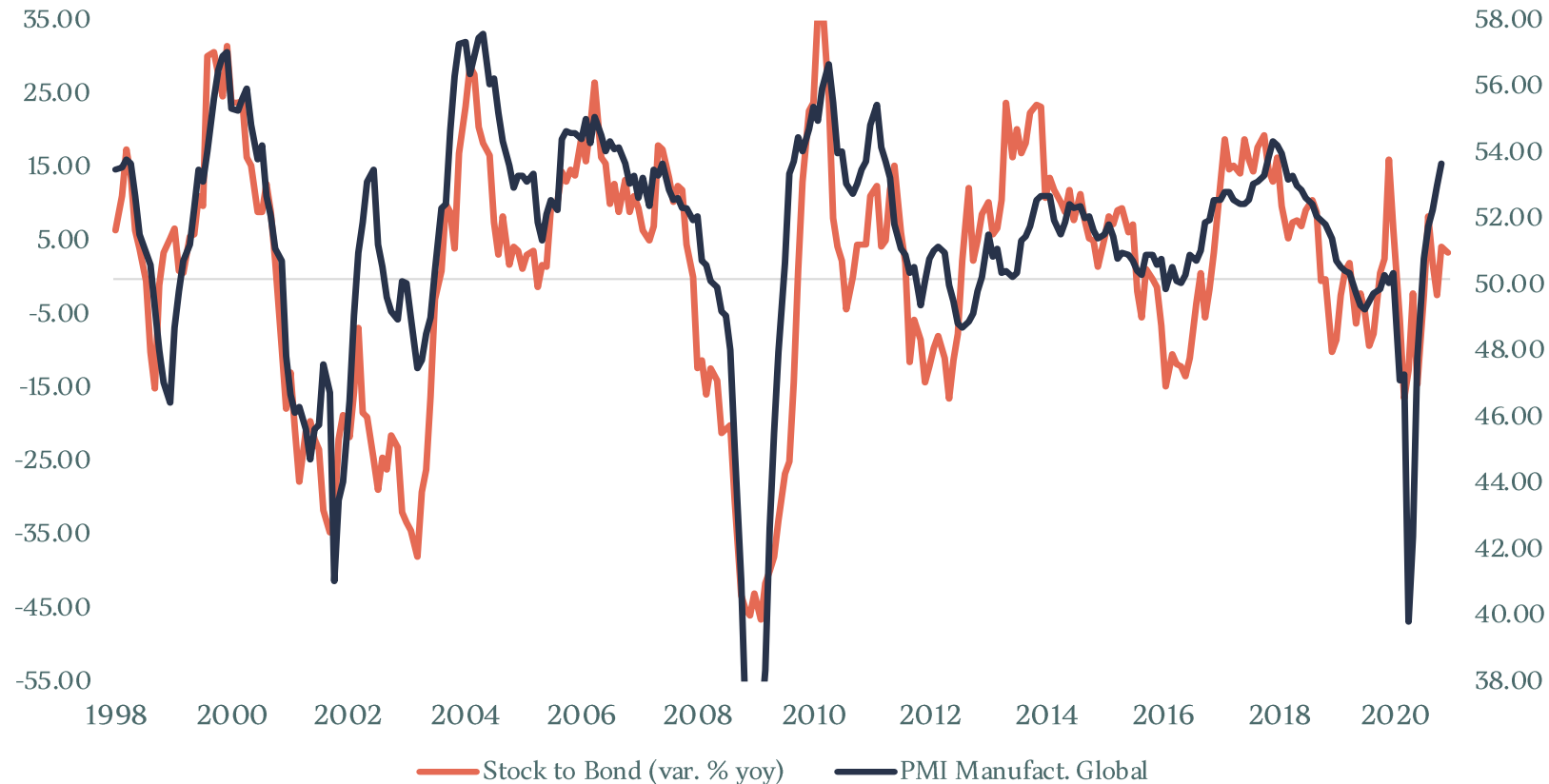
- Editorial y Resumen
- Macro Global y Temas Coyunturales
- **Activos**
 - RF vs RV
 - RV Global
 - RF Global
 - Posicionamiento y Comentarios
- **Temas especiales**
 - Vacuna COVID-19 en marcha
 - Hacia la presidencia de Biden
 - Flujos de Capital hacia EM
- Anexos



Ratio RV/RF sugiere una desaceleración de la actividad económica

RF vs RV

Dato de noviembre fue 53.7, mientras que ratio de precios sugiere un PMI de ~52. Esto sería consecuencia de olas COVID en DM

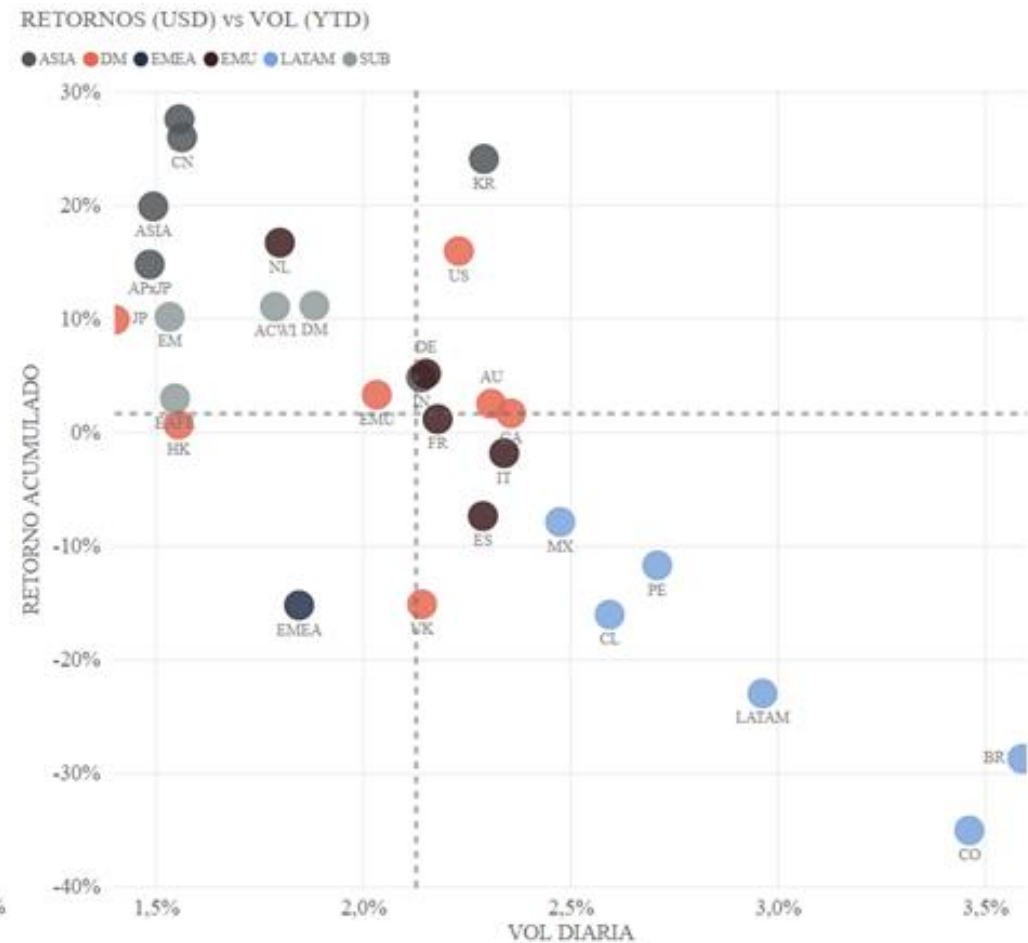
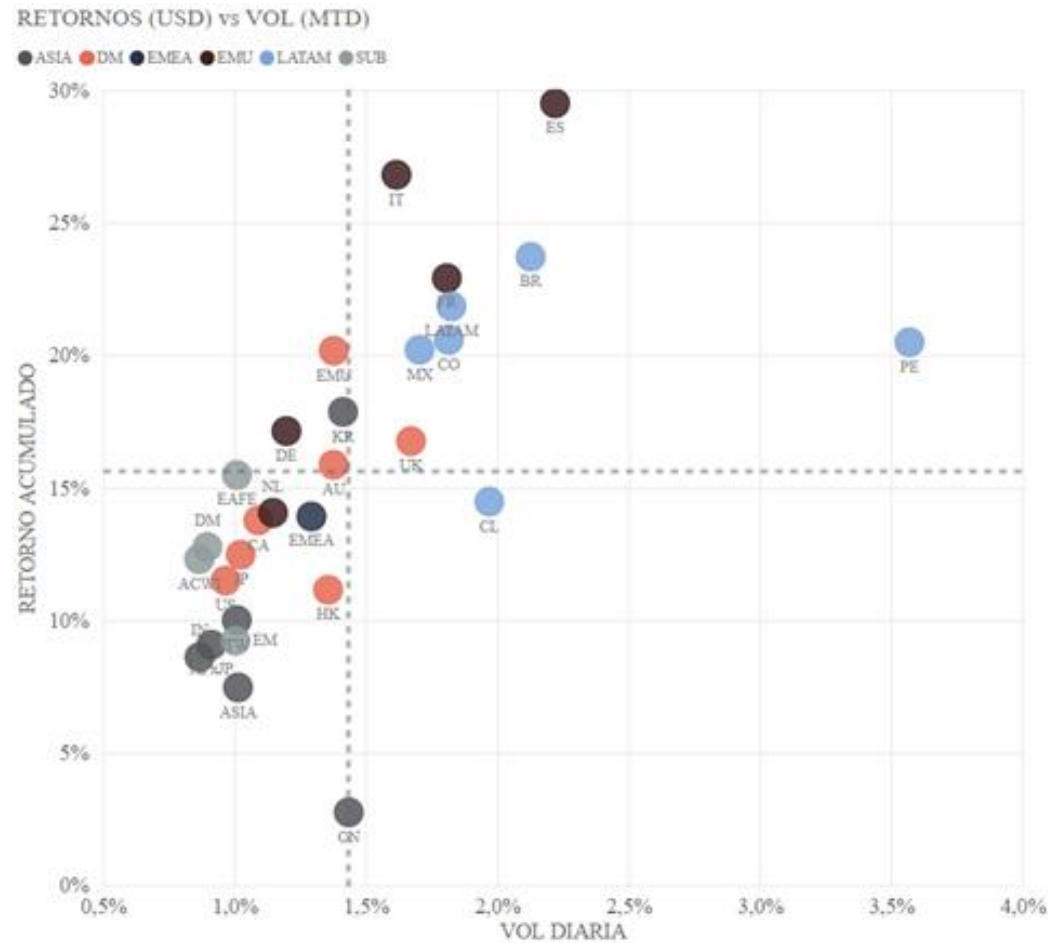


- El deterioro de los casos covid en el hemisferio norte ha tenido un impacto significativo en el sector servicios (muchos de los PMI en esas regiones se encuentran en zona de contracción). No obstante, la manufactura continuó su tendencia de mejora en noviembre.
- El ratio de precios RV/RF ya incorpora en parte este riesgo a la actividad global, la cual mostrará retrocesos en el último trimestre. Considerando incluso esto, los precios de los activos no sugieren un riesgo de corrección a la baja inminente, pero sí un upside algo acotado hasta tener más claridad en 1T21.

RV Latam y algunos europeos se destacan en el mes

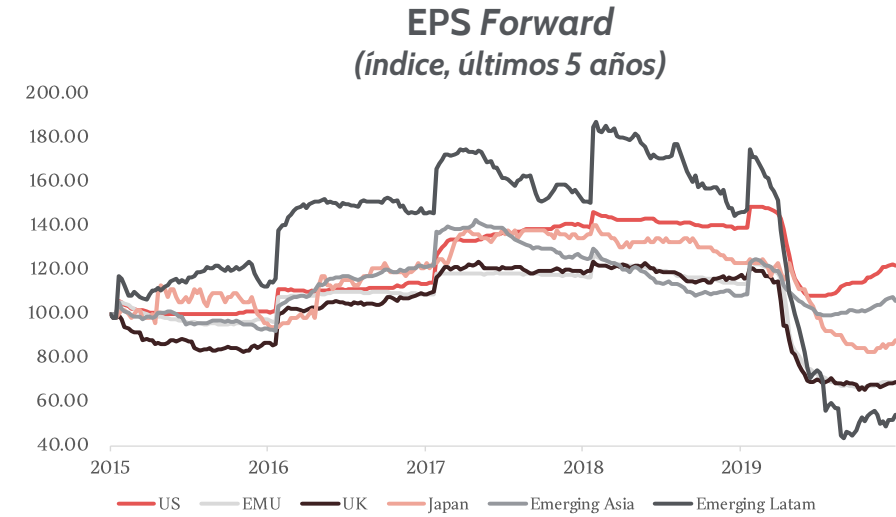
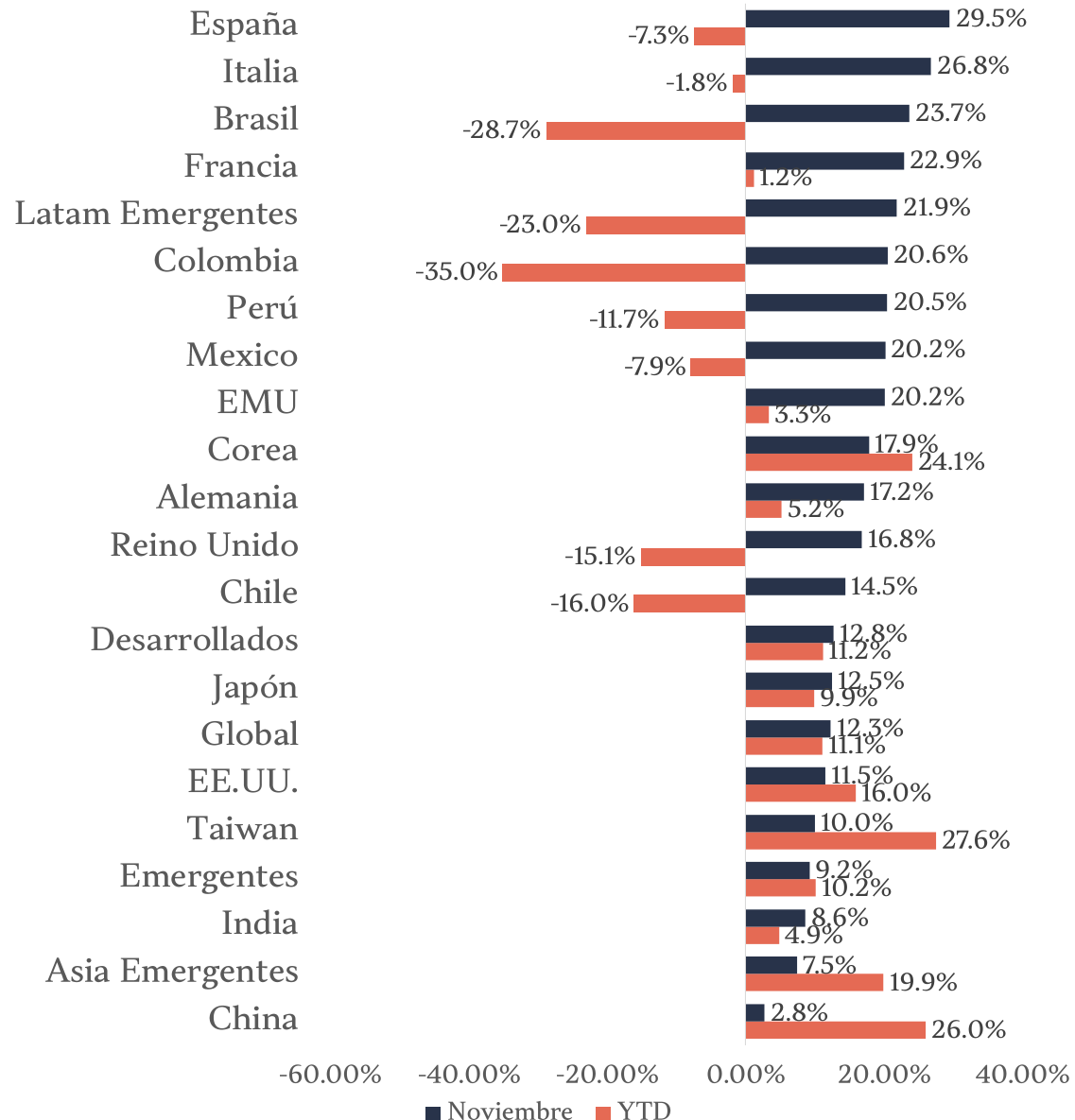
Renta Variable Global – RV

Al igual que los retornos, la volatilidad también fue superior al promedio. En 2020, Asia EM muestra el mejor balance riesgo/retorno



Países/regiones más descontadas (cíclicas y *value*) tuvieron el mejor desempeño

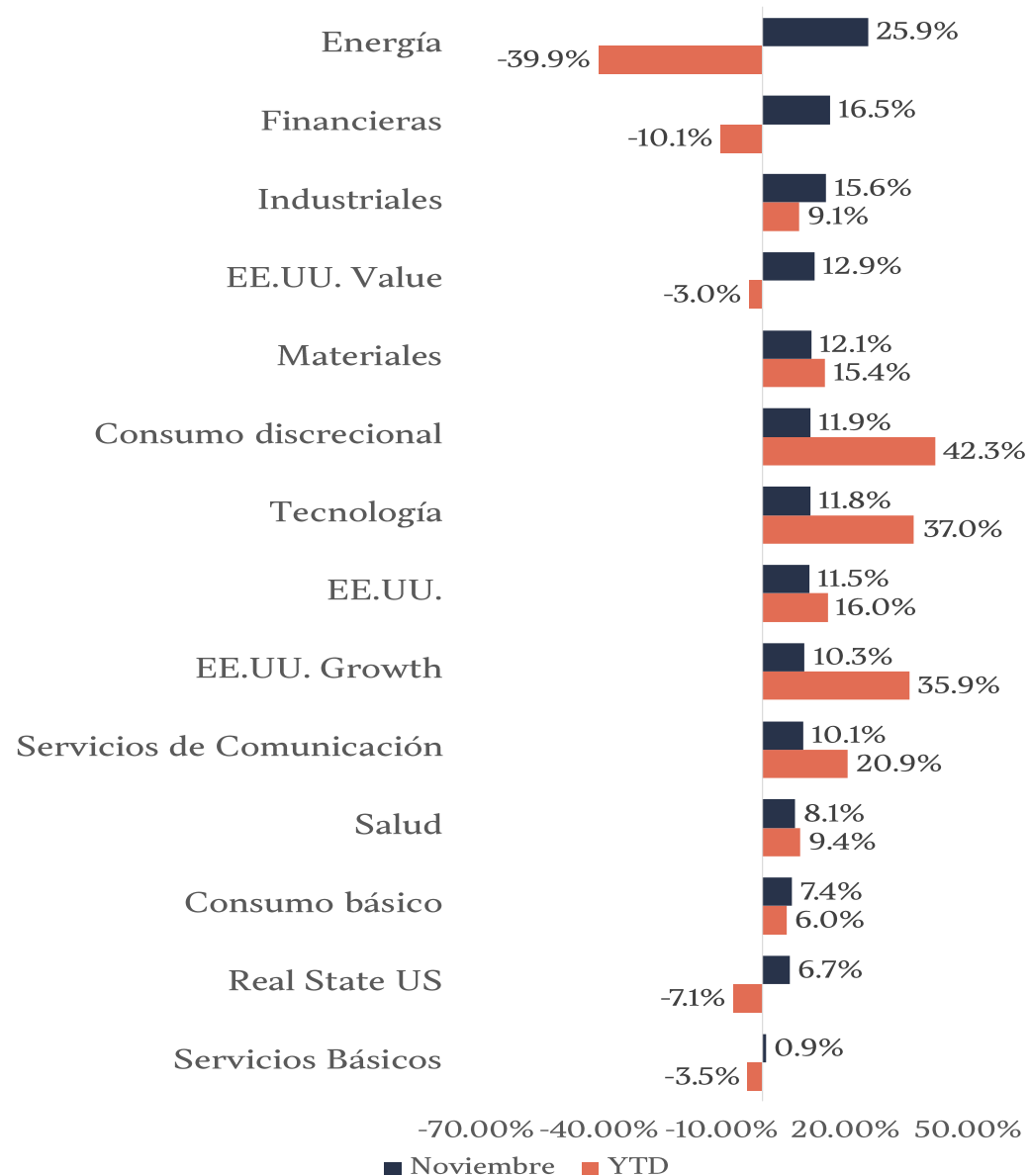
Renta Variable Global – RV



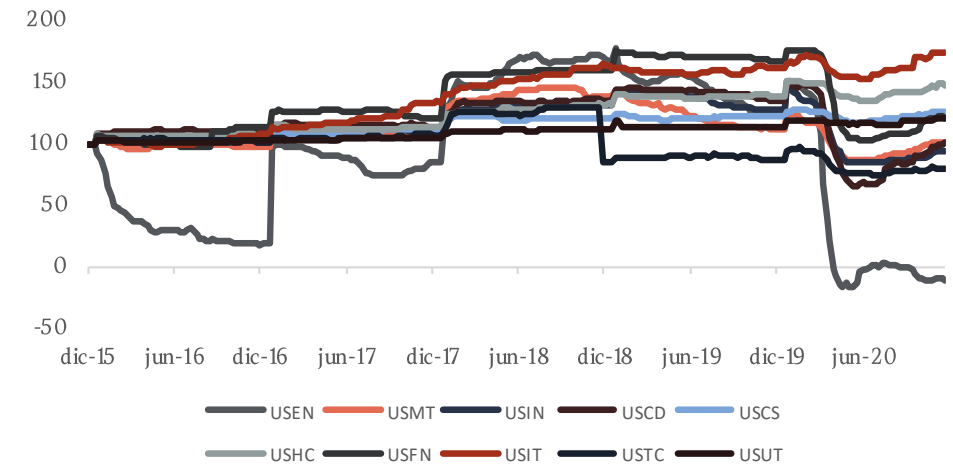
- Las noticias sobre las vacunas de Pfizer, en un inicio, y Moderna, posteriormente, motivaron una rotación en las acciones hacia sectores y regiones más cíclicas y *value*.
- Los países Europeos con mayor sesgo al sector servicios (bancos, turismo, etc.) fueron los de mejor desempeño. Sin embargo, las acciones en general tuvieron un rendimiento extraordinario, con EE.UU. ubicándose en la parte baja de la tabla con un retorno de 11.5%.
- Dado el buen desempeño en noviembre, el mercado se va tomando un respiro en diciembre. Aunque una probabilidad de corrección es baja, es necesario ver que las utilidades empiezan a recuperarse, no solo a nivel de utilidades esperadas sino en las actuales.

Lo mismo ocurrió dentro de sectores en RV EE.UU.

Renta Variable Global – RV



EPS Forward
(índice, últimos 5 años)

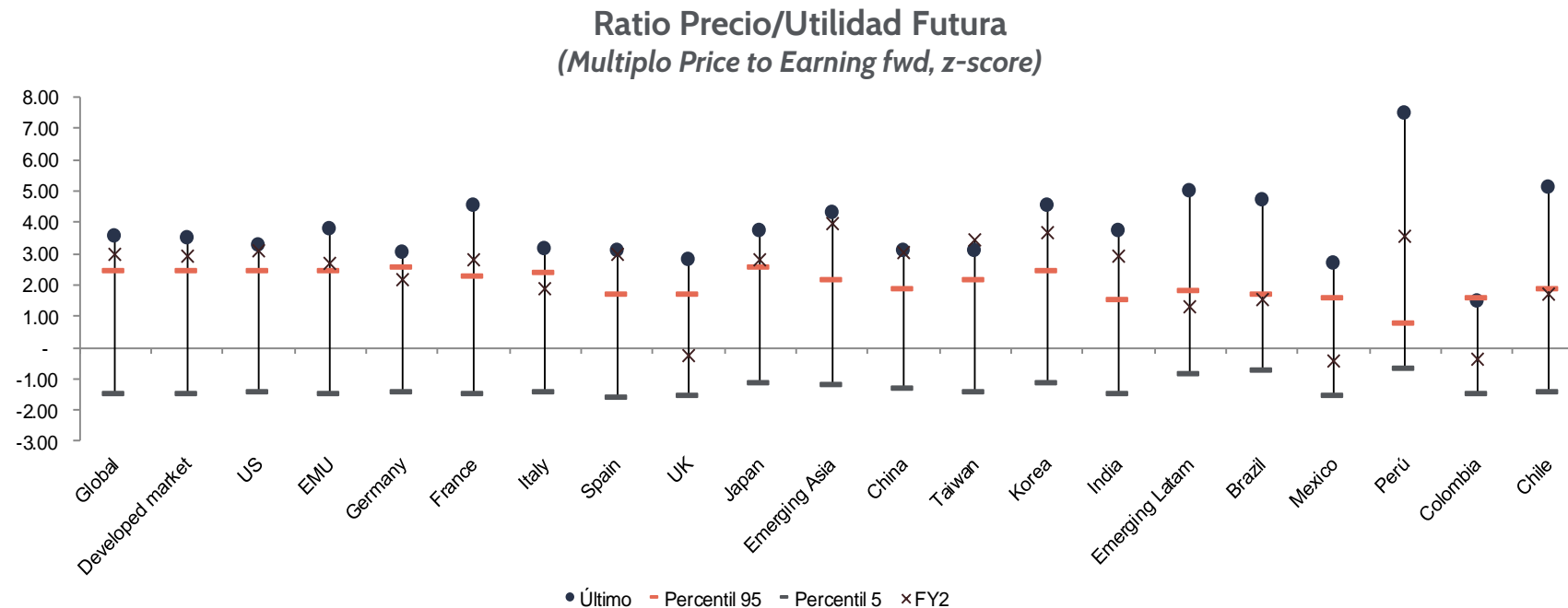


- Los sectores de Energía, Financieras e Industriales tuvieron rendimientos por encima del 15% en noviembre. Esto responde a que son sectores cíclicos y con sesgo “value”.
- El factor value tiende a tener un mejor desempeño que el factor growth en un contexto de crecimiento económico, expectativas de inflación al alza y subidas de tasas de interés. Las noticias sobre las vacunas han generado el entorno propicio para que estos sectores tengan buen desempeño.
- Para que esto sea sostenido deberemos observar que la realidad alcanza a las expectativas, lo que probablemente suceda en 2021. Así, existe todavía espacio para un mejor desempeño de estos sectores, aunque no exento de riesgos.

Valorizaciones en algunas regiones lucen elevadas incluso con EPS a 2022

Renta Variable Global – RV

El principal sustento para que las valorizaciones permanezcan en niveles elevados son las bajas tasas de interés

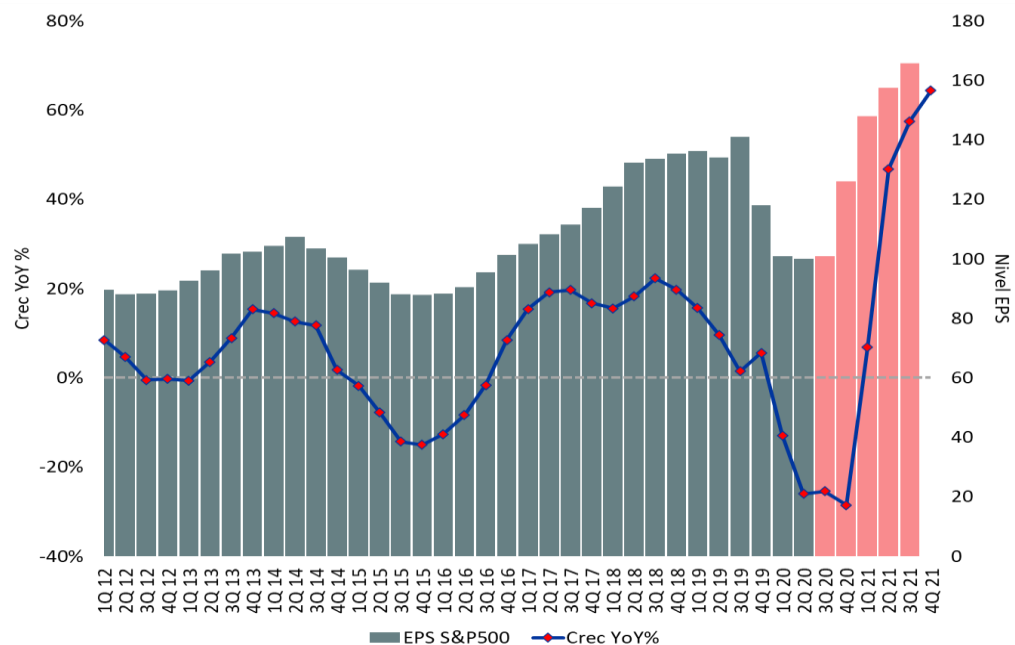


- Luego del rally de noviembre, las valorizaciones empiezan a verse un poco más caras incluso corrigiendo por la distorsión de utilidades de 2020.
- Sin embargo, la distorsión de tasas bajas es algo que va a acompañarnos durante los próximos años, justificando niveles de múltiplos elevados.

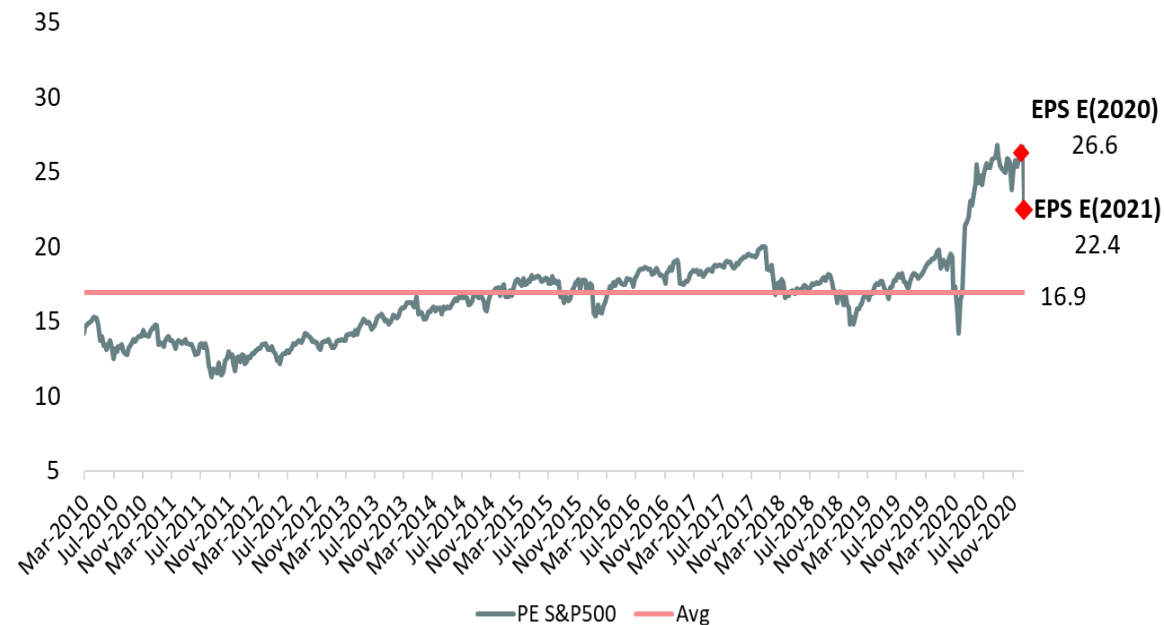
Valorización y Utilidades

- El apoyo de la FED y los paquetes de estímulo fiscal han sido cruciales para mitigar los efectos económicos negativos que produjo la pandemia en los mercados financieros. De esta forma, además que las utilidades de las empresas para el 2Q y 3Q fueron mejor de lo esperado por una adopción del e-commerce y reinversión del proceso operativo de diferentes empresas, la reacción rápida para una política monetaria acomodativa permitió que los spreads crediticios se comprimiesen, volviendo más atractiva la inversión en activos de Renta Variable.
- El desarrollo de las vacunas antes de lo esperado ayudarán a que la economía continúe acelerándose hacia 2021, lo cual brinda soporte a la Renta Variable inclusive si existiesen demoras en la capacidad de producción o de transporte. Hacia mediados de 2021, esta mejora económica puede generar cambios en el discurso de política monetaria, los cambios deben ser menores sin un efecto material.
- Si bien el múltiplo P/E Fwd actual es de 26.6, las utilidades esperadas para 2021 se encuentran en \$165 lo cual dan un múltiplo PE 2021 de 22.4, un nivel más cercano a su promedio que dado el contexto de tasas bajas y las expectativas de mayor apoyo fiscal, continúa siendo un nivel atractivo para la RV EE.UU. hacia 2021.

Utilidad S&P500



Múltiplo P/E FWD US

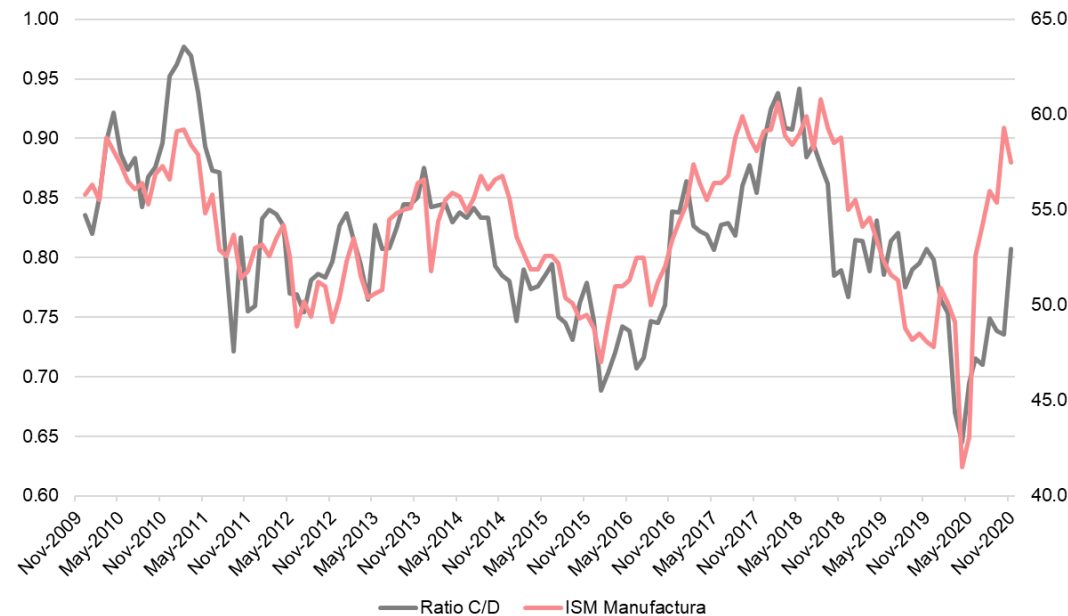


Posicionamiento Sectorial Estados Unidos

Preferencia por sectores cíclicos

- Existen preocupaciones respecto de la concentración que puede haber en el S&P500 debido al rally de las empresas de Tecnología y Comunicación durante los últimos meses y que ello puede limitar la apreciación de las acciones. Consideramos que la coyuntura actual de política monetaria y fiscal será el soporte para evitarlo, con lo cual se espera ver una rotación hacia sectores que se verán beneficiados de la aceleración económica de los próximos meses.
- Recomendamos tomar posiciones en sectores cíclicos como Financieras, Industriales y Materiales. Pese al rally reciente, el contexto mencionado y la relación con los indicadores de actividad (como con el ISM de manufactura) muestran espacio para que el buen desempeño continúe.
- El sector financiero cuenta con un descuento en valorización importante que debería reducirse con un empinamiento de la curva de tesoros y una mejora en el mercado laboral que incremente la calidad de sus carteras de crédito. Por otro lado, los sectores de Industriales y Materiales se beneficiarán de un debilitamiento del dólar americano dado la exposición que tienen a mercados internacionales, además de ser beneficiarios directos de la administración Biden al mejorar la relación con China y los paquetes de inversión en infraestructura.

Ratio Cíclicas/Defensivas e ISM Manufactura



Recomendación Sectorial

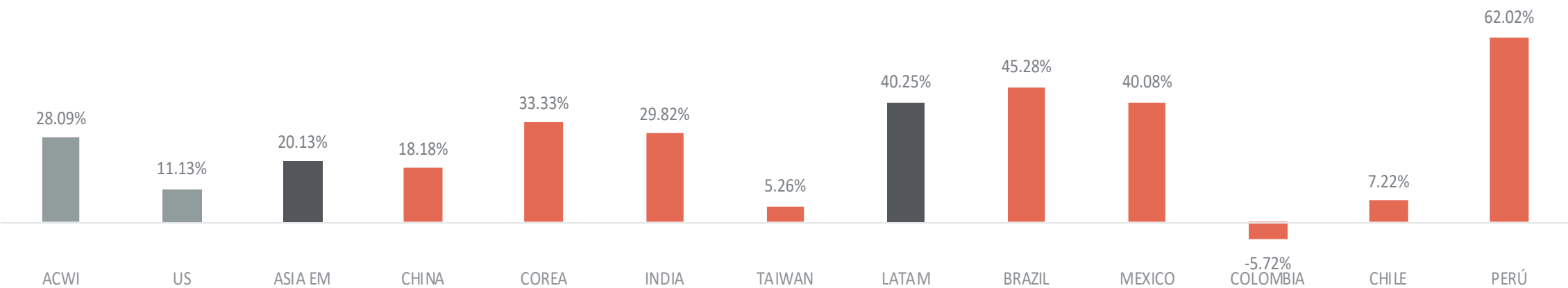
Sector	5yr Beta	CC
Energy	1.82	N
Financials	1.24	OW
Consumer Discretionary	1.15	N
Industrials	1.19	OW
Materials	1.09	OW
Technology	1.05	N
Communication Serv	0.99	N
Health Care	0.77	N
Real Estate	0.71	N
Consumer Staples	0.59	N
Utilities	0.34	N

Mercados Emergentes tendrá uno de los mejores desempeños

Respaldo de EPS y de valorización dan sustento a esta visión

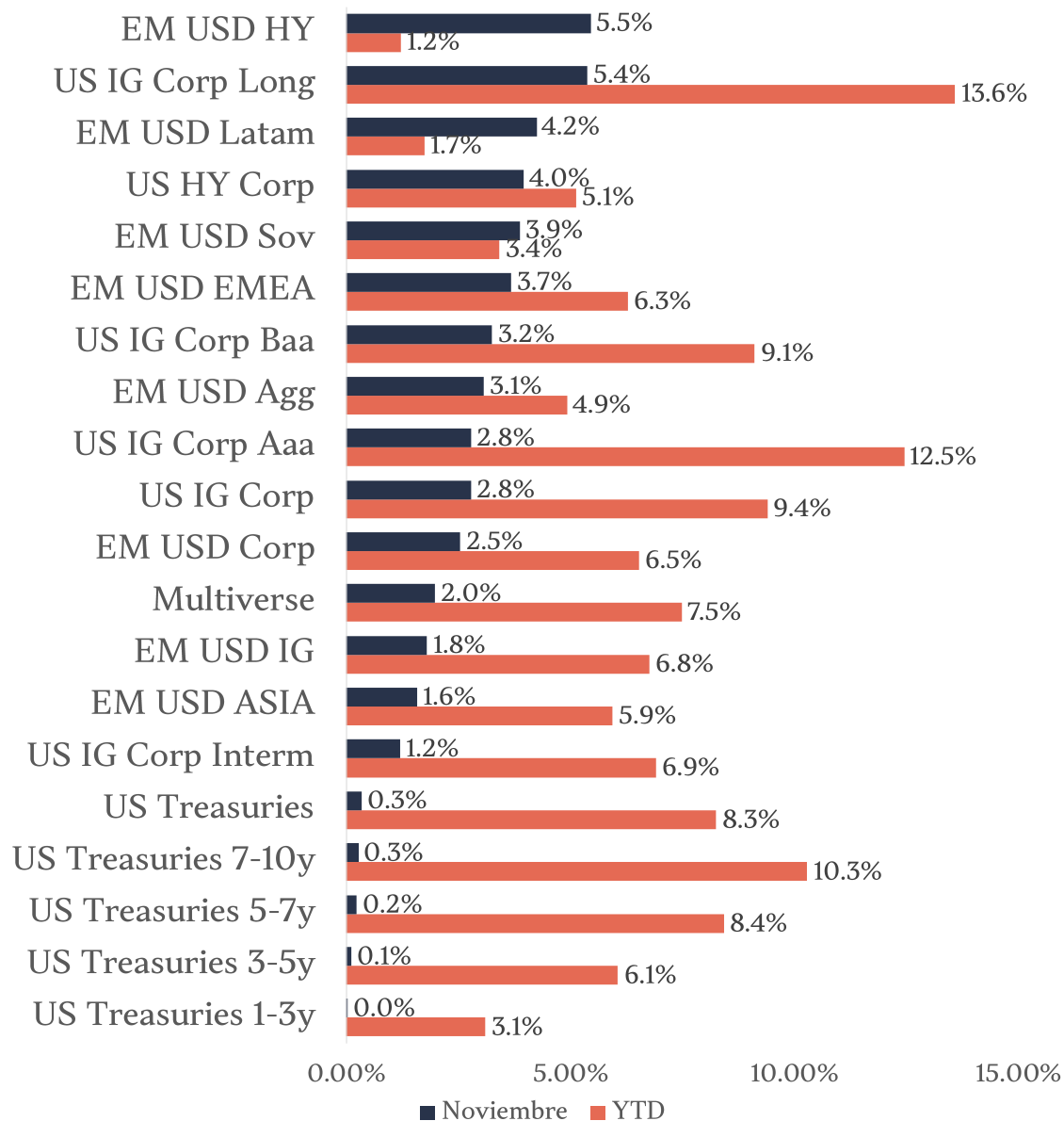
- El crecimiento de utilidades esperadas para la región oscila entre 24% - 32% en 2021 y entre 15% - 16% en 2022.
 - Perspectivas de crecimiento global y distribución de vacunas.
 - Política monetaria y apoyo fiscal adicional.
 - Resultados de elecciones US limitan el riesgo de Guerra Comercial.
 - Recuperación de precios de materias primas.
 - Debilitamiento del dólar que otorga ganancias corporativas.
- Junto a un menor menor rezago por el lado de valorización, EM y en particular Latam, se posicionan para obtener un retorno elevado en 2021.

Crecimiento Esperado de Utilidades (12m)



Segmentos de mayor riesgo lideraron retornos en noviembre

Renta Fija Global – RF



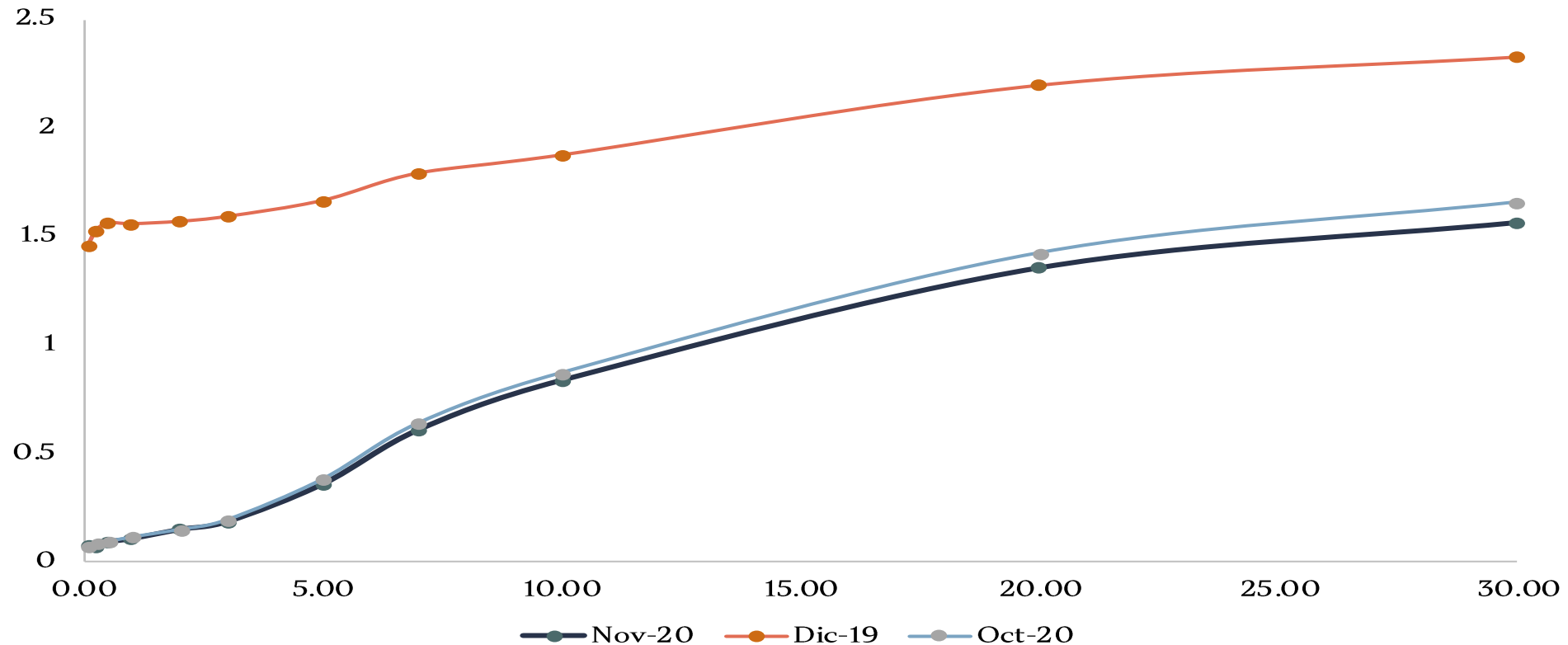
Activos RF	YTM (%)	Duración	Spread (pbs)	Cambio en Spread (1m)	Cambio en Spread (YTD)
EM USD HY	6.37	5.55	577	↓ -93	↓ -33
US HY Corp	4.70	3.65	412	↓ -96	↑ 76
EM USD Latam	4.41	8.56	354	↓ -42	-
EM USD Sov	4.06	8.79	320	↓ -38	↓ -61
EM USD Corp	3.92	4.76	347	↓ -49	↑ 55
EM USD EMEA	3.76	7.04	308	↓ -53	↑ 55
EM USD Agg	3.70	6.86	303	↓ -37	↑ 2
EM USD ASIA	3.06	5.32	256	↓ -19	↑ 63
US IG Corp Long	2.79	15.52	148	↓ -28	↑ 13
EM USD IG	2.21	7.59	150	↓ -14	↑ 21
US IG Corp Baa	2.09	8.71	133	↓ -27	↑ 13
US IG Corp	1.80	8.86	104	↓ -21	↑ 11
US IG Corp Aaa	1.58	13.01	58	↓ -12	↑ 6
US IG Corp Interm	1.17	4.59	76	↓ -18	↑ 7
Multiverse	1.07	7.26	58	-	-
US Treasuries 7-10y	0.73	8.00	0	-	-
US Treasuries	0.56	7.26	-0	-	-
US Treasuries 5-7y	0.50	5.88	-0	-	-
US Treasuries 3-5y	0.28	3.97	-1	-	-
US Treasuries 1-3y	0.15	1.96	-0	-	-

- En noviembre destacó el buen desempeño de los activos de renta fija de grado especulativo, ayudados por niveles de tasa base casi sin cambios en el mes, aunque con mucha volatilidad.
- Los Tesoros a 10 años llegaron a alcanzar niveles de 0.96% en el mes pero cerraron cerca de los niveles de inicio de mes (~0.85%).
- Mantenemos nuestra preferencia por spreads crediticios, pero el espacio en US IG ya se encuentra muy acotado, por lo que sugerimos cautela en ese segmento.

Ligera caída de la curva luego del empinamiento de meses previos

Renta Fija Global – RF

Pese a mucha volatilidad intra las tasas cayeron, especialmente en la parte larga



- Las noticias de las vacunas generaron un fuerte risk-on en el mercado. No obstante, en los tesoros el impacto fue de mayor volatilidad y de incrementos fuertes pero también retrocesos importantes, lo que dejó la curva ligeramente por debajo del mes previo, especialmente en la parte larga.

En dicho contexto los spreads continuaron comprimiéndose

Renta Fija Global – RF

RF Mercados Emergentes, sigue siendo atractiva (OW CEMBI)



• Último - Percentil 95 - Percentil 5 ▲ Extremo 2020



• Último - Percentil 95 - Percentil 5 ▲ Extremo 2020



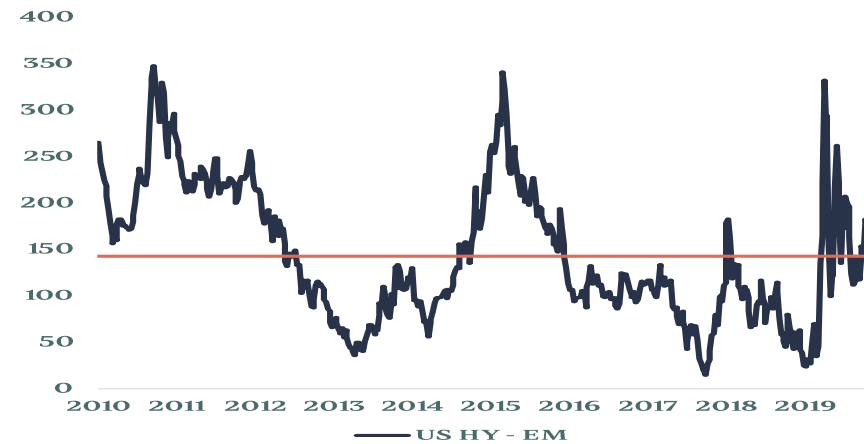
• Último - Percentil 95 - Percentil 5 ▲ Extremo 2020



• Último - Percentil 95 - Percentil 5 ▲ Extremo 2020

En términos relativos, RF EM sigue ofreciendo el mayor valor

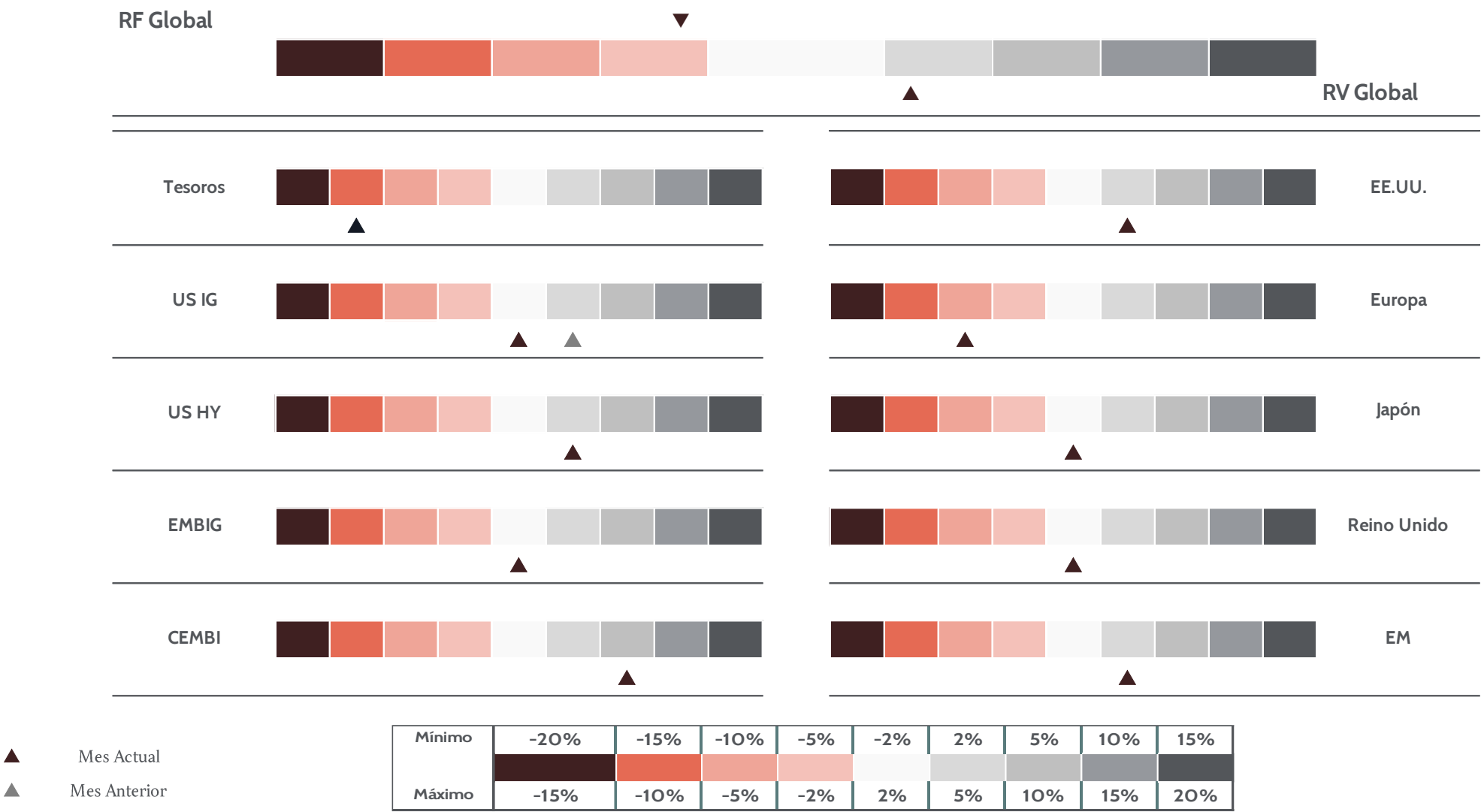
Renta Fija Global – RF



- Con la reciente compresión de spreads, incluso US HY empieza a verse caro frente a RF EM.
- El espacio es cada vez menor para que los spreads continúen comprimiéndose.
- Los flujos deberían continuar apuntando a Mercados Emergentes, donde el riesgo retorno es el más atractivo entre los sub asset classes de RF.

Posicionamiento


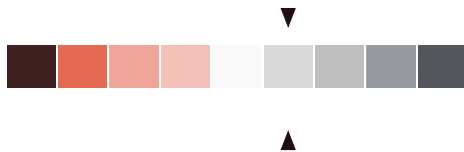
Posicionamiento entre clases de activos



Posicionamiento recomendado

Posicionamiento de activos globales

Posicionamiento respecto de una cartera neutral

Activo	Comentarios	Subponderar	Neutral	Sobreponderar
Renta Fija	La salvaguarda ofrecida por el programa de compra de activos de la Reserva Federal ha impulsado una compresión de spreads crediticios significativa desde el pico visto en marzo. Sumando a esto los niveles poco atractivos de tasa base y la probable recuperación en las presiones inflacionarias producto de las noticias positivas sobre vacunas contra COVID-19, nos parece conveniente subponderar esta clase de activo.			
Renta Variable	La probable reactivación sincronizada de la economía global en 2021 producto de la distribución de vacunas contra COVID-19 y estímulo fiscal y monetario extendido dan soporte fundamental al alza de la renta variable. Los altos niveles de valorización relativa y los posibles rebotes de COVID-19 en el corto plazo son un riesgo a tomar en cuenta; sin embargo, las tasas de interes cercanas a cero justifican múltiples altos y los flujos hacia el mercado accionario aún parecen tener espacio para aumentar. Por ende, sobreponderamos esta clase de activo.			

▼ Posicionamiento Actual

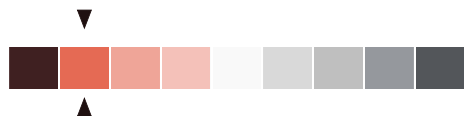
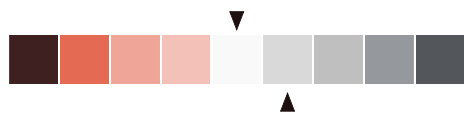


▲ Posicionamiento Anterior*

* Posicionamiento Anterior corresponde al último reporte de Estrategia Mensual y Perspectivas

Posicionamiento recomendado

Renta Fija Global

Posicionamiento respecto de una cartera neutral de renta fija

Activo	Comentarios	Subponderar	Neutral	Sobreponderar
Tesoros	La caída en tasas base y la ampliación de spreads crediticios observadas en marzo redujeron el atractivo relativo de la renta fija soberana de EEUU. Dada la expectativa de normalización económica una vez se empiecen a distribuir las vacunas de COVID-19, creemos que a mediano plazo el sesgo de estas tasas será ligeramente al alza, por lo que mantenemos nuestra subponderación en esta clase de activo.			
US Investment Grade	La sostenida compresión de spreads crediticios observada en los últimos meses (en particular, durante noviembre) deja la valorización de esta clase de activo con poco espacio para amortiguar incrementos adicionales en la tasa base. Por lo tanto, pasamos de sobreponderar a una postura neutral.			
US HY	La mejora en sentimiento de mercado y el apoyo explícito de la Reserva Federal han alentado la compresión de spreads de los último meses. A esto se ha sumado el impulso al sentimiento pro-riesgo ocasionado por las noticias positivas respecto a vacunas de COVID-19. Si bien los spreads se han seguido comprimiendo durante noviembre, aún consideramos apropiado mantener la sobreponderación.			
Emergentes	Los spreads de mercados emergentes se ven particularmente atractivos comparados contra otras categorías de riesgo de crédito. En Asia, la reapertura temprana cual se ha visto reflejada en sólidos indicadores de actividad durante la segunda mitad del año. En Latinoamérica, las empresas en general muestran una situación más sólida que en la crisis de 2008/2009, por lo que creemos que continuarán sosteniéndose de mejor forma.			

▼ Posicionamiento Actual

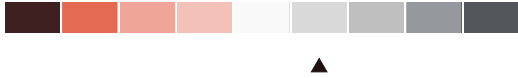
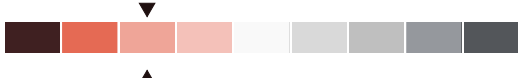

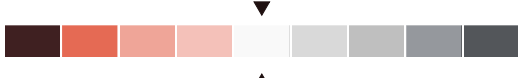
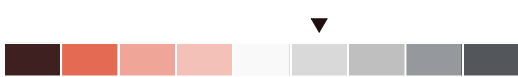
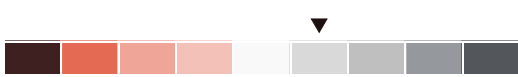
▲ Posicionamiento Anterior*

* Posicionamiento Anterior corresponde al último reporte de Estrategia Mensual y Perspectivas

Posicionamiento recomendado

Renta Variable Global

Posicionamiento respecto de una cartera neutral de renta variable

Activo	Comentarios	Subponderar	Neutral	Sobreponderar
EE.UU.	Si bien se han empezado a ver señales de desaceleración producto de la alta incidencia de casos de COVID-19 y la demora en la renovación de estímulo fiscal, esto se ha visto neutralizado por la mejora notable en sentimiento luego de la disipación del riesgo electoral y las noticias sobre vacunas contra COVID-19. Sumando a esto la invariablemente laxa postura monetaria y la iniciativa bipartidaria por aprobar estímulo fiscal adicional antes de fin de año, decidimos mantener la sobreponderación enfocándonos en sectores cíclicos.		▼ ▲	
Europa	La acentuación de la segunda ola de contagios de COVID-19 y las medidas tomadas para controlarla reducen las expectativas de crecimiento de corto plazo de las economías europeas, las cuales dependen en buena cuenta del sector servicios. Aunque no consideramos esto un riesgo de largo plazo dados los estímulos monetarios y fiscales, esperamos señales de consolidación antes de tomar mayor exposición en esta región.		▼ ▲	
Japón	El éxito en la contención del COVID-19 en principio ayudará a que la economía japonesa sobrelleve la recesión mundial reanudando su actividad económica. Sin embargo, el poco espacio para tomar medidas fiscales y (especialmente) monetarias y la lentitud relativa con que la economía efectivamente se viene recuperando sopesan estos argumentos y nos hacen mantener una posición neutral.		▼ ▲	
Reino Unido	Si bien el Reino Unido tiene pendiente el cierre de su acuerdo comercial con la Unión Europea y viene reimplementando cuarentenas, las valorizaciones de renta variable se ven relativamente atractivas y se han visto beneficiadas por la mejora en sentimiento pro-riesgo con la inminente aprobación de vacunas contra COVID-19. Esta compensación de factores nos lleva a mantener la neutralidad en esta bolsa.		▼ ▲	
Asia Emergente	Las economías de esta región son las que más cerca están en superar el trance del coronavirus. Asimismo, la alta exposición que tienen al comercio internacional debería beneficiarlas en un contexto de recuperación global sincronizada. Si bien la alta valorización relativa es un riesgo, mantenemos una ligera sobreponderación.		▼ ▲	
Latinoamérica	La bolsa latinoamericana ha sido de lejos la más golpeada durante este año. Por lo tanto, en términos de valorización relativa, se ve atractiva incluso luego de la recuperación de los últimos meses. Dada la expectativa de una recuperación económica global el 2021, la renta variable de la región debería verse favorecida dada su alta sensibilidad al ciclo económico. Por ende, consideramos apropiado sobreponderar esta clase de activo.		▼ ▲	

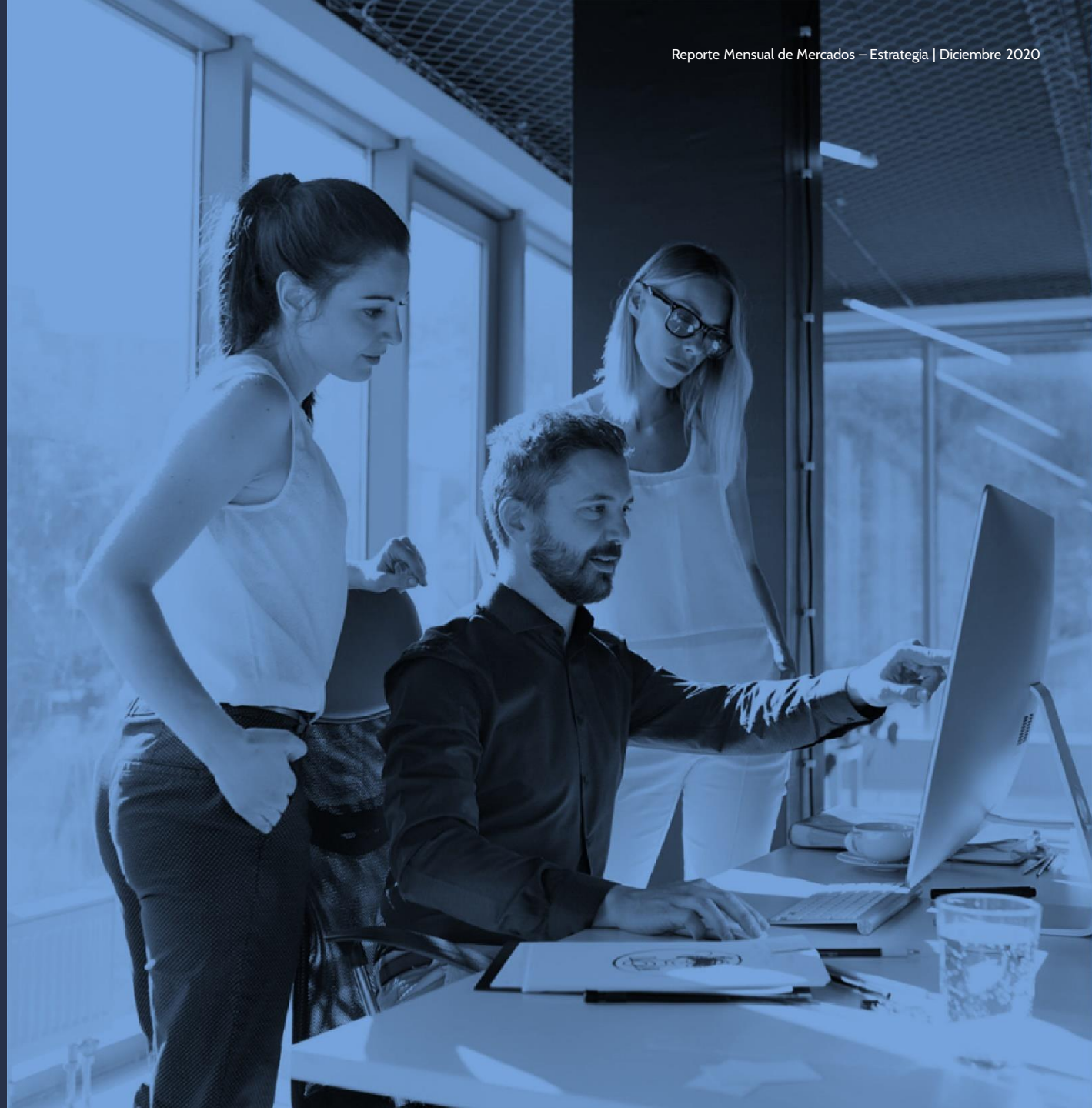
▼ Posicionamiento Actual

▲ Posicionamiento Anterior*

* Posicionamiento Anterior corresponde al último reporte de Estrategia Mensual y Perspectivas

Agenda

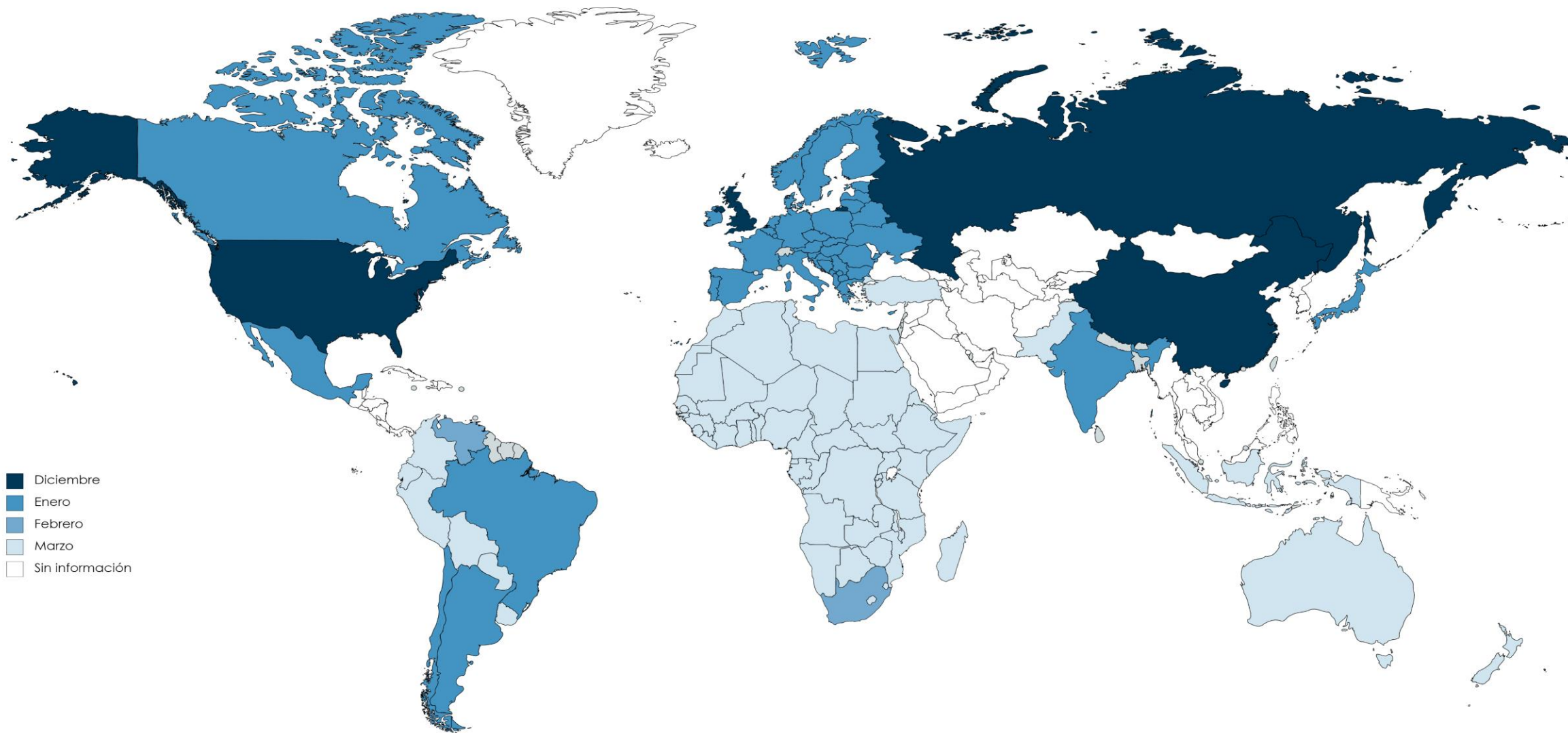
- Editorial y Resumen
- Macro Global y Temas Coyunturales
- Activos
 - RF vs RV
 - RV Global
 - RF Global
 - Posicionamiento y Comentarios
- **Temas especiales**
 - Vacuna COVID-19 en marcha
 - Hacia la presidencia de Biden
 - Flujos de Capital hacia EM
- Anexos



US, UK, China y Rusia iniciarían vacunación en diciembre

Temas Especiales – Vacuna COVID-19 en marcha

Canadá, Europa, Japón, India, Brasil y México vacunarían a partir de enero. Australia, la mayoría de los países Andinos, África y parte de Asia EM comenzaría hasta marzo



*Fechas que han sido anunciadas por los gobiernos.
Fuente: Infobae

¿Qué se sabe de la vacunación en los países desarrollados?

Para otoño de 2021 podría haberse vacunado el 70% de la población en países desarrollados



~1,010 millones de dosis preordenadas + ~1,600 millones potenciales.

IC=443%



~1,585 millones de dosis preordenadas + ~380 millones potenciales.

IC=244%

- Moncef Slaoui, Jefe de la Campaña de Vacunación en US, espera que la Administración de Alimentos y Medicamentos (FDA, por sus siglas en inglés) se reúna entre el 8 y 10 de diciembre para aprobar la vacuna de Pfizer, empezando la distribución entre el 11 y el 15 de diciembre.
- De los 50 millones de vacunas que produciría Pfizer este año (1), la mitad iría para US (2). El país ya ha comprado por adelantado 100 millones de dosis de Pfizer. Moderna, por su parte, espera tener al menos 20 millones de dosis para US en 2020, entre otros.
- Durante lo que queda de diciembre y 1T21 la vacunación se concentraría en los grupos de riesgo. Las estimaciones de Slaoui sugieren que 20 millones de estadounidenses se vacunarían en diciembre, 30 millones en enero y 50 millones en febrero. Goldman Sachs (GS) estima que la mitad de la población estará vacunada para abril de 2020.
- Se espera que la Agencia Europea de Medicamentos (EMA, por sus siglas en inglés) tome una decisión alrededor de la vacuna de Pfizer hasta finales de diciembre, a más tardar el día 29. De estas el bloque ya llevo a cabo una preorden de 200 millones de dosis, más 160 millones de Moderna (esta ultima se espera sea aprobada alrededor del 12-ene), entre otros. Esto haría que la vacunación en la UE empiece hasta finales de diciembre. GS estima que la mitad de la población estará vacunada para mayo de 2020.
-  Alemania (18.6% de las vacunas de la UE): Expertos hablan de que en Alemania se necesitarán aproximadamente 100 días para vacunar a 15 millones de personas, y al menos todo 2021 para inmunizar a la mayoría de la población.
-  Francia (15% de las vacunas de la UE): El Primer Ministro, Jean Castex, esbozó un plan de tres meses, con 1 millón de personas vacunas entre enero y mediados de febrero, sumando otros 14 millones al cierre de marzo (población en riesgo).
-  Italia (13.5% de las vacunas de la UE).
-  España (10.7% de las vacunas de la UE).

*El Índice de Cobertura (IC) corresponde al numero de veces que un país puede vacunar a su población, siendo 100% la cobertura completa (ejem: 400% implica que el país puede vacunar cuatro veces a sus habitantes).

(1) Recientemente, Pfizer anunció que de los 100 millones de dosis que pensaba producir en 2020, por problemas logísticos, el numero se reduciría a la mitad, aunque mantuvo la producción esperada para 2021 por encima de los mil millones de dosis.

(2) La vacuna de Pfizer requiere de dos aplicaciones con un mes de diferencia, por lo que el numero de personas vacunas sería aproximadamente la mitad de las dosis suministradas.

Fuente: Duke Global Health Innovation, GS, Infobae, Business Insider, The New York Times, CNN, DW. Información al 30 de noviembre de 2020.

¿Qué se sabe de la vacunación en los países desarrollados?

Temas Especiales – Vacuna COVID-19 en marcha

Para otoño de 2021 podría haberse vacunado el 70% de la población en países desarrollados



~355 millones de dosis preordenadas + ~152 millones potenciales.

IC=418%

- El 2-dic UK otorgó la autorización de emergencia a la vacuna de Pfizer, habiendo preordenado 40 millones de dosis a este laboratorio, más otros 100 millones de dosis a Oxford/AstraZeneca y 7 millones de Moderna, entre otros.
- UK empezaría a distribuir las vacunas desde la segunda semana de diciembre, con Pfizer probablemente enviando unos 5 millones de dosis en lo que queda del año. **GS estima que la mitad de la población estará vacunada para marzo de 2020.**



~290 millones de dosis preordenadas

IC=115%

- Pfizer tiene un acuerdo con Japón por 120 millones de vacunas, más otros 120 millones que provendrá de Oxford/AstraZeneca y 50 millones de Moderna, entre otros.
- **Hasta la fecha ningún fabricante ha pedido solicitud de aprobación, por lo que la vacuna se demoraría hasta enero.**
- **GS estima que la mitad de la población estará vacunada para mayo de 2020.**



~134.8 millones de dosis preordenadas

IC=266%

- En Australia el Gobierno Federal mantiene un plan de empezar a vacunar desde marzo de 2021, con el fin de llevar a cabo más pruebas de seguridad.
- Pfizer no cuenta con instalaciones de fabricación en el país, lo cual complica el suministro frente a regiones como Norteamérica o Europa.
- **GS estima que la mitad de la población estará vacunada para mayo de 2020.**



~358 millones de dosis preordenadas + ~56 millones potenciales.

IC=601%

- Es la economía que mayor cantidad de dosis ha adquirido per cápita.
- Canadá depende considerablemente de la distribución desde US, donde están las fabricas, por lo que se espera que tenga que esperar hasta enero para recibir grandes dosis de vacunas.
- **GS estima que la mitad de la población estará vacunada para abril de 2020.**

*El Índice de Cobertura (IC) corresponde al numero de veces que un país puede vacunar a su población, siendo 100% la cobertura completa (ejem: 400% implica que el país puede vacunar cuatro veces a sus habitantes).

Fuente: Duke Global Health Innovation, GS, Infobae, Business Insider, The New York Times, CNN, DW. Información al 30 de noviembre de 2020.

Gabinete de Joe Biden

Anunciados

Temas Especiales – Hacia una presidencia de Biden

Secretaría de Estado

Antony Blinken



Subsecretario de Estado, asistente del presidente y asesor principal adjunto de seguridad nacional durante el gobierno de Obama, Asesor de seguridad nacional durante la Vicepresidencia de Biden.

Experimentado asesor de política exterior. Se desempeñó como miembro Senior del Centro de Estudios Estratégicos e Internacionales y Director del personal demócrata en el Comité de Relaciones Exteriores del Senado de los EE.UU.

Secretaría de Tesoro

Janet Yellen



Primera mujer en haber presidido la Reserva Federal (2014-2018). Previamente se desempeñó 4 años como Vicepresidenta de la junta, Presidenta y Directora Ejecutiva de la FED de San Francisco. Presidenta del Consejo de Asesores Económicos de la Casa Blanca de 1997 a 1999.

Su carrera se encuentra relacionada a estudios de brecha salarial (equidad de género), reducción del desempleo y crecimiento salarial.

Secretaría de Seguridad Nacional

Alejandro Mayorkas



Subsecretario Nacional durante la administración de Obama. Se desempeñó como Director de los Servicios de Ciudadanía e Inmigración de Estados Unidos del Departamento de Seguridad Nacional. Supervisó la implementación del programa de Acción Diferida que protegió a los jóvenes inmigrantes indocumentados que llegaron a los EE.UU. cuando eran niños.

Conocido por su trabajo con organizaciones sin fines de lucro en servicios legales a los pobres, el reasentamiento de refugiados y la educación de jóvenes desfavorecidos.

Secretaría de Salud y Servicios Humanos

Xavier Becerra



Primer Latino en ocupar cargo en la historia del estado. Sirvió 12 mandatos en el congreso como miembro de la Cámara de Representantes de EE.UU. Se desempeñó como *caucus* Demócrata de la Cámara de Representantes, y fue miembro principal del subcomité de medios y arbitrios del Seguro Social.

Su carrera ha estado centrada en temas acerca de justicia criminal, inmigración y política fiscal. Ayudó a impulsar la aprobación del Obamacare.

Gabinete de Joe Biden

Posibles candidatos a otras secretarías

Secretaria de Comercio*

Andrew Yang



Empresario y ex candidato presidencial demócrata de 2020. Su campaña presidencial se centró en la idea de la renta básica universal y en proporcionar a cada ciudadano estadounidense 1.000 dólares al mes. El lema de su campaña era "Haz que Estados Unidos piense más duro".

Yang se unió a CNN como comentarista político en febrero, después de abandonar la carrera presidencial. Previamente trabajó un breve período como abogado corporativo. Fue director ejecutivo de Manhattan Prep, una empresa de preparación de pruebas que fue adquirida por Kaplan en 2009.

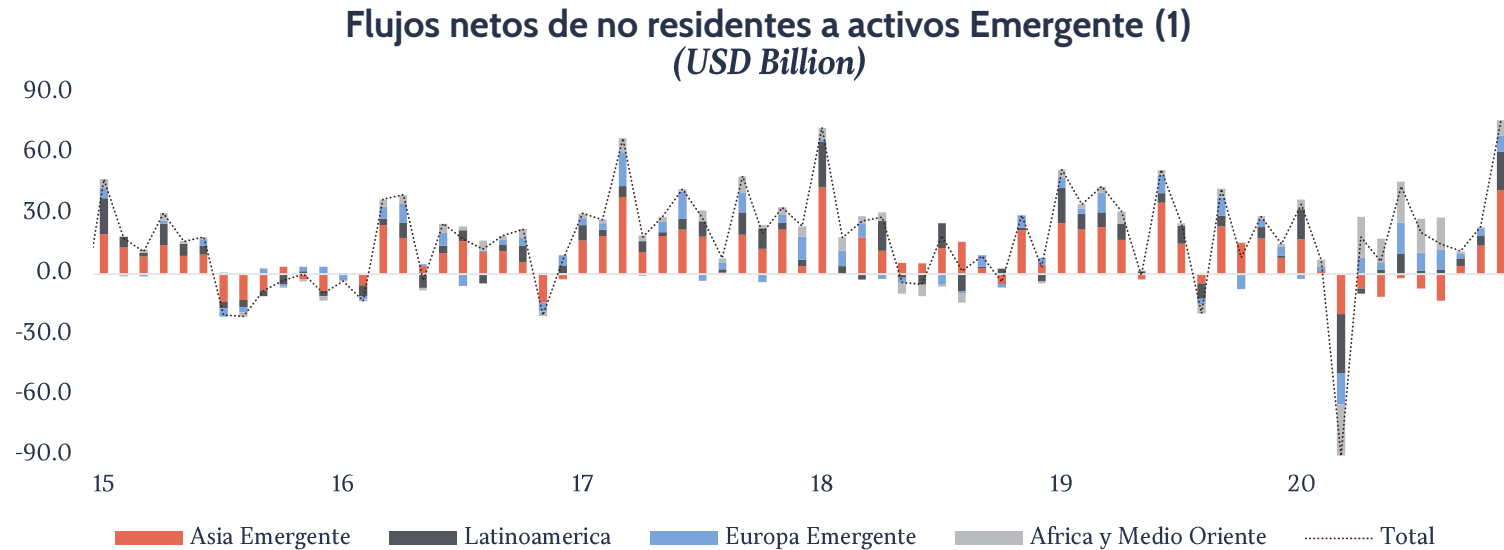
		Fecha de Anuncio	Confirmación del Senado
Estado	Antony Blinken	Nov. 23	Pendiente
Tesoro	Janet Yellen	Nov. 30	Pendiente
Seguridad Nacional	Alejandro Mayorkas	Nov. 23	Pendiente
Salud y Servicios Humanos	Xavier Becerra	Dic. 7	Pendiente
Defensa	Tammy Duckworth / Michele Flournoy	-	Pendiente
Procuradora General	Merrick Garland / Jeh Johnson / Doug Jones / Deval Patrick / Deval Patriz / Sally Yates	-	Pendiente
Trabajo	Andy Levin / Sara Nelson / Bernie Sanders / Marty Walsh	-	Pendiente
Comercio	Andrew Yang	-	Pendiente
Energía	-	-	Pendiente
Interior	Deb Haaland / Tom Udall	-	Pendiente
Agricultura	-	-	Pendiente
Vivienda y Urbanismo	Keisha Lance Bottoms	-	Pendiente
Transporte	Rahm Emanuel	-	Pendiente
Educación	Randi Weingarten	-	Pendiente
Asuntos Veteranos	Patrick Murphy	-	Pendiente

*Muy probable, pero aún no confirmado. Fuente: CNN, New York Times, ABC News, Bloomberg.

Evolución Flujos de Capital a Emergentes

Temas Especiales – Flujos de Capital hacia EM

A pesar de la fuerte salida de capitales en 1T20, el apetito mayor por riesgo en los últimos meses, ha vuelto a poner a EM en el radar.

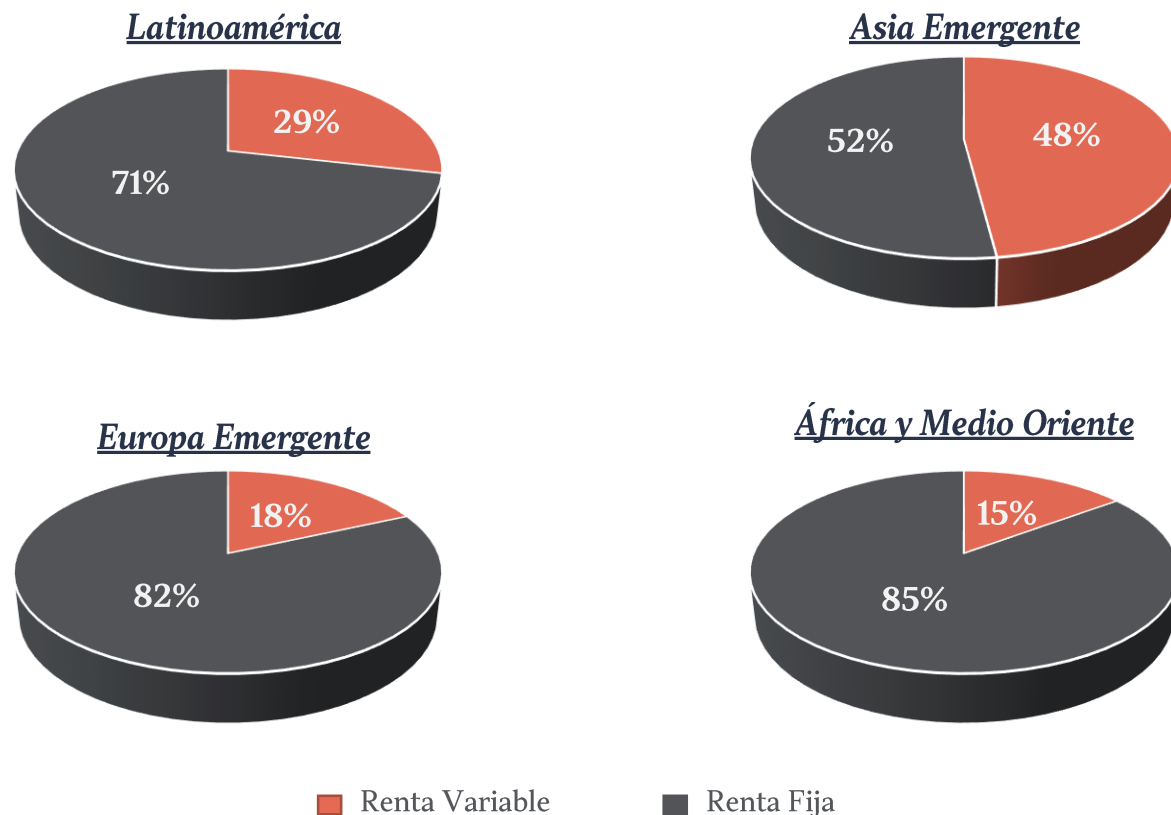


	Asia Emergente	Latinoamerica	Europa Emergente	Africa y Medio Oriente	Total
Acum. 2019	\$ 196,22	\$ 59,42	\$ 32,16	\$ 23,39	\$ 311,19
Abr-Oct 2020	-\$ 23,98	-\$ 7,95	\$ 25,45	\$ 44,60	\$ 38,12
Acumulado 2020	\$ 36,39	\$ 26,07	\$ 33,17	\$ 60,58	\$ 156,22

- Durante marzo de 2020, los flujos de portafolio en EM experimentaron la mayor salida de inversión de portafolio de los últimos años. (aprox. U\$90 Billion).
- Los emergentes se vieron enfrentados al **colapso interno y demanda externa**, salidas de capital récord y mayores costos de endeudamiento externo.
- Durante noviembre los flujos hacia mercados emergentes se han beneficiado del **resultado electoral en EE.UU** y las posibilidades de una vacuna en el corto plazo.
- Al inicio de junio, así como a mediados de noviembre, presentan los mayores flujos hacia mercados emergentes siendo esta la **región receptora de capital** cuando el **apetito por riesgo se intensifica**, dado un panorama más claro frente a la gestión de la pandemia.
- Se espera que siendo la vacuna una solución mucho más estructural contra la pandemia, el **efecto sobre los flujos se potencie frente al observado a mediados de año** con las **reaperturas parciales**, las cuales brindaron calma a los mercados y mayor apetito por riesgo.

Flujos por tipo de activo

Distribución promedio de flujos por tipo de activo (1)
(%)



En promedio, durante los últimos 10 años en las regiones emergentes, en Asia los flujos muestran una mayor probabilidad de llegar a activos de renta variable que a activos de Deuda con respecto a las demás regiones que en promedio, reciben más flujos de deuda que equity.

Históricamente variables macro y financieras, locales y externas en conjunto, han sido determinantes para los flujos de portafolio a EM.

Se seleccionaron las más relevantes y comunes en distintos estudios revisados para dar una aproximación en el contexto actual. En el período comprendido entre 2012 – 2019 destacan que los flujos mantienen las relaciones esperadas con las variables seleccionadas a excepción de África.

% correlación variables macroeconómicas / Financieras vs. Flujos acumulados anuales de portafolio (1)
(Cifras anuales 2012-2019)

	PIB PERCA	PIB REAL	BAL.C.CORR	U.S. 10Y	PIB U.S.	VXEEM	S&P RET	COMDTY	DÓLAR	FX	LIQ
	PULL	PULL	PULL	PUSH	PUSH	PUSH	PUSH	PULL	PUSH	PULL	PUSH
FLUJOS TOTALES											
Africa (Region)	-0,57	-0,40	-0,21	0,29	-0,52	-0,82	0,55	0,68	-0,86	-0,15	0,08
EM Asia	0,80	0,59	0,79	-0,16	-0,18	-0,67	0,44	0,46	-0,60	-0,68	0,36
Em Europa	0,61	0,43	-0,01	0,44	-0,44	-0,47	0,53	0,31	-0,63	-0,29	0,53
Latinoamérica	0,66	0,72	0,34	0,24	-0,28	-0,15	0,50	-0,13	-0,05	-0,49	0,49
FLUJOS RV											
Africa (Region)	-0,51	-0,35	0,50	0,46	0,13	0,22	0,07	-0,63	0,28	-0,28	0,49
EM Asia	0,87	0,80	0,77	-0,04	-0,52	-0,49	0,54	0,61	-0,38	-0,36	0,35
Em Europa	-0,19	-0,39	0,26	0,52	-0,17	-0,17	0,35	-0,17	-0,14	-0,29	0,57
Latinoamérica	0,56	0,62	-0,43	0,65	-0,56	-0,03	0,29	0,08	0,04	0,27	0,10
FLUJOS RF											
Africa (Region)	-0,40	-0,29	-0,42	0,11	-0,51	-0,81	0,47	0,81	-0,86	-0,04	-0,09
EM Asia	0,59	0,29	0,66	-0,20	0,03	-0,67	0,32	0,32	-0,63	-0,75	0,32
Em Europa	0,79	0,66	-0,11	0,37	-0,50	-0,55	0,55	0,46	-0,75	-0,27	0,48
Latinoamérica	0,60	0,64	0,54	0,08	-0,15	-0,15	0,47	-0,17	-0,07	-0,62	0,51

Fuente: Elaboración propia.

(1) Cifras tomadas de IMF, Bloomberg, IIF, Credicorp (estimaciones), Hojas de Balance (Eurozona, Estados Unidos, Japón, Suiza, Inglaterra, China).

(2) 1. PIB PERCA: Definido como el crecimiento del PIB percapita anual de la región que se esté considerando. (PULL); 2. PIB REAL: Definido como el crecimiento del PIB Real anual de la región que se esté considerando. (PULL); 3. BAL.C.COR: Definido como el saldo de la balanza de cuenta corriente anual como señal de calidad de las relaciones comerciales con el extranjero. (PULL); 4. U.S. 10Y: Definido como el cierre anual de la tasa de los tesoros de U.S a 10Y (PUSH); 5. PIB U.S: Definido como el crecimiento real anual de la economía norteamericana. (PUSH); 6. VXEEM: Definido como el índice de volatilidad para las economías emergentes. (PULL); 7. S&P: Definido como el cambio anual del retorno del índice S&P respecto al cierre del año anterior. (PUSH); 8. BCOM: Definido como el índice de precios de commodities. (PULL); 9. DXY: Definido como el índice DXY. (PUSH); 10. FX Vol: Definido como el índice MXEFOCXO index. Volatilidad de las monedas emergentes. 11. Liquidez: Definido como el cambio porcentual de la liquidez global (medida a través del cambio del agregado de las hojas de balance de los bancos de euro zona, Estados Unidos, Japón, Suiza, Inglaterra, China).

Flujos esperados 2021-2022

Modelo propio, estima que Latam y Asia serían las regiones más atractivas para la llegada de flujos netos. LATAM debería atraer mayores flujos para RF y Asia para RV luego de un año de recuperación.

	Puntaje
FLUJOS TOTALES	
Latinoamérica	69
EM Asia	44
Em Europa	39
Africa (Region)	36
FLUJOS RV	
EM Asia	52
Latinoamérica	50
Em Europa	38
Africa (Region)	30
FLUJOS RF	
Latinoamérica	64
Em Europa	55
Africa (Region)	37
EM Asia	32

El estudio bajo la expectativa de cumplimiento de los supuestos del modelo que incorporan simultáneamente...

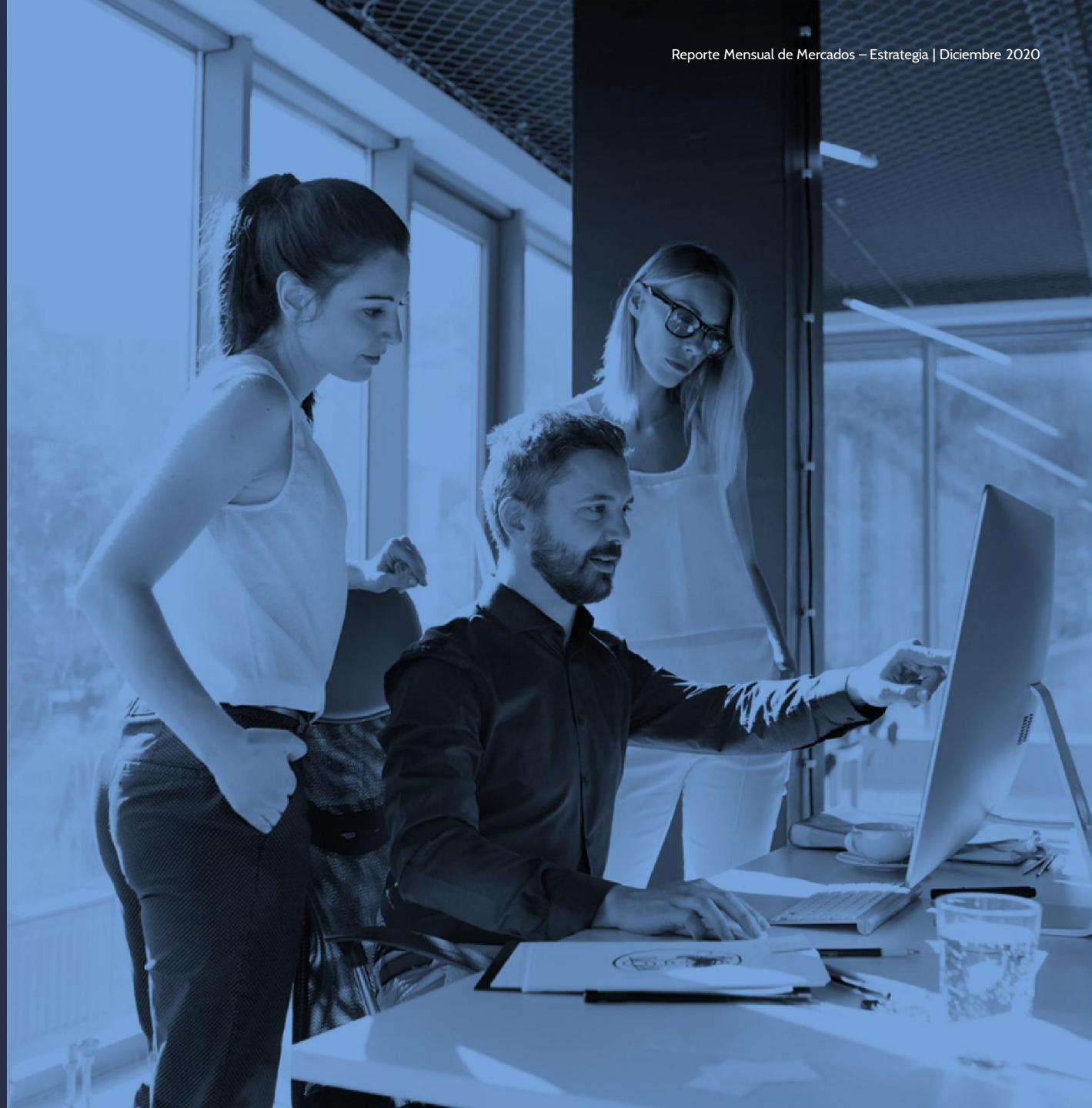
1. Recuperación de la economía en U.S acompañada de tasas de crecimiento de las regiones emergentes por encima de sus tasas de crecimiento promedio (según el IMF). Incremento de las tasas de interés de los tesoros a 10Y en Estados Unidos de acuerdo a nuestros estimados que junto con una reducción en la volatilidad implícita esperada en los mercados emergentes y la perspectiva de espacio para un aumento en la liquidez global medida a través de las hojas de balance de los bancos centrales de las principales economías desarrolladas.
2. Recuperación paulatina en los precios de los commodities, principalmente explicadas por la mejora en las dinámicas de las economías productoras y la recuperación de la demanda gracias a la entrada en vigencia de vacunas.
3. Entrada en vigencia de la vacuna para combatir el COVID-19

...Debería vaticinar flujos de entrada, que estarían beneficiando a los emergentes como un todo, pero más aún a las economías de Latinoamérica.

- En cuanto a los flujos a RF, la **región menos atractiva sería Asia EM pero la preferencia se direccionaría a LATAM**. Los países emergentes de África y Europa no presentan mayor atractivo para ningún tipo de flujo bajo los supuestos del modelo. Si bien podrían recibir flujos positivos de capital, estarían siendo una decisión de allocation subóptima.

Agenda

- Editorial y Resumen
- Macro Global y Temas Coyunturales
- Activos
 - RF vs RV
 - RV Global
 - RF Global
 - Posicionamiento y Comentarios
- Temas especiales
 - Vacuna COVID-19 en marcha
 - Hacia la presidencia de Biden
 - Flujos de Capital hacia EM
- Anexos



Soporte monetario en detalle

Solo el BoE llevó a cabo cambios importantes en su estímulo monetario en el último mes

1. La Fed comprará una cantidad potencialmente ilimitada Tesoros y MBS (en contraste con el monto inicial de USD 700 billones) en 2020. Nada oficial aún para 2021. Adicionalmente, el emisor mantiene sus compras de préstamos por 600 millones a través del Main Street Lending Program; compras de deuda privada por 750 millones de dólares distribuidas entre en sus líneas de Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF) y Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF) (1); y el apoyo a los gobiernos locales mediante su Municipal Liquidity Facility por USD 500 billones. Esto adicional a sus ventanas de soporte transitorio de liquidez, que comprenden:

- Operaciones Repo Overnight por USD 500 billones a una tasa 5 pbs básicos por encima de la IOER.
- Operaciones semanales por USD 500 billones con vencimiento a un mes a una tasa 10 pbs por encima de la IOER (2).
- De otro lado, el Emisor en su última reunión extendió las líneas temporales de intercambio de liquidez en dólares (Swap lines) y acuerdos temporales de recompra para autoridades monetarias extranjeras e internacionales (FIMA Repo Facility) hasta 31-mar-2021 (estaba vigente hasta 6-oct-2020). Estas líneas están vigentes desde el 19 de marzo por montos entre USD 30 y 60 billones, dependiendo la contraparte.

2. El ECB extendió su Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) hasta mediados de 2021 (previo: finales de 2020), y se comprometió a mantener la reinversión total de los vencimientos por lo menos hasta el cierre de 2022. Así, las compras totales del PEPP equivaldrían al monto inicial por EUR 750 billones en 2020, sumado EUR 600 billones anunciados para 2021. De otro lado, mantuvo sin cambios sus otros programas de estímulo:

- Asset Purchase Programme (APP): compras por EUR 120 billones mensuales en 2020, que se sumarían al programa ya existente previamente por aproximadamente EUR 20 billones mensuales.
- Longer-Term Refinancing Operations (LTRO): préstamos con tasa de interés igual a la tasa de depósito (-0.5%) y plazo de tres años.
- Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO): préstamos focalizados con interés 25 pbs por debajo de la tasa de depósito (-0.75%) y plazo de cuatro años.
- Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations (PELTRO): préstamos con interés 25 pbs por debajo de la tasa de refinanciamiento (-0.25%) y plazo de 8 a 16 meses.

3. El BoJ aumentó sus compras de ETF y J-REIT (Real Estate Investment Trust) duplicando temporalmente el límite superior anual hasta cerca de JPY 12 trillones. Adicionalmente, incrementó las compras de bonos corporativos desde un límite anual de JPY 7 trillones hasta JPY 20 trillones. De otro lado, el emisor estableció una nueva facilidad de préstamo especial que permite el financiamiento corporativo al 0%.

4. El BoE seguirá comprando deuda privada hasta un objetivo de GBP 10 billones. En su última reunión de política monetaria, el emisor aumentó desde GBP 645 billones hasta GBP 745 billones su objetivo de hoja de balance para 2020. Vale la pena recordar que en 2019 este objetivo alcanzaba GBP 435 billones.

(1) Desde el 13 de abril se incluyó en las compras títulos HY, siempre y cuando, el emisor haya perdido su IG después del 22 de marzo (fallen angels).

(2) Frente al programa inicial, la Fed ha disminuido el monto de sus operaciones Overnight, redujo la frecuencia de dos a una para sus subastas semanales, retirando así las operaciones cuyo plazo de vencimiento era a tres meses, y aumentó desde el 16 de junio el costo de las operaciones por encima de la Rate of Interest on Excess Reserves (IOER).

Fed: Reserva Federal de EE.UU.; ECB: Banco Central Europeo; BoJ: Banco de Japón; BoE: Banco de Inglaterra.

Nomenclatura anglosajona.

Fuente: Bloomberg, Fed, ECB, BoJ y BoE Elaboración propia. Información al 07/10/2020.

Estimulo fiscal en detalle

Gasto público mundial de emergencia ascendería a cerca de USD 11 trillones en 2020 según el FMI

- **EE.UU:** el estímulo fiscal en 2020 ascendería a un total cercano a los 3 trillones (~15% PIB), compuesto por USD 304 billones (~1.5% PIB) hacia el sector salud, más USD 2.1 trillones (~10.8% PIB) dirigidos a las familias, empresas y estados, junto con USD 510 billones (~2.6 PIB) de soporte de liquidez. Del total se destacan el Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act (CARES) por USD 2.1 trillones y el Paycheck Protection Program (PPP) por USD 660 billones.
- **Alemania:** el país ha destinado USD 25 billones (~0.7% PIB) de gasto público hacia el sector salud, más USD 307 billones (8.7% PIB) de estímulo hacia otros sectores y USD 1.1 trillones (~31.5%) a soportes de liquidez. Se destaca la ampliación de los montos hacia el programa de seguridad social alemán (Kurzarbeit) que subsidia el pago de salarios. Adicionalmente, la Canciller Angela Merkel está adelantando gestiones para suspender el límite de la deuda por un año más (2021).
- **Francia:** El gasto público directo asciende a USD 63 billones (~2.7% PIB), de los cuales USD 9 billones (~0.4% PIB) van hacia el sector salud, más USD 380 (~16.2% PIB) billones en soportes de liquidez, donde se incluyen USD 23 billones destinados inyecciones de capital en empresas estratégicas. De otro lado, Francia dio a conocer un plan de estímulo adicional por EUR 100 billones (~4.3% del PIB) concentrado en los próximos dos años, que incluye recortes de impuestos, planes para la contratación de empleados jóvenes y gasto para infraestructura y producción ecológica.
- **Italia:** mantienen un gasto fiscal USD 60 billones (~3.5% del PIB), y un enorme programa de garantías por 579 billones (~33.8% PIB)
- **UK:** el gasto discrecional es el segundo más alto de la región con USD 155 billones (~6.2% PIB) y su programa de soporte por liquidez se ubica como el tercero de Europa con USD 423 billones (~16.9 PIB).
- **Japón:** representa el segundo programa de estímulo fiscal más grande del mundo, con USD 551 billones (11.3% PIB) hacia gasto discrecional, y el primer programa en apoyos de liquidez por USD 1.2 trillones (24% del PIB), solo superado por Italia como proporción del producto. Se espera que se anuncie un nuevo paquete de estímulo fiscal por JPY 15 trillones (~3% PIB) de la mano con el nuevo Primer Ministro, Yoshihide Suga.
- **China:** el gasto en salud asciende a USD 22 billones (~0.1% PIB), junto a USD 685 billones (4.5% PIB) hacia otros sectores. Se destaca la emisión acelerada de bonos especiales de gobiernos locales por USD 238 billones (~1.6% del PIB) para financiar parte del estímulo. Inyección de capital de USD 30.000 millones a fondos de mediano plazo como alivio a falta de liquidez hacia cierre del año.
- **India:** el apoyo fiscal ha sido moderado con USD 46 billones (1.8% PIB) en gasto discrecional y USD 135 billones en soportes por liquidez (~5.2% PIB).
- **Corea:** el segundo programa más grande de estímulo fiscal en Asia EM, con 55 billones (~3.5% PIB) hacia gasto discrecional y 164 billones (10,4% PIB) a soportes de liquidez.
- En **Latam** el gasto público discrecional en billones de dólares asciende hasta 254 en Brasil (~13.6% PIB); 29 en Chile (~10.3 PIB); 43 en Perú (~19% PIB); 25 en Argentina (~5.6% PIB); 63 en México (~5% PIB); y 36 en Colombia (~11% PIB).

*Nomenclatura anglosajona.

(1) Eurozona: Medición promedio entre Alemania, Francia, Italia y España.

(2) Latam: Medición promedio entre Brasil, México, Argentina, Colombia, Chile y Perú.

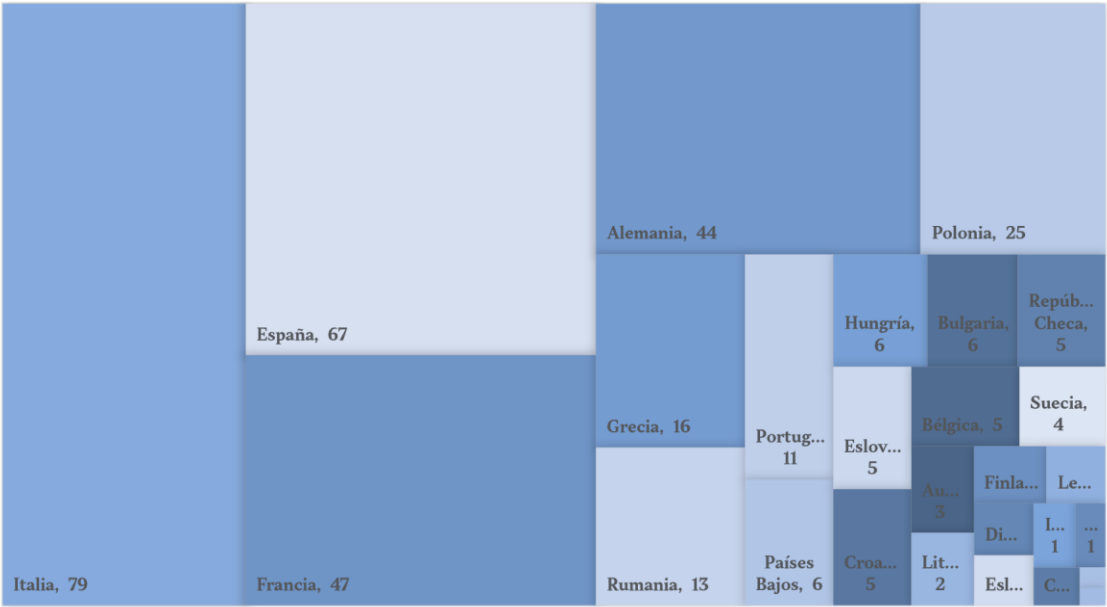
Fuente: FMI y Credicorp Capital. Información al 07/12/2020.

Se alcanzó acuerdo para el Fondo de Recuperación Europeo

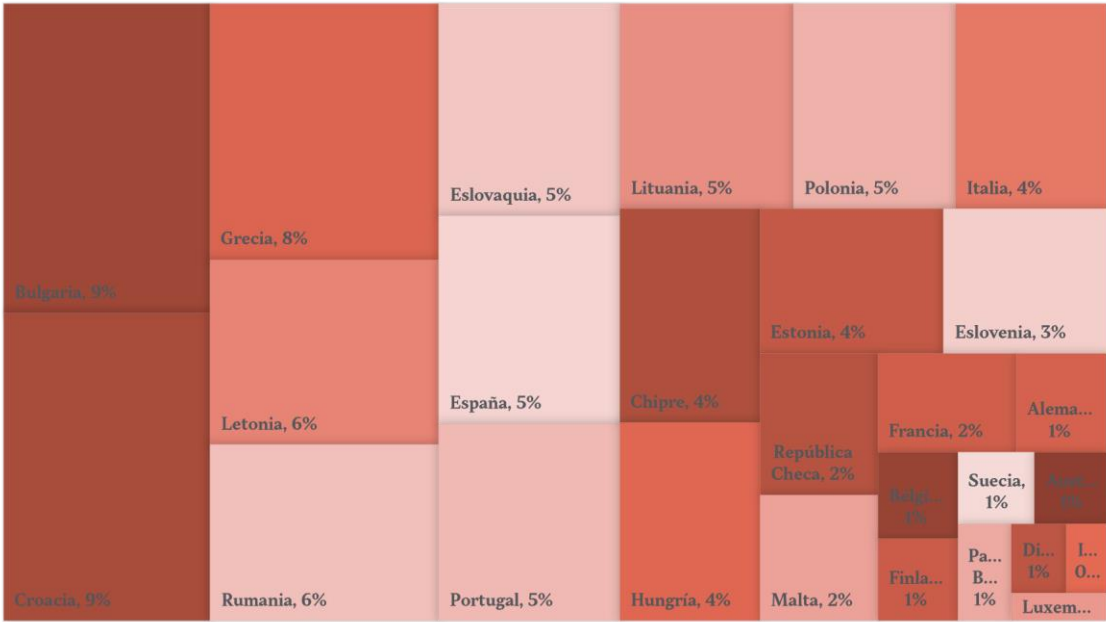
España e Italia serían las economías grandes más beneficiadas

- El 21 de julio de 2020 el Consejo Europeo alcanzó un acuerdo por 750 billones para un fondo de recuperación económica, que será financiado a través de emisión de deuda en los mercados bursátiles de forma solidaria.
- El acuerdo final redujo la cantidad de subvenciones hasta EUR 390 billones frente a lo inicialmente planteado (USD 500 billones) y aumentó la cantidad de recursos para préstamos hasta EUR 360 billones (prev: EUR 250 billones). De estas subvenciones, 70% deberán ser gastadas en 2021 y 2022, y el 30% restante en 2023.
- Frente al método de asignación de recursos propuesto inicialmente de favorecer a los países de menores ingresos, se pasó hacia una repartición mas enfocada en el tamaño del país y los efectos que ha tenido el COVID sobre su PIB.

Déficit fiscal primario (1)
(porcentaje del PIB; ordenado de mayor a menor hacia 2025)



Deuda bruta (1)
(porcentaje del PIB; ordenado de mayor a menor hacia 2025)

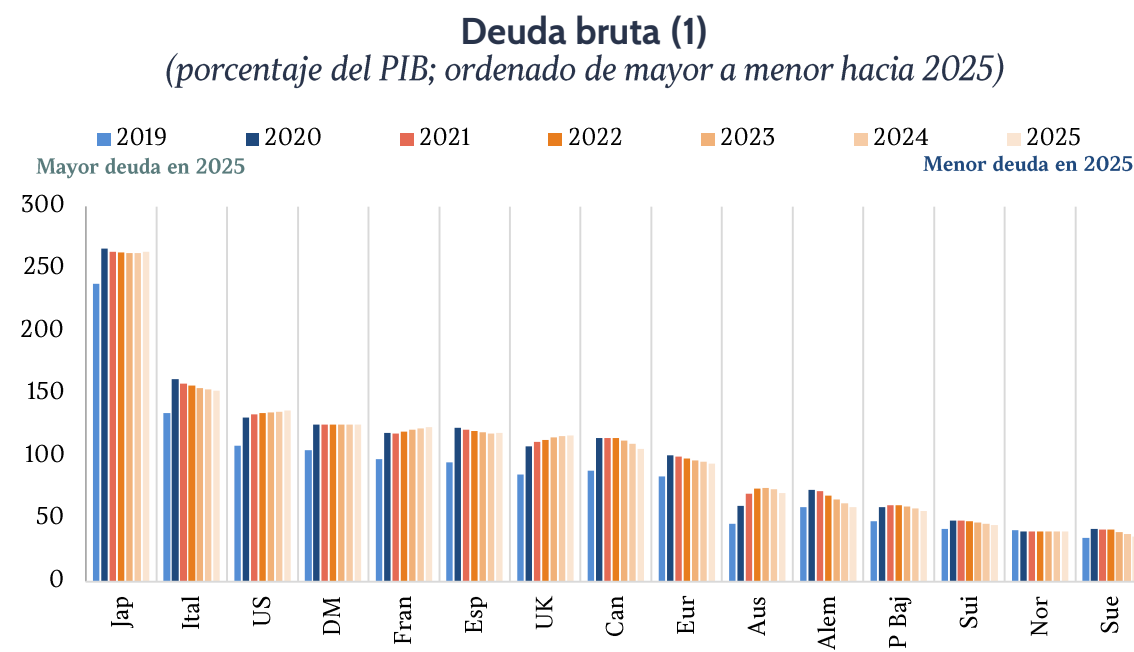
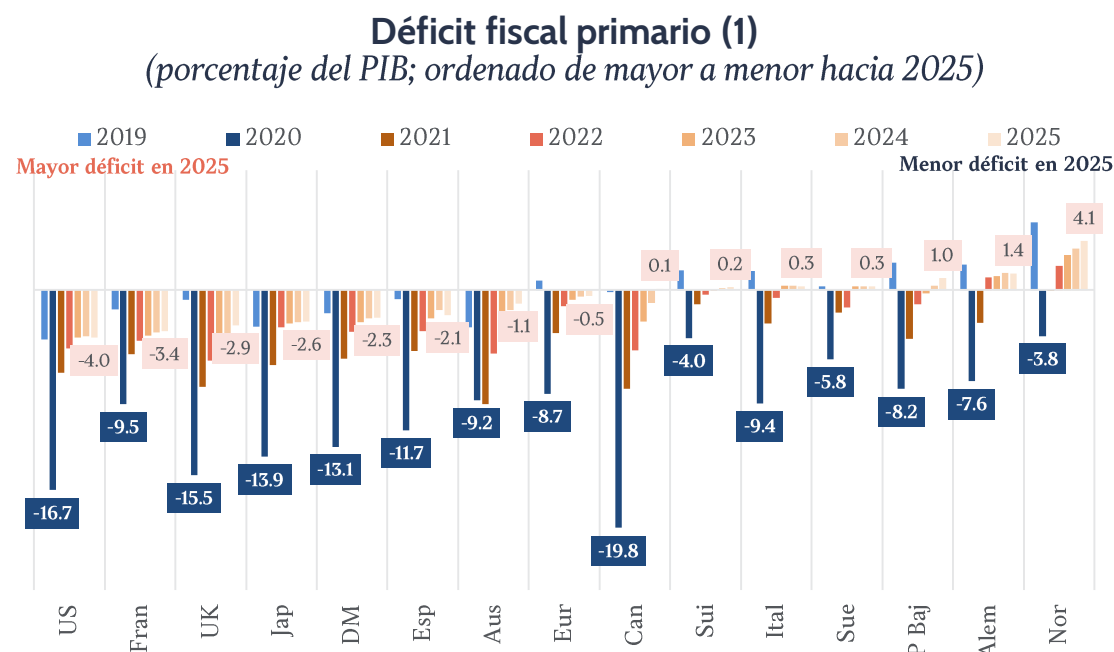


*Nomenclatura anglosajona.
(1) Eurozona: Medición promedio entre Alemania, Francia, Italia y España.
(2) Latam: Medición promedio entre Brasil, México, Argentina, Colombia, Chile y Perú.
Fuente: FMI y Credicorp Capital. Información al 07/12/2020.

Deterioro en déficit y deuda se mantendrían hacia adelante

Esto limita capacidad de reacción ante más hechos coyunturales

- Entre los mercados desarrollados, **US (1)** sería la economía con el mayor déficit fiscal primario (1) de aquí a 2025, lo cual refleja el efecto rezagado del fuerte estímulo fiscal que adoptó en 2020, y la expectativa de un ajuste lento. Países con una fuerte tradición de disciplina fiscal (como Alemania, Países Bajos y Noruega) tendrían un ajuste más rápido debido a menores programas de gasto en 2020 y un compromiso de empezar a ajustarse tan pronto como en 2022.
- Con respecto a la deuda bruta del Gobierno, Japón seguiría ocupando el primer lugar. Si bien países como España e Italia estarían reduciendo su deuda, lo harían a una velocidad lenta y seguirían con niveles altos. **US, Francia y UK** se caracterizaría por seguir aumentando su endeudamiento frente al PIB, al contrario de las reducciones que mostrarían países como Canadá y Alemania.



(1) Estimaciones no incluyen un estímulo fiscal adicional para US.

(2) El déficit fiscal primario es una medida de déficit que excluye los intereses. Al quitar este rubro suele ser un mejor indicador del esfuerzo que ha hecho un país para ajustar sus cuentas fiscales, más allá del efecto de la deuda que contrajo en periodos previos.

(3) DM (países desarrollados), US (Estados Unidos), Can (Canadá), Eur (Eurozona), Alem (Alemania), Fran (Francia), Ital (Italia), Esp (España), P Baj (Países Bajos), Sui (Suiza), Sue (Suecia), Nor (Noruega), UK (Reino Unido), Jap (Japón), Aus (Australia).

Fuente: FMI. Información a octubre de 2020.

Portfolio Solutions – Asset Management

Nuestro Equipo



Líderes por país

Diego Bobadilla
VP Portfolio Solutions
11 años

Jorge Beingolea
VP Portfolio Solutions
12 años

Juan Camilo Rojas
VP Estrategia
16 años

Luisa Arenas
VP Portfolio Solutions
15 años

Gustavo Sorzano
VP Portfolio Manager
12 años

Equipo de Mandatos

Jose Guiza
Asociado

Lucero Quispe
Analista

Oscar Figueroa
Asociado

Kharla Loayza
Analista

Giuliana Maya
Asociado

Alfredo Shiroma
Analista

Vairo Bravo
Operador Sr

José Luna
Analista

Equipo de Estrategia

Andres Naveros
Analista Sr

Andrés Herrera
Asociado Sr

Sebastián Moreno
Analista

Germán Dávalos
Analista Sr

Camilo Ramirez
Analista Sr

Gustavo Escandón
Analista

Maria A. Arguello
Analista Sr

Ivan Correa
Asociado

Andrés Guarín
Analista

| Importante.

Este reporte es propiedad de Credicorp Capital Asset Management S.A. Administradora General de Fondos y/o sus personas relacionadas (en adelante denominadas conjuntamente, "Credicorp Capital"), por tanto, ninguna parte del material ni su contenido, ni ninguna copia del mismo puede ser alterada en forma alguna, transmitida, copiada o distribuida a terceros sin el previo consentimiento expreso de Credicorp Capital.

Al realizar el presente reporte, Credicorp Capital ha confiado en la información proveniente de fuentes públicas. Credicorp Capital no ha verificado la veracidad, la integridad ni la exactitud de la información a la que ha tenido acceso, ni ha adelantado o realizado procedimientos de auditoría respecto de ésta. En consecuencia, este reporte no importa una declaración, aseveración ni una garantía (expresa o implícita) respecto de la veracidad, exactitud o integridad de la información que aquí se incluye, o cualquier otra información escrita u oral que se brinde a cualquier interesado y/o a sus asesores.

A menos que esté expresamente indicado, no se ha utilizado en este reporte información sujeta a confidencialidad ni información privilegiada que pueda significar la infracción a las normas del mercado de valores, o aquella que pueda significar incumplimiento a la legislación sobre derechos de autor.

Salvo que esté expresamente indicado, el reporte no contiene recomendaciones de inversión u otras sugerencias que deban entenderse hechas en cumplimiento del deber especial de asesoría que asiste a los intermediarios del mercado de valores frente a los clientes clasificados como cliente inversionista. Cuando así sea, se especificará el perfil de riesgo del inversionista al cual se dirige la recomendación. El inversionista debe tener en cuenta que Credicorp Capital podría efectuar operaciones a nombre propio con las compañías que son analizadas en este tipo de reportes las que eventualmente podrían incluir transacciones de compra y venta de títulos emitidos por éstas.

Al analizar el presente reporte, el lector debe tener claro que el objetivo buscado no es predecir el futuro, ni garantizar un resultado financiero operativo específico, así como tampoco garantizar el cumplimiento de los escenarios presentados en la evaluación. Tampoco lo es brindar asesorías de inversión, ni opiniones que deban tomarse como recomendaciones de Credicorp Capital.

La información contenida en este reporte es de carácter estrictamente referencial y así debe ser tomada. Asimismo, es necesario considerar que la información contenida en este reporte puede estar dirigida a un segmento específico de clientes o a inversionistas con un determinado perfil de riesgo distinto del suyo.

Es de entera y absoluta responsabilidad del cliente determinar cuál es el uso que hace de la información suministrada y por ende es el único responsable de las decisiones de inversión o cualquier otra operación en el mercado de valores que adopte sobre la base de ésta.

El resultado de cualquier inversión u operación efectuada con apoyo en la información contenida en este reporte es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza, no siendo responsabilidad de Credicorp Capital, dicho resultado, por lo que tampoco asume ningún tipo de responsabilidad, por cualquier acción u omisión derivada del uso de la información contenida en este documento.

En ningún caso la información aquí publicada puede considerarse como un concepto u opinión de tipo financiero, jurídico, contable o tributario, ni mucho menos como un consejo o una asesoría de inversión.

