

Reporte Mensual de Mercados - Estrategia

Portfolio Solutions

Enero 2021



Agenda

- **Resumen**
- **Macro Global y Temas Coyunturales**
- **Activos**
 - Renta Fija vs Renta Variable
 - Renta Variable Global
 - Renta Fija Global
 - Posicionamiento y Comentarios
- **Temas especiales**
 - Vacuna COVID-19 en marcha
 - Hacia una presidencia de Biden
- **Anexos**



Resumen – 2020

Activos Internacionales		2020	Diciembre	Noviembre	3 Meses	12 Meses	2019
Renta Fija	Renta Fija Global	9.0	1.4	2.0	3.4	9.0	7.1
	Tesoro 10 años	8.0	-0.2	0.3	-0.4	8.0	6.9
	US Investment Grade	9.9	0.4	2.8	2.9	9.9	14.5
	US High Yield	7.1	1.9	4.0	5.5	7.1	14.3
	Emergente	6.2	1.7	3.3	4.7	6.2	14.1
Renta Variable	Renta Variable Global	16.3	4.6	12.3	13.7	16.3	26.6
	EE.UU.	20.7	4.1	11.5	12.9	20.7	30.9
	Europa y Asia Des.	7.8	4.6	15.5	14.0	7.8	22.0
	Reino Unido	-10.5	5.5	16.8	14.9	-10.5	21.0
	Japón	14.5	4.1	12.5	13.9	14.5	19.6
	Europa ex. RU	10.9	4.5	17.1	13.0	10.9	24.8
	Mercados Emergentes	18.3	7.4	9.2	17.4	18.3	18.4
	LATAM	-13.8	11.9	21.9	31.2	-13.8	17.5
	Asia Emergente	28.4	7.1	7.5	16.5	28.4	19.2
	EMEA	-7.6	5.3	15.6	13.4	-7.6	19.3
Commodities	Índice de <i>Commodities</i>	-3.1	5.0	3.5	9.4	-3.1	7.7
	Petroleo WTI	-20.5	7.0	26.7	19.3	-20.5	34.5
	Petroleo Brent	-21.5	8.8	27.0	21.5	-21.5	22.7
	Oro	25.1	6.8	-5.4	1.1	25.1	18.3
	Cobre	26.0	2.4	12.8	19.0	26.0	3.4

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Información al 31/12/2020.

- Los activos financieros tuvieron retornos positivos altos en 2020, a pesar de ser el año en el que la pandemia COVID-19 llevó a la economía mundial a su recesión más profunda desde la Segunda Guerra Mundial.
- El shock, cuyo punto más álgido ocurrió entre los meses de marzo y abril, generó una aversión al riesgo acorde con la magnitud del problema. No obstante, la respuesta drástica de políticas monetaria y fiscal sin precedentes estabilizó a los mercados y permitió una recuperación de los activos igualmente impactante.
- Con un mayor conocimiento sobre el virus, las reaperturas parciales de las economías y los excesos de liquidez en el mundo, los activos (con una alta dispersión) empezaron a borrar todas las pérdidas de los primeros meses del año.
- Noviembre y Diciembre marcaron el punto de quiebre con la habilitación de vacunas contra COVID-19 y el inicio de campañas de vacunación, a pesar de que la llegada del invierno en el hemisferio norte trajo consigo una segunda ola de contagios que obligó a los gobiernos a retomar medidas de restricciones de movilidad.
- El optimismo sobre un crecimiento global sincronizado en 2021 (una vez controlada la pandemia) mantiene a los activos de riesgo con buen momentum, aunque se empieza a divisar algunos nichos donde los precios podrían estar alejándose de los fundamentos. Pese a ello la postura de los principales bancos centrales del mundo justifica valorizaciones elevadas y limita los riesgos de cola.
- En términos generales, el mercado se mantiene alineado con lo que ocurre con la actividad económica global. Dada la expectativa de recuperación económica que tenemos para 2021, mantenemos la preferencia por activos de riesgo en el portafolio: sobreponderación de RV vs RF, preferencia por spreads (US HY y RF EM) en renta fija, y sesgo cíclico en RV (sectores cíclicos US, neutralidad en Europa y sobreponderación de Mercados Emergentes).



Agenda

- **Resumen**
- **Macro Global y Temas Coyunturales**
- **Activos**
 - Renta Fija vs Renta Variable
 - Renta Variable Global
 - Renta Fija Global
 - Posicionamiento y Comentarios
- **Temas especiales**
 - Vacuna COVID-19 en marcha
 - Hacia una presidencia de Biden
- **Anexos**



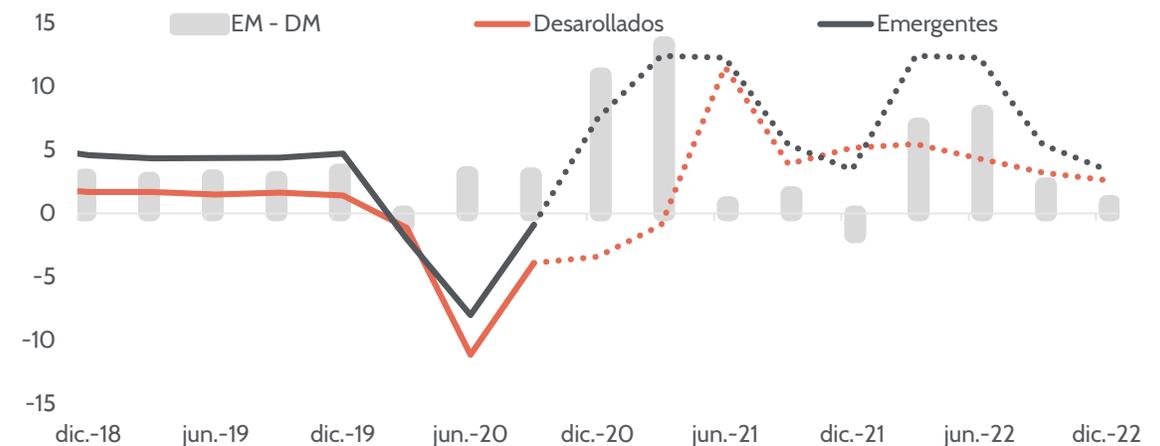
Vacunación más rápida en Mercados Desarrollados impulsaría su dinámica en 2021

Sin embargo, los Mercados Emergentes siguen mostrando el mayor espacio para crecer en el mediano plazo

Escenario base (1)

		YoY 2020		YoY 2021		YoY 2022	Sinergia (20 y 21)	PIB esperado - potencial (20 y 21) (3)	
Mundo	=	-3.6%	↑	5.8%	=	4.4%	2.0%		
Desarrollados	↑	-5.3%	=	4.4%	=	3.7%	-1.2%		
US	↑	-3.5%	↑	4.7%	↓	3.9%	1.0%	-2.9%	(2)
Canadá	=	-5.6%	↓	4.5%	=	3.7%	-1.3%	-4.2%	
Eurozona	=	-7.2%	↓	5.2%	=	4.2%	-2.4%	-4.6%	(2)
Alemania	=	-5.5%	=	3.9%	=	3.8%	-1.9%	-4.4%	
Francia	=	-9.2%	↓	6.4%	=	4.2%	-3.4%	-5.6%	
Italia	=	-8.8%	↓	5.6%	=	4.1%	-3.7%	-4.0%	
España	=	-11.5%	=	6.2%	=	5.8%	-6.1%	-7.9%	
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	↑	-11.1%	↑	5.8%	=	5.1%	-6.0%	-8.5%	
Japón	=	-5.3%	↑	3.0%	↑	2.4%	-2.4%	-3.6%	
Australia	↑	-2.9%	↑	3.6%	↑	3.6%	0.7%	-4.4%	
Emergentes	↑	-2.2%	↑	7.0%	=	4.9%	4.6%		
Asia EM	=	-1.0%	=	8.1%	=	5.4%	7.1%		
China	=	1.9%	=	10.1%	↓	5.7%	12.2%	0.6%	(2)
India	↑	-7.4%	=	10.0%	=	5.9%	1.9%	-10.9%	
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%	-2.2%	
Latam	=	-7.3%	=	4.3%	=	2.9%	-3.3%		
Brasil	=	-4.3%	=	3.4%	=	2.7%	-1.1%	-3.6%	
México	=	-9.0%	=	4.2%	=	2.8%	-5.2%	-8.2%	
Argentina	↑	-11.2%	↓	4.6%	↑	3.1%	-7.0%	-9.4%	
Perú	↑	-12.5%	↑	9.4%	=	4.0%	-4.3%	-10.1%	
Chile	=	-5.8%	↑	5.4%	↓	3.1%	-0.7%	-3.1%	
Colombia	=	-7.3%	=	5.4%	=	3.8%	-2.4%	-6.9%	

Crecimiento económico desarrollados vs emergentes (Variación anual YoY - línea punteada corresponde a proyecciones)



*Flechas representan cambio frente a la revisión previa.

(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 Europa se recuperaron pese a mayores lockdowns

En Mercados Emergentes los PMIs siguen en niveles muy expansivos

- El PMI para el bloque desarrollado retrocedió ligeramente hasta 52 puntos, una caída moderada si se tienen en cuenta las nuevas restricciones a la movilidad que se instauraron en algunas economías ante la aceleración de los contagios. En Europa, contrario a nuestra expectativa y la del mercado, el PMI se fortaleció en la Eurozona y Alemania. En EEUU el indicador retrocedió, especialmente asociado al impacto negativo que está teniendo la tercera ola de COVID-19 sobre el sector servicios.
- En Mercados Emergentes la industria evidencia una leve moderación aunque aún en niveles de expansión. China presenta ocho meses consecutivos de una industria en expansión a pesar de que el dato de diciembre decepcionó frente a las expectativas. Por otra parte, los empresarios brasileños luchan por incrementar sus inventarios y reactivar la producción en un contexto de nuevas olas de COVID en el mundo. India mantenía un sentimiento positivo que se ha visto afectado por el crecimiento de las preocupaciones frente al virus; mantiene una industria expansiva que no ha estado acompañada de datos alentadores de empleo.

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
dic-20	52.7	52	55.3	49.1	52	50.4	48.5	54.1	55.8	53.5	48.3	54.9

*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 06/01/2021. Mapa de calor evaluado desde ene-2012.

Mercado laboral en EE. UU. mostró importante retroceso

Nuevas restricciones a la movilidad provocaron destrucción de empleo en diciembre

- **Nóminas no agrícolas (NFP, por sus siglas en inglés)** en EEUU para dic-20 resultaron por debajo de las expectativas del mercado (-95 mil empleos vs 50 mil puestos esperados). El sector de entretenimiento destruyó 498 mil puestos de trabajo en diciembre, lo cual se anticipaba debido al anuncio de nuevas restricciones en ciertos estados ante el aumento rápido de los contagios, aunque el impacto fue más profundo de lo esperado.
- **La tasa de desempleo U3 se mantuvo estable en 6.7%**, en línea con nuestro pronóstico, pero por debajo de la estimación promedio del mercado (6.8%). Si bien hubo destrucción de empleo no agrícola en el mes, los empleos no incluidos en el reporte de NFP crecieron casi en la misma magnitud de la caída, lo cual amortiguó en su totalidad el descenso en NFP y permitió que la U3 se mantuviera estable. **En cuanto a la tasa de desempleo U6 (2), esta bajó de 12% a 11.7%.**
- **Nuestros cálculos preliminares sugieren que en ene-21 la tasa de desempleo se ubicaría alrededor del 6.6%**, y supone una generación de empleo total cercana a los 120 mil empleos, asumiendo una recuperación de la tasa de participación laboral hasta un 61.6%. **De otro lado, esperamos que el desempleo cierre alrededor del 5.5% en 2021 bajo el escenario base.**

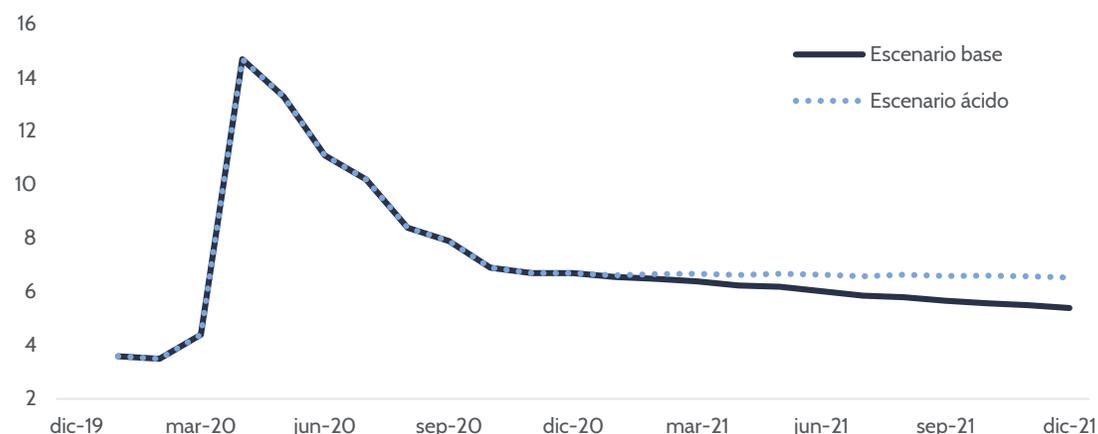
Generación mensual de empleos en US por principales ramas de actividad:

Sector	dic.-19	ene.-20	feb.-20	mar.-20	abr.-20	may.-20	jun.-20	jul.-20	ago.-20	sep.-20	oct.-20	nov.-20	dic.-20
Servicios profesionales	22	20	27	-94	-2202	160	311	162	184	127	245	88	161
Comercio minorista	41	-3	3	-85	-2299	386	858	254	261	15	100	-21	121
Construcción	16	38	46	-65	-1018	456	159	31	24	35	72	29	51
Transporte	-2	23	0	-10	-560	-25	87	48	86	44	66	128	47
Manufactura	-2	-22	8	-46	-1317	240	333	41	30	60	43	35	38
Comercio mayorista	7	4	-3	-12	-385	23	52	-19	12	33	9	12	25
Servicios financieros	10	9	22	-18	-261	19	20	15	28	37	30	16	12
Minería	-9	-3	2	-8	-53	-20	-7	-6	-1	2	2	3	4
Servicios públicos	1	-1	-1	0	-4	-2	-3	1	0	1	-1	-1	0
Información	9	11	0	-6	-279	-40	7	-11	23	53	-16	2	-1
Otros servicios	2	10	6	-91	-1279	245	366	158	69	49	46	6	-22
Salud y educación	29	69	52	-178	-2603	388	567	219	175	60	65	44	-31
Entretenimiento	40	24	59	-743	-7575	1405	1979	633	138	413	265	75	-498
Sector privado	164	179	220	-1356	-19835	3236	4729	1526	1028	930	925	417	-95
Sector público	20	35	31	-17	-952	-511	52	235	465	-219	-271	-81	-45
Total	184	214	251	-1373	-20787	2725	4781	1761	1493	711	654	336	-140
Promedio móvil 12 meses	2133	-9418	-9418	-9418	-9418	-9418	-9418	-9418	-9418	-9418	-9418	-9418	-9418

*Fuente: Bureau of Labor Statistics

**Miles de puestos de trabajo

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 08/01/2021.

La inflación en EE. UU. muestra presiones alcistas para 2021

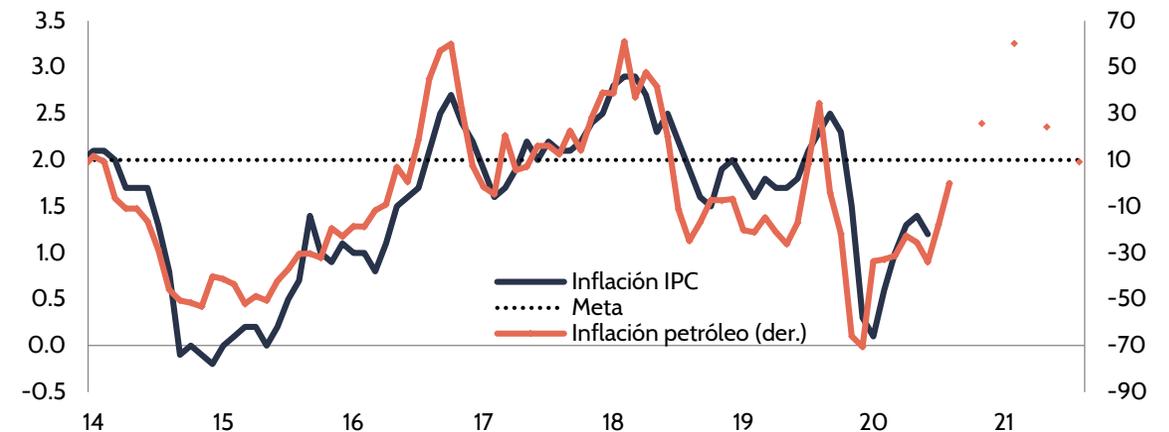
La “Ola Azul” y el estímulo fiscal adicional nos hace tener un sesgo alcista sobre nuestras proyecciones

- La inflación del IPC en EEUU muestra un rezago importante frente a la depreciación de dólar. Nuestros cálculos sugieren que una depreciación anual del dólar de alrededor del 10% llevaría a la inflación hacia niveles de 2.5% o superiores en 1S21.
- La muy baja base estadística del precio del petróleo correspondiente a 1S20, donde el crudo alcanzó lecturas incluso negativas, se verán reflejadas en altas variaciones anuales positivas para la cotización en 1S21.
- Factores como la “Ola Azul” (control Demócrata del Legislativo y el Ejecutivo) y la composición del estímulo fiscal adicional (a favor del gasto de los hogares) podrían ocasionar una depreciación del dólar más allá de nuestros estimados y presiones de demanda. De esta forma, ahora pensamos que es probable que la inflación rompa el 2.5% en 1S21 y alcance lecturas entre 2.6% - 2.8% y, aunque descenderá durante 2S21, ahora consideramos que cerrará entre 2.1% - 2.3% (ant: 2%).

Inflación del IPC vs cambio en el DXY
(Var% a/a; rombos representan proyecciones para el DXY (1))



Inflación del IPC vs inflación del petróleo
(Var% a/a; rombos representan proyecciones para el crudo (2))



(1) DXY proyectado: 1T21 = 88; 2T21 = 89; 3T21 = 90.

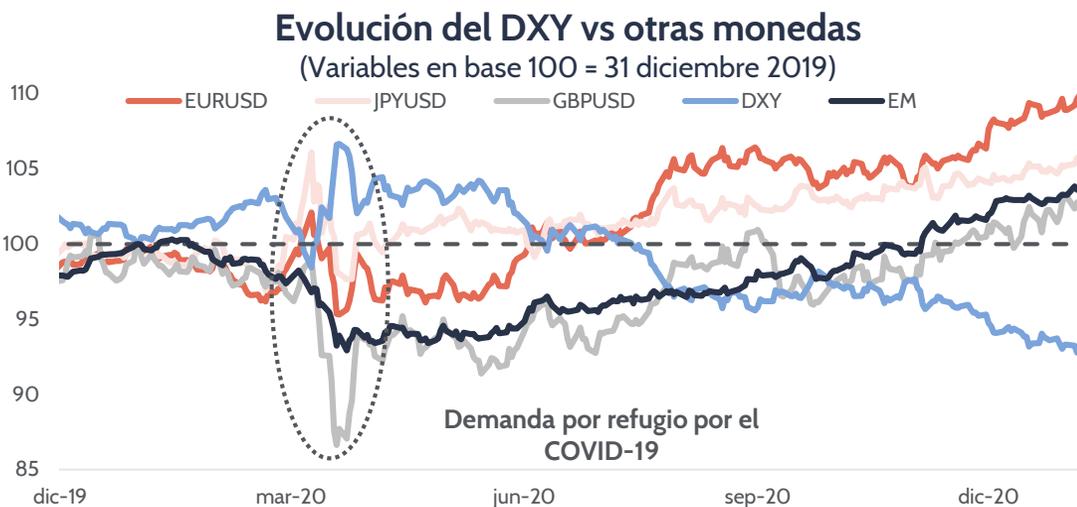
(2) Precio del petróleo WTI proyectado: 1T21 = USD 49; 2T21 = USD 50; 3T21 = USD 51; 4T21 = USD 53.

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Información al 07/01/2021.

El dólar siguió debilitándose

Si bien la depreciación del dólar se ve algo estirada, los fundamentales y técnicos aún sugieren espacio para caídas adicionales

- El EUR y el DXY han seguido fluctuando en los canales que habíamos marcado posteriores a las elecciones y a los anuncios del inicio de la vacunación (EUR: 1.20 – 1.25; DXY 88-92). El optimismo y el mayor apetito por riesgo parecen estar impulsando la cotización del EUR hacia 1.25 y del DXY hacia 88, en línea con lo que estábamos esperando (actual: EUR ~1.23; DXY ~89).
- La victoria de los Demócratas en las elecciones para el Senado en Georgia le da más potencial de depreciación al dólar (la “Ola Azul” no era el escenario base del mercado ni nuestro). Así, creemos que en el corto plazo esto debería acelerar la llegada del EUR al 1.25 y del DXY al 88. Incluso, de anunciarse un programa importante de estímulo fiscal a largo plazo, no descartamos que el EUR pueda romper el 1.25 al alza y el DXY el 88 a la baja.
- Sin embargo, esto también podría detonar mayor acción del Banco Central Europeo para evitar una apreciación adicional del EUR, un mayor incremento del spread entre Tesoros y Bunds (lo cual genera mayor demanda por dólares) y un crecimiento más lento de la hoja de balance de la Reserva Federal, por lo que aún nos sentimos cómodos con nuestros rangos actuales a mediano plazo, y más bien consideramos que la ruptura de estos sería temporal.



Impacto sobre el dólar

Factor	Pre-elecciones	Post-elecciones y MP (1)
Covid++	Apreciación	Depreciación
Política y Gobierno+++	Apreciación	Depreciación
Spread de deuda+++	Apreciación	Apreciación
Intervención cambiaria+++	Apreciación	Apreciación
Hojas de balance+++	Depreciación	Apreciación
Base monetaria++	Apreciación	Depreciación
Reservas+	Depreciación	Depreciación
Costos de cobertura++	Depreciación	Depreciación
Fiscal*++++	Depreciación	Depreciación
Balance	Neutral	Depreciación
Rango probable DXY	92-95	88-92
Rango probable EURUSD	1.16-1.20	1.20-1.25

(1) este escenario asume el inicio de un proceso de vacunación exitoso.

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

*Este punto es, particularmente, el que más presiones de depreciación sobre el dólar genera debido al "Biden Sweep".

Bancos centrales en Japón y Reino Unido se preparan para anuncios adicionales

Aprobación del estímulo fiscal adicional en EE. UU. reafirmaría el sesgo neutral de la Fed

La Fed no planea hacer cambios en el corto plazo:

- El emisor seguirá comprando Tesoros y MBS al menos al ritmo actual, en línea con lo que esperábamos, aunque sorprendiendo a algunos analistas que esperaban un aumento.
- La Fed no extendió el vencimiento promedio de sus compras de activos (en contra de nuestra expectativa). Sin embargo, una perspectiva de una curva de Tesoros más empinada podría poner nuevamente sobre la mesa la discusión en 2S21.

Banco Central Europeo (ECB, por su siglas en inglés) se gastó su última bala en diciembre:

- El ECB subió en EUR 500 billones el límite para sus compras de activos, en línea con lo esperado. Esto en respuesta a los nuevos bloqueos que se implementaron en la Eurozona desde nov-20.
- El emisor aumentó el horizonte de compras de activos hasta marzo de 2022 (ant: jun-21), mientras que amplió hasta finales de 2023 la reinversión de vencimientos.

Banco de Japón (BoJ, por sus siglas en inglés) anunció revisión de su estrategia en mar-21

- El banco mantuvo sin cambios su programa de compras de activos.
- En mar-21 el BoJ lanzará una revisión de su política de compras de activos y control de la curva de rendimientos. Se espera que el emisor anuncie una política que le permita mayor flexibilización relativa, como un marco de metas de inflación.

Banco de Inglaterra (BoE, por sus siglas en inglés) aumentaría su horizonte de compras:

- El emisor no llevó a cabo cambios en sus compras de activos.
- Si bien la presión del Brexit se desvaneció, el BoE probablemente se vea forzado a aumentar sus compras hasta 2022 (act: jun-21), en respuesta a los nuevos cierres.

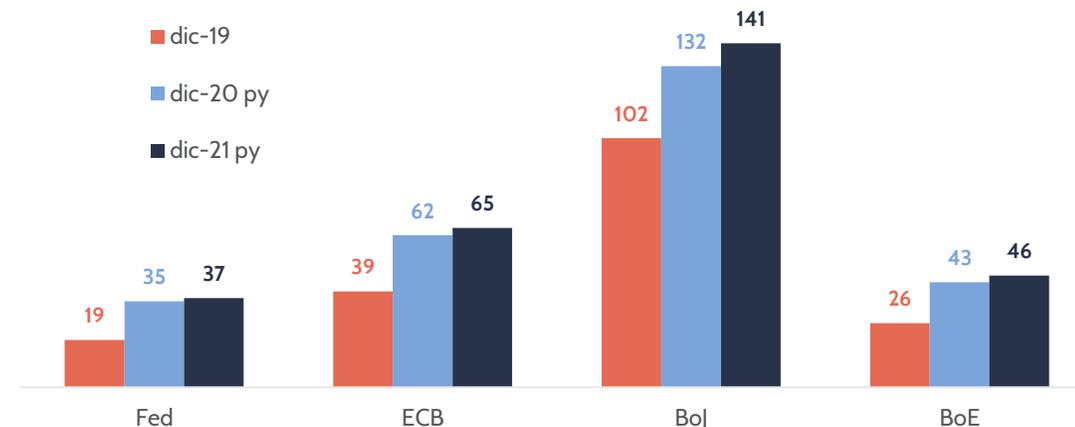
Fed: Reserva Federal de EE.UU.; ECB: Banco Central Europeo; BoJ: Banco de Japón; BoE: Banco de Inglaterra.

(1) Para detalles de las herramientas específicas de política monetaria de estos bancos centrales dirigirse al anexo.

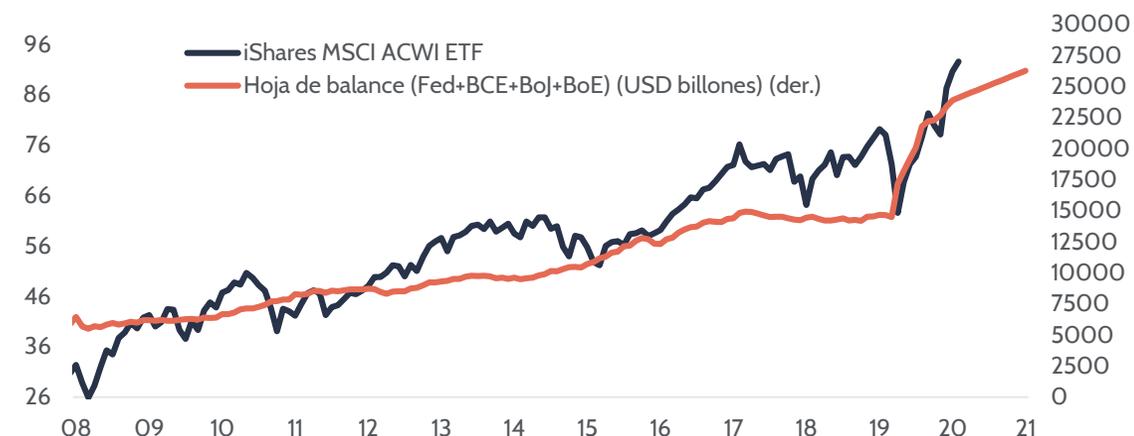
Nomenclatura anglosajona.

Fuente: Bloomberg, Fed, ECB, BoJ y BoE Elaboración propia. Información al 07/01/2021

Hoja de balance (1) (porcentaje del PIB)



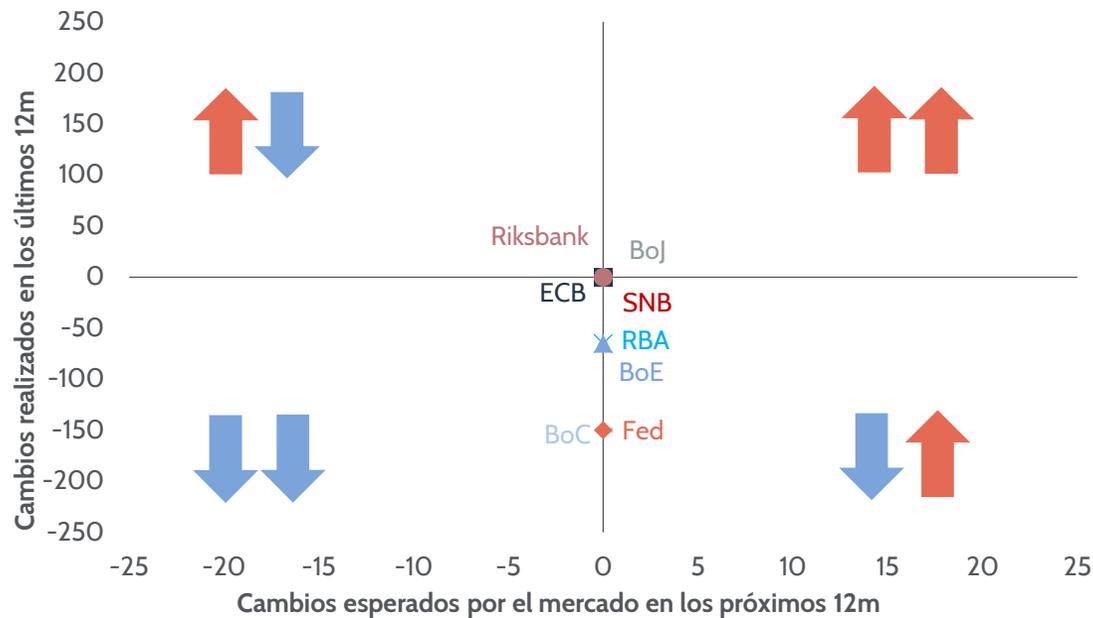
ACWI vs hoja de balance Fed+BCE+BoJ+BoE (puntos; USD billones)



Emisores de Mercados Desarrollados mantendrían sin cambios sus tasas a 12 meses

Entorno mixto para las tasas en Mercados Emergentes, la dinámica de actividad en 2021 definirá la transición de las medidas de crisis

- No se estiman cambios en las tasas de política monetaria de la **Fed**, por lo menos, en los próximos 12 meses (actual: 0.00% - 0.25%). El **ECB** también mantendría sin variación 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 la tasa de referencia del **BoE** y se espera que permanezca sin movimientos (actual: 0.1%). Ya no se estima que el **BoJ** lleve su tasa de referencia a terreno positivo en los próximos 12 meses (actual: -0.1%).
- En Mercados Emergentes se espera que **China** tenga un 2021 de estabilización de su política monetaria y salga de su política de crisis. Sin embargo, no se pronostican incrementos de tasa ya que el **PBoC** desea generar el menor impacto posible sobre una economía que avanza a buen ritmo. Por otra parte, en **México, Rusia e India** se espera que este año, al igual que en 2020, sigan las reducciones en la tasa de referencia.



↑↓ Iniciaría ciclo bajista

↓↓ Continuaría ciclo bajista.



↓↑ Iniciaría ciclo alcista.

↑↑ Continuaría ciclo alcista.

Gobierno de EE. UU. firmó plan de estímulo por USD 920 mil millones

Si bien será menos generoso que la ley CARES, tendrá un efecto importante en el consumo de los hogares

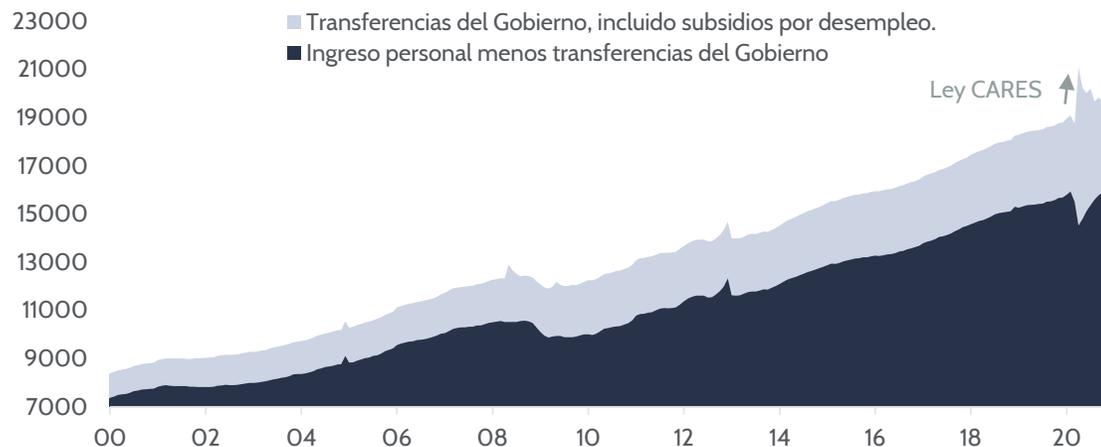
- El nuevo estímulo fiscal contempla dos medidas principales hacia los hogares:

1. Pago directo a los individuos por USD 600 semanales por persona, incluyendo niños, que se empieza a reducir desde ingresos por USD 75 mil hasta llegar a cero para ingresos superiores a 87 mil dólares (la ley CARES contemplaba pagos por USD 1,200 que también se reducían a partir de USD 75 mil, pero llegaban a cero a los USD 100 mil).

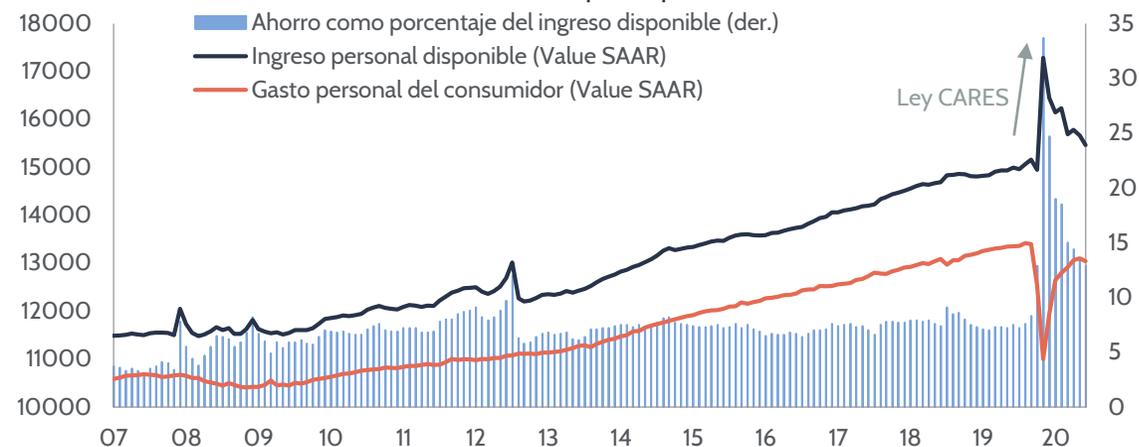
2. Pago adicional de USD 300 por subsidio de desempleo durante 11 semanas (hasta la segunda semana de mar-21) y que implican un beneficio máximo por USD 3,300 (la ley CARES contemplaba pagos adicionales por USD 600 durante 17 semanas que se terminaron desde ago-20. Esto implicaba un beneficio máximo por USD 10,200).

- Si bien esta nueva ley no es tan generosa como la ley CARES, llega en un momento donde los hogares no han tenido una reducción tan fuerte de los ingresos sin transferencias. Así, consideramos que este programa generará un nuevo salto en el ingreso personal disponible, que esta vez debería verse reflejado con más fuerza en el gasto personal del consumidor, en medio de una tasa de ahorro más baja.

Ingreso personal y transferencias del Gobierno
(USD billones SAAR)



Ingreso, ahorro y gasto del consumidor
(real value SAAR, participación %)

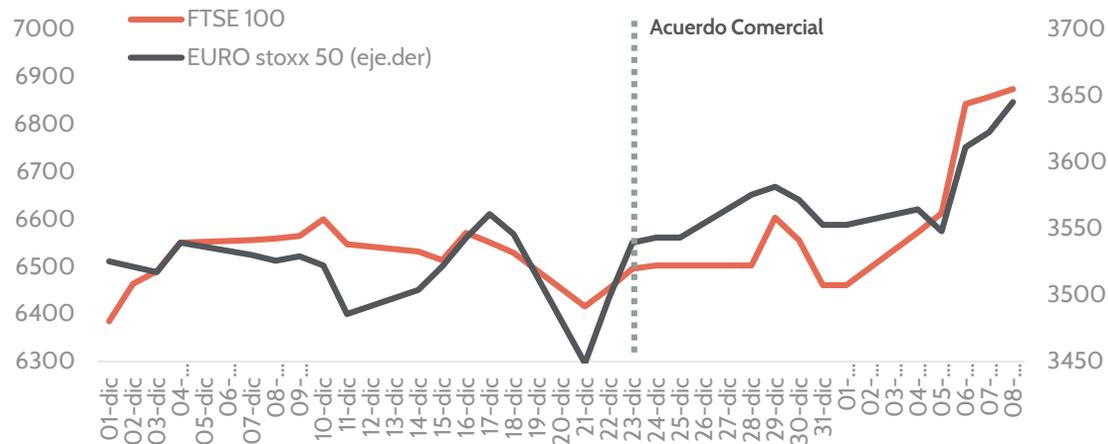


Se firmó acuerdo a pocos días de la salida de Reino Unido (UK) de la Unión Europea

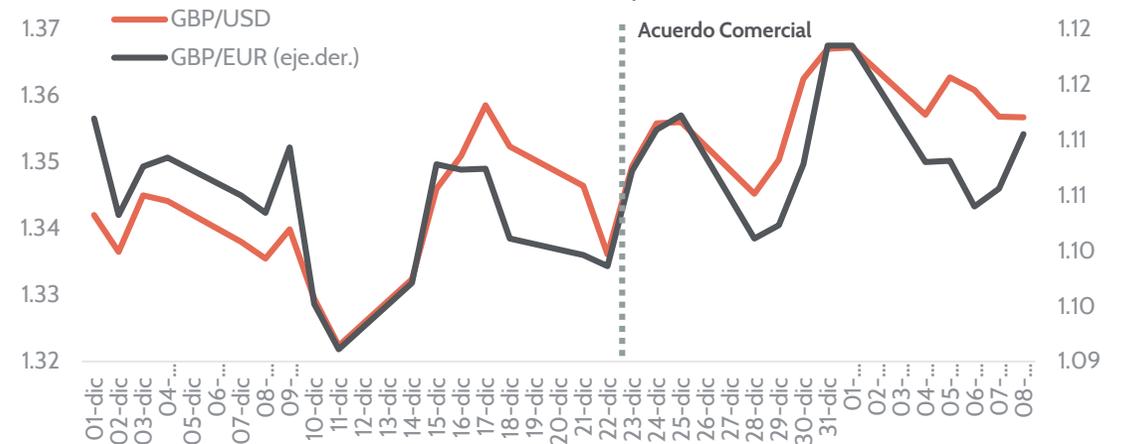
De acuerdo con lo esperado, el sector servicios sería el más impactado (aprox. 80% de la economía de UK)

- El Acuerdo de Comercio y Cooperación (TCA por sus siglas en inglés) permite desde el 1-ene-21 una zona de libre comercio de mercancías entre UK y la UE, pese a que el primero ya no hace parte del bloque, cumpliendo así nuestras expectativas y las del mercado. Sin embargo, el comercio de bienes sí se verá enfrentado a nuevos tramites burocráticos y auditorias.
- El sector de servicios en general no fue contemplado por las negociaciones, en línea con los esperado. De esta forma, empresas financieras deberán solicitar permisos de operación directamente con UK, pues ya no tendrán pasaporte para ofrecer servicios en toda la UE. Instituciones financieras como JPMorgan y Goldman Sachs están entre las compañías que ya habían desplazado puestos de trabajo e inversiones hacia la UE, anticipándose a este resultado.
- El acuerdo fue aprobado de forma provisional desde el 28-dic-20 por los 27 estados miembros de la UE, y tendrá que ser ratificado por el Parlamento Europeo a finales de febrero. Por su parte, UK aprobó el acuerdo desde el 30-dic-20.

Desempeño reciente de las bolsas (índices en Puntos)



Desempeño reciente de las monedas (Unidades de dólar / Euro por una Libra)



¿Qué esperar de China en 2021?

Los principales indicadores de la economía China mostrarían un retorno a la normalidad para el cierre de este año.

Principales indicadores

(a/a %)

	1T21	2T21	3T21	4T21	
Indicadores de Actividad					
PIB Real (% a/a)	18	7,4	6,05	5,3	
Inversión Fija (%a/a)	25	12,2	9,55	7,75	
Producción Industrial (% a/a)	19,13	7,55	6	4,98	
Indice de Precios					
IPC (% a/a)	0,1	1,78	1,4	2,2	
IPP (% a/a)	-0,6	2,06	1,84	1,9	
Mercado Laboral					
Desempleo (%)	3,6	3,6	3,6	3,55	
Balance Externo					
Cuenta Corriente (% PIB)	0,4	1,3	1,3	1,1	
Exportaciones (% a/a)	21	10	5	2	
Importaciones (% a/a)	8,6	16	6,8	5	
Balance Fiscal					
Balance (% del PIB)	-4,9	-4,84	-5,77	-6,5	
Sector Monetario					
Oferta Monetaria (M2)	10,1	9,71	9,45	9	
Tasas de Interés					
Tasa 1 año (%)	4,35	4,35	4,35	4,35	
Tasa 3 meses (%)	2,98	3	2,96	2,93	
Tasa de Cambio					
USDCNY	6,5	6,46	6,43	6,42	

- Esperamos, en línea con el mercado, que la economía China presente datos de actividad muy positivos para los primeros meses de 2021, que estarían respondiendo a un efecto base significativo por la llegada del COVID-19 a inicios de 2020 en este país.
- Es probable que el Banco de China cierre su política monetaria de pandemia, por lo que no se esperan recortes de tasas de interés durante el 2021.
- Sin embargo, una salida apresurada de la política de relajación afectaría la recuperación económica actual y podría desencadenar una tensión significativa en los mercados financieros.
- Consideramos que el RMB continuará con su fuerte sesgo de apreciación en 2021 (6.3 a mediados de año) y luego hacia una zona inferior para cierre del año.
- Los precios deberían retomar una senda de recuperación en la cual se diluya el efecto de la crisis de los precios del cerdo.

La demanda sería la protagonista en China en los próximos años

Plan de circulación dual del decimocuarto plan quinquenal pretende impulsar la demanda y equivaldría a más de la mitad de la relación con EE. UU.

- Si bien se esperaba crecimiento en el plan anterior, el consumo se mantuvo casi plano, básicamente impactado por el conflicto comercial entre China y EEUU.
- El impacto sobre el empleo y el ingreso disponible de los hogares presiono la cifra para 2020, y podría evidenciarse un incremento en la desigualdad de ingresos.
- De esta manera, los hogares con mayores ingresos han potenciado la burbuja inmobiliaria de este año, la cual deberá ser foco principal de las políticas para el año entrante.

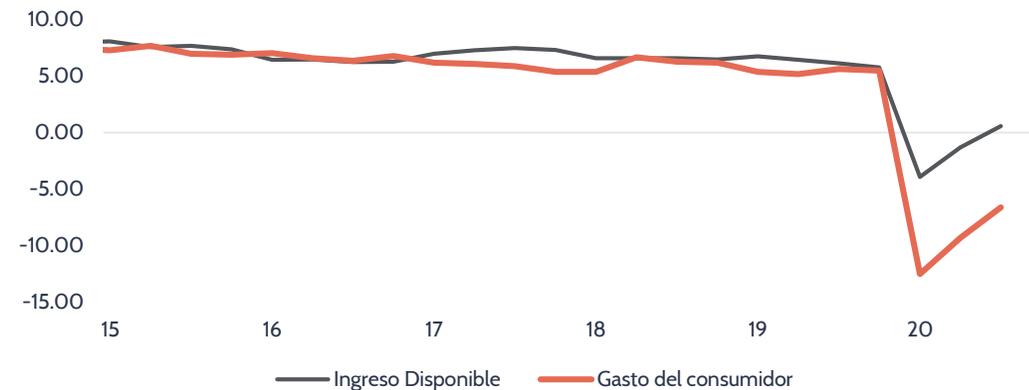
Consumo de los hogares
(porcentaje del PIB)



Ventas Minoristas y Confianza del Consumidor
(porcentaje del PIB)



Ingreso vs. Gasto de los Hogares
(Total nacional % a/a)

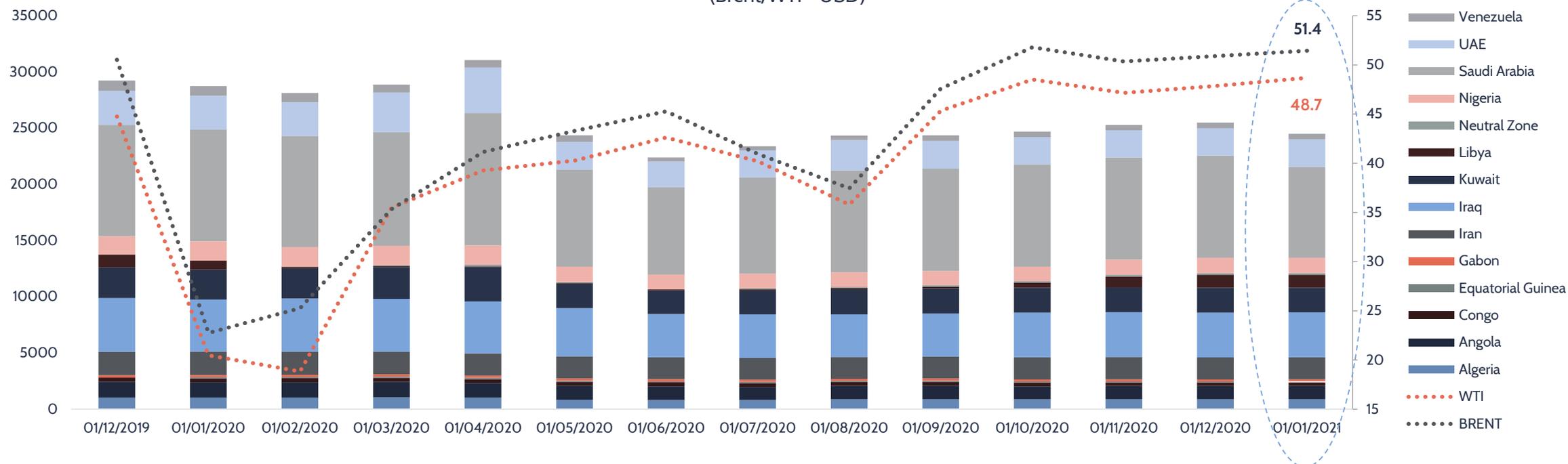


Petróleo empieza 2021 con buenas noticias

Sin embargo, esperamos que las expectativas se ajusten y el petróleo tenga un desempeño estable con mayores perspectivas de incrementos moderados para 2S21.

- La OPEP+ decidió devolver al mercado gradualmente 2 mbpd, con un ritmo determinado de acuerdo con las condiciones del mercado. Confirmó nuevamente la decisión tomada previamente de aumentar la producción en 0,5 mbpd a partir de enero de 2021, y ajustando la reducción de producción de 7,7 mbpd a 7,2 mbpd.
- Rusia y Kazakstán, según el acuerdo, estarían incrementando su producción a diferencia de los demás miembros. Arabia Saudita decidió hacer un recorte unilateral de 1 mbpd desde los niveles de enero.

Producción OPEP vs. Precios del Petróleo
(Brent/WTI - USD)



Impulso al precio del petróleo en el corto plazo no sería estructural

A pesar del impulso alcista de la semana tras los anuncios de la OPEP+, se espera que la recuperación sea moderada a lo largo de 2021.

- La limitante vendría por aumento de las infecciones. El regreso de medidas de bloqueo más estrictas y la creciente incertidumbre podrían resultar en una recuperación económica más frágil durante 2021.

Producción Petróleo por País – Esperado 1T

	Producción (Referencia)	Enero 2021 (7,2 mdbd)		Febrero 2021 (7,125 mdbd)		Marzo 2021 (7,05 mdbd)	
		Ajuste	Producción	Ajuste	Producción	Ajuste	Producción
Algeria	1057	-181	876	-181	876	-181	876
Angola	1528	-261	1267	-261	1267	-261	1267
Congo	325	-56	269	-56	269	-56	269
Eq. Guinea	127	-22	105	-22	105	-22	105
Gabon	187	-32	155	-32	155	-32	155
Iraq	4653	-790	3857	-790	3857	-790	3857
Kuwait	2809	-480	2329	-480	2329	-480	2329
Nigeria	1829	-313	1516	-313	1516	-313	1516
Saudi Arabia	11000	-1881	9119	-1881	9119	-1881	9119
UAE	3168	-542	2626	-542	2626	-542	2626
Azerbaijan	718	-123	595	-123	595	-123	595
Bahrain	205	-35	170	-35	170	-35	170
Brunei	102	-17	85	-17	85	-17	85
Kazakhstan	1709	-292	1417	-282	1427	-272	1437
Malaysia	595	-102	493	-102	493	-102	493
Mexico	1753	0	1753	0	1753	0	1753
Oman	883	-151	732	-151	732	-151	732
Rusia	11000	-1881	9119	-1816	9184	-1751	9249
Sudan	75	-13	62	-13	62	-13	62
Sudan del Sur	130	-22	108	-22	108	-22	108
OPEP 10	26.683,00	-4.564,00	22.119,00	-4.564,00	22.119,00	-4.564,00	22.119,00
No - OPEP	17.170,00	- 2.636,00	14.534,00	- 2.561,00	14.609,00	- 2.486,00	14.684,00
OPEP+	43.853,00	-7.200,00	36.653,00	- 7.125,00	36.728,00	-7.050,00	36.803,00

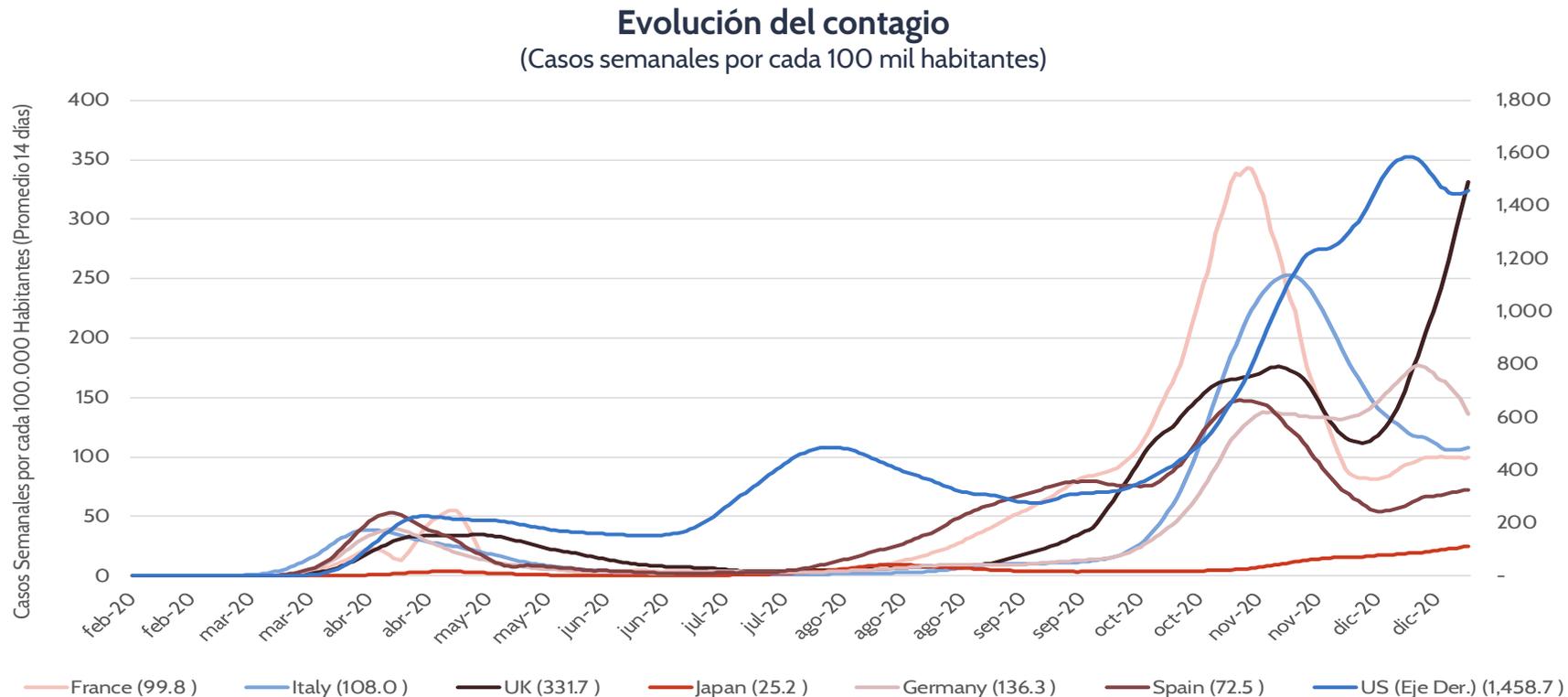
Precio Esperado Petróleo Brent (USD)



Comportamiento del COVID-19 en Mercados Desarrollados

Fuerte incremento de casos en Reino Unido. EE. UU. se mantiene con un contagio elevado.

- De acuerdo a los diferentes ministerios de Salud y las recomendaciones de la OMS, uno de los principales factores a considerar en las diferentes restricciones es la variación de los casos semanales por cada 100.000 habitantes, donde un nivel inferior a 50 casos semanales daría incentivos a flexibilizar estas medidas, y un nivel superior a 100 casos semanales implicaría tomar medidas de restricción mas fuertes.
- La época navideña y de fin de año, en conjunto con la aparición de una nueva cepa del virus en UK, que de acuerdo a estudios recientes tiende a acelerar el contagio del virus, llevó a que varios países europeos tomaran medidas de restricción y cuarentenas preventivas para evitar que los casos semanales crecieran de una forma acelerada y pusiera en riesgo la capacidad hospitalaria.

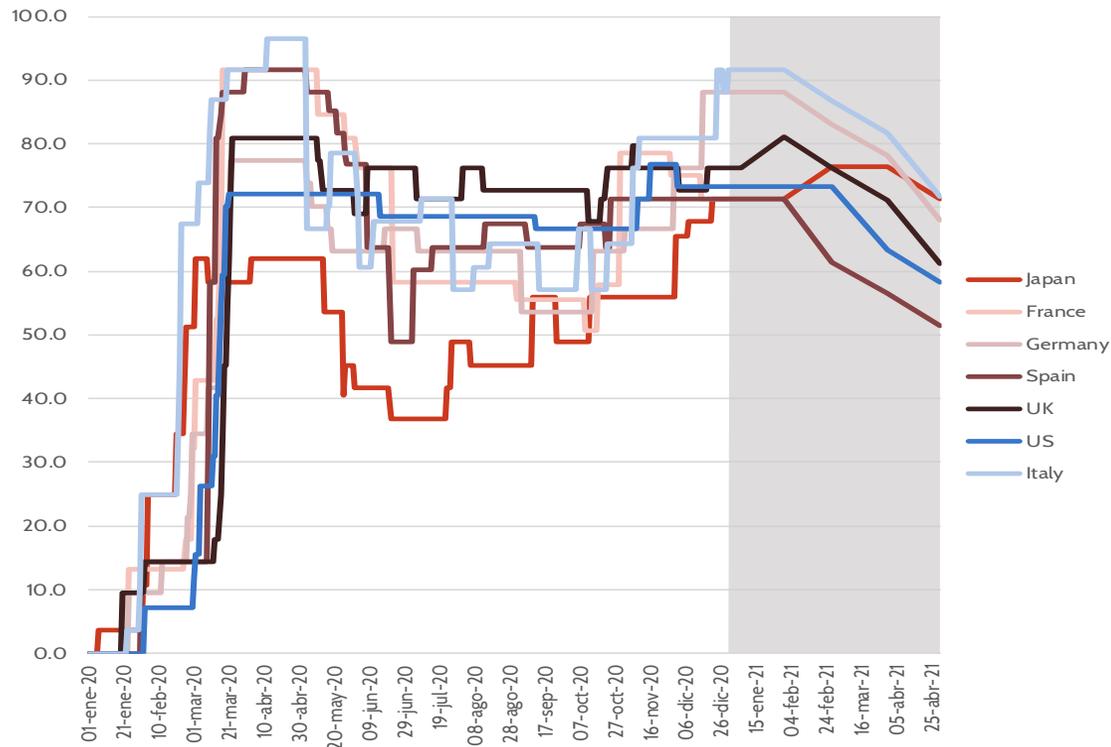


Índice de rigurosidad en Mercados Desarrollados

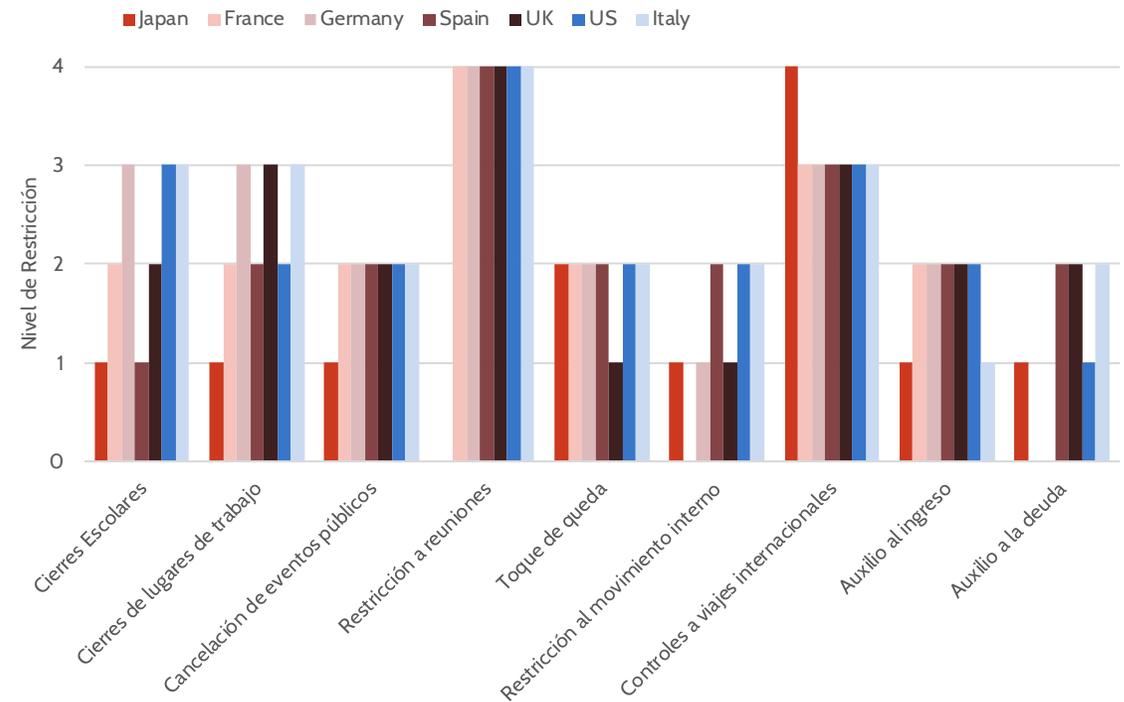
En febrero empezarían a relajarse parte de las restricciones en Europa

- Nuestras proyecciones sugieren que las restricciones en algunos países ya podrían volver a como estaban antes de la segunda ola a finales de febrero, como en España y Francia, seguidos por los países cuyas restricciones pueden durar hasta finales de marzo, como Alemania, UK e Italia.
- EEUU y Japón tendrían un retroceso de las restricciones más pausado frente a otros mercados desarrollados, y sus bloqueos podrían mantenerse hasta el segundo trimestre del 2021.

Evolución y proyección del Stringency Index (puntos)



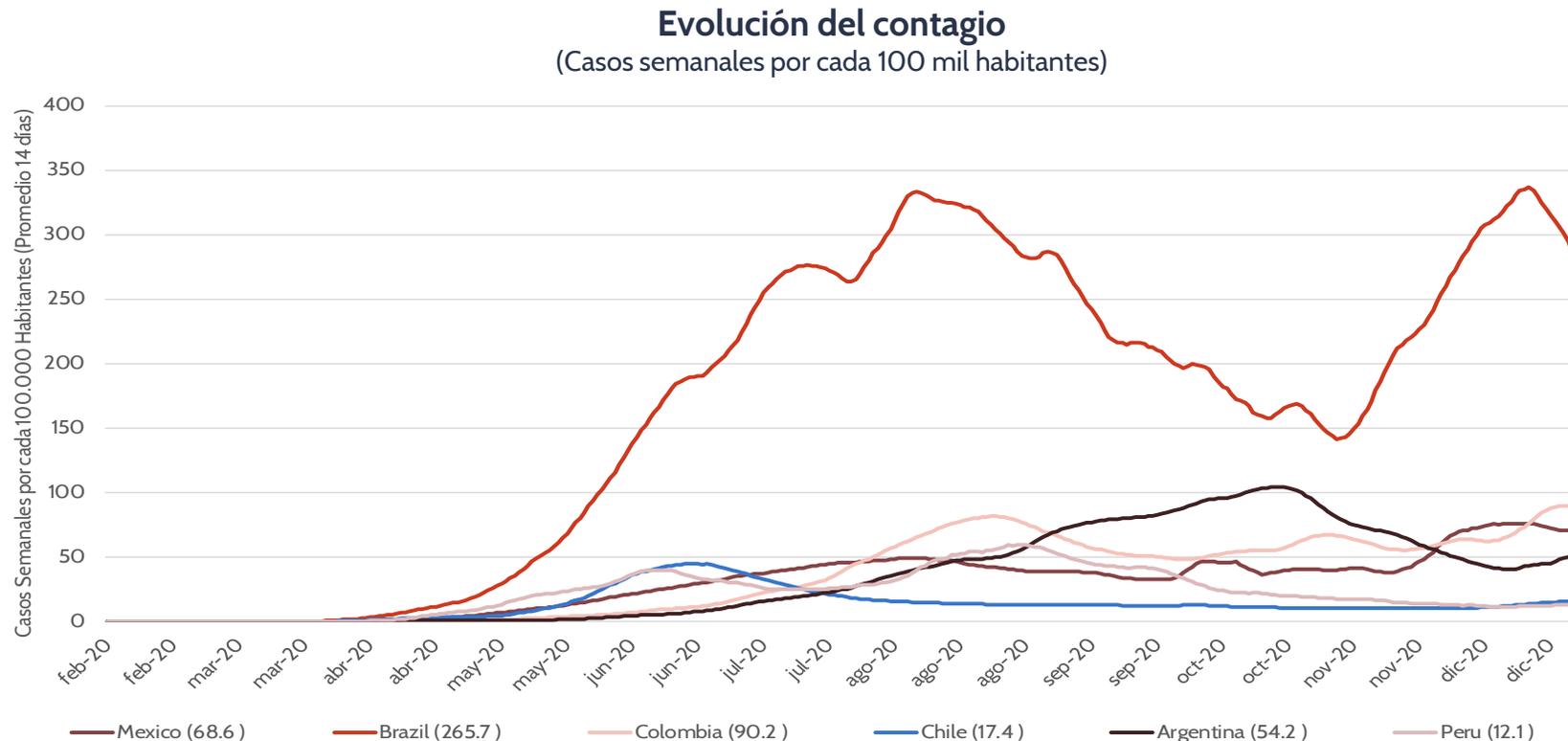
Principales medidas de restricción para cada uno de los países (puntos)



Comportamiento del COVID-19 en Latinoamérica

Casos se han acelerado en Colombia, México y Argentina

- La época navideña y de fin de año, en conjunto con la aparición de una nueva cepa del virus en UK, llevó a que **varios países de Latam tomaran medidas de restricción y cuarentenas preventivas para evitar que los casos semanales crecieran de una forma acelerada y pusiera en riesgo la capacidad hospitalaria.**
- Países como **Chile y Perú no registran una aceleración significativa en los casos semanales en las últimas semanas; en contraste con Colombia, México y Argentina que han venido anotando una aceleración en el contagio, provocando así que varios de estos países tomen medidas de confinamiento adicionales. Brasil, si bien se ha venido desacelerando, mantiene una velocidad de contagios elevada.**

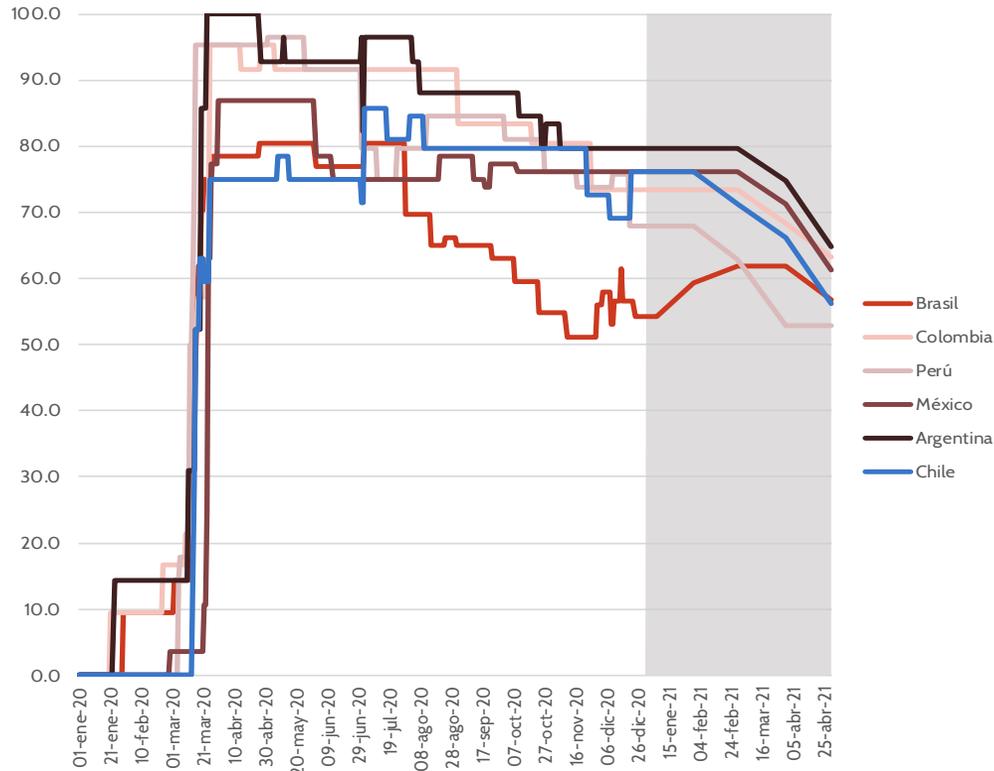


Índice de rigurosidad en Latinoamérica

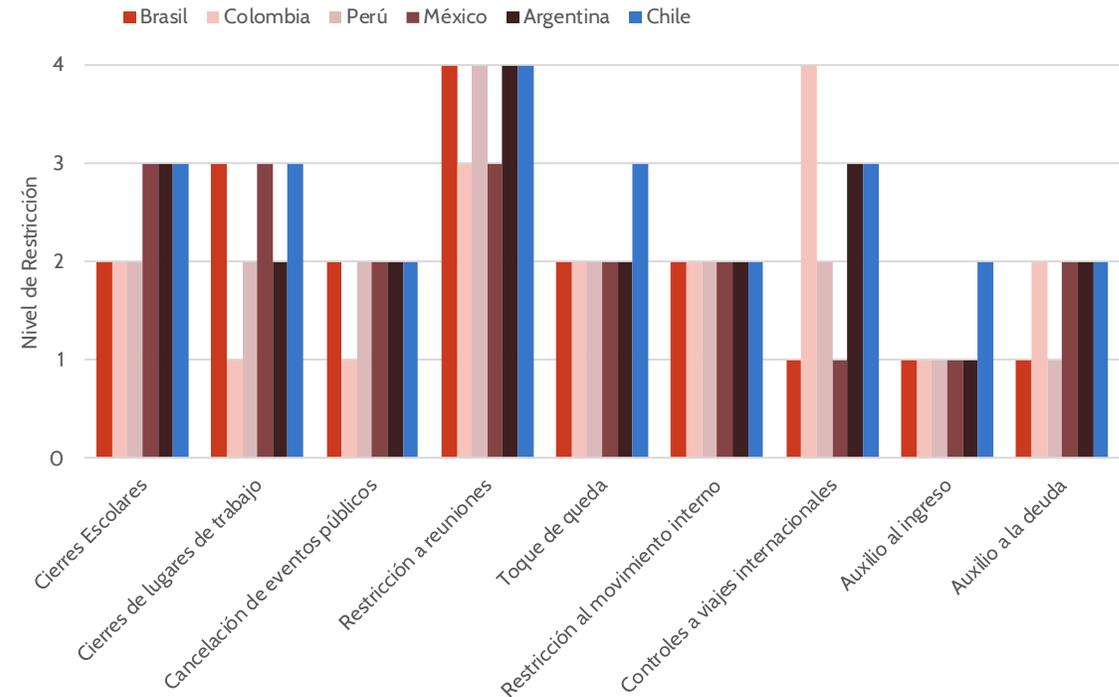
Restricciones en algunos países de Latam irían hasta finales marzo

- Las restricciones podrían empezar flexibilizarse desde finales de febrero en Chile y Perú, seguidos por Colombia, México y Argentina que, de acuerdo con la evolución de casos y sus esfuerzos de vacunación, podrían reducir los bloqueos desde finales de marzo.
- Brasil llevaría una posible flexibilización de medidas hasta abril, en un contexto donde posee la economía más abierta entre los países de referencia en Latam, mostrando también la tasa de contagios más elevada.

Evolución y proyección del Stringency Index (puntos)



Principales medidas de restricción para cada uno de los países (puntos)



Agenda

- **Resumen**
- **Macro Global y Temas Coyunturales**
- **Activos**
 - Renta Fija vs Renta Variable
 - Renta Variable Global
 - Renta Fija Global
 - Posicionamiento y Comentarios
- **Temas especiales**
 - Vacuna COVID-19 en marcha
 - Hacia una presidencia de Biden
- **Anexos**



Ratio RV/RF en línea con fundamentos de crecimiento

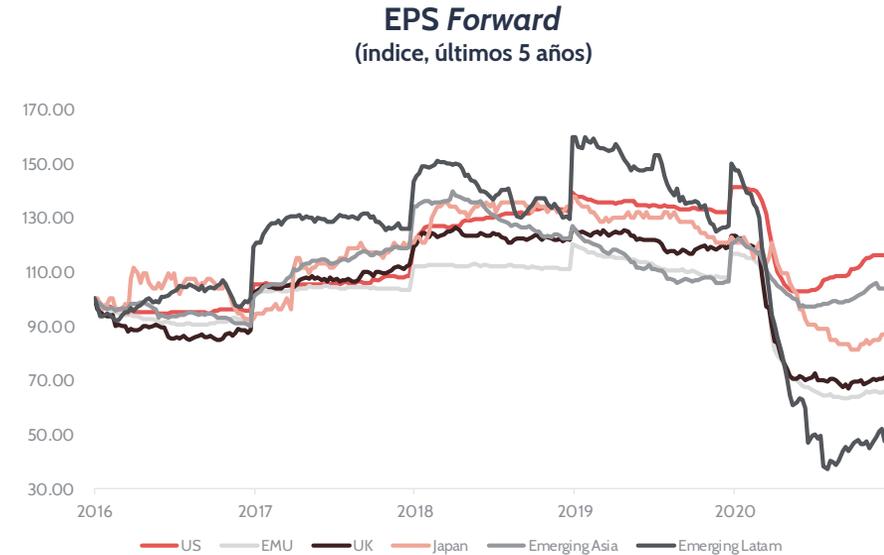
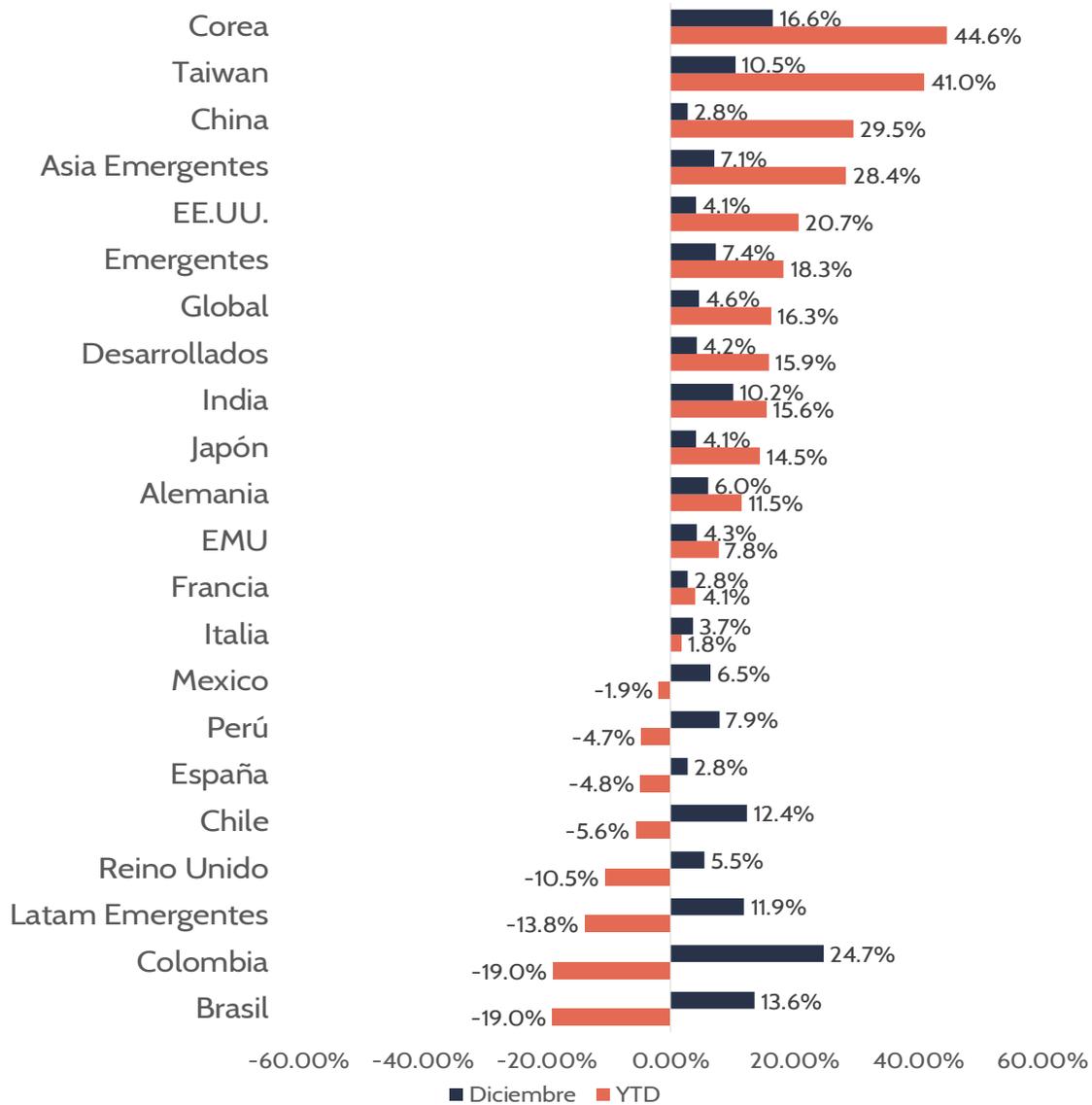
Ratio de acciones a bonos en línea con una economía global que crece

Ratio Acciones a Bonos – PMI Manufactura Global



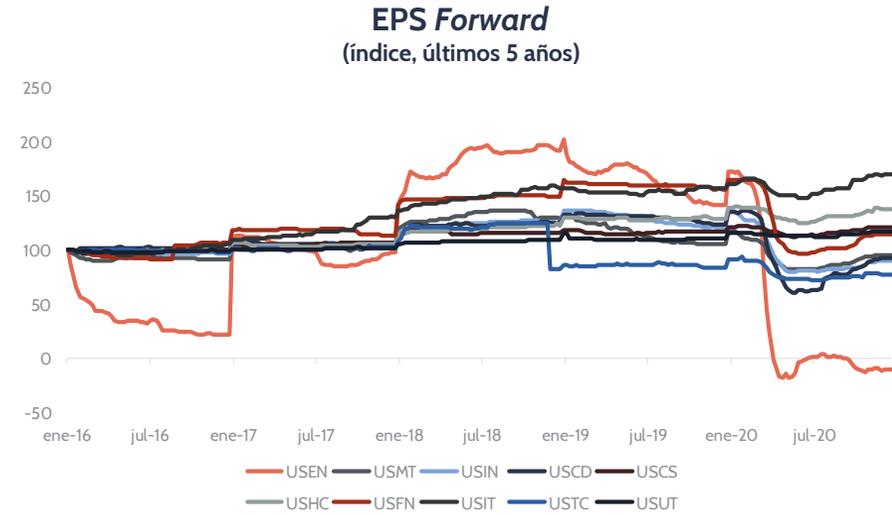
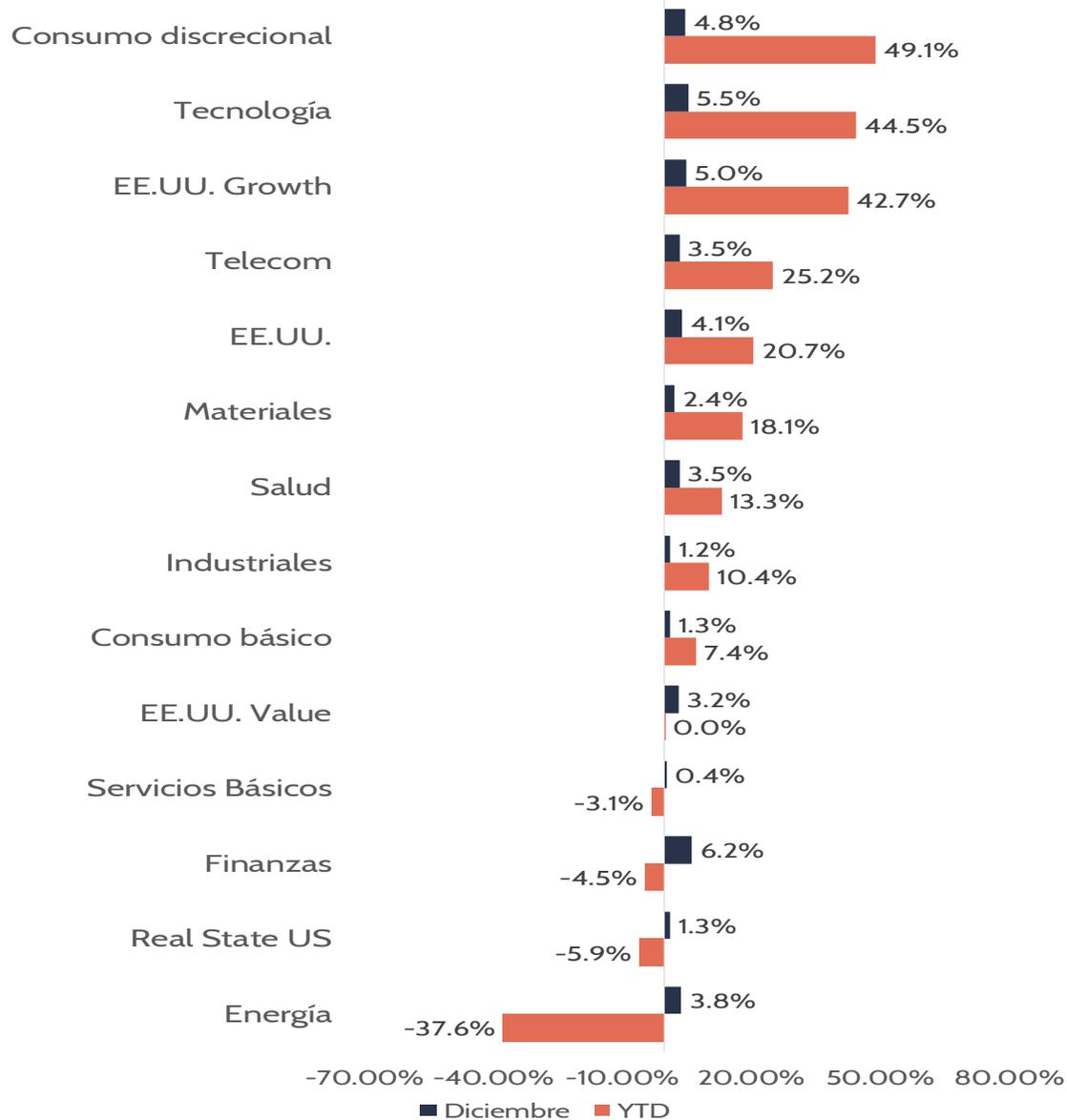
- PMI se mantuvo en terreno expansivo en diciembre pese al incremento de casos COVID-19 en el mundo (PMI diciembre: 53.8)
- Ratio de acciones globales sobre bonos globales sugiere el mismo mensaje. Hacia delante el efecto base de caída en febrero y marzo tendrán un efecto importante (al alza) en el ratio.

Asia EM y EE.UU. tuvieron retornos mayores a 20% en 2020



- Las acciones en el mundo mostraron una gran dispersión de retornos en el 2020. Aquellas con menor impacto en utilidades (con sesgo growth y recuperación de la economía más rápida) tuvieron el mejor desempeño.
- Sin embargo, el principal driver positivo de los retornos fue la expansión de múltiplos (en todas las regiones y países el efecto fue positivo) alentada por postura de política monetaria laxa.
- En los casos de mayor retorno, la expansión de múltiplos más que compensó la caída de utilidades. En los casos de menor retorno ocurrió lo inverso.

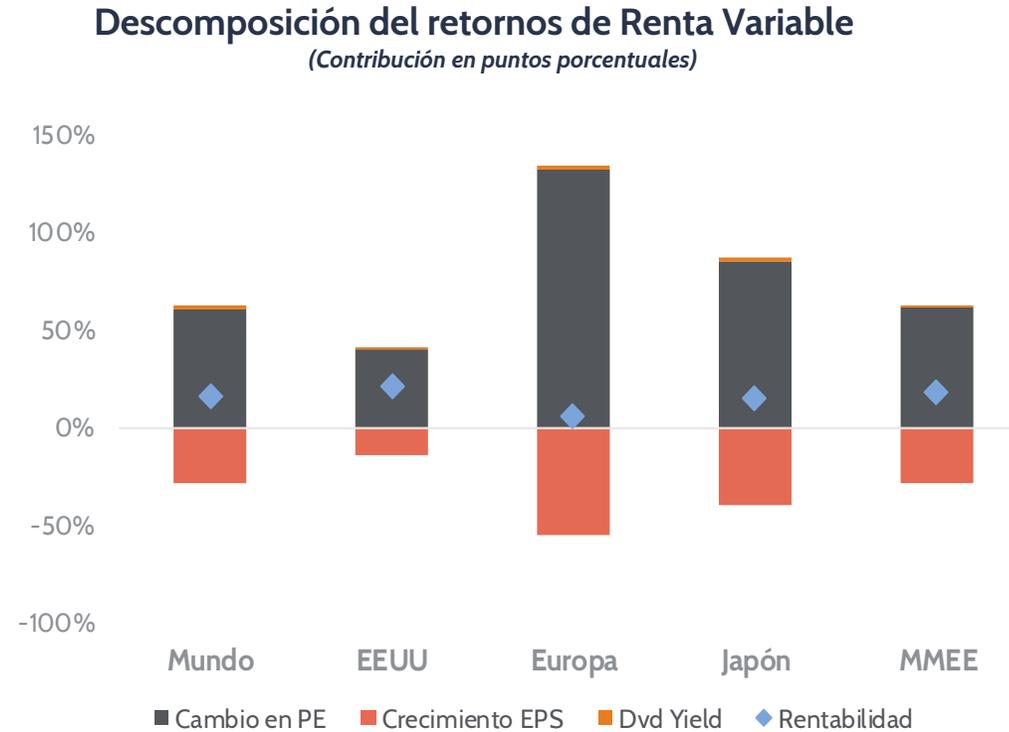
Sectores con sesgo *growth* tuvieron el mejor desempeño en 2020



- De igual modo, En EEUU los sectores más resilientes en utilidades y con múltiplos sensibles a las tasas de interés (*sesgo growth*) tuvieron un rendimiento histórico, por encima de 40%.
- Los sectores cíclicos tuvieron un mayor impacto negativo de las utilidades y una menor expansión de múltiplos, por lo que muestran todavía espacio para un mejor desempeño en 2021.
- El resultado de la segunda vuelta para el Senado en Gerogia terminó por definir un Congreso Demócrata, que fortalece el caso de un mejor desempeño de sectores cíclicos y con *sesgo value*.

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Información al 31/12/2020.

Expansión de múltiplos explican retornos de la renta variable en 2020



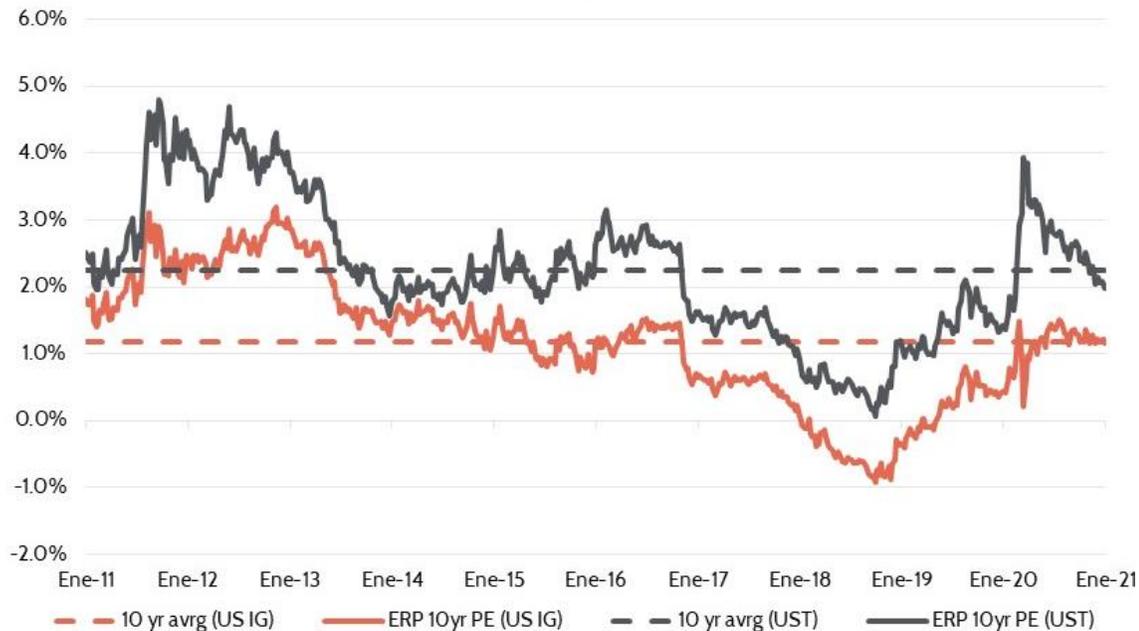
- Las acciones tuvieron una contribución muy favorable de la expansión de múltiplos, que en la mayoría de casos llevó a los activos a tener retornos positivos en 2020.
- En 2021, se esperan contracciones de múltiplos que sean más que compensadas por la recuperación de utilidades, en línea con un ciclo económico expansivo a nivel global. Así, las acciones mostrarían un rendimiento positivo aunque más moderado y menos disperso que en el 2020.

Renta variable EE.UU: Esperamos un nivel de 4,200 para el S&P 500 a fines de 2021

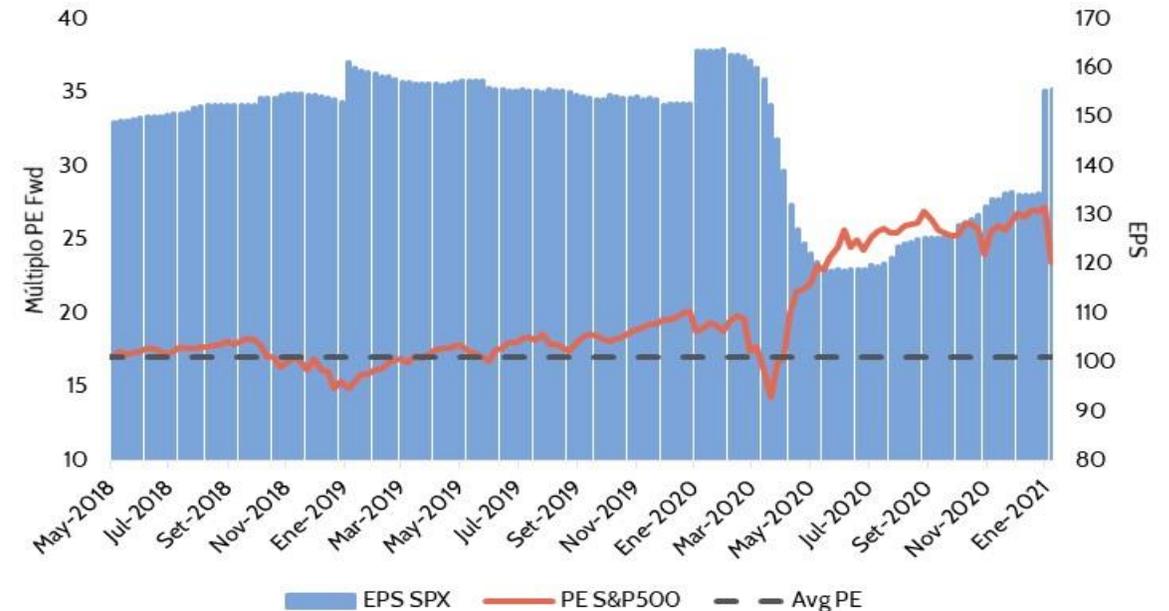
Recuperación de utilidades será el principal *driver*

- De cara a los próximos meses, con la recuperación de la actividad económica y la disipación del riesgo político con la juramentación de Joe Biden, consideramos que en el margen la preferencia por activos de riesgo se mantendrá. La recuperación de las utilidades será la clave para el retorno del 2021.
- Desde el punto de vista de valorización, el Equity Risk Premium (ERP) se mantiene en niveles de acuerdo con su historia comparado tanto con el UST a 10yr y el agregado de Bonos de Grado de Inversión (US IG). De esta forma, el escenario de tasas bajas justifica que los múltiplos se mantengan en niveles históricamente altos.

ERP vs UST y US IG
(PP %)



PE Fwd y EPS – S&P 500
(Niveles)



Posicionamiento Sectorial Estados Unidos

Preferencia por sectores cíclicos

- Consideramos que, como consecuencia de la aceleración de la economía, la curva de tesoros continuaría empujándose gracias una subida de las tasas largas. Con la reciente definición de un Congreso Demócrata se refuerza el caso para que esa dinámica continúe, llevando a un mejor desempeño de los sectores cíclicos.
- De igual modo, estos sectores muestran espacio para apreciación todavía respecto a los indicadores económicos como el ISM de manufactura. Por lo tanto, mantenemos nuestra recomendación de tomar posición en sectores cíclicos como Materiales, Financieras e Industriales pues esperamos que estos se beneficien de una disminución en la concentración en Tecnología y Comunicación, sectores que se vieron particularmente beneficiados producto de la pandemia.

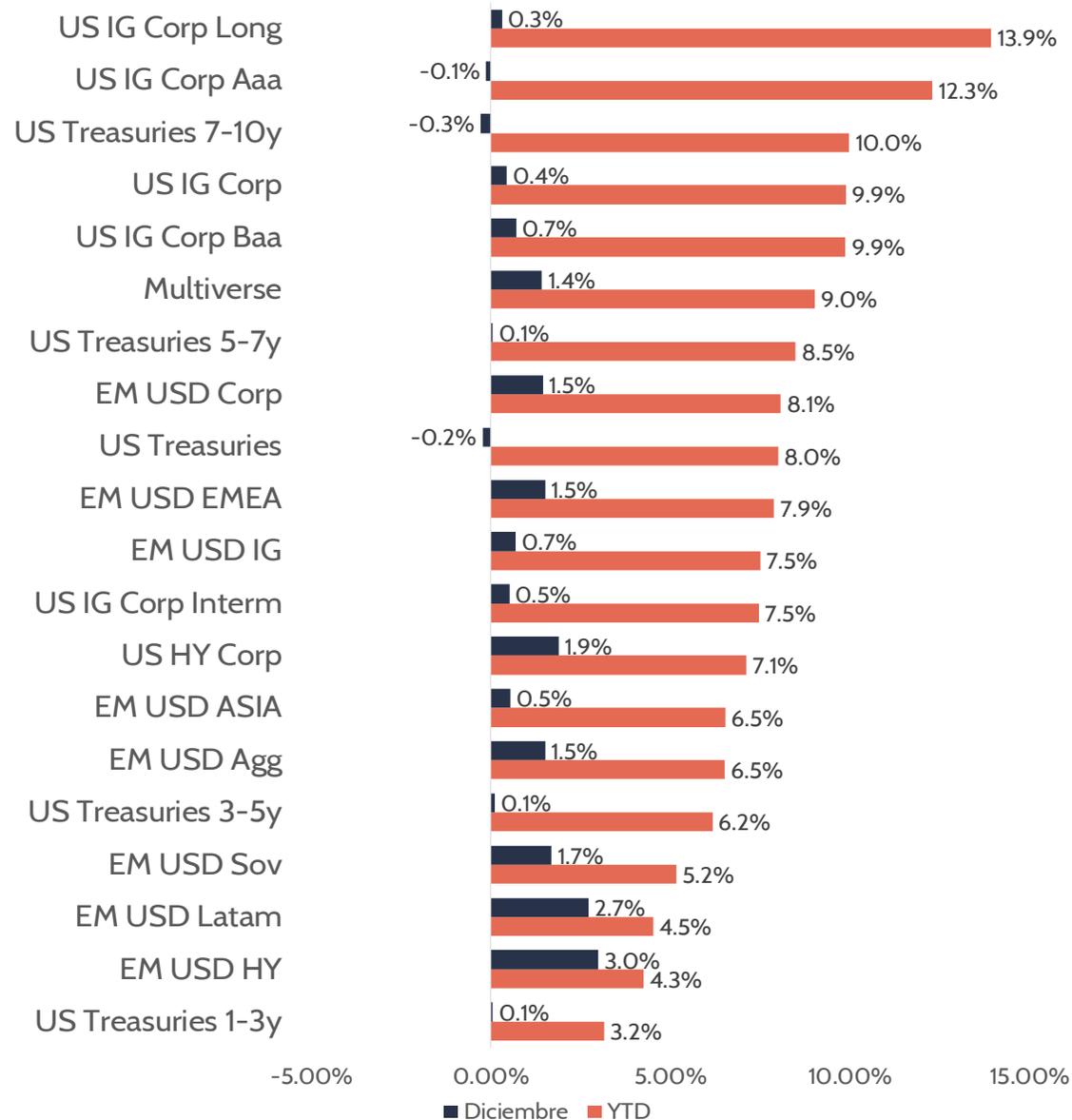
Ratio Cíclicas/Defensivas e ISM manufactura
(Niveles)



Recomendación Sectorial
(Sectores US)

Sector	5yr Beta	CC
Energy	1.74	N
Financials	1.23	OW
Consumer Discretionary	1.14	N
Industrials	1.17	OW
Materials	1.08	OW
Technology	1.06	N
Communication Serv.	0.99	N
Health Care	0.79	N
Real Estate	0.71	N
Consumer Staples	0.60	N
Utilities	0.33	N

Todas las categorías de renta fija presentaron retornos positivos

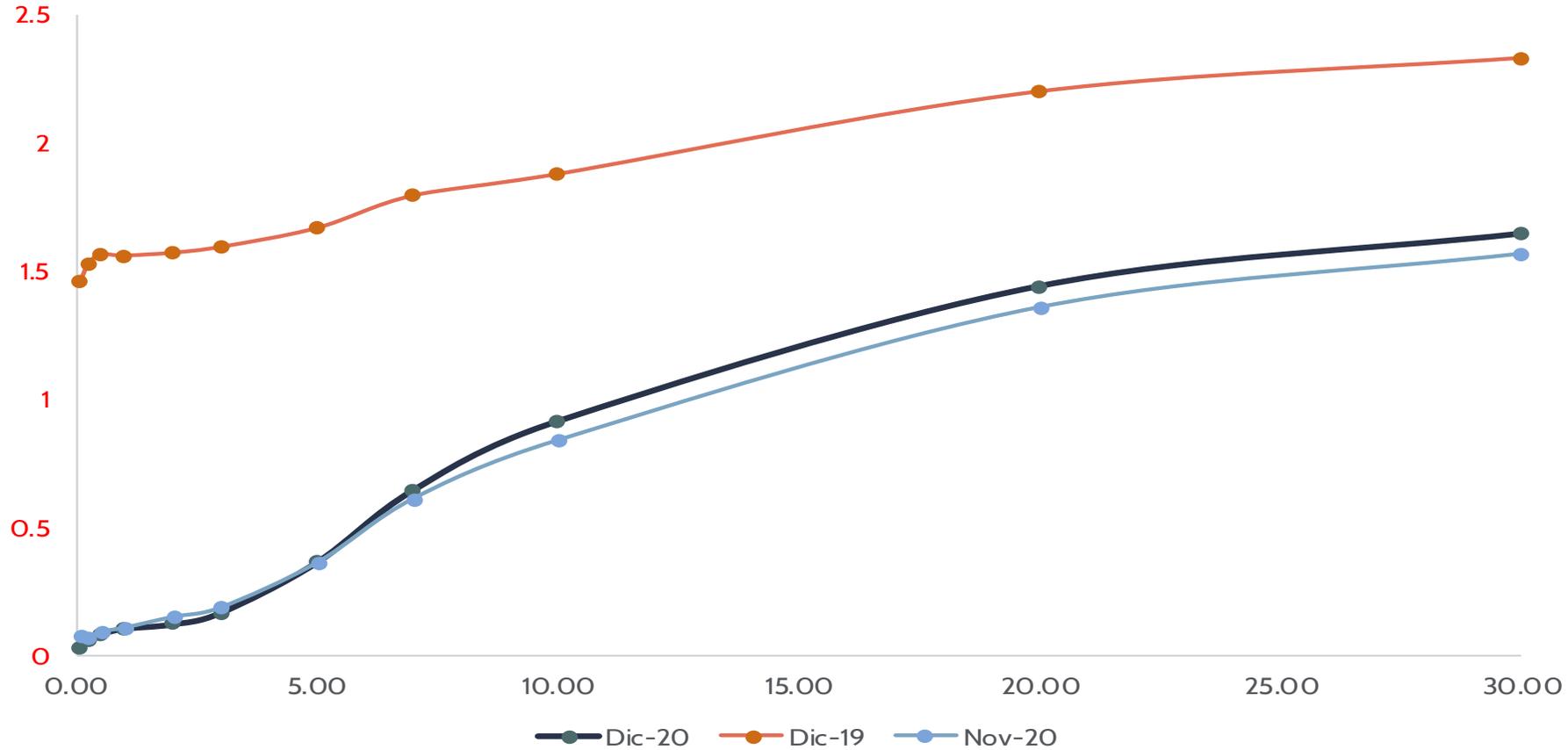


Activos RF	YTM (%)	Duración	Spread (pbs)	Cambio en Spread (1m)	Cambio en Spread (YTD)
EM USD HY	5.87	5.64	525	↓ -52	-
US HY Corp	4.18	3.58	360	↓ -52	↑ 24
EM USD Latam	4.13	8.67	322	↓ -32	-
EM USD Sov	3.88	8.81	298	↓ -22	-
EM USD Corp	3.62	4.73	317	↓ -30	↑ 25
EM USD EMEA	3.55	7.03	285	↓ -24	↑ 31
EM USD Agg	3.50	6.89	281	↓ -22	-
EM USD ASIA	2.94	5.29	243	↓ -13	↑ 50
US IG Corp Long	2.78	15.50	140	↓ -8	↑ 5
EM USD IG	2.13	7.61	140	↓ -10	↑ 11
US IG Corp Baa	2.01	8.72	121	↓ -12	↑ 1
US IG Corp	1.74	8.84	96	↓ -9	↑ 3
US IG Corp Aaa	1.59	12.96	55	↓ -3	↑ 3
US IG Corp Interm	1.08	4.57	68	↓ -9	↓ -2
Multiverse	1.02	7.28	53	-	-
US Treasuries 7-10y	0.78	7.99	1	-	-
US Treasuries	0.57	7.21	0	-	-
US Treasuries 5-7y	0.51	5.87	-0	-	-
US Treasuries 3-5y	0.27	3.96	-0	-	-
US Treasuries 1-3y	0.14	1.96	0	-	-

- La caída de tasas base (curva del tesoro de EEUU) explica la rentabilidad de todas las categorías de renta fija. Así, los activos más sensibles a ella (menor spread y mayor duración) fueron los de mejor desempeño en el año.
- No obstante, la compresión de los spreads posterior a marzo, motivada por el respaldo de la Fed y las políticas contracíclicas empleadas para combatir la recesión global, permitió que incluso las categorías más golpeadas inicialmente terminaran el año con retornos positivos.

Curva de Tesoros continuó empinamiento en diciembre

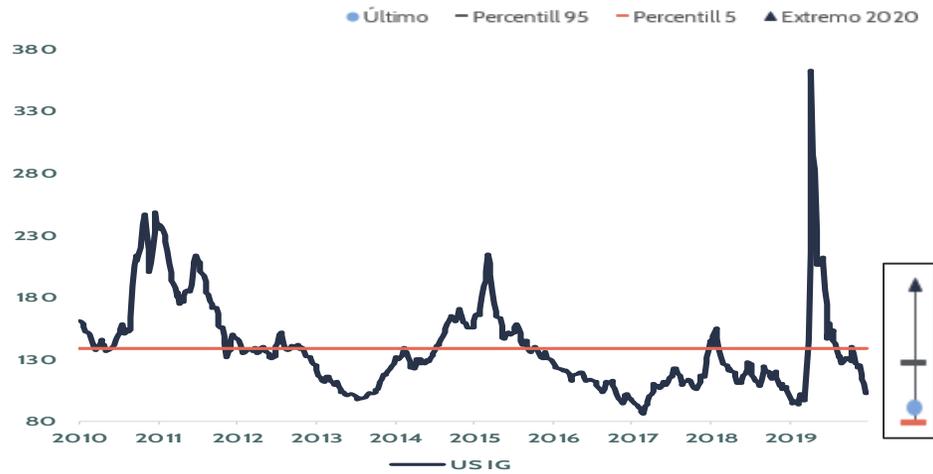
Pero aún se encuentra muy por debajo de los niveles vistos a inicios de 2020



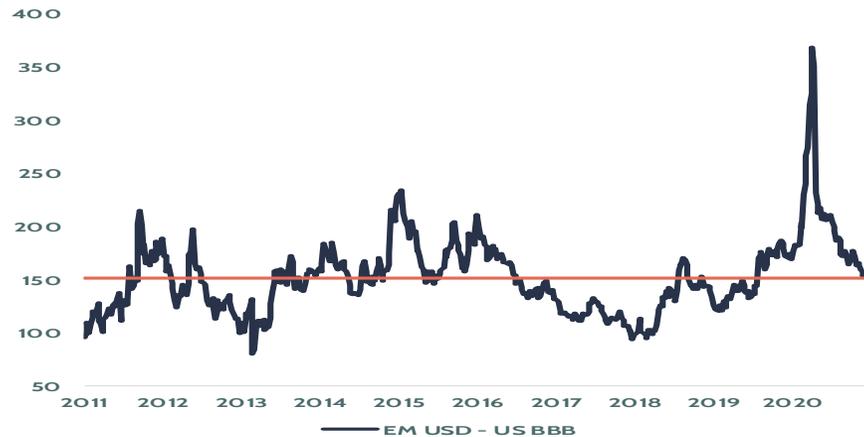
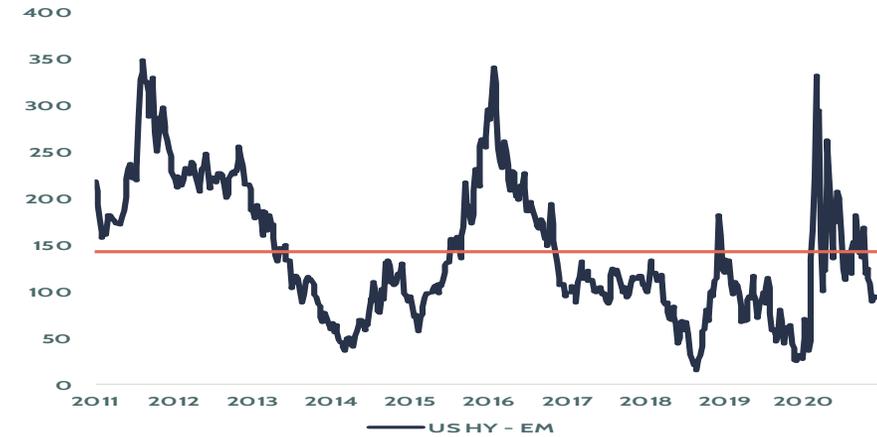
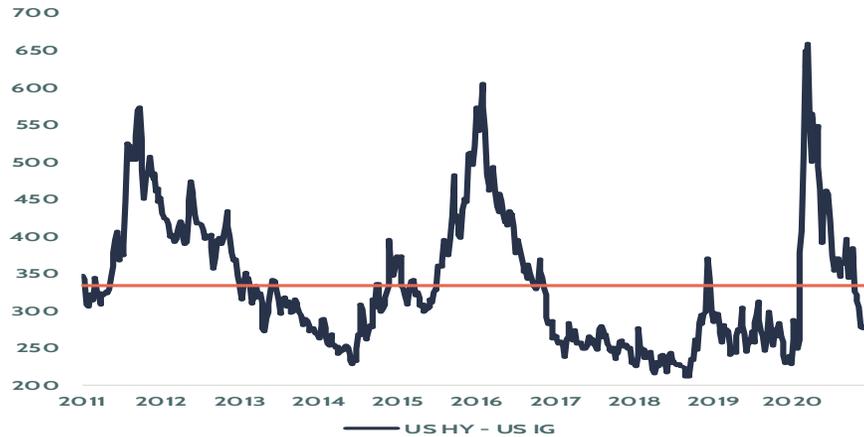
- Con el inicio de las campañas de vacunación en mercados desarrollados y riesgos de cola más controlados la curva de Tesoros continuó su empinamiento.

Spreads en EE.UU. se acercan a mínimos históricos

Renta fija en Mercados Emergentes ofrece el mayor espacio de compresión de spreads hacia 2021

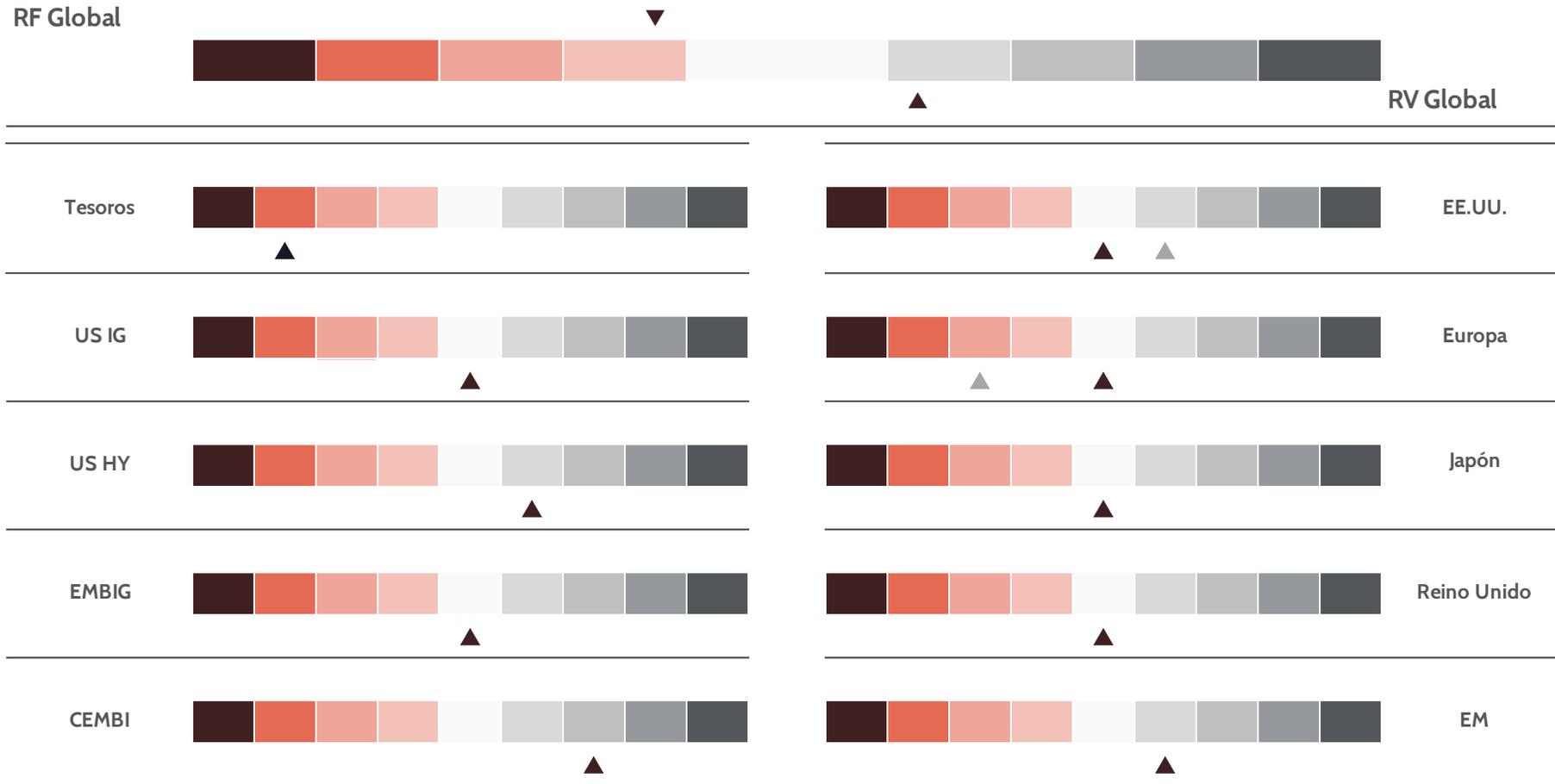


En términos relativos, Mercados Emergentes siguen ofreciendo el mayor valor en renta fija



- Con la reciente compresión de spreads, incluso High Yield de EEUU empieza a verse caro frente a renta fija de Mercados Emergentes.
- El espacio es cada vez menor para que los spreads continúen comprimiéndose.
- Los flujos deberían continuar apuntando a Mercados Emergentes, donde la relación riesgo-retorno es la más atractiva entre las subclases de activo de renta fija.

Posicionamiento recomendado



▲ Mes anterior
▲ Mes actual

Mínimo	-20%	-15%	-10%	-5%	-2%	2%	5%	10%	15%
Máximo	-15%	-10%	-5%	-2%	2%	5%	10%	15%	20%

Posicionamiento recomendado

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 impulsó 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 con la distribución de vacunas de COVID-19 y el control del Ejecutivo y Legislativo en EEUU por parte del Partido Demócrata, nos parece conveniente subponderar esta clase de activo.□			
Renta Variable	La distribución de vacunas contra COVID-19, la resiliencia de las economías ante nuevos cierres y el estímulo fiscal y monetario dan soporte fundamental al alza de la renta variable. Los altos niveles de valorización relativa y los posibles rebrotes de COVID-19 son un riesgo a tomar en cuenta; sin embargo, las tasas de interes cercanas a cero justifican múltiplos altos y los flujos hacia 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 neutra de renta fija

Activo	Comentarios	Subponderar	Neutral	Sobreponderar
Tesoros	La caída en tasas base y la ampliación de spreads crediticios observadas en marzo 2020 redujeron el atractivo de estos bonos durante el año pasado. Creemos que a mediano plazo el sesgo de estas tasas será ligeramente al alza producto de la reactivación económica a nivel global, por lo que mantenemos la subponderación.			
US Investment Grade	Los spreads se han comprimido a niveles pre-pandemia, lo cual hace esta clase de activo vulnerable a subidas de tasa base. Sin embargo, esto se compensa con la postura expansiva de la Fed, por lo que nos mantenemos neutrales.			
US HY	Estos bonos experimentaron en la renta fija de EEUU la más extensa ampliación de spreads, producto no solo de los cierres en las economías sino también de la caída en el precio del petróleo. Sin embargo, la mejora en sentimiento de mercado y el apoyo explícito de la Reserva Federal alentaron la compresión de spreads durante 2020. Dado que la valorización y perspectivas siguen siendo relativamente atractivas, mantenemos la sobreponderación.			
Emergentes	Los spreads se muestran atractivos en este tipo de deuda por distintos motivos. En Asia, el crecimiento económico se espera sea el más alto durante 2021. En Latinoamérica, las empresas en general muestran una situación más sólida que en la crisis de 2008/2009, por lo que creemos que deberían sostenerse de mejor forma; adicionalmente, pagan una prima de riesgo ajustada por apalancamiento significativa. En general, mantenemos la sobreponderación.			

▼ 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 neutra de renta variable

Activo	Comentarios	Subponderar	Neutral	Sobreponderar
EE.UU.	Si bien la distribución de vacunas, la confirmación del triunfo de Joe Biden y la toma de control del Partido Demócrata en el Senado favorecen las perspectivas de crecimiento para EE.UU. el 2020, pensamos que la renta variable norteamericana no se verá tan favorecida como la de otras regiones dado su menor sesgo cíclico y valorizaciones más caras. Por lo tanto, pasamos a una posición neutral con sesgo sectorial hacia las acciones industriales, financieras y materiales.			
Europa	Si bien se ha acentuado la aparición de casos de COVID-19 y las medidas tomadas para controlarla reducen las expectativas de crecimiento de corto plazo de las economías europeas, estas se han mostrado resilientes. Asimismo, el inicio de la distribución de vacunas auguran una mejor performance para la segunda mitad del 2021. Dada la valorización relativamente atractiva, la mejora en expectativas de utilidades y la alta sensibilidad de la bolsa europea al ciclo económico mundial, hemos aumentado nuestra exposición hasta neutral.			
Japón	El éxito en la contención del COVID-19 se ve compensado por el poco espacio para tomar medidas fiscales y (especialmente) monetarias y la lentitud relativa con que la economía efectivamente se viene recuperando. Sopesando estos argumentos nos mantenemos en una posición neutral.			
Reino Unido	Si bien el Reino Unido logró el cierre de su acuerdo de salida con la Unión Europea, en el corto plazo aún se puede ver afectado económicamente por las drásticas medidas de contención contra COVID-19 que ha tomado. 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. A pesar de que la alta exposición que tienen al comercio internacional podría ralentizar esta recuperación en los próximos meses en caso la distribución de vacunas sea más lenta de lo esperado, creemos que esta región mostrará el más alto crecimiento el 2021; sin embargo, la alta valorización relativa es un riesgo, por lo que mantenemos una posición neutral.			
Latinoamérica	En términos de valorización relativa, la bolsa latinoamericana se ve atractiva respecto al resto del mundo incluso luego de la recuperación de los últimos meses. Dada la expectativa de una recuperación económica marcada el 2021 y la extremadamente alta sensibilidad que esta bolsa tiene al ciclo económico global, mantenemos la sobreponderación.			

▼ Posicionamiento Actual

▲ Posicionamiento Anterior

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

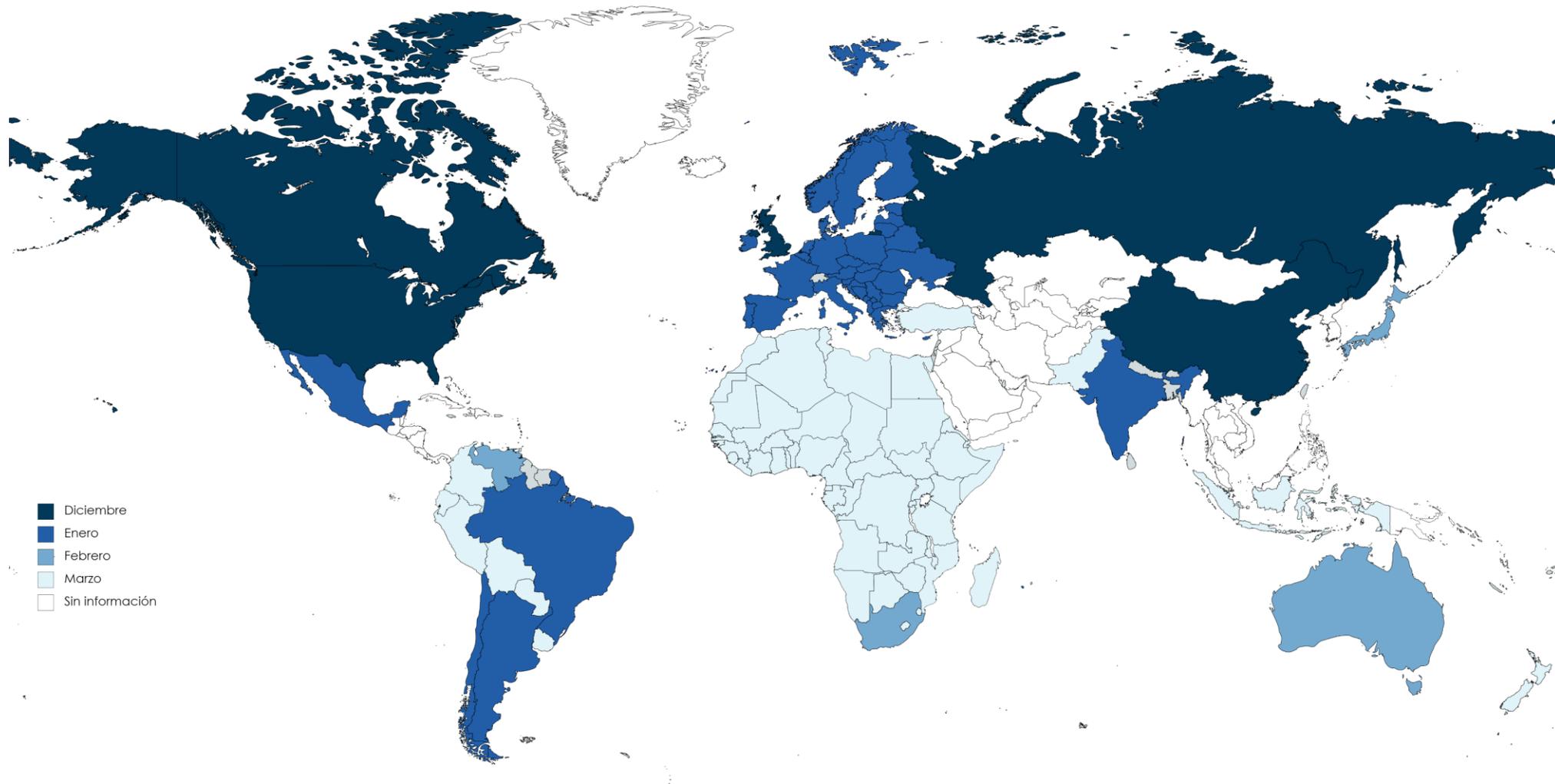
Agenda

- **Resumen**
- **Macro Global y Temas Coyunturales**
- **Activos**
 - Renta Fija vs Renta Variable
 - Renta Variable Global
 - Renta Fija Global
 - Posicionamiento y Comentarios
- **Temas especiales**
 - Vacuna COVID-19 en marcha
 - Hacia una presidencia de Biden
- **Anexos**



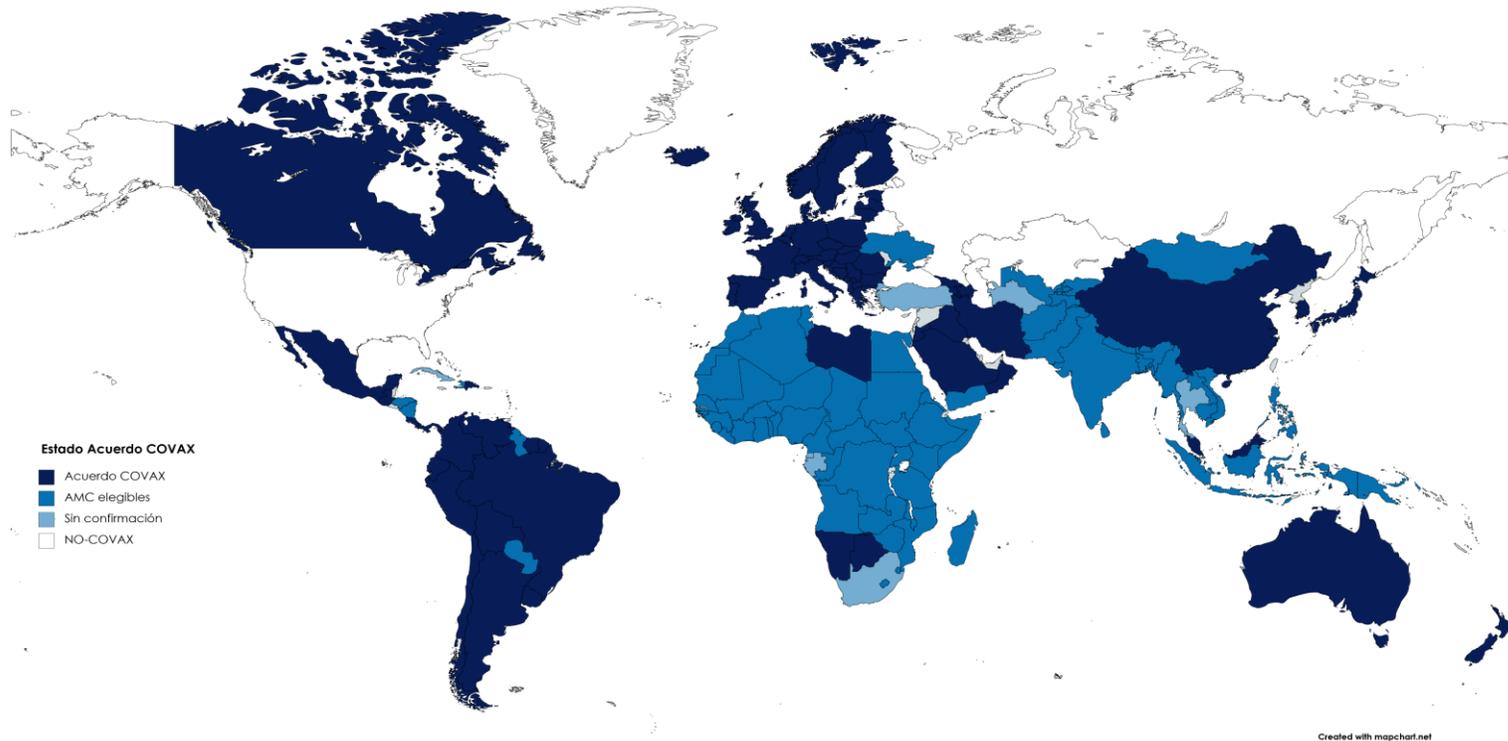
EE. UU., Canadá, Reino Unido, China y Rusia vacunan desde dic-20

Europa, India, Brasil y México vacunarían a partir de enero. En Febrero comenzarían Japón y Australia. La mayoría de los países Andinos, África y parte de Asia Emergente comenzaría hasta marzo



Limitada producción de vacunas afectaría acuerdos de distribución

Modelos predicen que la capacidad para cubrir a la población mundial se lograría hasta 2023-2024.



- Acuerdos directos realizados por países de ingresos altos (y algunos de ingresos medios) dan como resultado una porción más pequeña del pastel disponible para una asignación global equitativa. Este patrón da como resultado que la mayoría de las vacunas vayan a países de ingresos altos y que haya menos dosis disponibles para países de ingresos bajos y medianos y para asociaciones centradas en la equidad como COVAX.
- La mayoría de los países de ingresos altos y medianos han comprometido fondos para COVAX, uniéndose a los países de ingresos más bajos que serán cubiertos como países financiados.
- Todavía hay algunos que han confirmado su interés en unirse, pero aún no han contraído un compromiso financiero vinculante.
- La gran mayoría de la población mundial vive en países participantes de COVAX.

¿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



~1,210 millones de dosis preordenadas + ~1,400 millones potenciales.

IC=443%



~1,585 millones de dosis preordenadas + ~580 millones potenciales.

IC=266%

- Las estimaciones de Moncef Slaoui, Jefe de la Campaña de Vacunación en EEUU, 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.
 - Sin embargo, la campaña de vacunación ha tenido un comienzo lento en EEUU. En lugar de 20 millones de personas que se esperaban vacunadas para fines de 2020, solo alrededor de 6 millones de personas han recibido su primera dosis hasta ahora.
 - Esto estaría asociado principalmente a: i) problemas logísticos y de capacitación; ii) la dificultad para manejar las vacunas de Pfizer y Moderna (1) y iii) la falta de más dinero federal para acelerar el proceso.
 - Se espera que los USD 9 billones que fueron destinados del nuevo estímulo fiscal, más la aprobación de otras vacunas con menores requerimientos, solucionen buena parte de los cuellos de botella, aunque podría demorarse hasta un mes para acelerar el proceso de vacunación.
- Las únicas vacunas aprobadas hasta el momento son las de Pfizer y Moderna. De estas el bloque ya llevo a cabo una preorden de 200 y 160 millones de dosis, respectivamente. Si bien la vacunación empezó desde finales de diciembre, también ha tenido un progreso lento. GS estima que la mitad de la población estará vacunada para junio 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.
-
- Italia (13.5% de las vacunas de la UE).
-
- Francia (15% de las vacunas de la UE): El Primer Ministro, Jean Castex, esbozó un plan de tres meses, con 1 millón de personas vacunadas entre enero y mediados de febrero, sumando otros 14 millones al cierre de marzo (población en riesgo).
-
- España (10.7% de las vacunas de la UE).

*El Índice de Cobertura (IC) corresponde al número 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) Únicas vacunas aprobadas hasta la fecha de publicación de este informe.

En este caso para su cálculo incluye las dosis preordenadas y las potenciales

Fuente: Duke Global Health Innovation, GS, Business Insider, The New York Times, CNN, DW. Información al 29-dic-20.

¿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



~357 millones de dosis preordenadas + ~152 millones potenciales.

IC=418%



~290 millones de dosis preordenadas

IC=115%



~114.8 millones de dosis preordenadas

IC=266%



~342 millones de dosis preordenadas + ~56 millones potenciales.

IC=601%

- 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 empezó a distribuir las vacunas desde la segunda semana de diciembre. **GS estima que la mitad de la población estará vacunada para abril de 2020.**
- 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 ninguna vacuna ha sido aprobada para su uso, siendo una de las regulaciones más estrictas en cuanto a ensayos clínicos previos, que comenzarían hasta este mes con Moderna.
- **GS estima que la mitad de la población estará vacunada para julio de 2020.**
- En Australia el Gobierno Federal anuncio que la vacunación empezará entre mediados y finales de febrero, adelantando su plan de vacunación oficial previo que iniciaba en marzo.
- 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 junio de 2020.**
- Es la economía que mayor cantidad de dosis ha adquirido per cápita, empezando su vacunación desde diciembre.
- Sin embargo, Canadá depende considerablemente de la distribución desde EEUU, donde están las fabricas, por lo que se espera que tenga que esperar hasta este mes para recibir grandes dosis de vacunas.
- **GS estima que la mitad de la población estará vacunada para mayo de 2020.**

*El Índice de Cobertura (IC) corresponde al número 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).

En este caso para su cálculo incluye las dosis preordenadas y las potenciales

Fuente: Duke Global Health Innovation, GS, Business Insider, The New York Times, CNN, DW. Información al 29-dic-20.

Las vacunas llegan poco a poco a los países emergentes

Dentro de los principales retos se incluyen el costo, los requisitos de almacenamiento y las percepciones públicas.



China:
Dosis preordenadas ~ 100 mill

- China ha iniciado un ambicioso esfuerzo para vacunar a 50 millones de personas contra Covid-19 antes del Año Nuevo Lunar, utilizando vacunas desarrolladas localmente que se están acercando a obtener la aprobación regulatoria.
- Un total de 50 millones recibirán su **primera dosis antes del 15 de enero y la segunda antes del 5 de febrero**, en un intento de prevenir los brotes antes y durante las celebraciones del Año Nuevo, dijo una de las personas.
- China ya ha estado administrando inyecciones de estos fabricantes de vacunas a cientos de miles de personas, incluidos los trabajadores de primera línea. El último plan busca expandir significativamente la inoculación en todo el país mediante la movilización de las amplias redes de los CDC y las clínicas de China.
- La vacuna china ha mostrado una particularidad sobre las producidas en occidente y es su almacenamiento en frío de un refrigerador estándar. CoronaVac se viene aplicando para uso de emergencia desde julio a más de 1 millón de personas.



Indonesia:
(IC ~ 66%)
Dosis preordenadas ~335 mil.

- Un acuerdo de 50 millones de dosis con AstraZeneca se finalizaría antes de fin de año, y uno del mismo tamaño con Pfizer en la primera semana de enero.
- No están programadas para llegar en meses.
- Indonesia planea comenzar las vacunas con el tratamiento Sinovac, del cual obtuvo 1,2 millones de dosis este mes y espera 1,8 millones más en enero, una vez que obtenga la autorización de uso de emergencia.
- Indonesia no está centrando su programa en los ancianos en un esfuerzo por proteger a la población activa.
- Se espera que las vacunas AstraZeneca lleguen en el segundo trimestre de 2021 y las de Pfizer en el tercer trimestre.

Las vacunas llegan poco a poco a los emergentes

Dentro de los principales retos se incluyen el costo, los requisitos de almacenamiento y las percepciones públicas.



India:
(IC ~ 66%)
Dosis preordenadas ~1,800 mill

- Liderando casos a nivel mundial estaría considerando aprobaciones sobre vacuna Pfizer/BioNTech como también sobre la de AstraZeneca ya que espera 600 millones de dosis en los próximos 6-8 meses.



Singapur:

- A pesar del éxito en la contención del virus se ha recomendado vacunar principalmente a personal médico pero la decisión es voluntaria. Ha recibido primer lote de vacunas de Pfizer/BioNTech el pasado 21 de dic.
- Singapur ha firmado acuerdos de compra anticipada y ha realizado pagos iniciales anticipados de varias vacunas candidatas, incluidas las que están desarrollando Moderna y Sinovac. **Espera tener suficientes vacunas para los 5,7 millones de habitantes para el tercer trimestre de 2021.**



Corea del Sur:
(IC ~ 66%)
Dosis preordenadas ~ 64 mill

- Ha empezado a detectar los primeros casos de la nueva cepa del COVID-19 y esto acelera la necesidad de lanzar un programa público para adquisición de la vacuna. **Ha recibido críticas ya que espera las primeras vacunas en los tres primeros meses de 2021**, mucho después de países como EEUU y UE. Esto ha llevado a un descenso histórico en la aprobación del presidente. Se acortará el período de aprobación de vacunas de 180 días a 40. Su objetivo inicial es la adquisición de 46 millones de vacunas (85% de la población).



Malaysia:
IC ~ 30%
Dosis preordenadas ~ 19,2 mill

- Ha llegado a acuerdos iniciales que abarcarían aprox. 12,8 millones de dosis (Pfizer/BioNTech). Conversaciones adicionales para asegurar un total de 23,9 millones de dosis de los fabricantes chinos Sinovac Biotech Ltd y CanSino Biologicals y AstraZeneca como amortiguador. La compra escalonada obedece a los climas elevados y la poca capacidad de almacenamiento de largo plazo.

Retos internos limitan la llegada del antídoto

Además, algunos desarrollados y potencias han comprado la mayoría de dosis y los gobiernos enfrentan retos logísticos.



Chile:
(IC ~ 244%)
Dosis preordenadas ~ 88 mil.

- El primer país de América del Sur en comenzar a vacunar contra el COVID-19. Inició las inoculaciones el jueves después de recibir sus 10.000 dosis iniciales de Pfizer-BioNTech. Una encuesta de la firma local Cadem encontró que solo el 36% estaba dispuesto a recibir la inyección de inmediato y el 22% dijo que nunca la querría. Las autoridades apuntan a vacunar al 80% de los 19 millones de habitantes de Chile en el primer semestre del próximo año.



Brasil:
(IC ~ 96%)
Dosis preordenadas ~ 196 mil. + Dosis potenciales ~ 70 mil

- Además de la vacuna AstraZeneca, Brasil también ha albergado ensayos para Johnson & Johnson, Pfizer/BioNTech, y Sinovac Biotech Ltd. de China. Sin embargo, Bolsonaro ha recibido fuertes críticas por el lento y mal manejo en el lanzamiento de la vacuna, sin que este muestre un cambio en su postura. Las personas estarían participando en los ensayos médicos en búsqueda de llegar al antídoto que no sería propiciado por un plan nacional. Se espera tener noticias de los resultados de las pruebas de la vacuna China antes de 7 de enero. El ministerio de salud dijo que pretendía iniciar una campaña de vacunación en marzo 2021.



México (IC ~ 120%)
Dosis preordenadas ~ 143,8 mill + Dosis potenciales ~ 151 mill
Recibió 3.000 dosis de la vacuna el miércoles 23 diciembre.



Costa Rica (IC ~ 40%)
Dosis preordenadas ~ 4 mill.
Iba a recibir dosis de Pfizer el jueves 24 dic.



Argentina (IC ~ 53%)
Dosis preordenadas ~ 47 mill.
Esperaba recibir las primeras dosis de la vacuna Sputnik COVID-19 de Rusia el jueves 24 dic.



Colombia:
(IC ~ 20%)
Dosis preordenadas ~ 20 mill.

- Se cerraron acuerdos con Pfizer para la adquisición de 10 millones de dosis; otros 10 millones con AstraZeneca; y 20 millones con la plataforma Covax (aún pendientes). La meta es iniciar el proceso masivo de vacunación las primeras semanas de 2021.

La Ola Azul en EE. UU.

Impacto en los activos de los posibles escenarios de política

Macroeconomía

Gasto Salud, infraestructura y cambio climático más que compensa el incremento en impuestos (corporativos, personales y a las inversiones).

Impuestos Incrementos graduales.

Regulación Adicional.

Renta Variable

¿Qué esperar? Expansión fiscal compensa regulación más estricta y mayores impuestos.

Sectores Beneficiados Industriales
Materiales

Sectores Perjudicados Energía

Sectores Resultados Mixtos Salud
Utilities

Renta Fija

Tasas Expectativas de inflación Aumentan ligeramente más rápido por el estímulo fiscal.

Spreads de crédito Se amplían por temor a impuestos más altos, pero retroceden con el estímulo fiscal.

Gabinete de Joe Biden

Nombró a 23 personas

Vicepresidenta

[Kamala Harris](#)

Posición previa: Senadora de California



Secretaría de Estado

[Antony Blinken](#)

Secretario de Estado adjunto bajo Obama



Secretaría de Tesoro

[Janet Yellen](#)

Presidenta de la Reserva Federal



Secretaría de Defensa

[Lloyd Austin](#)

General del ejército de Cuatro Estrellas y Comandante del Comando Central de los Estados Unidos



Procurador General

[Merrick Garland](#)

Jefe de la Corte de Apelaciones de los Estados Unidos para el Circuito del Distrito de Columbia



Secretaría de Comercio

[Gina Raimondo](#)

Gobernadora actual de Rhode Island



Secretaría de Trabajo

[Marty Walsh](#)

Actual Alcalde de Boston



Secretaría de Salud y Servicios Humanos

[Xavier Becerra](#)

Procurador General de California



Secretaría de Vivienda y Urbanismo

[Marcia Fudge](#)

Representante de Estados Unidos para el undécimo distrito del Congreso de Ohio



Secretaría de Interior

[Deb Haaland](#)

Representante de Estados Unidos para el primer distrito congresional de Nuevo México



Secretaría de Energía

[Jennifer Granholm](#)

Gobernadora de Michigan



Secretaría de Agricultura

[Tom Vilsack](#)

Secretario de Agricultura bajo Obama



Secretaría de Asuntos Veteranos

[Denis McDonough](#)

Jefe de Gabinete de la Casa Blanca bajo Obama



Secretaría de Transporte

[Pete Buttigieg](#)

Alcalde de South Bend, Indiana



Secretaría de Educación

[Miguel Cardona](#)

Comisionado de Educación de Connecticut



Gabinete de Joe Biden

Nombró a 23 personas

Directora de Oficina y Presupuesto

[Neera Tanden](#)

Asesor principal para la reforma de salud en el Departamento de Salud y Servicios Humanos de EE. UU. Bajo Obama



Representante Comercial de EE. UU.

[Katherine Tai](#)

Asesor comercial principal del Comité de Medios y Arbitrios de la Cámara



Embajadora de la ONU

[Linda Thomas-Greenfield](#)

Subsecretario de Estado para Asuntos Africanos



Presidente del Consejo de Asesores Económicos

[Cecilia Rouse](#)

Miembro del Consejo de Asesores Económicos de Obama



Jefe de Personal

[Ron Klain](#)

Jefe de gabinete del vicepresidente Joe Biden



Administrador de la EPA

[Michael Regan](#)

Secretario del Departamento de Calidad Ambiental de Carolina del Norte



Secretaría de Seguridad Nacional

[Alejandro Mayorkas](#)

Subsecretario de Seguridad Nacional bajo Obama



Administración de Pequeños Negocios

[Isabel Guzman](#)

Director de la Oficina del Defensor de las Pequeñas Empresas de California

Agenda

- **Resumen**
- **Macro Global y Temas Coyunturales**
- **Activos**
 - Renta Fija vs Renta Variable
 - Renta Variable Global
 - Renta Fija Global
 - Posicionamiento y Comentarios
- **Temas especiales**
 - Vacuna COVID-19 en marcha
 - Hacia una presidencia de Biden
- **Anexos**



Soporte monetario en detalle

Solo el ECB llevó a cabo cambios importantes en su política monetaria en diciembre

1. La Fed seguirá comprando Tesoros y MBS al menos al ritmo actual mensual (USD 80 billones y USD 40 billones, respectivamente), al menos durante 2021 (no hay plazo oficial). Programas como: *Primary Dealer Credit Facility*, *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*, *Primary Market Corporate Credit Facility*, *Secondary Market Corporate Credit Facility*, *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*, *Paycheck Protection Program Liquidity Facility*, *Municipal Liquidity Facility* y *Main Street Lending Program* vencieron el 31 de diciembre. El *Commercial Paper Funding Facility* expira el 17-mar-21.

De otro lado, el emisor extendió sus *dollar liquidity swap lines*, cuya función es la garantizar liquidez en dólares en los mercados globales de financiamiento a través de operaciones *swaps* con otros bancos centrales, hasta el 30 de septiembre de 2021 (plazo previo: mar-21). También extendió su *repo facility* en los mismos rangos de tiempo. A nivel local, la Fed mantiene abiertas sus ventanillas de apoyo transitorio de liquidez:

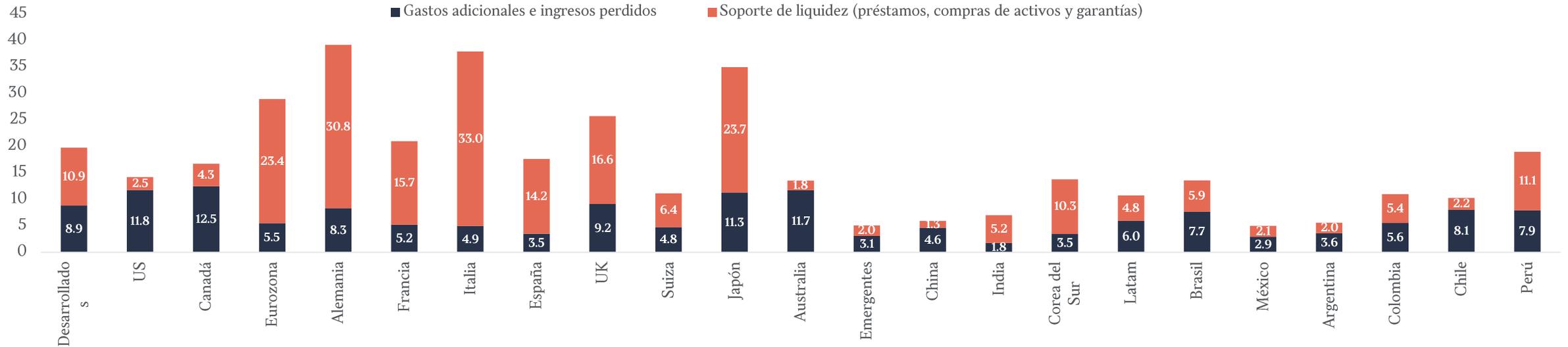
- Operaciones *Repo Overnight* por USD 500 billones a una tasa 5 pbs básicos por encima de la IOER.
 - Operaciones semanales por USD 500 billones con vencimiento a un mes a una tasa 10 pbs por encima de la IOER.
2. El ECB extendió su *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) hasta mar-22 (previo: jun-21), y se comprometió a mantener la reinversión total de los vencimientos por lo menos hasta el cierre de 2023. Así, el objetivo de compras totales del PEPP equivaldrían al monto inicial por EUR 750 billones, sumado a EUR 600 billones anunciados posteriormente, más EUR 500 billones adicionados en la reunión de dic-20. De otro lado, mantuvo sin cambios sus otros programas de estímulo:
 - *Asset Purchase Programme* (APP): compras por EUR 120 billones mensuales, que se suman al programa que existía previo a la crisis por aproximadamente EUR 20 billones mensuales.
 - El Consejo de Gobierno ofrecerá asimismo una tercera edición de sus operaciones de refinanciamiento a más largo plazo (TLTRO III), que son préstamos ultrabaratados para los bancos, al extender los términos favorables actuales a los prestamistas en 12 meses hasta jun-22. Adicionalmente, el banco central amplió el importe que las contrapartes tienen derecho a pedir prestado en el marco de las operaciones TLTRO III del 50% al 55% de su stock de préstamos admisibles. Las condiciones recientemente recalibradas solo estarán disponibles para los bancos que cumplan con un determinado objetivo de rendimiento crediticio. El BCE también ofrecerá cuatro operaciones de refinanciamiento a plazos medios (PELTRO) de emergencia pandémica adicionales en el transcurso de 2021.
 3. El BoJ esta comprando 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 tiene un objetivo de hoja de balance para 875 billones, y planea comprar deuda hasta jun-21. Vale la pena recordar que en 2019 este objetivo alcanzaba GBP 435 billones.

Estímulos fueron claves para evitar una mayor recesión en 2020

EE. UU. encabezó los estímulos con un aproximado de USD 3 trillones

- En EEUU, el estímulo fiscal fue agresivo y se ha concentrado en ayudas directas a los hogares y subsidios al pago de nominas. Para 2021 se espera la implementación plena del estímulo fiscal por USD 920 billones. De otro lado, el control de los demócratas del Ejecutivo y el Legislativo abre la puerta para un programa de estímulo estructural de largo plazo que puede alcanzar otros USD 3 trillones.
- En Asia Emergente, a pesar de no esperar mayores estímulos adicionales, las tendencias observadas de inflación podrían incentivar medidas focalizadas hacia el consumo doméstico, como principal motor de crecimiento. En Latam, recientemente ha habido incrementos marginales en los estímulos como soporte a la actividad económica y el rebote esperado para 2021.
- Medidas de política fiscal seguirán siendo un soporte complementario a la actividad real, que debería reflejarse en mejores fundamentales en las compañías, y en general para los activos.

Estímulo fiscal contracíclico en respuesta 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.

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 2.2 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 esta adelantando gestiones para suspender el limite 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)
- **Reino Unido:** 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 Emergente, con USD 55 billones (~3.5% PIB) hacia gasto discrecional y USD 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 08/01/2021.

Se alcanzó acuerdo para el Fondo de Recuperación Europeo

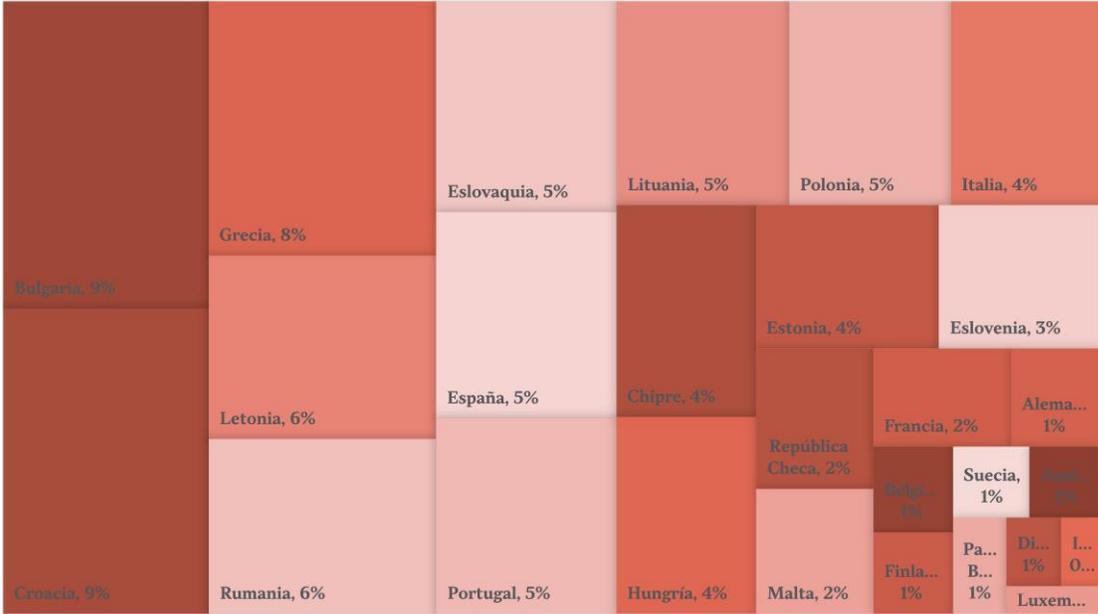
España e Italia serían las economías grandes más beneficiadas

- El 21 de julio de 2020 el Consejo Europeo alcanzó un acuerdo por EUR 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 paso hacia una repartición mas enfocada en el tamaño del país y los efectos que ha tenido el COVID-19 sobre su PIB.

Distribución del Fondo de Recuperación Europeo por país
(en miles de millones de euros)



Distribución del Fondo de Recuperación Europeo por país
(porcentaje del PIB de cada país)

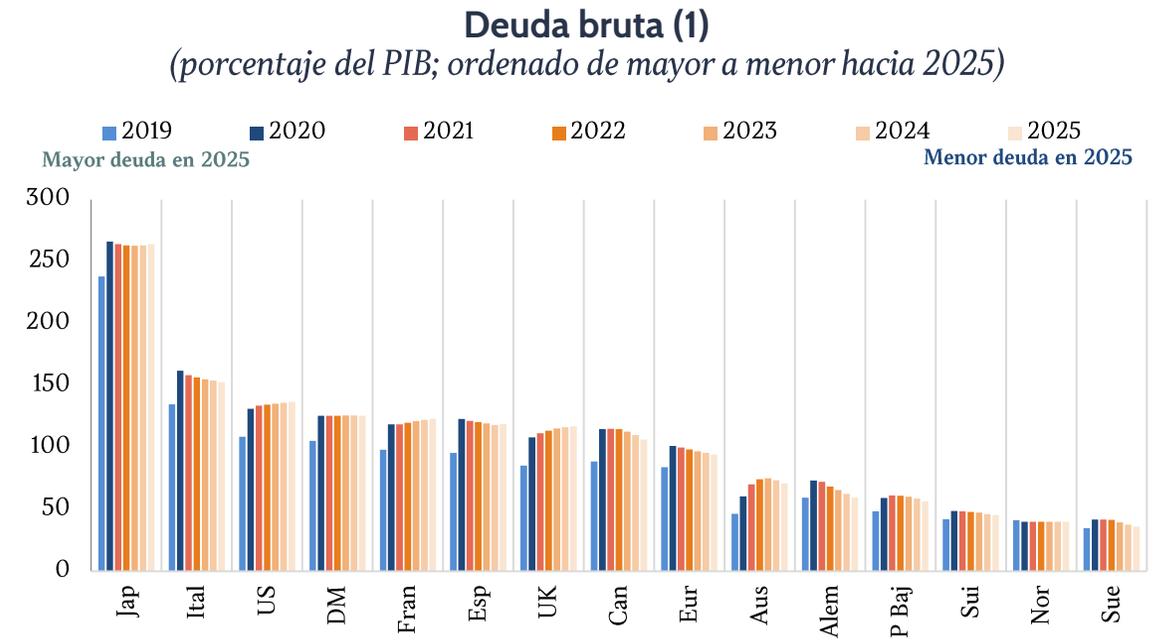
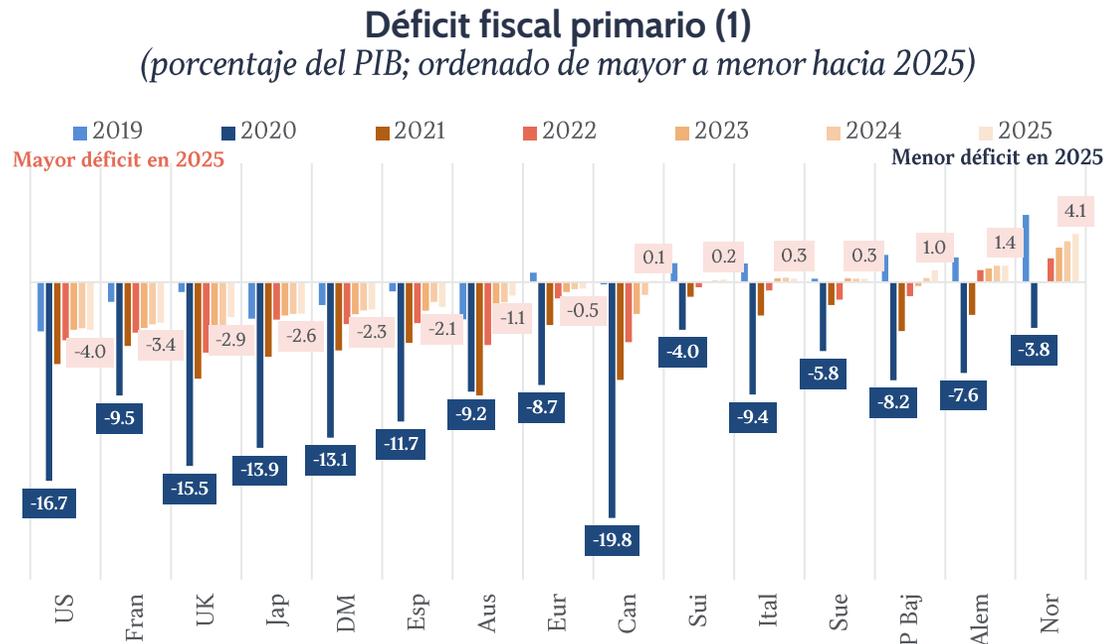


*Nomenclatura anglosajona.
 (1) Eurozona: Medición promedio entre Alemania, Francia, Italia y España.
 (2) Latam: Medición promedio entre Brasil, México, Argentina, Colombia, Chile y Perú.
 Fuente: FMI y Credicorp Capital. Información al 08/01/2021.

Deterioro en déficit y deuda se mantendrían hacia adelante

Esto limita capacidad de reacción ante más hechos coyunturales

- Entre los mercados desarrollados, **EEUU (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. EEUU, 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



Klaus Kaempfe
Director de Portfolio
Solutions
13 años

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

José A. 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

Andrés Naveros Analista Sr	Andrés Herrera Asociado Sr
Sebastián Moreno Analista Sr	Germán Dávalos Analista Sr
Camilo Ramirez Analista Sr	Gustavo Escandón Analista
Maria A. Arguello Analista Sr	Iván 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.

