

# Visión mensual de inversiones enero 2021

Mantenemos nuestra convicción en Renta Variable ante catalizadores positivos que generan optimismo entre inversionistas.

## Resumen estrategia

- Para enero mantenemos nuestra estrategia a nivel general. Al igual que en meses anteriores contamos con una preferencia por Renta Variable, en línea con nuestros modelos cuantitativos y con el sentimiento de optimismo que invade los mercados conforme más vacunas se van aprobando y la inoculación de la población comienza en algunas regiones. Adicionalmente, la actividad sigue mostrando una recuperación a pesar de que segundas y terceras olas de coronavirus afectan a algunos países, los cuales han tomado medidas de contención, pero evitan lo más posible establecer cuarentenas como las vistas al comienzo de la pandemia, entendiendo que las economías se encuentran en una posición vulnerable. También contamos con una preferencia por Oro, para mantener el balance del riesgo y fundamentada en importantes estímulos monetarios y fiscales que se siguen aplicando en los diferentes países y que tienen un positivo impacto sobre la cotización del metal precioso. Finalmente, utilizamos a la Renta Fija como financiador, dado su menor atractivo.
- Dentro de Renta Variable, aumentamos la convicción en Latinoamérica a través de Colombia, considerando que dicho mercado tiene bien internalizados la materialización de riesgos asociados a la sostenibilidad fiscal y al deterioro del mercado laboral, adicionalmente, contamos con una visión constructiva para el petróleo, muy importante para el país y creemos que puede ser un mercado atractivo para inversionistas que busquen favorecerse del optimismo que reina en los mercados. Para financiar lo anterior, adoptamos una posición de subponderar en Reino Unido fundamentada en que el acuerdo post-Brexit, que si bien fue positivo para el comercio, deja fuera los servicios financieros los cuales son muy importantes para la economía del Reino Unido, adicionalmente, la isla se enfrenta a una nueva variante del coronavirus, más contagiosa y que forzó a las autoridades a decretar un nuevo confinamiento. Adicionalmente contamos con preferencia por Asia Emergente y Estados Unidos, mantenemos una posición neutral en Europa mientras que subponderamos Japón y Rusia.
- En Renta Fija adoptamos una visión más positiva en Deuda Emergente en Moneda Local considerando la debilidad del dólar frente a las monedas emergentes en un contexto de importantes estímulos en Estados Unidos, tanto monetarios como fiscales, y un mayor apetito por riesgo, financiamos con Deuda Emergente en Moneda Dura. En las otras categorías mantenemos una posición neutral en High Yield e Investment Grade y subponderamos los Bonos del Tesoro considerando el bajo nivel de tasa.

## Recomendación

- Menor preferencia     
 = Neutral     
 + Mayor preferencia

TIPO DE ACTIVO	DICIEMBRE	ENERO
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>	<span style="color: #c00000;">-</span> <span style="color: #c00000;">-</span> <span style="color: #c00000;">-</span>	<span style="color: #c00000;">-</span> <span style="color: #c00000;">-</span> <span style="color: #c00000;">-</span>
Deuda Emergente USD	<span style="color: #c00000;">-</span>	<span style="color: #c00000;">-</span> <span style="color: #c00000;">-</span>
Deuda Emergente Local	<span style="color: #008000;">+</span>	<span style="color: #008000;">+</span> <span style="color: #008000;">+</span>
High Yield	<span style="color: #666666;">=</span>	<span style="color: #666666;">=</span>
Investment Grade	<span style="color: #666666;">=</span>	<span style="color: #666666;">=</span>
Tesoro Americano	<span style="color: #c00000;">-</span> <span style="color: #c00000;">-</span> <span style="color: #c00000;">-</span>	<span style="color: #c00000;">-</span> <span style="color: #c00000;">-</span> <span style="color: #c00000;">-</span>
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>	<span style="color: #008000;">+</span>	<span style="color: #008000;">+</span>
<b>Renta Variable Emergente</b>	<span style="color: #008000;">+</span>	<span style="color: #008000;">+</span> <span style="color: #008000;">+</span>
Asia Emergente	<span style="color: #008000;">+</span>	<span style="color: #008000;">+</span>
Latinoamérica	<span style="color: #008000;">+</span>	<span style="color: #008000;">+</span> <span style="color: #008000;">+</span>
Chile	<span style="color: #666666;">=</span>	<span style="color: #666666;">=</span>
Perú	<span style="color: #c00000;">-</span>	<span style="color: #c00000;">-</span>
México	<span style="color: #666666;">=</span>	<span style="color: #666666;">=</span>
Brasil	<span style="color: #008000;">+</span> <span style="color: #008000;">+</span>	<span style="color: #008000;">+</span> <span style="color: #008000;">+</span>
Colombia	<span style="color: #666666;">=</span>	<span style="color: #008000;">+</span>
Europa Emergente	<span style="color: #c00000;">-</span>	<span style="color: #c00000;">-</span>
<b>Renta Variable Desarrollada</b>	<span style="color: #666666;">=</span>	<span style="color: #c00000;">-</span>
Estados Unidos	<span style="color: #008000;">+</span>	<span style="color: #008000;">+</span>
Europa Desarrollada	<span style="color: #666666;">=</span>	<span style="color: #666666;">=</span>
Reino Unido	<span style="color: #666666;">=</span>	<span style="color: #c00000;">-</span>
Asia Desarrollada	<span style="color: #c00000;">-</span>	<span style="color: #c00000;">-</span>
<b>COMMODITIES</b>	<span style="color: #008000;">+</span> <span style="color: #008000;">+</span>	<span style="color: #008000;">+</span> <span style="color: #008000;">+</span>
Oro	<span style="color: #008000;">+</span> <span style="color: #008000;">+</span>	<span style="color: #008000;">+</span> <span style="color: #008000;">+</span>

\*Estas posiciones corresponden a la visión del equipo Tactical Asset Allocation.



↑  
**19,53%**  
 Bolsa de Colombia, una de las más rezagadas, experimenta un importante rebote.

↑  
**2,19%**  
 Bolsa de EE. UU. queda rezagada en el último mes del año.

# Visión mensual de inversiones

enero 2021

Local



## Visión Económica local

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

- Instituciones como Citi estiman que la contracción de la economía mexicana en 2020 será de 8,9%, en línea con la expectativa de los especialistas encuestados en recientes días por el banco central local que, esperan -9% de PIB (Sura Investment Management pronostica -8,8%). Sin embargo, se estima que la recuperación de la dinámica económica de México continuará en 2021 de la mano de la recuperación global, pero, probablemente a un ritmo más moderado que el observado durante la segunda mitad del año pasado. Con lo anterior, el pronóstico es que se alcanzará un 3,44% este año y 2,60% en 2022. Dado al escaso apoyo fiscal desde la administración actual para hacer frente a la recesión, la recuperación dependerá en parte al avance de la economía en EE. UU., y otros factores como las remesas.

### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

- Banxico, en diciembre pasado, mantuvo sin cambios su tasa de política monetaria en 4,25%. Aunque la inflación ha registrado descensos importantes en sus lecturas más recientes, el Banco Central necesita mayor consistencia en la trayectoria actual de precios para poder reanudar sus recortes. Con lo anterior, el consenso espera al menos dos recortes en este año, que podrían comenzar tan pronto como febrero o mayo. Por otro lado, el deterioro de las cuentas fiscales de México, así como un empeoramiento en las finanzas de PEMEX, pondrían pausa a esta dinámica del Banco.

### TASAS DE INTERÉS

- Durante el último mes del año, a pesar del incremento en el número de contagios por COVID-19, continuó la preferencia por activos de riesgo entre inversionistas, y los activos locales no fueron la excepción. Los bonos nominales registraron descensos que estuvieron más marcados en la parte larga y media, alcanzando 35 y 30 puntos base de baja. En el año, éstos acumularon caídas de 240, 180 y 80 puntos base promedio en la parte corta, media y larga de la curva respectivamente. Por otro lado, la curva real en diciembre también registró bajadas a lo largo de todos sus nodos que promediaron 18 pb; mientras que en el año acumuló hasta 250 puntos base a la baja en el Udibono 22. El resto de los nodos tuvieron la misma dinámica con menor magnitud.

### INFLACIÓN

- La inflación en México cerró 2020 en 3,15%. El incremento del nivel de precios durante diciembre fue de 0,38% respecto al mes anterior. En el último mes del año, el factor subyacente se incrementó en 0,55%, mientras el componente no subyacente, y más volátil, disminuyó 0,13%. Dentro del primero, el precio de las mercancías y servicios registraron incrementos. En el segundo caso, el precio de productos agropecuarios retrocedió, a la vez que los energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno tuvieron un incremento. En general, una dinámica descendente en la inflación da espacio al Banco Central Local para continuar haciendo recortes de su tasa de política monetaria que a su vez colabora con la reactivación económica del país.

### ¿Y QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

- El entusiasmo que reflejan los inversionistas al observar que la recuperación económica podría continuar con la aprobación y distribución de las vacunas, ha resultado en una mayor demanda por activos de riesgo. Aunado a lo anterior, la liquidez que ya existe en el mercado, así como un potencial escenario de tasas bajas por un tiempo considerable, hizo que el dólar continuara depreciándose en diciembre en 1,46%. Esta dinámica de abaja que se repitió en el último trimestre del año, podría continuar, aunque un probable incremento en la inflación podría ajustar este escenario. Analistas encuestados recientemente por Banxico pronostican 20,53 pesos/dólar para cierre de 2021.

### EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- La inercia de recuperación global parece alcanzar a la economía mexicana. Se espera que mientras EE. UU. continué recuperándose en 2021, y se mantengan las exportaciones a ese país desde México, el repunte en este último en términos de crecimiento podría alcanzar un 3,7%, según el estudio más reciente del Banco Mundial. En este sentido, aquellos especialistas encuestados por Banxico esperan un aumento del PIB de 3,44%. Por otro lado, y aunque podría haber un incremento en precios, los mismos encuestados pronostican que la tasa de referencia se ubicará en 4% este año, así como también esperan que la inflación se alcance un 3,6%, dentro del rango objetivo que tiene esta institución. Finalmente, en cuanto al tipo de cambio, se pronostica 20,53 pesos por dólar, es decir, una depreciación del peso en 2021.

# Visión mensual de inversiones enero 2021

## Visión Renta Fija local

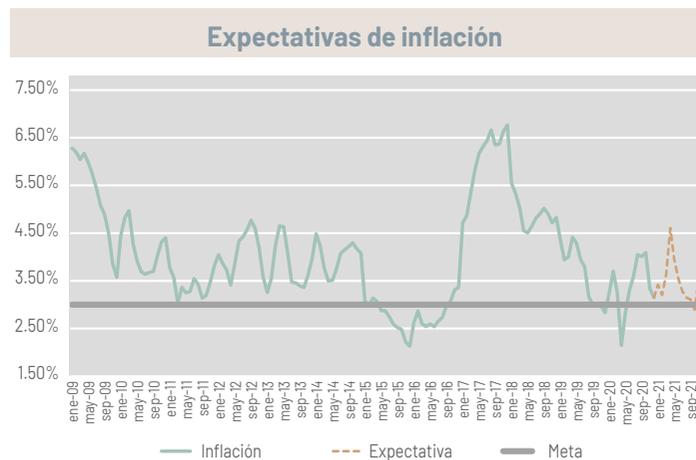
### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

- A pesar del espacio que el descenso en la inflación le da a Banxico para continuar recortando sus tasas, cada vez se está más cerca del fin de su ciclo expansivo. Ante este escenario, en diciembre se registró un movimiento generalizado de bajadas, tanto en la curva nominal como en la real. En el primer caso, la curva promedió 23 puntos de caída que fue más pronunciada en los nodos medios y largos. En el caso de los Udibonos, la curva descendió 18 pb en promedio. Aunque se espera que las tasas pudieran estacionarse en los niveles actuales ante un escenario que apunta a activos de mayor riesgo, habrá que estar atentos a la recuperación económica y de un potencial repunte en inflación.

ESTRATEGIA	DICIEMBRE	ENERO
Duración	N	N
Curva	N	N
Corporativos	N	N
Real vs Nominal	N	UW

### TASAS REALES

- A pesar de que las últimas lecturas de inflación llevaron al índice de precios a niveles más cercanos a 3%, la curva real replicó la dinámica de la curva nominal durante diciembre. Los Udibonos reportaron caídas promedio de 18 puntos base en este periodo, así como un sobresaliente desempeño durante todo 2020. Si bien, durante el último trimestre del año, los papeles ligados a inflación disminuyeron su atractivo, el ambiente de relativo positivismo en los mercados financieros ha beneficiado a la renta fija local.

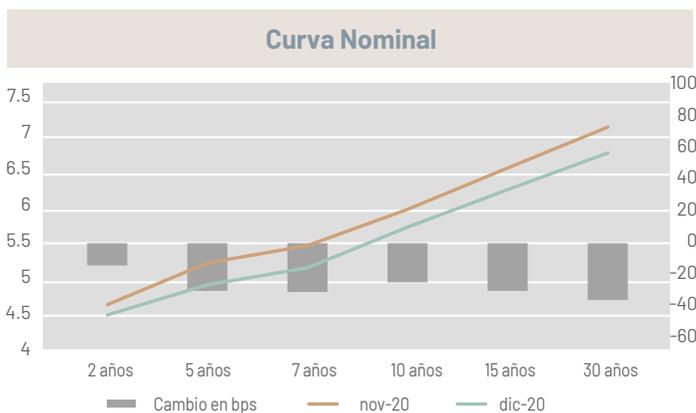


### SPREAD CORPORATIVOS

- El monto de colocaciones de largo plazo durante diciembre, en el mercado corporativo local, mejoró respecto al mes previo y alcanzó casi 11 mil millones de pesos. De este monto, prácticamente 8 mil millones corresponden a FOVISSSTE cuya colocación se realizó en Udis; por otro lado, CIBanco emitió el resto, 50% a tasa fija y tasa flotante respectivamente. Con esta cifra, durante todo el 2020 se colocaron \$108.668 millones, un 48% menos respecto a 2019. Se espera cierta mejoría en el dinamismo de bonos corporativos en 2021, con un escenario de tasas bajas y apetito por activos de mayor riesgo.

### TASAS NOMINALES

- Durante el último mes del 2020, la curva de bonos nominales en México registró un descenso generalizado, mismo que fue más pronunciado en los nodos medios y largos, donde se registraron hasta 31 y 35 puntos base de caída. Esta dinámica estuvo soportada con cifras que apoyan a la recuperación global, al mismo tiempo que ha comenzado la campaña de vacunación contra el COVID-19 alrededor del mundo, lo que a su vez apuntala una mayor demanda por activos de riesgo entre los inversionistas. Aunque las tasas pudieran estabilizarse en niveles actuales, los bonos locales aún parecen atractivos entre bonos soberanos de economías latinoamericanas.



# Visión mensual de inversiones enero 2021

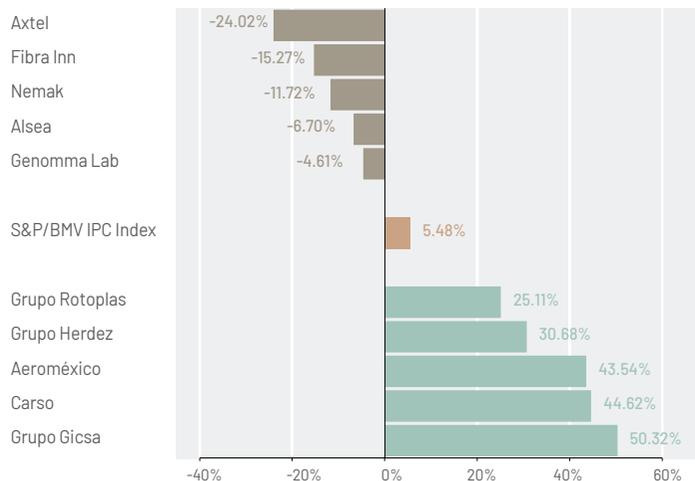


## Visión Renta Variable local

### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

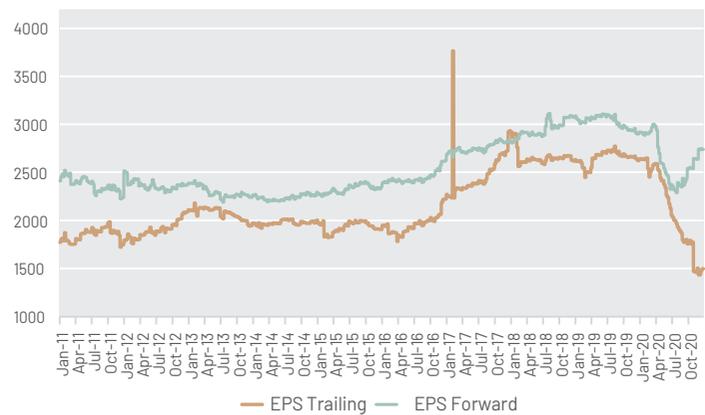
- Durante diciembre, de la mano del optimismo en el mercado y a pesar del incremento en los contagios de coronavirus, la bolsa local reportó un desempeño positivo de 5,5%. Con la cifra anterior, y luego de haber caído en marzo hasta los 33 mil puntos, el principal índice accionario en México se recuperó por encima de los 44 mil puntos. Como la mayoría de los índices, la bolsa mexicana mostró un excelente desempeño en la segunda mitad del año, incluso cerrando el diferencial que había venido mostrando frente a índices de otras economías comparables. Aunque aún existen riesgos y no se descarta volatilidad, el ambiente pro-riesgo que se vive en los mercados financieros podría seguir beneficiando a los activos locales, principalmente a sectores cíclicos.

### Mejores/Peores desempeños del mes



Estrategia	DICIEMBRE	ENERO
Consumo Básico	N	N
Consumo Discrecional	OW	UW
Financiero	OW	OW
Industrial	OW	OW
Real Estate	N	N
Telecomunicaciones	UW	N
Materiales	N	OW
Utilities	UW	UW

### EPS Trailing & Forward



### ANÁLISIS DE MERCADO

- Durante diciembre el índice local continuó el fuerte avance del mes anterior, con un 5,5%. Sin embargo, la composición del rally estuvo más inclinada hacia las emisoras más ligadas al ciclo económico. Más específicamente los sectores con los mejores desempeños fueron los sectores industriales (excluyendo concesionarios aeroportuarios) y el de materiales (especialmente mineras). Por otro lado, destaca la debilidad relativa de los sectores relacionados al consumo básico y discrecional principalmente, así como servicios de comunicación.

Hemos resaltado la dicotomía presente en el sector financiero de cara a la diversidad en comportamiento de cartera y a la respuesta de cada entidad, esto mismo ha seguido desarrollándose hacia el cierre de año. Hacia el 2021 recomendamos aumentar exposición a los emisores más cíclicos y empresas financieras con balances sólidos, finalmente sugerimos cautela en los sectores más afectados, como podrían ser los relacionados al turismo y consumo discrecional.

# Visión mensual de inversiones

enero 2021

Local



## Visión Económica local

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

- Tas varios meses de contracciones la economía chilena tuvo un crecimiento positivo durante el mes de noviembre de 0,3% contra el mismo mes del año anterior, levemente sobre las expectativas de los analistas de 0,2%. El componente minero del indicador sufrió una contracción de 1,1% mientras que el componente no minero se expandió un 0,4% liderado por la industria y los sectores del comercio, donde destaca el comercio minorista con una expansión de 15,3%. Por su parte, el Banco Central publicó en su Informe de Política Monetaria del mes de diciembre, que espera una contracción de la economía local de entre -6,25% y -5,75% en 2020, lo que implica una corrección a la baja desde el informe anterior, sin embargo, para el 2021 ajusto al alza las expectativas, pasando de un 4%-5% a un 5,5%-6,5%.

### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

- En su última reunión de Política Monetaria en el mes de diciembre, el consejo acordó mantener la tasa de política monetaria al 0,5%, nivel al que llegó en el mes de marzo producto de la crisis sanitaria que está afectando al mundo, y la cual es el nivel mínimo histórico. Sobre la inflación, preocupación central del instituto emisor, indicó en su IPoM de diciembre que se encuentra contenida debido al mayor aumento de brechas de actividad producto de la crisis actual, donde en terminaría en valores de cerca del 2,6% para 2021 y que recién en 2022 en 3%. Finalmente, el consejo estima una mantención prolongada de la TPM en este nivel altamente expansivo con el fin de asegurar la convergencia a la meta de inflación en un horizonte de 2 años.

### TASAS DE INTERÉS

- Durante el mes de diciembre las tasas en Chile tuvieron, en general un comportamiento a la baja, donde las partes más largas, tanto en pesos como en UF cayeron más que las partes de menor plazo dada la mayor demanda de papeles asociada a flujos que ingresan al mercado. El tramo inicial de la curva en pesos se encuentra anclada a la tasa de política monetaria. Por su lado, la parte más corta de la curva en UF experimentó una leve alza dada la sorpresa negativa de la inflación de noviembre.

### INFLACIÓN

- Según lo reportado por el Instituto Nacional de Estadísticas el IPC presentó una variación de 0,3% durante el mes de diciembre, sobre las expectativas del mercado que se ubicaban en 0,2%. Con esto la inflación del 2020 cerró en 3%, justo en línea con el objetivo de inflación de largo plazo del Banco Central de Chile. Diciembre se caracterizó como un mes donde aumentó el consumo debido a las compras de navidad que coincidieron con el inicio del pago del retiro de 10% de los fondos previsionales, en ese contexto nueve de las doce divisiones que componen el indicador presentaron alzas, donde destacan vestuario y calzado y equipamiento y mejoramiento del hogar. Dentro de los productos que destacan por sus alzas, encontramos al transporte en bus interurbano, los juguetes y el pollo.

### ¿Y QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

- Durante diciembre el tipo de cambio en Chile experimentó una importante apreciación avanzando más de un 7% frente al dólar, esto se fundamenta en una serie de factores, en primer lugar, el cobre, principal exportación del país, así como otros materiales experimentaron un avance en sus precios durante el último mes de año. Por otro lado, el mayor apetito por riesgo hace que los inversionistas busquen activos en mercados emergentes fortaleciendo sus monedas. Finalmente, durante diciembre comenzó a pagarse el segundo retiro de fondos de las AFP las cuales salen a liquidar activos denominados en dólares, aumentando la oferta del billete verde en el mercado local.

### EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- Las expectativas de inflación bajaron levemente producto de un IPC de noviembre bajo el consenso de mercado que fue de -0,1% vs 0,1% esperado, por lo que para 2020 las expectativas pasaron de 2,9% a 2,7% y próximos 12 meses se encuentran cercanas al 2,9%. Por el lado de crecimiento el Banco Central bajó las expectativas de 2020 hasta el rango -6,25%; -5,75%, vs -5,5%; -4,5% de su último IPOM de septiembre, sin embargo, para 2021 corrigió las expectativas al alza desde el rango 4%; 5% a 5,5%; 6,5%. Donde el cobre llegó a niveles cercanos a 3,60 llevando al tipo de cambio a apreciarse a niveles de 700 pesos el dólar.

# Visión mensual de inversiones enero 2021



## Visión Renta Fija local

### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

- Dentro de Renta Fija Local contamos con una posición larga en duración ante un mayor apetito por riesgo asociado a las noticias que hemos conocido sobre las vacunas para el coronavirus y ante un 2021 que se espera, sea de recuperación económica. En curva contamos con sobreponderar ante espacio para un aplanamiento dada la pendiente actual. Por el lado de papeles corporativos también contamos con un sobreponderar dado que hay spreads altos en algunas industrias que deberían ajustar conforme continúe la recuperación económica. Finalmente, contamos con un sobreponderar en tasa real en línea con nuestros modelos cuantitativos que señalan una preferencia por la UF.

ESTRATEGIA	DICIEMBRE	ENERO
Duración	N	OW
Curva	N	OW
Corporativos	OW	OW
Real vs Nominal	OW	OW

### TASAS REALES

- Durante diciembre hubo flujos positivos hacia el mercado, lo que generó caídas en las tasas reales de mediano y largo plazo en promedio de 10 puntos base. Por otro lado, la parte corta tuvo una leve alza ante una sorpresa a la baja en la inflación de noviembre que tuvo una lectura de -0,1% mientras que el mercado esperaba una variación positiva del indicador de 0,1%.

Curva Real



Expectativas de inflación



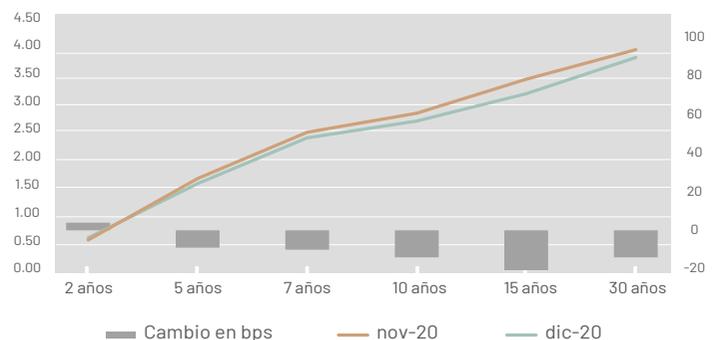
### SPREAD CORPORATIVOS

- Spreads bancarios AAA que estaban en niveles de 60 puntos se mantuvieron estables, sin embargo, vimos mayor toma de riesgo bajando los spreads de papeles AA. Lo anterior en un contexto de la entrada de flujos a la renta fija, por una mejor expectativa de recuperación para 2021 con la llegada de la vacuna y buenas rentabilidades en el resto del mundo.

### TASAS NOMINALES

- En las tasas en pesos también vimos caídas en torno a los 10 puntos base en las partes media y larga, en línea con la entrada de flujo al mercado ante un mayor optimismo, por el lado de la parte más corta de la curva en CLP, no vimos mayores movimientos ya que se encuentra anclada a la Tasa de Política Monetaria que se espera se mantenga en el nivel actual por un tiempo prolongado.

Curva Nominal



# Visión mensual de inversiones enero 2021

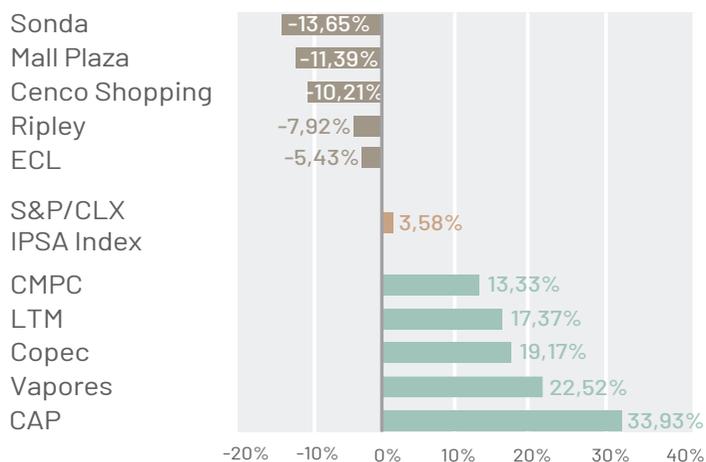


## Visión Renta Variable local

### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

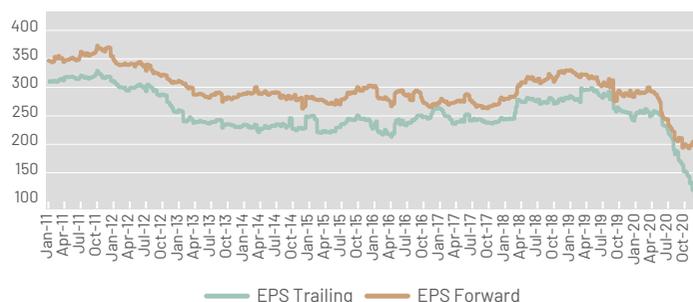
- Durante diciembre la bolsa chilena también se contagió el optimismo que viven los mercados internacionales, cerrando el último mes del año con un retorno de 3,6%. En Chile también se comenzó con la inoculación de la población y el gobierno ha asegurado que en los próximos meses llegarán dosis suficientes para vacunar a un porcentaje considerable de la población. Dentro de los sectores que presentaron las mejores rentabilidades encontramos al sector industrial y al sector de materiales, ambos expuestos a dinámicas externas que les permiten aislarse de los riesgos internos asociados redacción de una nueva constitución a llevarse a cabo durante este año. Dentro de los sectores más rezagados encontramos a IT y telecomunicaciones debido a que se han visto beneficiados por las dinámicas de la pandemia.

### Mejores/Peores desempeños del mes



Estrategia de Research	DICIEMBRE	ENERO
Consumo Básico	OW	OW
Consumo Discrecional	N	N
Energía	N	N
Financiero	N	N
Industrial	UW	UW
Real Estate	N	N
Materiales	OW	OW
Telecomunicaciones	OW	OW
TI	N	N
Utilities	N	N

### EPS Trailing & Forward



### ANÁLISIS DE MERCADO

- El año pasado, el gobierno en conjunto con las principales empresas eléctricas anunciaron los planes de retiro de las centrales a carbón. Si bien las metas de descarbonización son bastante ambiciosas considerando que hasta hace poco el 40% de la energía eléctrica era generada mediante la combustión de carbón, la buena noticia es que no sólo se han ido ratificando las fechas, si no que en algunos casos se ha decidido adelantar los plazos inicialmente comprometidos. Es por esto que esperamos que, dado este escenario, en el sector eléctrico se realicen grandes inversiones que son necesarias no sólo desde un punto de vista ambiental, sino que también desde un punto de vista económico ya que las fuentes renovables han presionado los

precios a la baja, y las empresas que no quieran o puedan seguir invirtiendo van a dejar de ser competitivas en un mercado eléctrico cada vez más exigente. La incertidumbre de esta transición, y las presiones a la baja en los precios de la energía han sido uno de los factores que han golpeado las valorizaciones de este sector en el último tiempo y en ese sentido, recomendamos privilegiar emisores que o bien tengan una capacidad instalada menos contaminante y además tengan una estructura de capital adecuada para sortear el fuerte ciclo de inversiones ya sea con los flujos propios de la operación o levantando sus niveles de apalancamiento. En ese sentido entre nuestras favoritas se encuentran Enel Chile y Colbún.

# Visión mensual de inversiones enero 2021

Local



## Visión Económica local

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

- En el mes de octubre, el PBI se contrajo 3,79% a/a, la menor cifra negativa desde el inicio de la pandemia (-6,95% a/a en septiembre). La caída de la actividad fue de -13,4% entre enero y octubre. Los rubros de mayor ponderación tuvieron un desempeño negativo: Manufactura (-3,34%), Servicios (-8,11%) y Minería e Hidrocarburos (-2,83%). Los sectores Financiero, Pesca y Construcción tuvieron un desempeño positivo durante el mes (21,3%, 12,3% y 8,8% a/a, respectivamente). El consumo interno de cemento creció 17,7% en noviembre, impulsado principalmente por el consumo en el norte del país. El consumo de electricidad en diciembre cayó 0,5% a/a, con lo que registró una caída de 6% en 2020.

### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

- El BCRP mantuvo a cierre de año la tasa de referencia de política monetaria en 0,25%. La postura expansiva de la institución se fundamenta en expectativas de inflación a 12 meses en 1,68% y a una recuperación de la actividad económica aún por debajo del nivel de 2019. El mercado no anticipa cambios en la tasa de interés de referencia durante 2021, en línea con una inflación más baja esperada en 2021. El BCRP no descarta la posibilidad de ampliar el estímulo monetario de acuerdo al comportamiento de la inflación.

### TASAS DE INTERÉS

- En diciembre la curva soberana se comportó de manera positiva, las tasas disminuyeron en promedio 30 bps. El BCRP anunció que continuará con su problema de repos de soberanos para proveer liquidez a las AFP con el fin que puedan pagar los retiros de fondos aprobado por el congreso. Esto ayudó a mejorar el sentimiento en la curva de soberana, la cual tenía un rezago con relación a otras curvas de la región en términos de spread versus el bono de tesoro americano. Al cierre de diciembre el spread de bono peruano a 10 años versus el bono del tesoro alcanzó la media de 2 años, por lo tanto, no vemos mucho espacio para que el precio siga subiendo.

### INFLACIÓN

- En el mes de diciembre la inflación en Lima Metropolitana fue 0,05%, con lo que acumuló una variación de 1,97% durante 2020. Los grupos de productos que impactaron en mayor medida la inflación fueron: Transporte y Comunicaciones (+1,02% m/m), Alquiler de Vivienda, Combustibles y Electricidad (+0,72% m/m), Cuidados y Conservación de la Salud (+0,22%), y Alimentos y Bebidas (-0,46%). La inflación a nivel nacional fue 0,03% en diciembre y 2,15% durante el año. El BCRP indica que el nivel actual de inflación es transitorio y espera una disminución hacia 1% en línea con la debilidad de la demanda interna durante 2021.

### ¿Y QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

- El tipo de cambio cerró el año en 3,60 soles por dólar, manteniendo su nivel ante la incertidumbre política de cara al año electoral, el debate de proyectos de ley populistas y las protestas del sector agrario. A pesar del escenario para el dólar, no esperamos que se materialice una fuerte corrección a la baja en el tipo de cambio mientras se mantenga la incertidumbre electoral y los riesgos asociados a la incipiente segunda ola de contagios vista en el país. Si bien esperamos que el nivel se mantenga en un rango de 3,60 - 3,55, nuestro rango fundamental para fin de 2021 está alrededor de los 3,45 soles por dólar.

### EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- El mercado anticipa una caída del PBI peruano entre 12 y 13% para 2020; por su parte, el BCRP actualizó al alza su proyección de -12,7% a -11,5% tras superar los últimos meses sus proyecciones iniciales. El optimismo del BCRP se traduce también en una revisión de sus proyecciones para 2021, de 11 a 11,5%; el Ministerio de Economía y Finanzas espera 10% de crecimiento para este año. Este escenario constructivo para Perú es apoyado por el panorama positivo de precios de metales y la mejora en los términos de intercambio. Los principales riesgos para esta tesis están relacionados al incierto escenario político, sin candidatos claros y con posturas populistas ganando aceptación que amenazarían la fortaleza fiscal y macroeconómica del país.

# Visión mensual de inversiones enero 2021



## Visión Renta Fija local

### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

- Luego de importante rally de 30 bps durante diciembre, cambiamos nuestro posicionamiento de overweight a neutral. El spread del soberano 10Y vs el treasury ya se encuentra debajo de la media de 2 años. Preferimos ver cómo se van acomodando las expectativas del mercado a la luz de las noticias sobre el proceso de vacunación en el mundo y una mayoría demócrata en el congreso de EE. UU. En el plano local será clave la evolución de la campaña presidencial y los resultados de las elecciones que se llevarán a cabo en abril 2021.

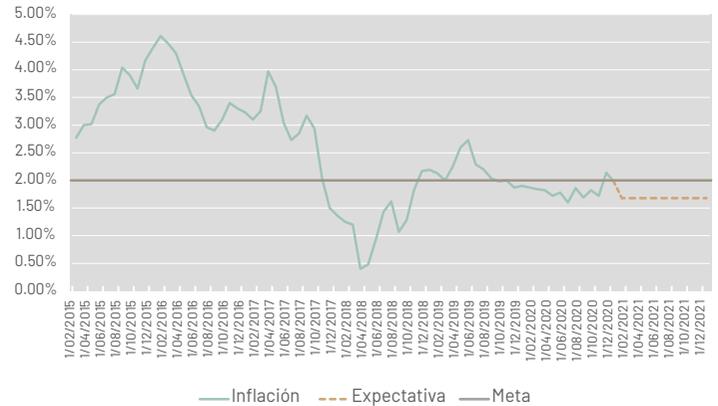
ESTRATEGIA	DICIEMBRE	ENERO
Duración	OW	N
Curva	N	N
Corporativos	N	N
Real vs Nominal	N	UW

### TASAS REALES

- En diciembre, la tasa nominal se mantuvo en 0,25%; mientras que las expectativas de inflación 12 meses incrementó en 6 pbs, pasando de 1,62% a 1,68%. Por lo tanto, la tasa real pasó de -1,37 a -1,43%.



### Expectativas de inflación



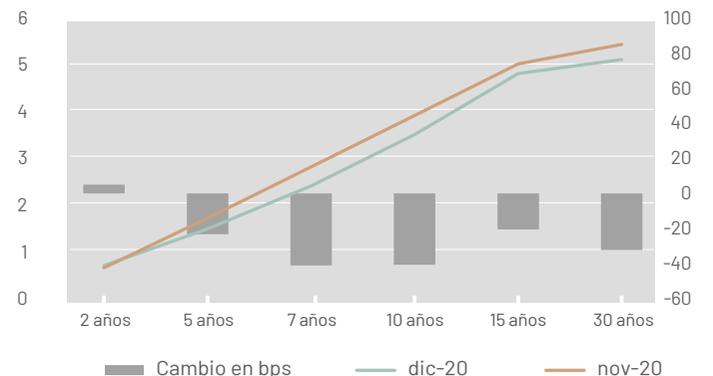
### SPREAD CORPORATIVOS

- Mantenemos nuestro posicionamiento Neutral. Los spreads de los bonos corporativos locales se encuentran a niveles pre-pandemia, y en algunos casos incluso es menor. Sin embargo, creemos que la búsqueda de papeles de corta duración mantendrá los spreads en niveles mínimos durante este año.

### TASAS NOMINALES

- La tasa de interés preferencial corporativa a 90 días en soles 0,62% disminuyó en 1 pbs. Mientras que la tasa de interés preferencial corporativa en dólares a 90 días 1,09% disminuyó en 3pbs.

### Curva Nominal



# Visión mensual de inversiones enero 2021



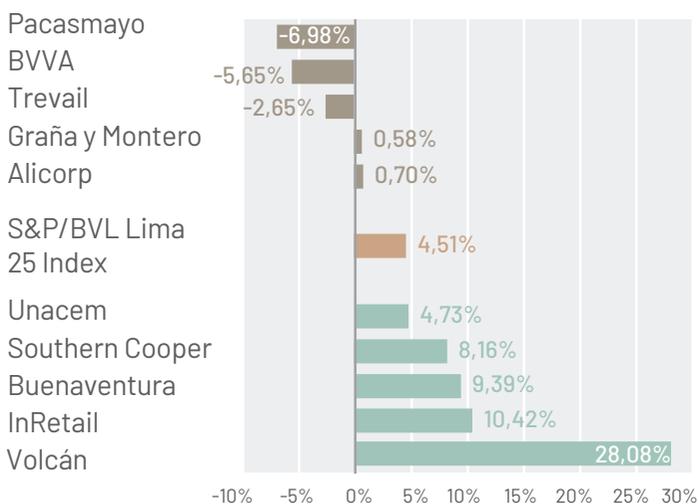
## Visión Renta Variable local

### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

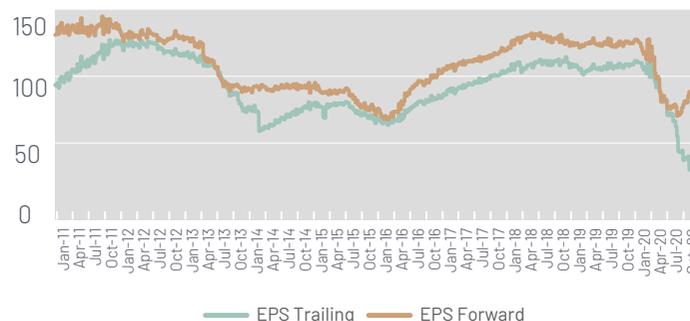
- En el mes de diciembre, el SPBVL25 de la Bolsa de Valores de Lima rindió 4,5%, en un escenario de bastante optimismo de los mercados por el inicio de las vacunaciones en diversos países del mundo. Las acciones mineras subieron 9% en el mes, con Buenaventura rindiendo 9,38% y Southern Copper rindiendo 8,16%. Construcción subió 1,7%, con GyM, Unacem y Ferreycorp apreciándose 0,6%, 4,7% y 3%, respectivamente. El sector consumo rindió 5,2%, con Inretail y Alicorp subiendo 10,4% y 0,7%. Utilities retrocedió 0,5%, donde Luz del Sur cayó 3,7%. Los papeles financieros rindieron 4,1%.

Estrategia de Research	DICIEMBRE	ENERO
Consumo Básico	OW	OW
Consumo Discrecional	UW	UW
Energía	N	N
Financiero	OW	OW
Industrial	N	N
Materiales	OW	OW
Minería	UW	N
Utilities	N	N

### Mejores/Peores desempeños del mes



### EPS Trailing & Forward



### ANÁLISIS DE MERCADO

- Luz del Sur hizo extensivo un comunicado donde informa que el regulador (SMV) ha decidido, por única vez, otorgar a Kallpa SAB una prórroga de 15 días hábiles adicionales para la determinación del precio mínimo en OPA sobre las acciones comunes representativas del capital social de Luz del Sur. La fecha de revelación del precio será el 15 de enero. De acuerdo a un análisis de Citi, el precio implícito por acción sería US\$8,04.

# Visión mensual de inversiones

enero 2021

Local



## Visión Económica local

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

- En diciembre el Banco Central divulgó el informe de cuentas nacionales correspondiente al 3er trimestre de 2020; según se desprende del documento, el PBI habría descendido 5,9% durante el penúltimo trimestre del año con respecto al mismo trimestre del año anterior y habría aumentado 7,8% con respecto al segundo trimestre de este año. Desde el punto de vista de la producción, la caída se explica por el mal desempeño de los sectores Salud, Educación y Actividades Inmobiliarias (incidencia de -1,6 p.p.) y Comercio, Alojamiento y Suministro de Comidas y Bebidas (inc. de -1,8 p.p.). Por otra parte, desde el enfoque del gasto, se registró una disminución significativa en las Exportaciones (inc. de -5,6 p.p.) y el Gasto de Consumo Final de los Hogares y el Gobierno (inc. de -5,4 p.p.).

### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

- El 23 de diciembre se celebró la última reunión del año del Comité de Política Monetaria del Banco Central y se resolvió mantener la tasa de interés de referencia (TPM) en 4,5%. Los expertos consideraron necesario "mantener una política monetaria expansiva acorde con la situación, tendiente a evitar restricciones de liquidez" aunque aclararon que "cuando las condiciones lo permitan" podría adoptarse una postura más contractiva con el fin de ubicar las expectativas de inflación dentro del rango meta del Banco Central (3%-7%).

### TASAS DE INTERÉS

- La curva en moneda nacional volvió a sufrir un leve empinamiento; las tasas de corto plazo (0-1 año) disminuyeron entre 20 y 35 puntos básicos mientras que las de mediano y largo plazo (1-10 años) cayeron entre 5 y 25 puntos básicos. La curva en UI, en cambio, perdió "curvatura" debido a que las tasas a 2-6 años retrocedieron entre 15 y 20 puntos básicos mientras que el resto (0-2 años y 6-30 años) descendieron entre 5 y 10. Por ejemplo, la tasa de corte de la nota en UI con vencimiento en 2024 que se licitó el 22/12 fue 1,00%; el corte de noviembre había sido 1,21% y el de octubre 1,27%. Por último, las tasas en dólares americanos –especialmente de corto plazo– volvieron a retroceder (0-40 puntos básicos) gracias a la compresión de los "spreads" de mercados emergentes.

### INFLACIÓN

- El índice de precios al consumidor disminuyó 0,19% durante el último mes del año y, de esta manera, la variación acumulada en 2020 descendió a 9,41%. El resultado correspondiente al mes de diciembre se explica, principalmente, por la disminución en el precio de la electricidad (-16,14%) derivada de la implementación del Plan UTE Premia. La inflación de 2020 se ubicó por encima del techo del rango meta (7%) por tercer año consecutivo y por novena vez en los últimos diez años.

### ¿Y QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

- El dólar volvió a depreciarse en nuestro país (0,40%) durante el último mes del año y, así, la variación acumulada en el 2020 se situó en 13,40%. Algo similar sucedió en el resto de los países de América Latina: Chile -7,2%, Brasil -3,0%, Colombia -4,8%, México -1,32%. A la política monetaria ultra expansiva de la Reserva Federal, que ha debilitado al dólar frente a la mayoría de las monedas del mundo, se suma el mayor apetito por riesgo de inversores locales e internacionales, que ha impulsado a los títulos en moneda local de países emergentes.

### EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- Las expectativas de crecimiento del Producto Bruto Interno para los años 2020 y 2021 disminuyeron significativamente a raíz del recrudescimiento de la crisis sanitaria en nuestro país: para este año se espera una caída de 4,93% (4,33% en nov.) y para el próximo un incremento de 2,95% (3,51% en nov.). Las restricciones que impuso el Gobierno a partir de incremento en el número de casos de covid-19 tendrán, inevitablemente, un impacto negativo en la actividad económica. Por otra parte, las expectativas de inflación para los próximos 12 y 24 meses (horizonte de política monetaria) aumentaron levemente –a 7,45% y 7,19%-. El Banco Central ha dicho en más de una oportunidad que una vez que se supere la crisis sanitaria y se observe un repunte de la actividad económica, volverá a restringir su política monetaria con el objetivo de ubicar las expectativas de inflación dentro del rango meta.

# Visión mensual de inversiones enero 2021



## Visión Renta Fija local

### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

- La consolidación de un escenario externo favorable para las economías emergentes siguió impactando en el apetito por riesgo de los inversores, permitiendo un nuevo avance en los activos de renta fija local. Si bien la situación local en relación a la pandemia continuó deteriorándose, las condiciones externas siguieron prevaleciendo en las decisiones de inversión de los agentes. Los nuevos impulsos fiscales en Estados Unidos, que incluso podrían incrementarse una vez resuelta la conformación del senado, propenderían a una mayor debilidad global del dólar, ya sea por ampliación de los déficits gemelos como por una salida de activos seguros, mientras la actividad global continúa recuperándose. Nuestra preferencia ahora es por activos denominados en moneda local de mayor duración.

ESTRATEGIA	DICIEMBRE	ENERO
Duración	OW	OW
Curva	N	OW
Corporativos	OW	OW
Real vs Nominal	OW	N

### TASAS REALES

- Las tasas reales continuaron su descenso en diciembre. Esta vez las tasas de mediano plazo fueron las que más se replegaron restando convexidad a la curva y beneficiando en mayor medida a las estrategias más concentradas con objetivo de duración de mediano plazo. Con la nueva medición de cuentas nacionales, era de esperar que las expectativas de crecimiento para los próximos años se corrigieran a la baja, al igual que las estimaciones de déficit fiscal. Esto último quizás contribuya con algo más de tiempo para el gobierno en procesar los ajustes necesarios y explique parcialmente la reducción del riesgo país observada en el mes. Otra influencia muy positiva es que la Reserva Federal de los EEUU en su reunión de diciembre haya decidido mantener el actual ritmo de compra de activos.



### SPREAD CORPORATIVOS

- En el mes de diciembre los spreads corporativos en dólares continuaron comprimiéndose en aquellos instrumentos donde se registró el mayor volumen transado. En este sentido las obligaciones negociables de La Tahona vieron reducir su spread en 29 pbs, en línea con la caída en el riesgo país observada en el mes para los títulos soberanos de Uruguay. Por su parte las obligaciones negociables de Zonamerica y los títulos de deuda de Corporación Vial serie 6, con escasa operativa en el mes, mantuvieron estables sus spreads respecto a noviembre

### TASAS NOMINALES

- En diciembre las tasas nominales tuvieron un comportamiento muy similar al de las tasas reales, permaneciendo estables las expectativas de inflación implícitas en los precios de los activos. Aunque los volúmenes operados fueron algo menores a los de meses pasados, con el BCU tendiendo a cortar por tasa en las licitaciones de instrumentos de regulación monetaria, el interés de los inversores locales por estos instrumentos siguió firme. En adelante seguimos viendo atractivo en este tipo de instrumentos, ya sea porque las condiciones financieras globales se mantienen con perspectivas estables, como así también por el efecto que un menor ajuste en las tarifas públicas pueda tener en la formación de expectativas de inflación donde un ejemplo podrían ser las negociaciones colectivas salariales.

