

Reporte Mensual de Mercados - Estrategia

Portfolio Solutions

Septiembre de 2023

Agenda

- **Resumen**
- Macro Global y Temas Coyunturales
- Activos
 - Renta Fija vs Renta Variable
 - Renta Variable Global
 - Renta Fija Global
 - Posicionamiento y Comentarios
- Temas de Seguimiento y Anexos

Resumen – Agosto 2023

	Activos Internacionales	YTD	Agosto	Julio	2022	2021	2020
Renta Fija	Renta Fija Global	3.6	-0.7	0.8	-14.1	-0.2	7.4
	Tesoro 10 años	0.7	-0.5	-0.4	-12.5	-2.3	8.0
	US Investment Grade	2.8	-0.8	0.3	-15.8	-1.0	9.9
	US High Yield	7.1	0.3	1.4	-11.2	5.3	7.1
	Bonos de Gobierno EM USD	4.5	-1.5	1.9	-17.8	-1.8	5.3
	Bonos Corporativos EM USD	4.2	-0.4	1.0	-12.3	0.9	7.1
Renta Variable	Renta Variable Global	14.8	-2.8	3.7	-18.4	18.5	16.3
	EE.UU.	18.7	-1.7	3.4	-19.8	26.5	20.7
	Europa y Asia Des.	10.9	-3.8	3.2	-14.5	11.3	7.8
	Reino Unido	7.7	-4.0	3.4	-4.8	18.5	-10.5
	Japón	13.6	-2.4	3.0	-16.6	1.7	14.5
	Europa ex. RU	13.9	-4.0	3.0	-18.0	15.7	10.9
	Mercados Emergentes	4.6	-6.2	6.2	-20.1	-2.5	18.3
	LATAM	15.6	-7.3	5.1	8.9	-8.1	-13.8
	Asia Emergente	3.7	-6.2	6.2	-21.1	-5.1	28.4
	EMEA	6.6	-2.9	5.1	-35.3	23.9	-7.6
Commodities	Índice de <i>Commodities</i>	-2.8	-0.8	6.3	16.1	27.1	-3.1
	Petroleo WTI	4.2	2.2	15.8	4.2	58.7	-20.5
	Petroleo Brent	1.1	1.5	14.2	5.8	50.2	-21.5
	Oro	6.4	-1.3	2.4	-0.3	-3.6	25.1
	Cobre	0.5	-4.5	5.7	-14.1	25.7	26.0
Otros	DXY	0.1	1.7	-1.0	8.2	6.4	-6.7
	TIPS	1.1	-0.9	0.1	-11.8	6.0	0.0



La tendencia alcista del mercado se rompió en ago-23, con un deterioro en el apetito por riesgo, debido al incremento en las tasas de interés de los Tesoros Americanos.



Renta Variable Global (RVG) rindió -2.8%, mientras que la Renta Fija Global (RFG) rentó -0.7%. Los activos que concentraron las mayores pérdidas fueron las acciones de Mercados Emergentes.



En EE.UU, a pesar de que la tendencia en inflación continuó a la baja, la mayor resiliencia del crecimiento, y posible impacto sobre la inflación futura, motivó un incremento en las tasas de interés de mercado.



Fed y otros bancos centrales en países desarrollados mantuvieron postura contractiva, reafirmando su intención de subir las tasas de interés, en caso de que la inflación permanezca elevada.



En China se publicaron datos que mostraron un crecimiento económico más débil junto a una caída en los precios. Ante ello, el gobierno lanzó una serie de medidas con el objetivo de dinamizar su economía.



A pesar de la corrección, el mercado continúa teniendo una revalorización fuerte en lo que va del año con rentabilidades en torno al 15% en la RVG y 4% en la RFG. Con el retroceso de ago-23, hemos estado buscando oportunidades para continuar cerrando nuestra sub ponderación en RV; mantenemos la caja como compensación de la posición larga en la duración de la RFG.

Agenda

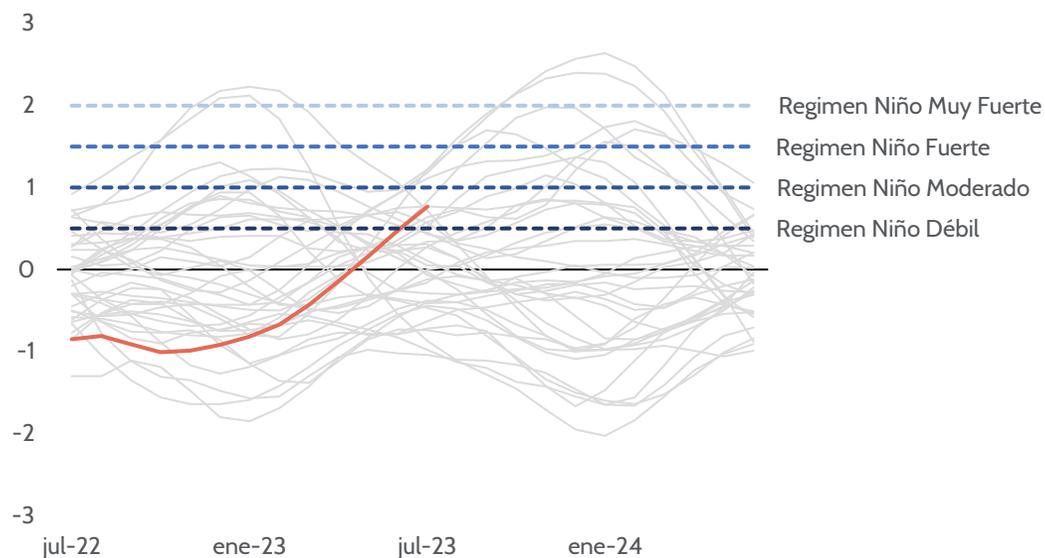
- Resumen
- **Macro Global y Temas Coyunturales**
- Activos
 - Renta Fija vs Renta Variable
 - Renta Variable Global
 - Renta Fija Global
 - Posicionamiento y Comentarios
- Temas de Seguimiento y Anexos

Fenómeno de El Niño marcará lo que resta del año

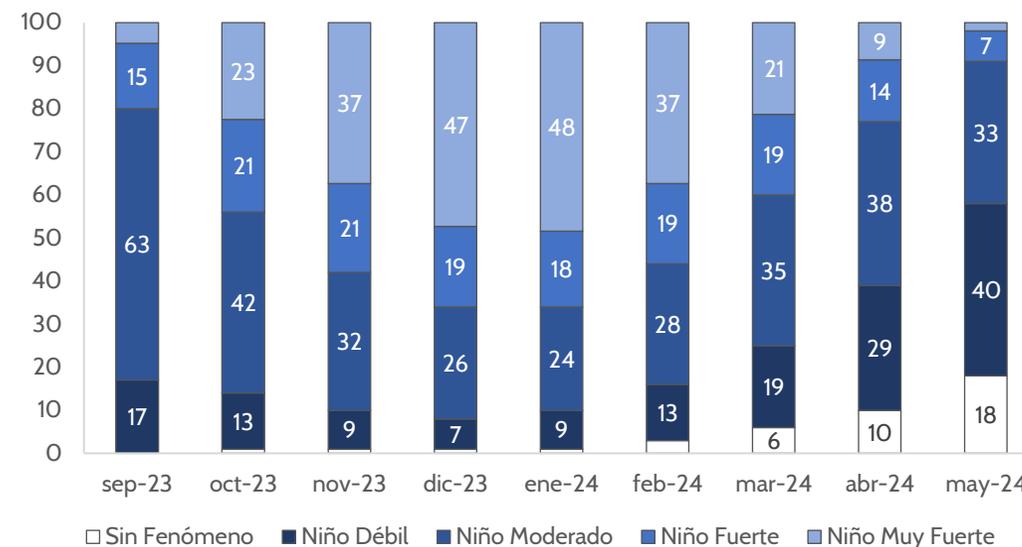
Se espera un tránsito hacia un Fenómeno de El Niño con intensidad moderada, aunque no se descarta un movimiento hacia regímenes de intensidad más fuertes

- Los efectos de un Fenómeno de El Niño son diferentes según regiones. Sin embargo, cualquiera de estos efectos tiene influencia, principalmente, en los ciclos de cosechas de alimentos, aunque sus interrupciones tocan otros productos como la energía e, incluso, los metales.
- En particular, dado que el Fenómeno de El Niño disminuye el nivel del agua en algunas zonas del sur de Asia, la generación de energía se suplirá con el uso de combustibles fósiles.

Anomalías en la temperatura superficial del mar – Niño 3.4¹
(diferencias frente al promedio de temperatura en Grados Celsius)



Probabilidades de intensidad de El Niño, según NOAA
(porcentaje)



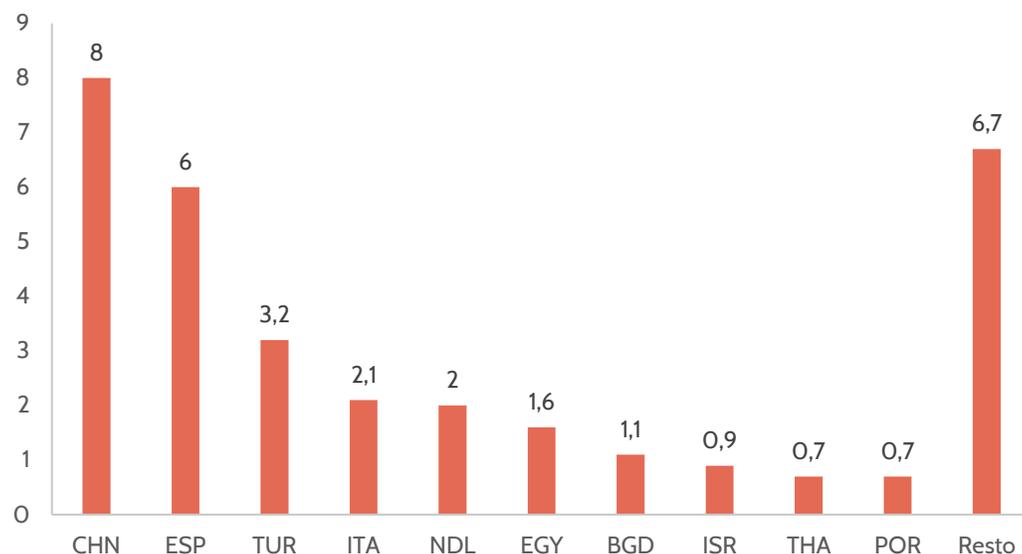
Nota 1: La información de las anomalías está disponible desde junio de 1950.
Fuente: Oficina Nacional de Administración Oceánica y Atmosférica (NOAA). Cálculos propios con información al 06/09/2023.

Así, persisten los riesgos al alza en los precios de los alimentos

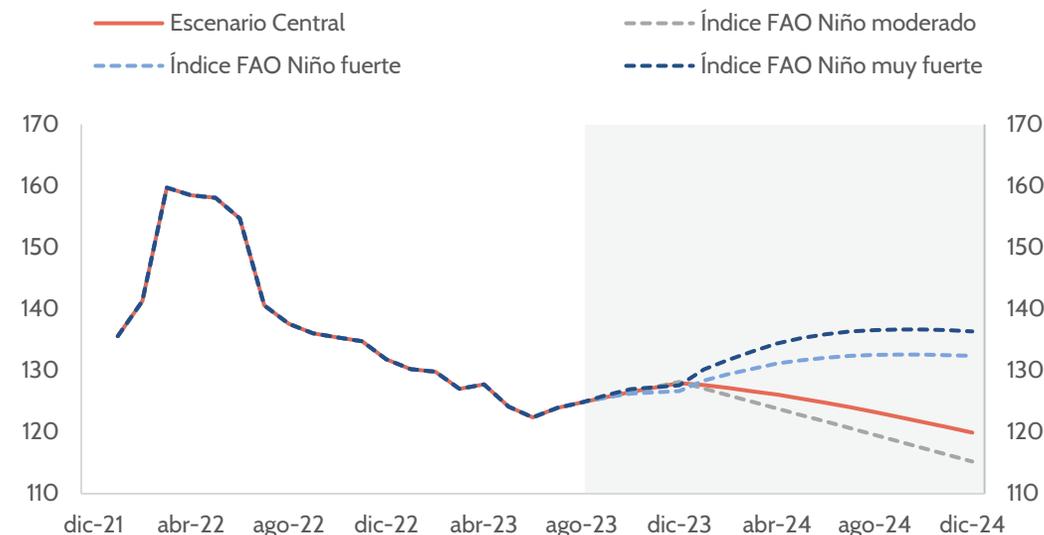
Fenómeno de El Niño, un precio relativo mayor para los combustibles y la incertidumbre alrededor del Acuerdo de Granos, imponen riesgos al alza sobre los precios de los alimentos

- El 18 de julio, Rusia tomó la decisión de no refrendar el Acuerdo de Granos del Mar Negro con Ucrania. Con el acuerdo vigente hasta esa fecha, se habían exportado cerca de 33 millones de toneladas métricas (mtm) (14 mtm a países desarrollados y 19 mtm a países emergentes y otros).
- Según algunas proyecciones del mercado, los efectos serán temporales, marcando una tendencia de descenso en 2024. Sin embargo, esto dependerá, en parte, de la intensidad del fenómeno climático.

Exportaciones ucranianas de alimentos durante el Acuerdo¹
(millones de toneladas métricas)



Índice de precios internacionales de los alimentos (FAO)^{2,3}
(índice, base 2014-2016 = 100)



Nota 1: La información de las exportaciones cubriría el periodo entre el 3 de agosto de 2022 y el 16 de julio de 2023.

Nota 2: Las probabilidades de ocurrencia previstas para cada escenario señalan el grado de certidumbre que se tiene de que el índice ONI se ubique en un determinado umbral (en grados Celsius).

Nota 3: El pronóstico estipulado por la FAO para su Índice de precios de los alimentos coincide con el escenario esperado si se presenta un Fenómeno de El Niño moderado (línea gris).

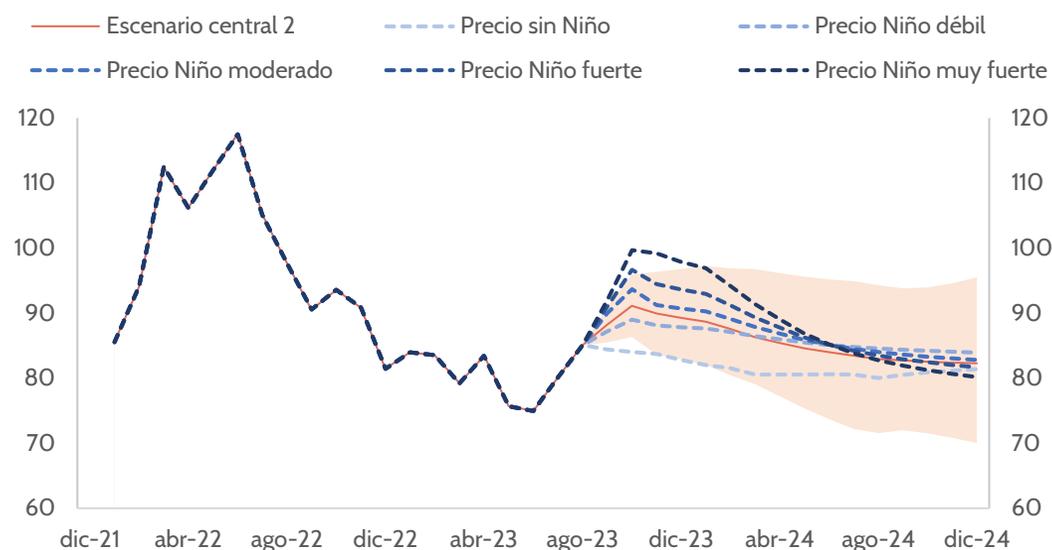
Fuente: Administración de Información Energética de EE. UU. (EIA), Información al 06/09/2023.

Además, se esperarían **precios del petróleo relativamente elevados**

Estimamos un precio promedio por barril de USD 90 para 4T23 y de USD 82 para 4T24. Escenario alcista sugiere precios cercanos a los USD 100 y con persistencia durante 2024.

- Sesgo alcista en el precio del petróleo, siguiendo los anuncios de extensión de recortes de producción por parte de Arabia Saudita y Rusia, y los efectos potenciales que podría tener el Fenómeno de El Niño sobre la demanda de petróleo.
- Moderación en los precios dependerá en buena parte del manejo de la oferta de la OPEP+ y la desaceleración de la actividad económica mundial.

Pronóstico precios del petróleo Brent, según escenario ¹ (USD/barril)



Riesgos al alza:

1. Recortes adicionales en la producción por parte de la OPEP+.
2. Menor inversión en la producción de petróleo entre los miembros pertenecientes a la No OPEP+.
3. Represalias de Rusia contra Occidente en forma de recorte importante en la producción de petróleo.
4. **Eventos climáticos (Huracanes y Fenómeno de El Niño).**

Riesgos a la baja:

1. Reinicio acelerado en la producción de petróleo entre los miembros de la OPEP+.
2. Aumento superior al esperado en la producción de petróleo en EE. UU.
3. Transición energética y destrucción de demanda.

Nota 1: Las probabilidades de ocurrencia previstas para cada escenario señalan el grado de certidumbre que se tiene de que el índice ONI se ubique en un determinado umbral (en grados Celsius).

Nota 2: El Escenario Central contempla un intervalo de credibilidad del 90% (área naranja).

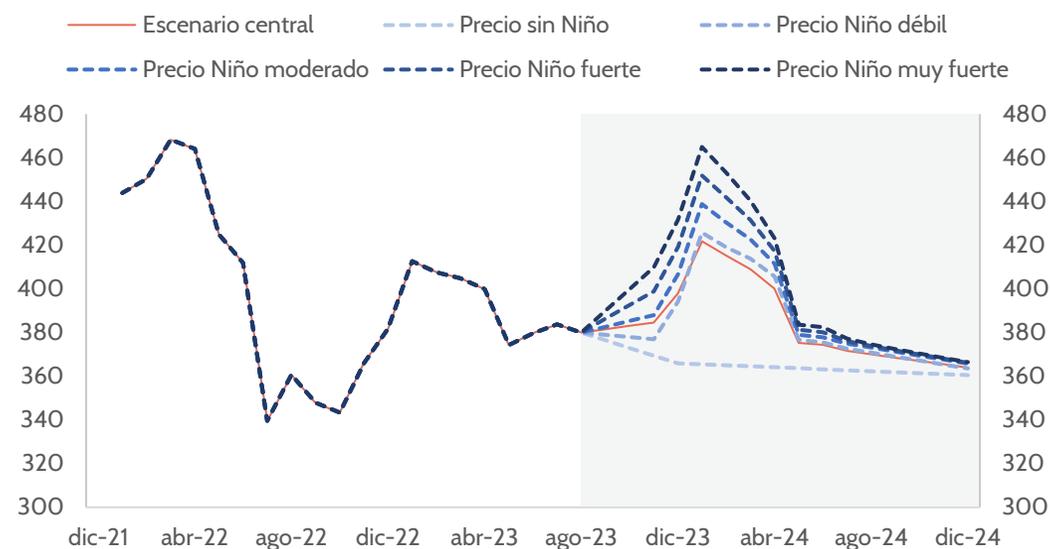
Fuente: Bloomberg y NOAA. Cálculos propios con información al 06/09/2023.

... y presiones sobre los precios del cobre...

Las perspectivas sobre las cotizaciones son alcistas

- Por cuenta del Fenómeno de El Niño, los precios del cobre podrían aumentar debido a dificultades en su extracción en algunas regiones de Chile. Además, una mayor demanda por este metal a medida que se da el proceso de transición energética podría generar déficits recurrentes.
- Otro factor a tener en cuenta es la inestabilidad social y política en algunas de las regiones proveedoras de este producto, ya que podrían restringir la oferta.

Pronóstico precios del cobre, según escenario ¹
(USD/libra)



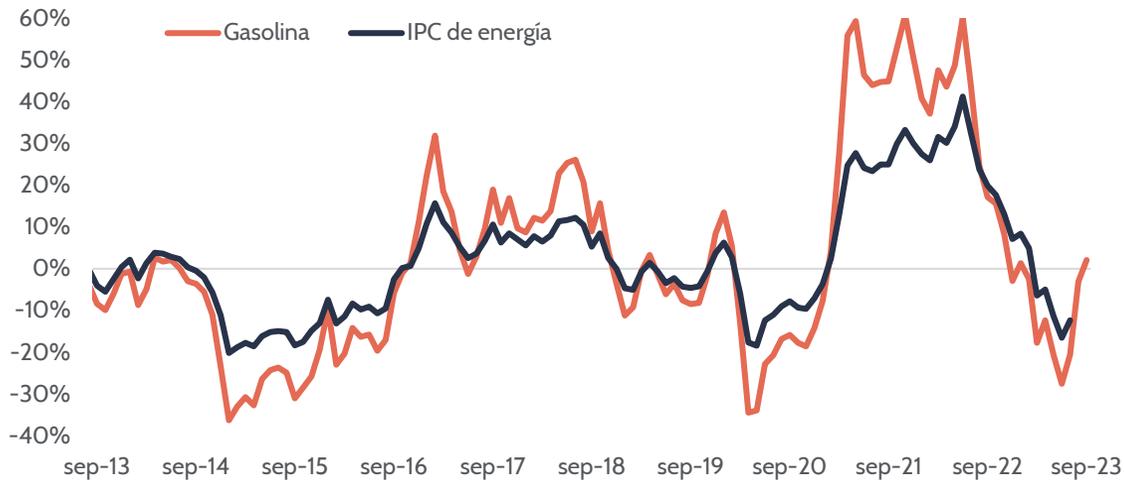
Nota ¹: Las probabilidades de ocurrencia previstas para cada escenario señalan el grado de certidumbre que se tiene de que el índice ONI se ubique en un determinado umbral (en grados Celsius).
Fuente: Bloomberg y NOAA. Cálculos propios con información al 06/09/2023.

Bajo este contexto, la inflación total EEUU estaría **rebotando a corto plazo**

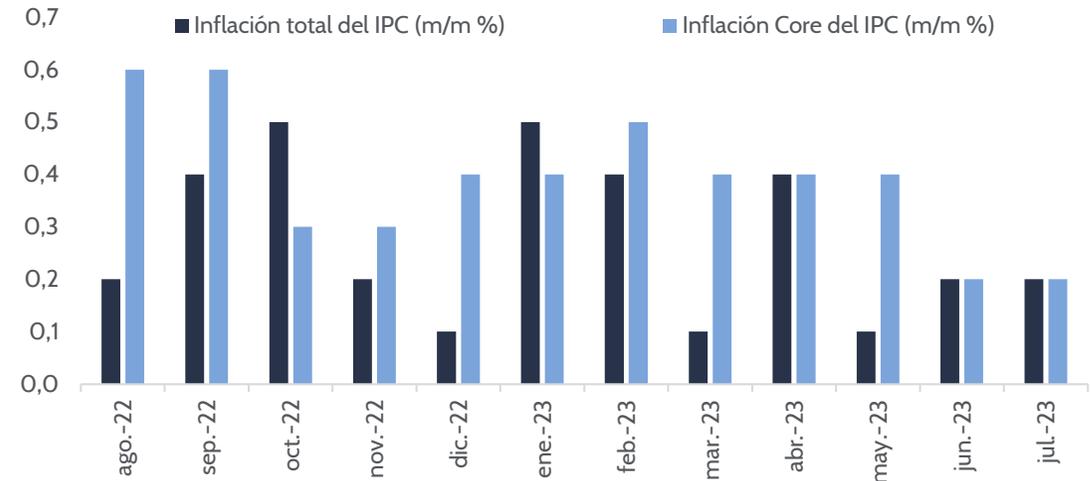
El efecto de los precios del petróleo más altos, reflejados en la gasolina, desencadenarían una aceleración de la inflación de energía en ago-23 y sep-23, dado que, como esperábamos, en jul-23 no se observó un traspaso significativo

- Se espera que la inflación total mensual de ago-23 se haya situado en 0.6% m/m. Así, la anual total revotaría de 3.2% a/a a 3.6% a/a. En cuanto a la core, se pronostica estabilidad de 0.2% m/m en la mensual y una caída hasta 4.3% a/a en la anual (prev: 4.7%).
- Nuestros indicadores de referencia sugieren resultados similares para la inflación mensual, sin un sesgo alcista o bajista significativo, ni para la total ni para la núcleo.

Inflación de energía vs inflación de la gasolina (var% a/a)



Base estadística en EEUU (%)

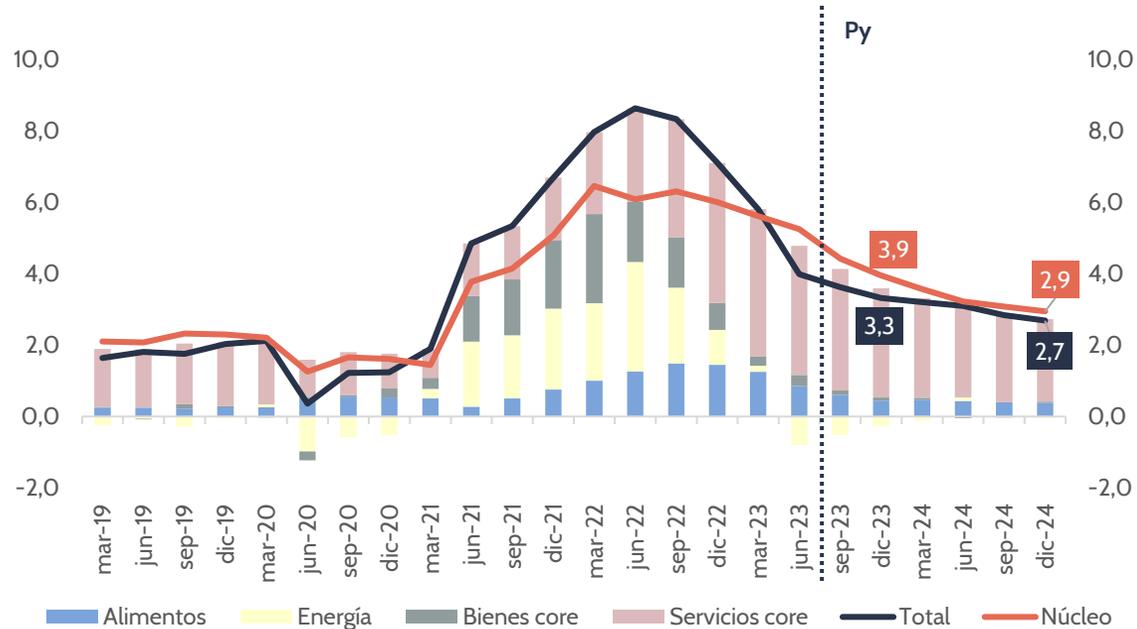


Esperamos una **inflación más persistente en los próximos 15 meses...**

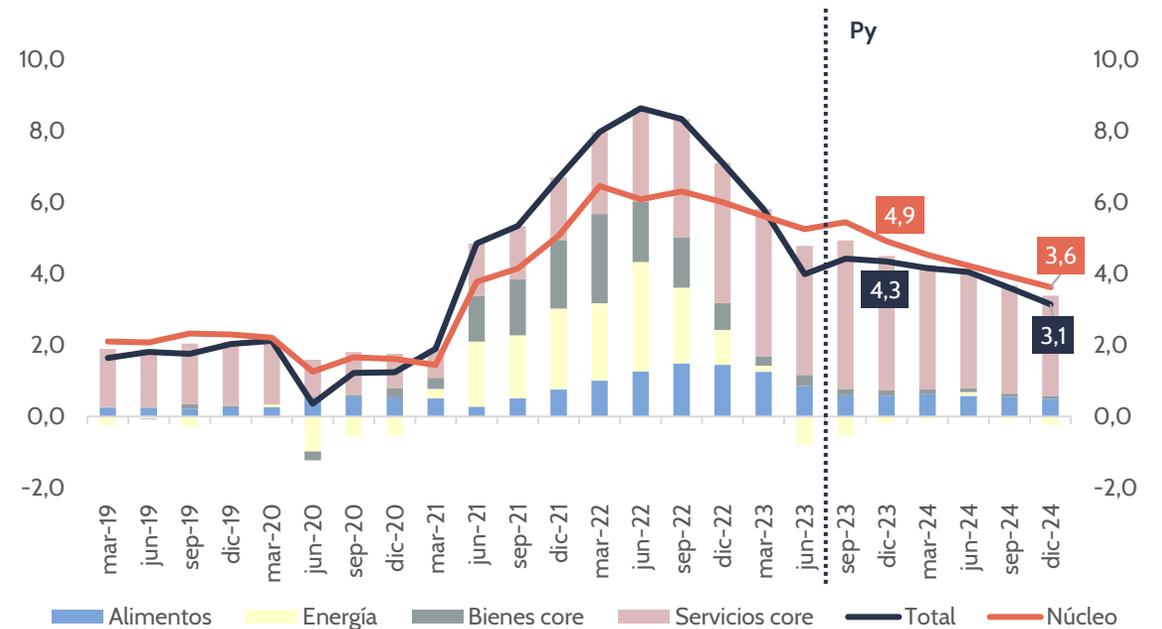
Como resultado del Fenómeno de El Niño sobre el precio de los *commodities* y una economía más resiliente de lo esperado

- Aumentamos la inflación total promedio esperada para 4T23 hasta 3.3% (prev: 3.1%) y 4T24 hasta 2.7% (prev: 2.5%). En cuanto a la inflación núcleo, se incrementó para 4T23 hasta 3.9% (prev: 3.6%) y 4T24 hasta 2.9% (prev: 2.5%)
- Escenario alcista implica una inflación de alimentos y de energía más alta, en un contexto del Fenómeno de un Niño muy fuerte, y una mayor persistencia en las inflaciones de bienes y servicios núcleo.

Inflación total del IPC en EEUU*
BASE
(contribuciones en pp a la variación anual en %)



Inflación total del IPC en EEUU
ALCISTA
(contribuciones en pp a la variación anual en %)



*Un precio del petróleo moderadamente más alto de lo esperado a corto plazo, sin materializarse como tal el escenario alcista, podría implicar una inflación promedio más cerca al 3.5% en 4T23, pero acercándose al 2.5% en 4T24, gracias al efecto base de precios más altos a cierre de 2023.

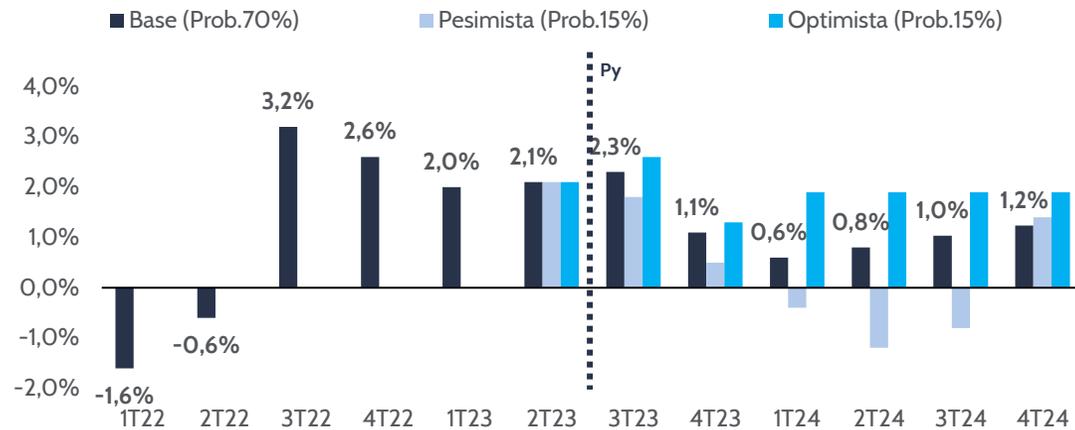
Fuente: BEA y Bloomberg. Información al 05/09/2023.

... y un crecimiento económico más robusto en EEUU...

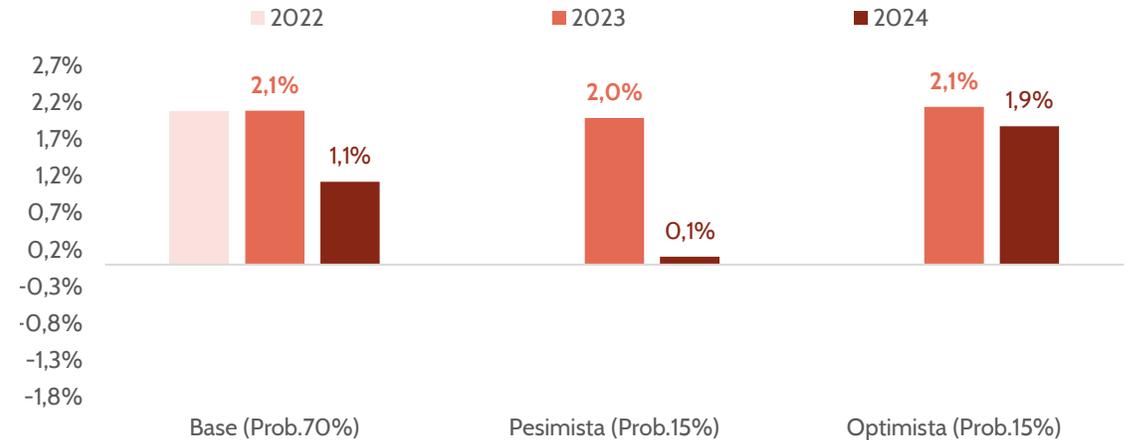
Ratificamos la visión de no recesión en ese país y la mayor probabilidad de un aterrizaje suave

- Incrementamos desde 1.9% a/a hasta 2.1% la expansión esperada para este año; y de 0.6% a/a a 1.1% a/a la de 2024.
- Mantenemos las probabilidades del escenario alcista y bajista equilibradas, aunque consideramos que el mercado le estará asignando mayor probabilidad al escenario alcista a corto plazo; mientras que el otro año habría condiciones para que la probabilidad de un escenario bajista aumente.

Expectativas de crecimiento para US
(trimestral anualizado (QoQ SAAR))



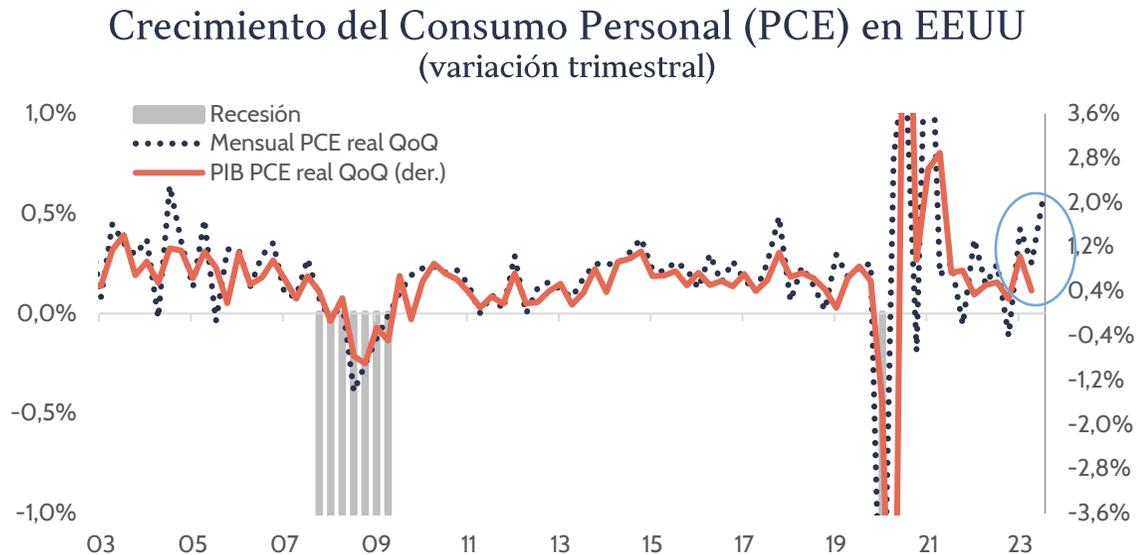
Expectativas de crecimiento para US
(anual (YoY))



... en medio de un consumo que viene reaccelerando

Sin embargo, parece no sostenible en el tiempo, dado el importante gasto en los excesos de ahorro acumulados en la pandemia. Esperamos que estos se agoten en 3T23, frente al 4T23 previo

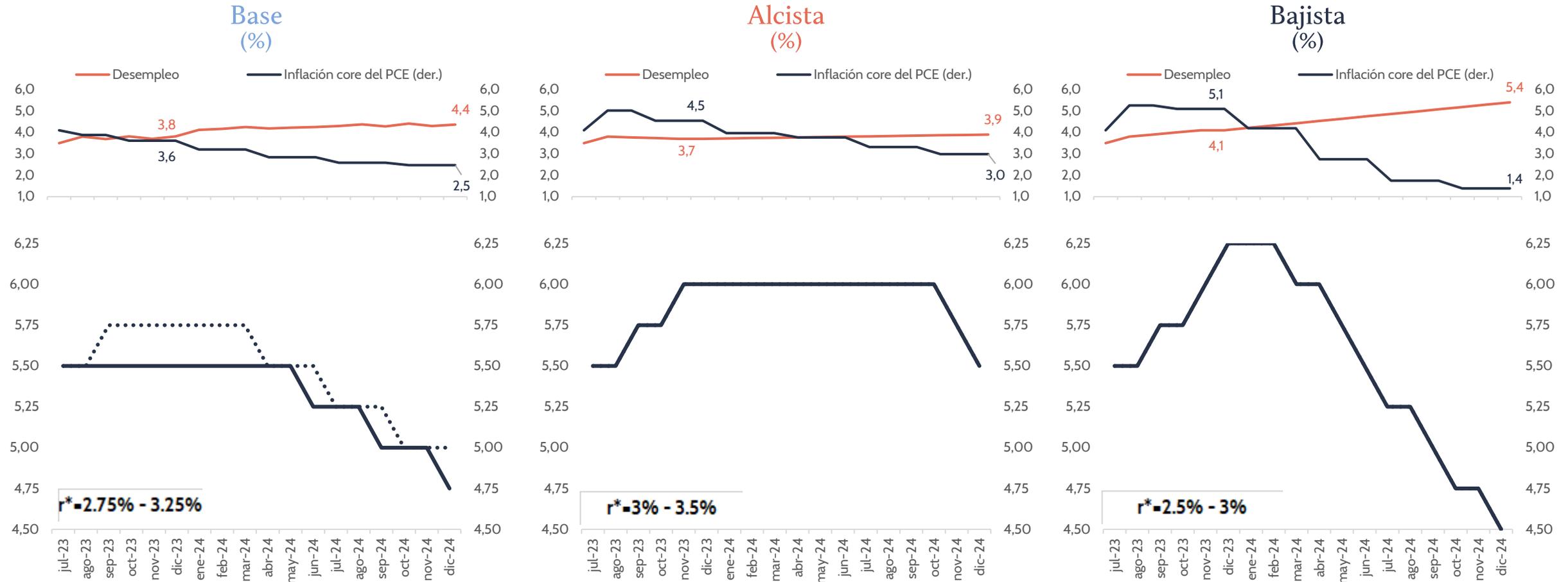
- Estimaciones preliminares apuntan a que la economía se estaría acelerando en 3T23 frente a 2T23. Consideramos que esto se asocia a los hogares consumiendo sus ahorros más rápido de lo esperado.
- Pronosticamos un aumento moderado en la tasa de desempleo en los próximos 15 meses, sumado a la reasunción del pago de créditos educativos y a los menores ahorros, debería ser un viento en contra significativo para el consumo en 2024.



Revisiones alcistas dejan un sesgo al alza en las tasas de interés de la Fed

Pese a esto, por ahora nos decantamos por estabilidad en las tasas, pero por un mayor tiempo (cierre del 2T-24)

- Los escenarios alcistas y bajistas (mayor fortaleza de la economía en el CP y mayor probabilidad de recesión en el inicio de 2024) implican que el emisor debería tener un interés superior o igual al 6%. No obstante, que se desencadene o no una recesión sería clave para la velocidad de bajadas



r es el rango para la tasa de interés nominal de equilibrio, que en teoría se alcanzaría a largo plazo.

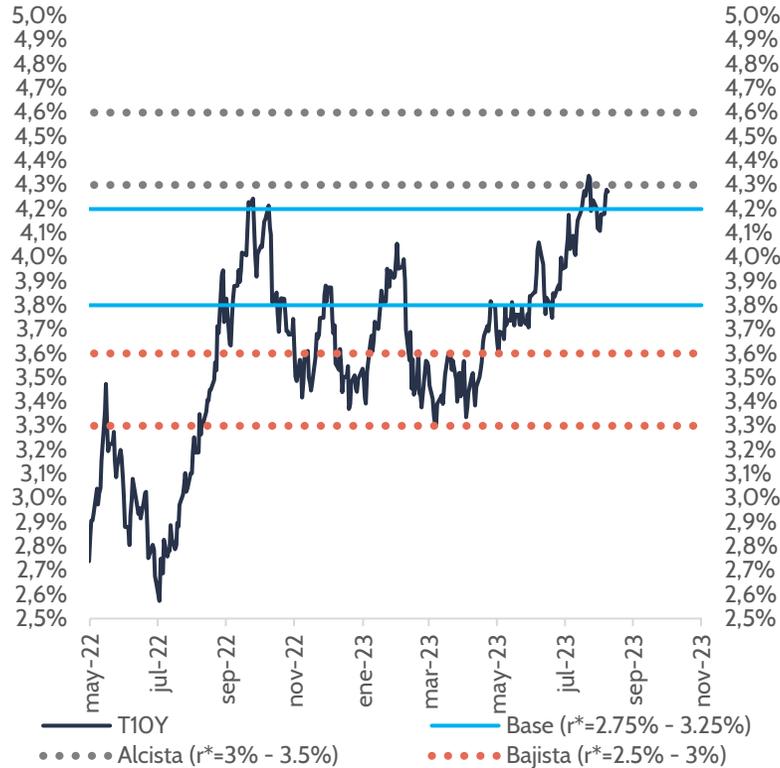
**La inflación del PCE núcleo corresponde al promedio trimestral.

Fuente: BEA y Bloomberg. Información al 05/09/2023.

Resultados sugieren que el T10Y está por encima de su *fair value* para 2024

En un escenario alcista, el próximo año la tasa del T10Y se debería quedar alrededor de los niveles actuales e incluso visitar el 4% nuevamente. Una recesión lo desplomaría hacia lecturas del 3%

Rangos de *fair value* calculados para T10Y
(*fair value* cierre 2023 (1))



Rangos de *fair value* calculados para T10Y
(*fair value* cierre 2024 (2))



(1) La prima por plazo que se está sumando para los tres escenarios es la máxima calculada para el QT a cierre de 2023 (+35 pbs).

(2) La prima por plazo que se está sumando para el escenario base es +22 pbs; alcista +44 pbs y bajista +0 pbs. En el escenario base se asume un supuesto ácido que el emisor estará reduciendo su hoja de balance en 2024 a la misma velocidad que lo lleva haciendo en 2023.

Fuente: BEA y Bloomberg. Información al 07/09/2023.

Dólar fuerte, por el momento

Parece probable una estabilidad o un fortalecimiento adicional moderado del dólar a corto plazo. Sin embargo, seguimos esperando que el próximo año el DXY se acerque nuevamente a 100 pts e incluso lo rompa a la baja

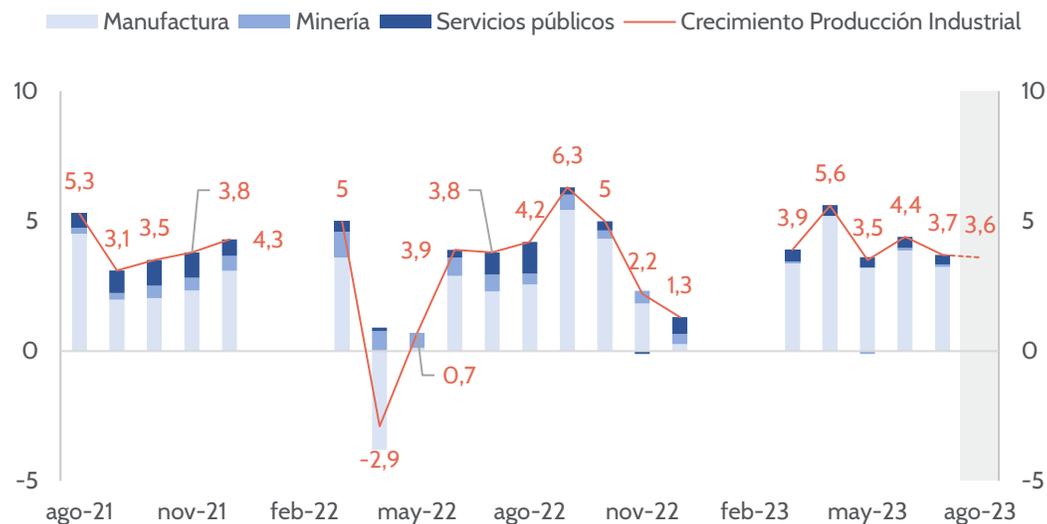


En China, producción industrial habría seguido desacelerándose

La debilidad secuencial de la economía estaría limitando el alcance de la actividad industrial en China

- En línea con la mayor debilidad económica en China, y parcialmente contaminada por una base de comparación alta, el crecimiento de la producción industrial de ago-23 habría sido menor frente a los dos meses anteriores.
- Se espera que las autoridades presenten nuevas medidas para recuperar la confianza, y poder así apuntalar la demanda interna.

Aporte por sector al crecimiento anual de la Producción Industrial en China (puntos porcentuales aporte sectorial; porcentaje crecimiento Producción Industrial)

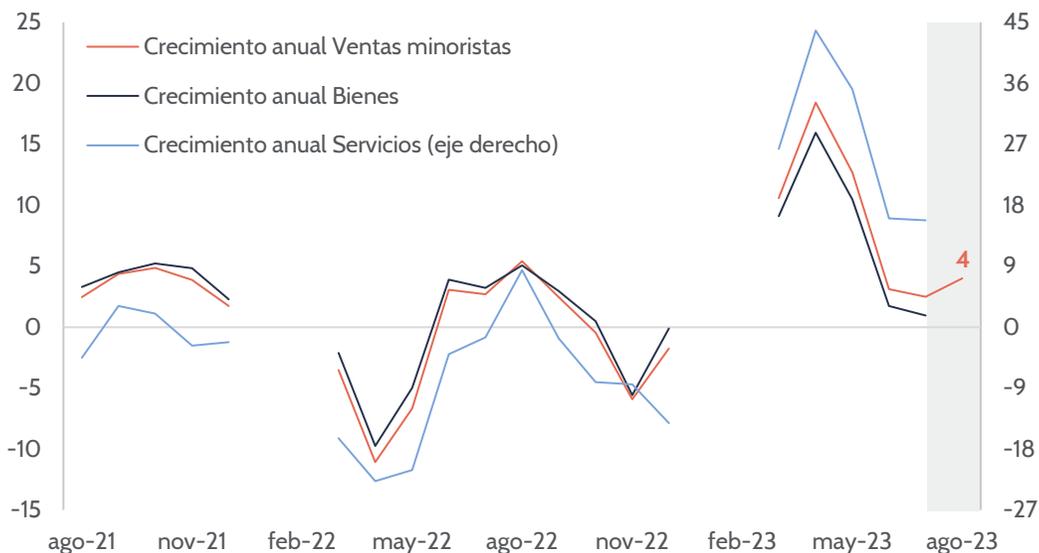


Las ventas minoristas seguirían siendo **soportadas por el consumo de servicios**

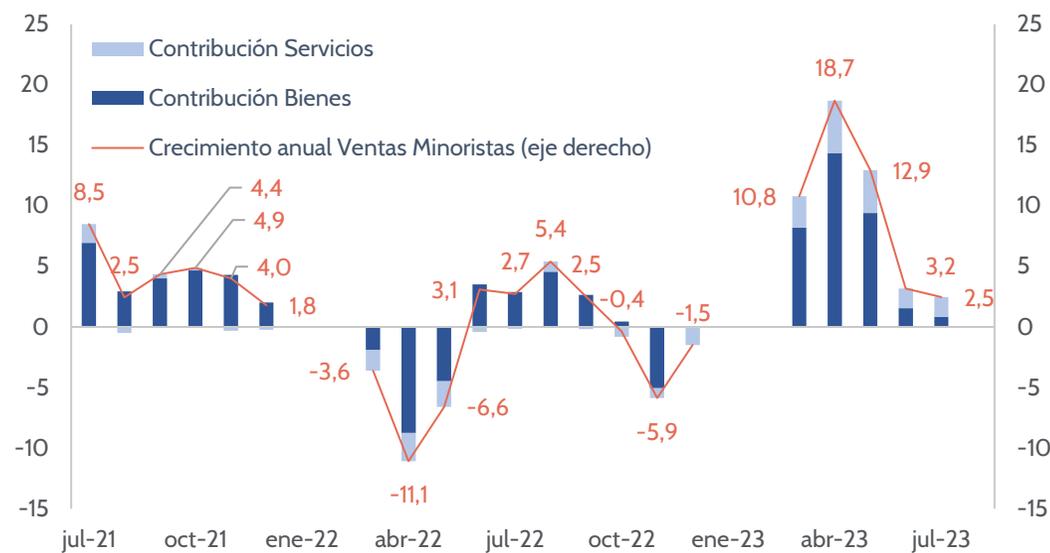
La primera temporada de verano posterior a la salida de China de la pandemia estaría contribuyendo con una demanda sólida por servicios, en particular el consumo de servicios de catering

- Las ventas minoristas se habrían recuperado levemente en ago-23, gracias al aporte que sigue dando el sector de servicios, en particular los servicios de catering, y a la demanda aceptable por vehículos motorizados de pasajeros.
- No obstante, el consumo de bienes seguiría siendo afectado por una débil confianza entre los consumidores.

Crecimiento anual estimado de Ventas Minoristas en China¹
(porcentaje)



Aporte al crecimiento anual de Ventas Minoristas en China
(puntos porcentuales segmento; porcentaje crecimiento Ventas Minoristas)



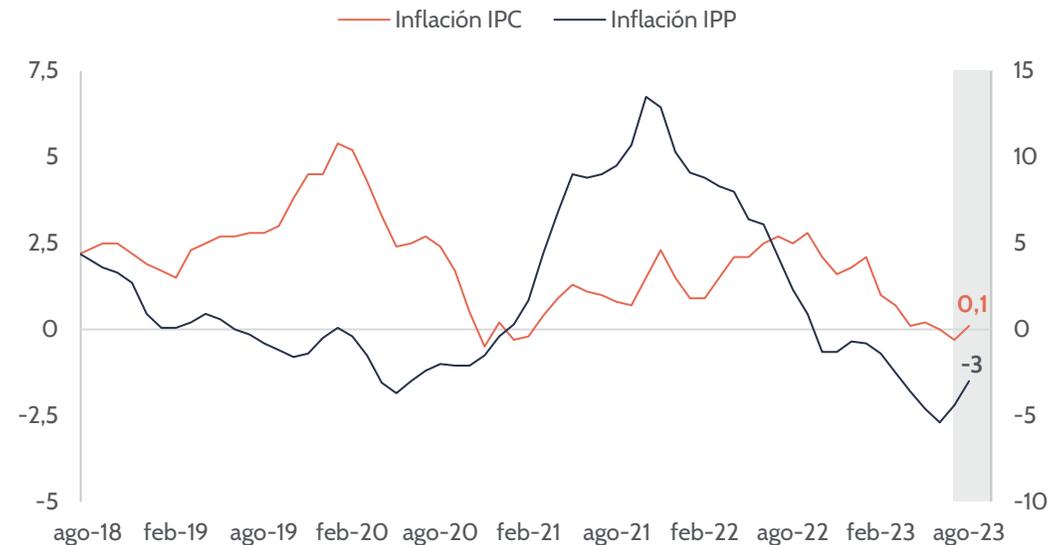
Nota 1: El crecimiento anual estimado para el segmento de bienes es una estimación no oficial.
Fuente: NBS y Bloomberg. Cálculos propios con información al 08/09/2023.

Los precios se recuperarían, aunque **persisten riesgos de deflación**

En línea con una demanda interna débil y un rezago en la confianza de productores y consumidores, los precios seguirían siendo débiles, aunque, al menos para el caso del IPC, se espera una inflación anual positiva

- Para el caso del IPC, se esperan variaciones anuales positivas en lo que queda de 2023, explicadas por bases de comparación relativamente bajas y el inicio de la época de festividades en China.
- Por su parte, una recuperación en los precios internacionales de diversas materias primas, en particular los combustibles y algunos cereales, ejercerían presiones al alza sobre la inflación de los productores, aunque no las suficientes para registrar variaciones anuales positivas.

Inflación del consumidor y del productor en China
(porcentaje)

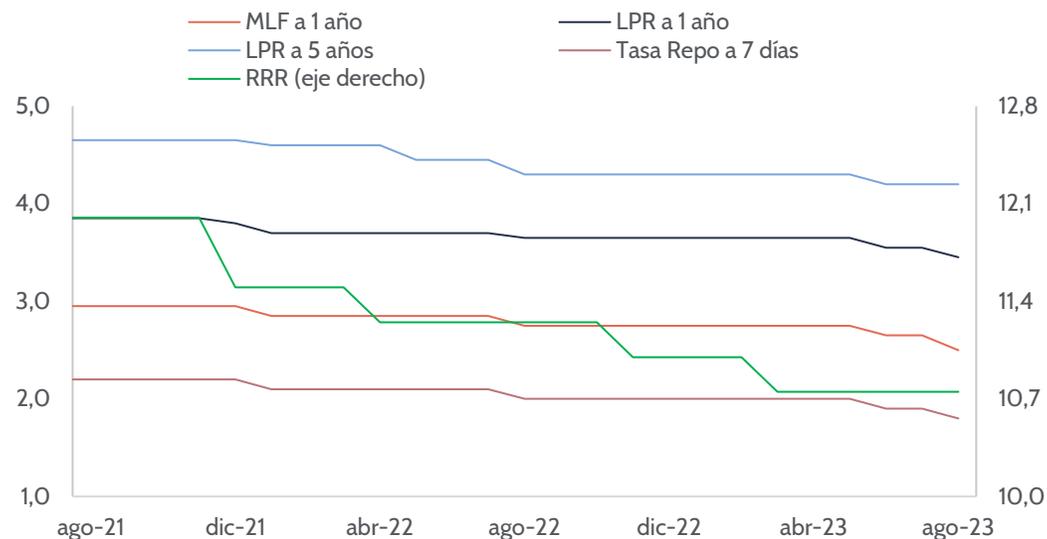


En este contexto, el PBoC adelantó recortes en tasas de interés

Producto de la resistencia en el consumo, el Banco Popular de China (PBoC) recortó inesperadamente algunas tasas de interés clave

- En particular, durante ago-23 se presentaron recortes en la tasa Repo a 7 días, en la tasa de interés del servicio de préstamo a mediano plazo (MLF a 1 año) y en la tasa preferencial de préstamos a 1 año (LPR a 1 año) como alternativa adicional para apuntalar la demanda interna de los consumidores.
- No obstante, no se presentaron recortes en la LPR a 5 años, ya que se habría dudado de la efectividad de esta acción sobre las tasas de interés hipotecarias.
 - En cambio, el PBoC y la Administración Nacional de Regulación Financiera (NAFR) recortaron la tasa hipotecaria mínima para compradores de segunda vivienda en 40 pb¹, mientras que instó a los bancos a ajustar los préstamos hipotecarios pendiente para compradores de primera vivienda a partir del 25 de septiembre.

Tasas de interés del PBoC y expectativas de recortes
(porcentaje)

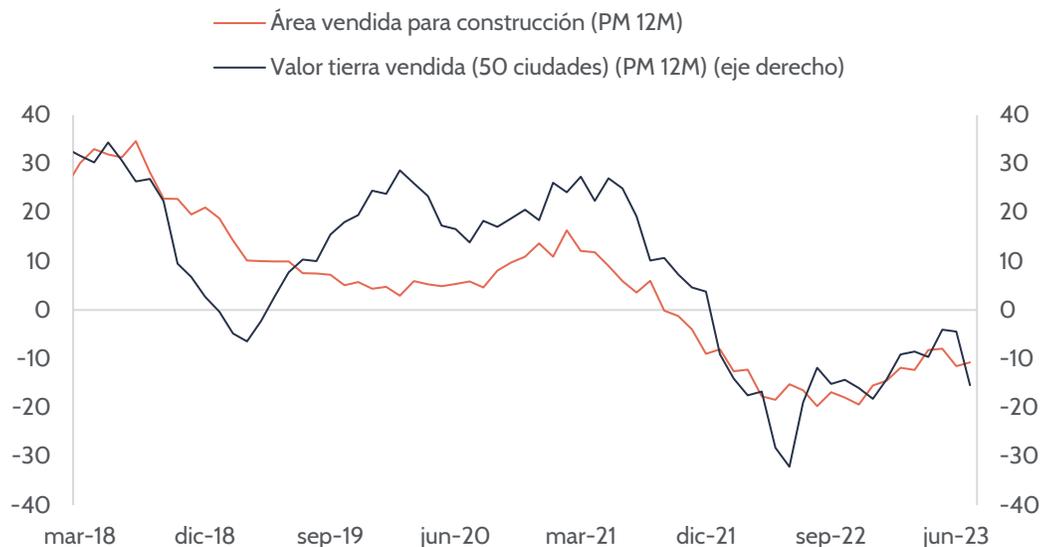


Nota 1: de 60 pb por encima del LPR a 5 años a 20 pb por encima del LPR a 5 años
Fuente: NBS. Información al 08/09/2023.

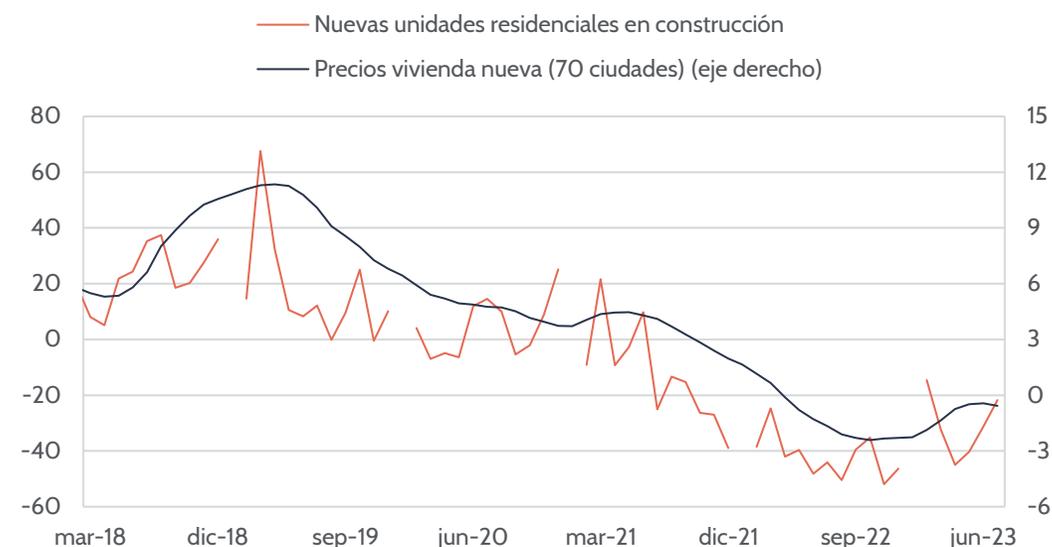
Vivienda: de gran impulsor a lastre del crecimiento económico chino

Sector está en depresión. Cifras como el volumen y el valor de las ventas de terrenos, la construcción de viviendas nuevas y los precios de la vivienda siguen señalando los problemas estructurales con los que cuenta este sector

Crecimiento anual volumen y valor venta de terrenos (porcentaje)



Crecimiento anual nuevas unidades en construcción y precios vivienda nueva (porcentaje)



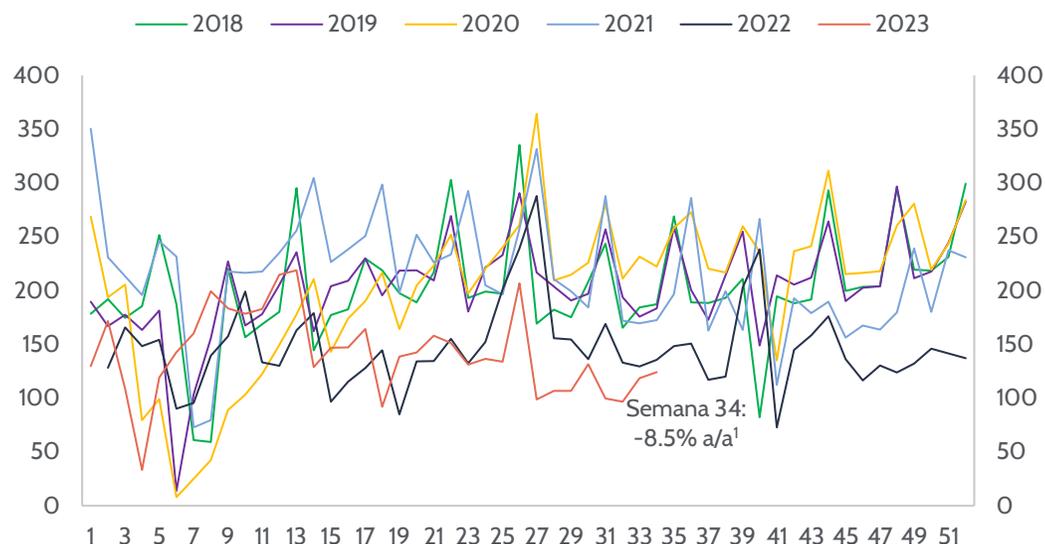
Fuente: NBS y Bloomberg. Cálculos propios con información al 08/09/2023.

Flexibilizaciones en la compra de vivienda mejorarían de a poco las cosas

Tras las medidas recientemente anunciadas por parte de las autoridades de eliminar la regla de “no tener registro de hipotecas” para calificar como “comprador primerizo”, se espera una estabilización en la venta de viviendas

- No obstante, el impacto podría ser marginal y concentrarse en ciudades de Nivel 1 y 2, ya que todavía existen otras restricciones a las transacciones de viviendas y a la oferta de tierras. Se esperan nuevas medidas si las actuales no alcanzan los efectos esperados.

Volumen promedio de ventas de propiedades chinas
(miles de metros cuadrados)



Nota 1: La variación presentada para la Semana 33 es una variación anual con respecto a la misma semana del año 2022.
Fuente: China Real Estate Information Corporation. Cálculos propios con información al 08/09/2023.

Medidas potenciales que podrían implementarse en el sector de la vivienda

Medidas hipotecarias

Adopción medida de eliminar el requisito de “no tener antecedentes hipotecarios”

Compra/reventa de viviendas

Reducciones en el porcentaje de pago inicial para viviendas nuevas (~20%) y segundas viviendas (~50%)

Tasas hipotecarias

Levantamiento de restricción en ciudades de Nivel 2, aunque en distritos por fuera del centro de la ciudad

Reducción efectiva de tasas hipotecarias pendientes, aunque ello depende de la presión del PBoC sobre los bancos comerciales

Renovación de aldeas urbanas

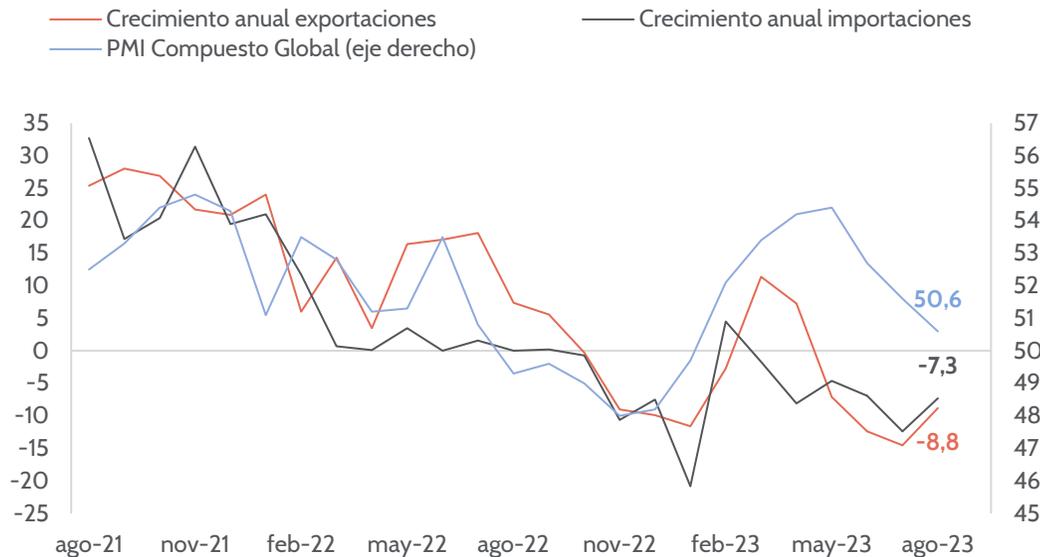
Apoyo financiero para la renovación de aldeas urbanas en grandes ciudades

El comercio exterior también le estaría restando al crecimiento chino

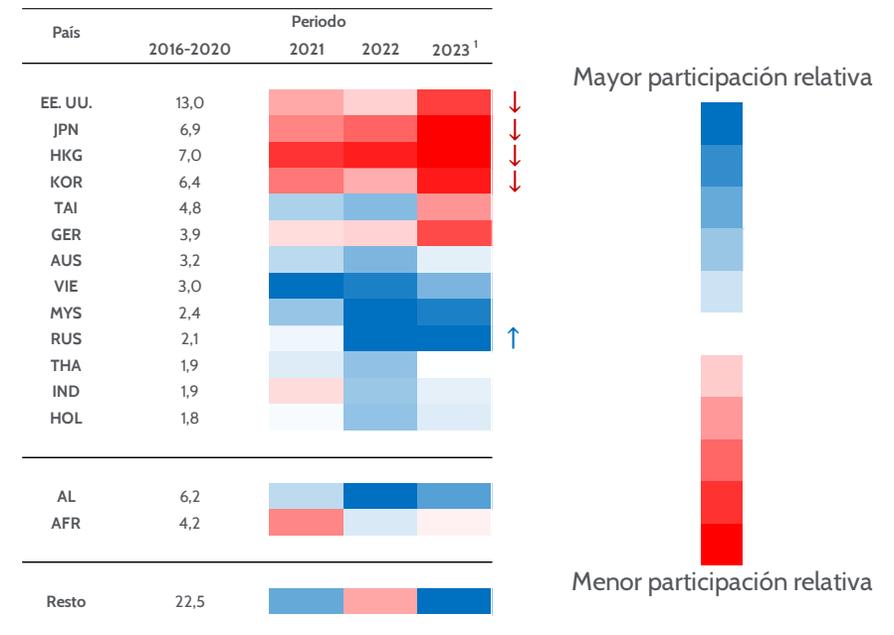
En particular, aspectos relacionados con la reconfiguración de los socios comerciales sería otro factor asociado a la desaceleración económica china

- Los componentes del comercio habrían dejado de aportar al crecimiento, por cuenta de la caída en el comercio bilateral con algunos de los principales socios comerciales.

Indicadores de comercio exterior en China
(porcentaje ; balance, >50 representa expansión)



Participación relativa del comercio bilateral, según país
(porcentaje)



Nota 1: El promedio 2023 corresponde a las cifras de comercio exterior promedio entre enero y agosto.
Fuente: NBS y Bloomberg. Cálculos propios con información al 08/09/2023.

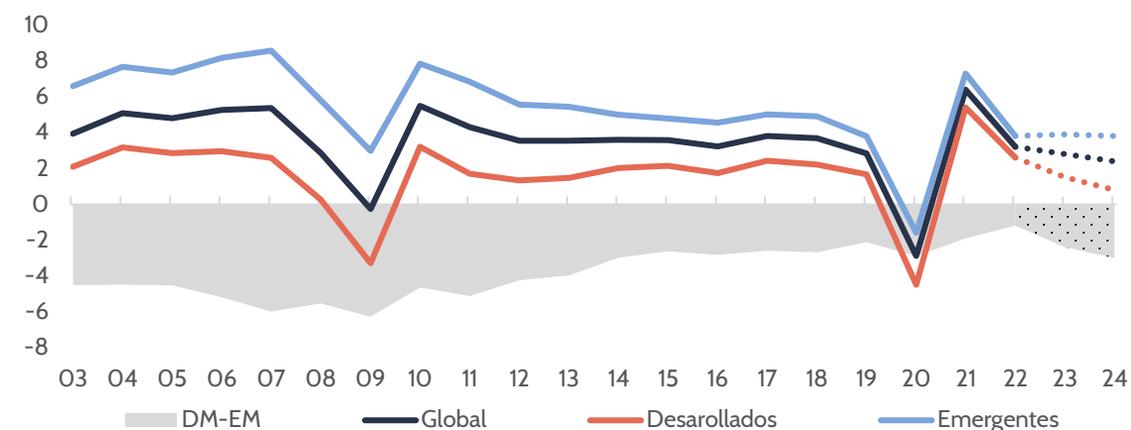
Revisiones alcistas en EEUU, pero bajistas en Europa y China

Reducciones en el crecimiento esperado para China están lastrando la expansión pronosticada para Asia emergente

Crecimiento Esperado

	2020 a/a	2021 a/a	2022 a/a actual vs (prev.)	2023 a/a actual vs (prev.)	2024 a/a actual vs (prev.)
Mundo	-2.9%	6.4%	= 3.2%(3.2%)	↑ 2.8%(2.7%)	↓ 2.4%(2.5%)
Desarrollados	-4.5%	5.4%	= 2.6%(2.6%)	↑ 1.5%(1.2%)	↑ 0.8%(0.7%)
US	-2.8%	5.9%	= 2.1%(2.1%)	↑ 2.1%(1.9%)	↑ 1.1%(0.6%)
Canadá	-5.1%	5%	= 3.4%(3.4%)	↓ 1.4%(1.5%)	= 1.2%(1.2%)
Eurozona	-6.2%	5.4%	= 3.4%(3.4%)	= 0.5%(0.5%)	↓ 0.7%(0.8%)
Alemania	-4.0%	3%	= 1.9%(1.9%)	↓ -0.3%(-0.2%)	↓ 0.6%(0.7%)
Francia	-7.7%	6.4%	= 2.5%(2.5%)	↑ 0.8%(0.7%)	= 0.8%(0.8%)
Italia	-9.0%	7%	= 3.8%(3.8%)	= 0.9%(0.9%)	= 0.8%(0.8%)
España	-11.3%	5.5%	= 5.5%(5.5%)	= 2.2%(2.2%)	= 1.3%(1.3%)
Noruega	-2.7%	4.1%	↓ 3.5%(3.6%)	↓ 1.3%(1.4%)	↓ 1.2%(1.3%)
Suiza	-2.4%	4.6%	↑ 2.3%(2.1%)	= 0.8%(0.8%)	↓ 1.3%(1.4%)
Suecia	-2.3%	5.9%	= 2.9%(2.9%)	= -0.4%(-0.4%)	= 0.7%(0.7%)
UK	-11.0%	7.6%	= 4.1%(4.1%)	↑ 0.4%(0.3%)	= 0.5%(0.5%)
Japón	-4.2%	2.2%	= 1%(1%)	↑ 2.1%(1.4%)	= 1%(1%)
Australia	-1.8%	5.2%	= 3.7%(3.7%)	= 1.6%(1.6%)	= 1.6%(1.6%)
Emergentes	-1.6%	7.3%	↑ 3.8%(3.7%)	↓ 3.9%(4%)	↓ 3.8%(3.9%)
Asia EM	-0.4%	7.6%	= 4%(4%)	↓ 4.7%(4.9%)	↓ 4.5%(4.6%)
China	2.2%	8.4%	= 3%(3%)	↓ 5%(5.3%)	↓ 4.5%(4.6%)
India	-5.9%	9%	= 6.9%(6.9%)	= 6.2%(6.2%)	= 6%(6%)
Corea del Sur	-0.7%	4.3%	= 2.6%(2.6%)	= 1.2%(1.2%)	↓ 2%(2.1%)
Indonesia	-2.1%	3.7%	= 5.3%(5.3%)	↑ 4.9%(4.8%)	= 4.9%(4.9%)
Rusia	-2.7%	5.6%	= -2.4%(-2.4%)	↑ 1%(0.6%)	= 1.2%(1.2%)
Latam	-6.8%	7.3%	↑ 3.6%(3.5%)	↑ 1.8%(1.6%)	= 1.4%(1.4%)
Brasil	-3.3%	5%	= 2.9%(2.9%)	↑ 2.5%(2.3%)	↑ 1.5%(1.3%)
México	-8.4%	5.5%	↑ 3.2%(3%)	↑ 3.1%(2.8%)	= 1.5%(1.5%)
Argentina	-9.9%	10.6%	= 5.1%(5.1%)	= -2.4%(-2.4%)	↓ -0.9%(-0.6%)
Perú	-11.0%	13.4%	= 2.7%(2.7%)	↓ 0.8%(1.1%)	= 2.5%(2.5%)
Chile	-6.0%	11.7%	↑ 2.5%(2.4%)	↓ -0.3%(-0.2%)	= 1.7%(1.7%)
Colombia	-7.2%	10.9%	= 7.4%(7.4%)	↓ 1.2%(1.4%)	= 2%(2%)

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



*Flechas representan cambio frente a la revisión previa.

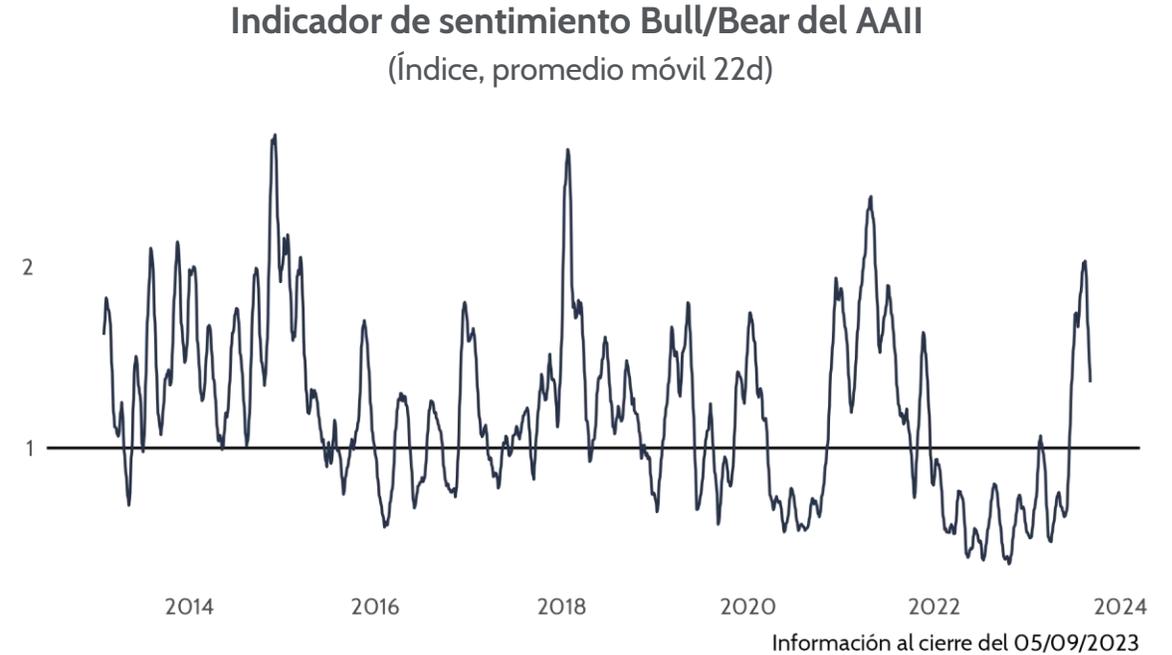
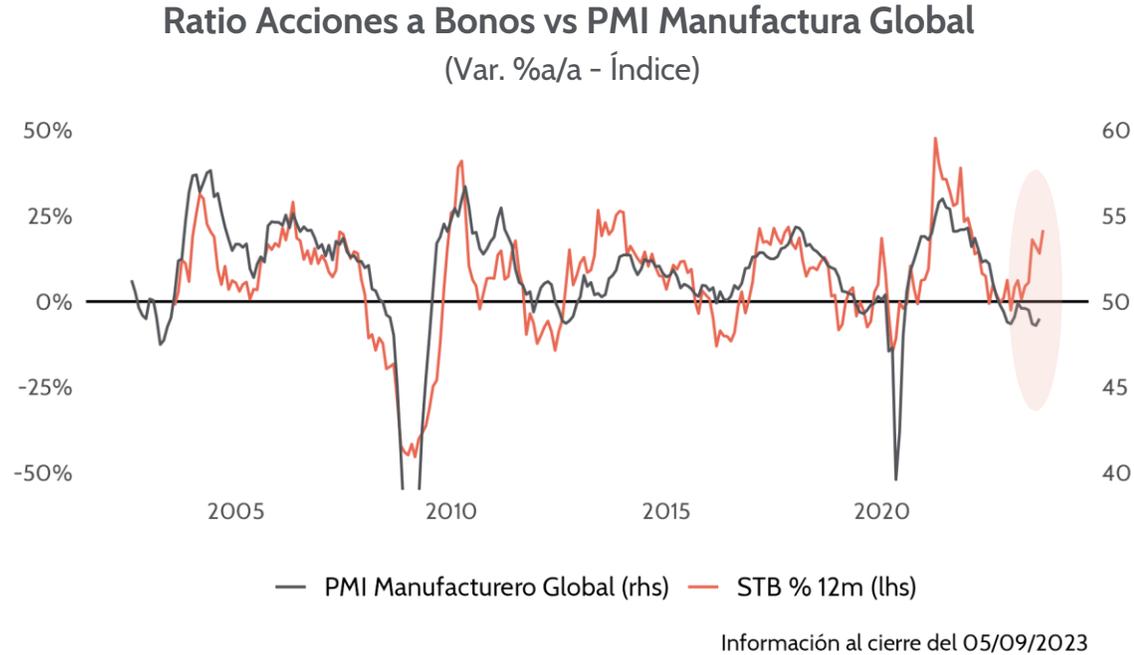
(1) Datos corresponden al promedio de las proyecciones actualizadas de los siguientes analistas: Goldman Sachs, Nomura, JPMorgan, BNP Paribas, UBS, Citibank, Bank of America, Credit Suisse, Morgan Stanley, Deutsche Bank y Barclays. Esto a excepción de US y China, las cuales son estimaciones de Credicorp Capital Asset Management.

Agenda

- Resumen
- Macro Global y Temas Coyunturales
- **Activos**
 - Renta Fija vs Renta Variable**
 - Renta Variable Global**
 - Renta Fija Global**
 - Posicionamiento y Comentarios**
- Temas de Seguimiento y Anexos

Se pausa el mejor desempeño de acciones respecto a bonos

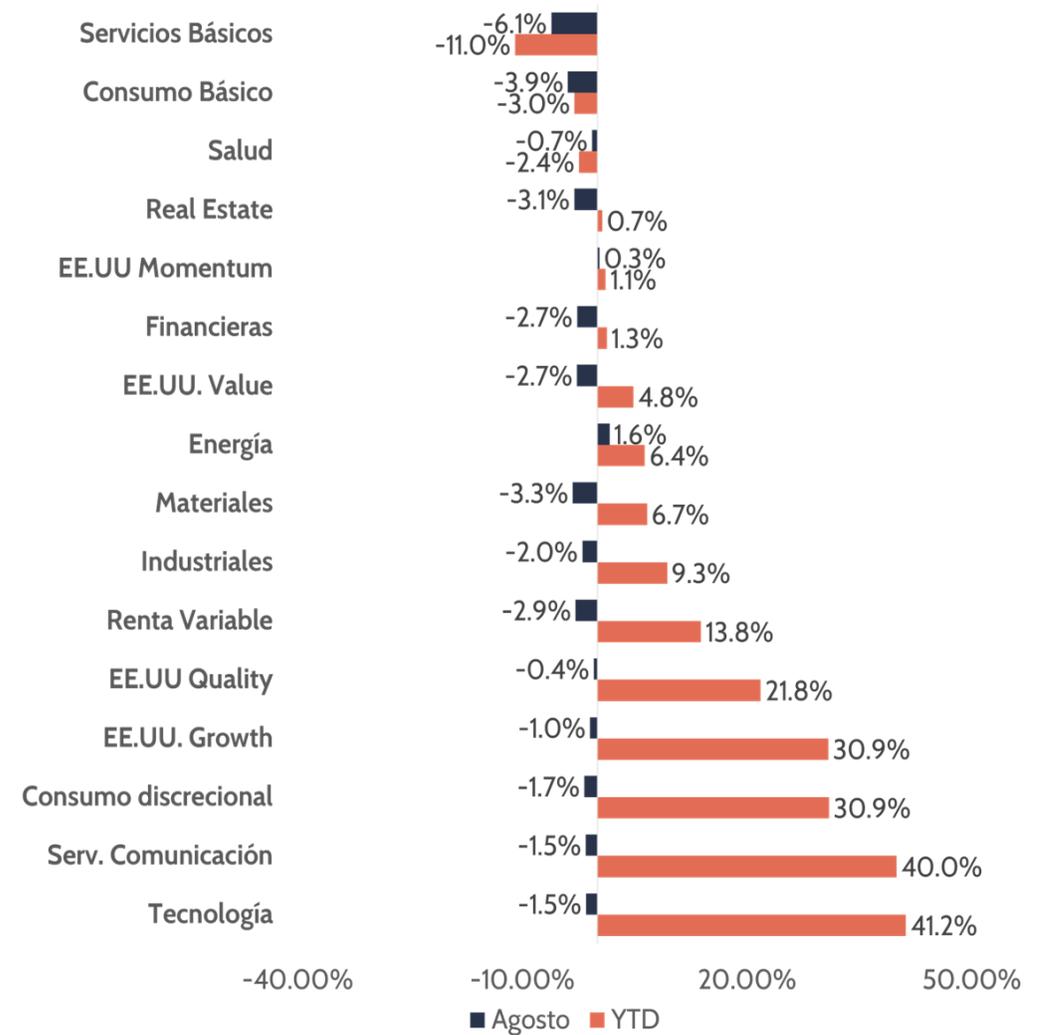
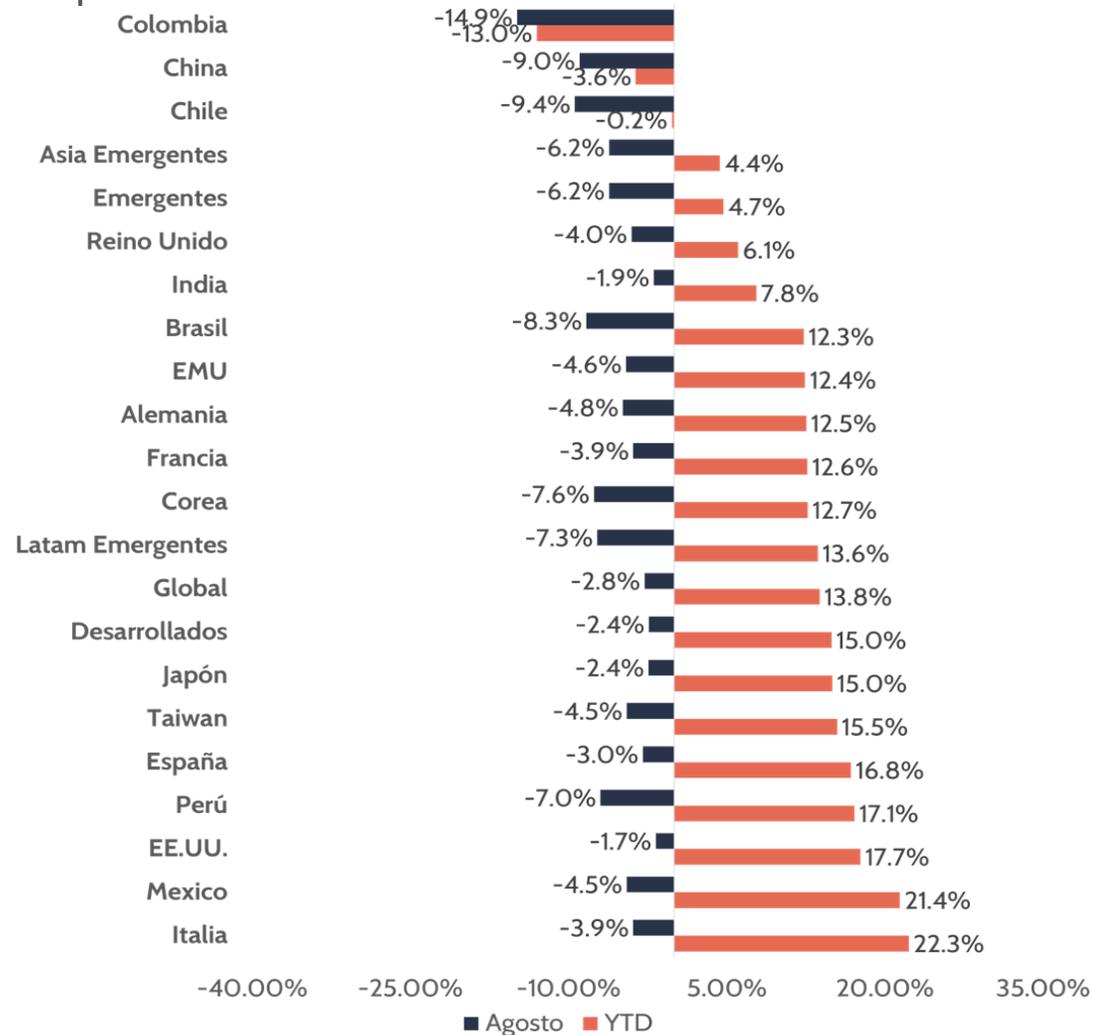
A pesar de ello continúa la desconexión con los fundamentos



- PMI de manufactura global se mantuvo en terreno contractivo en agosto (49.0), pero el ratio de acciones a bonos aún sugiere que el mercado continúa esperando una recuperación pronto de la economía.
- El incremento en las tasas de interés y el débil desempeño de la economía china redujo el sentimiento de los inversionistas y el apetito por riesgo.

Países Emergentes registraron la **mayor caída** durante ago-23

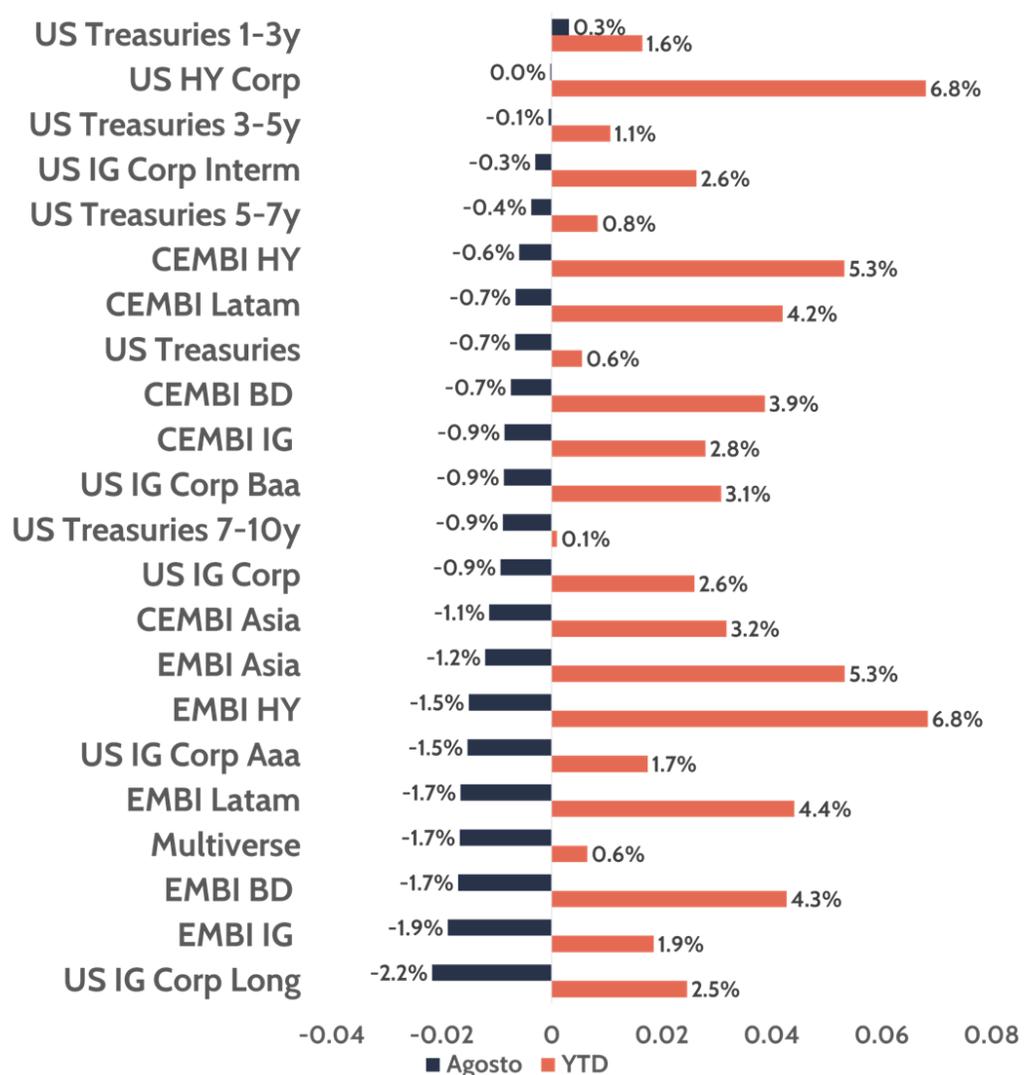
En contraste, dentro de RV EE.UU. la caída se concentró en sectores defensivos mientras las acciones tecnológicas tuvieron el mejor desempeño



Fuente: Bloomberg, elaboración propia con datos al 31/08/2023

RFG de mayor duración afectada negativamente por subidas de tasas base

Fortaleza del consumidor generó expectativas de una Fed restrictiva por más tiempo y una mayor percepción de riesgo inflacionario



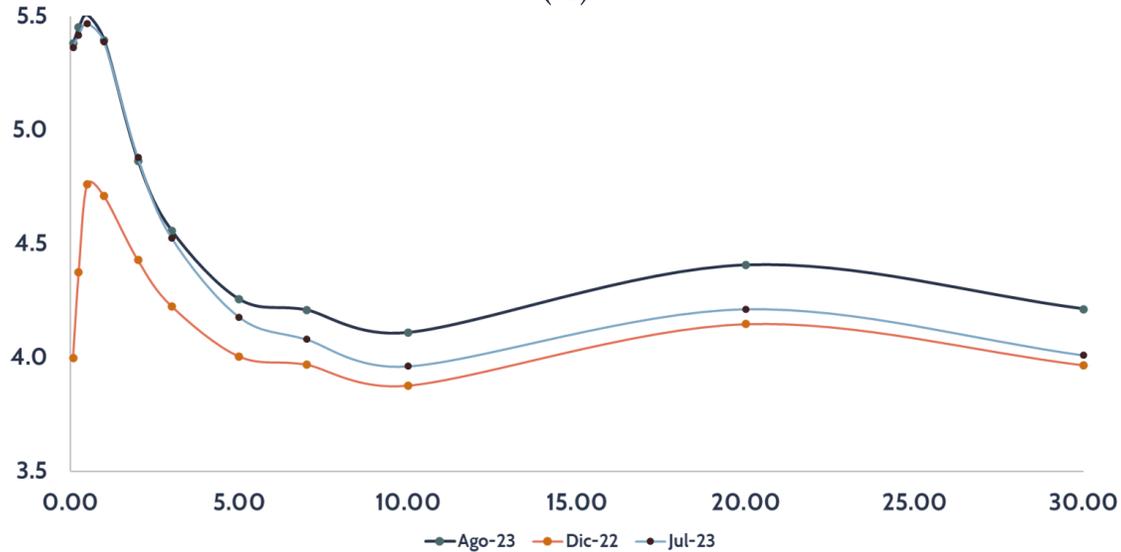
Activos RF	YTM (%)	Duración	Spread (pbs)	Cambio en Spread (1W)	Cambio en Spread (MTD)	Cambio en Spread (YTD)
EMBI HY	12.10	5.41	779	↑ 15	↑ 46	↑ 172
CEMBI HY	9.67	3.35	551	↑ 9	↑ 22	↑ 45
EMBI BD	8.50	6.69	421	↑ 6	↑ 24	↑ 71
US HY Corp	8.41	3.45	372	↓ -14	↑ 5	↑ 11
EMBI Latam	8.11	7.86	385	↓ -4	↑ 10	↑ 31
CEMBI Latam	7.76	4.87	345	↓ 0	↑ 5	↑ 11
CEMBI BD	7.40	4.20	338	↑ 5	↑ 13	↑ 11
CEMBI Asia	7.25	3.92	290	↑ 1	↑ 26	↑ 67
EMBI Asia	6.98	6.34	266	↑ 7	↑ 17	↑ 34
CEMBI IG	6.12	4.79	196	↑ 8	↑ 12	↓ -6
US IG Corp Baa	5.87	6.78	144	↓ -2	↑ 5	↑ 22
US IG Corp Long	5.67	12.82	139	↓ -2	↓ 0	↓ -2
US IG Corp	5.61	6.97	118	↓ -2	↑ 5	↑ 22
US IG Corp Interm	5.58	4.04	107	↓ -2	↑ 8	↑ 39
EMBI IG	5.58	7.93	130	↓ 0	↑ 7	↓ -22
US Treasuries 1-3y	4.92	1.88	0	↓ 0	↑ 1	↑ 0
US IG Corp Aaa	4.79	10.60	43	↓ -1	↓ 0	↓ -11
US Treasuries	4.51	6.08	0	↓ 0	↑ 1	↑ 0
US Treasuries 3-5y	4.37	3.82	-0	↓ -1	↑ 0	↓ 0
US Treasuries 5-7y	4.24	5.41	0	↓ 0	↑ 1	↑ 0
Multiverse	4.15	6.54	64	↓ -1	↑ 2	↑ 11
US Treasuries 7-10y	4.11	7.42	-0	↓ 0	↑ 0	↓ -1

Fuente: Bloomberg, elaboración propia con datos al 31/08/2023

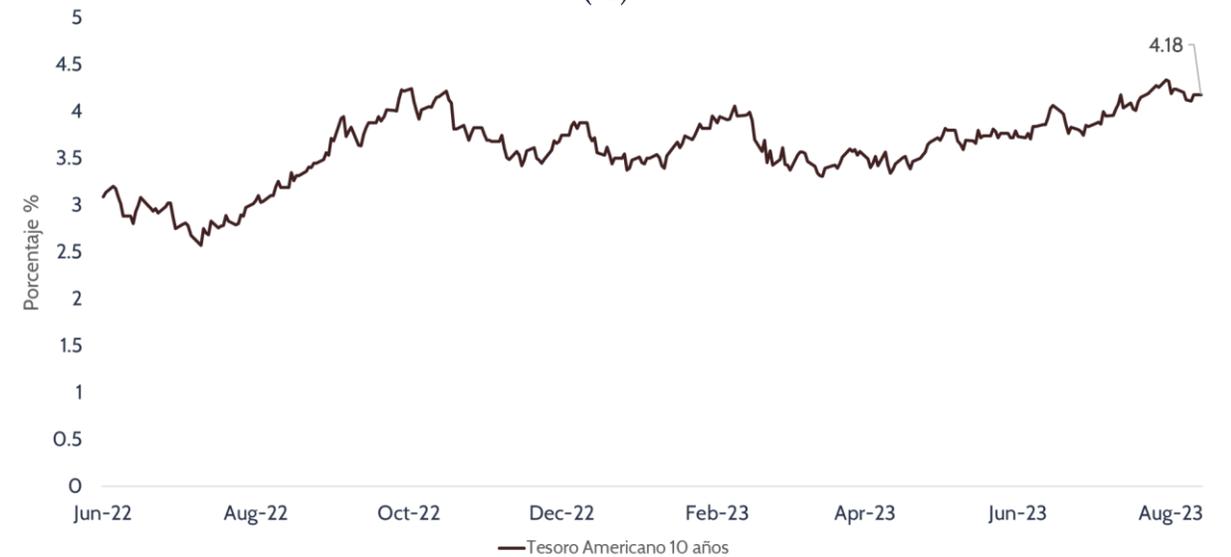
En el mes, tasas largas de los **bonos del Tesoro subieron con mayor fuerza**

El Tesoro a 10 (T10) años se ubicó cómodamente por encima del 4%, nivel que ha sostenido en los primeros días de septiembre

Tesoros: Curva de Rendimientos (%)



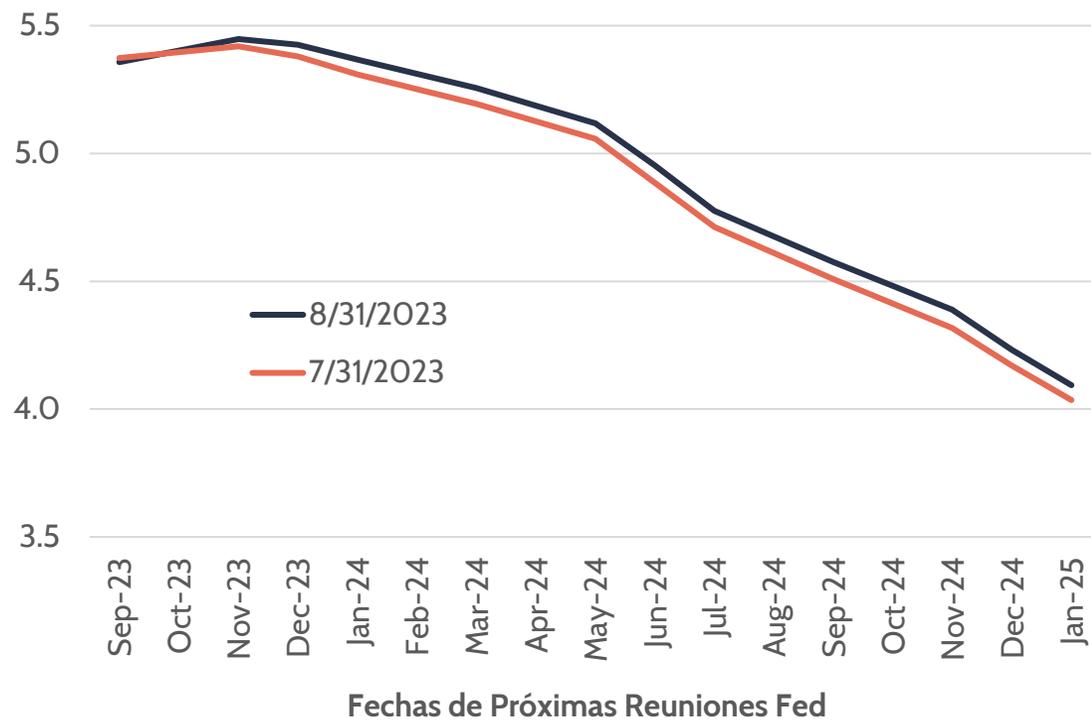
Tasas del Tesoro a 10 años (%)



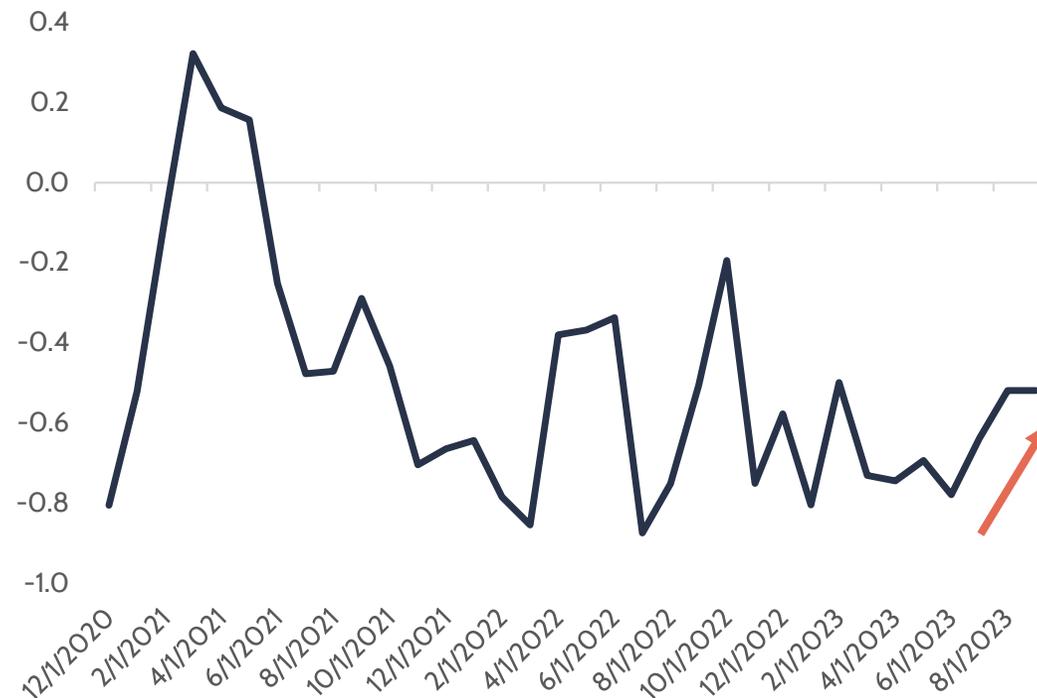
T10 subió 15pbs en el mes, 12pbs son explicados por mayor prima por plazo

Mercado ajustó sus expectativas de cuán restrictiva ve la política monetaria y exigió un mayor premio (respecto a julio) por bonos más largos

Senda de tasa Fed esperada por el Mercado de Bonos (%)



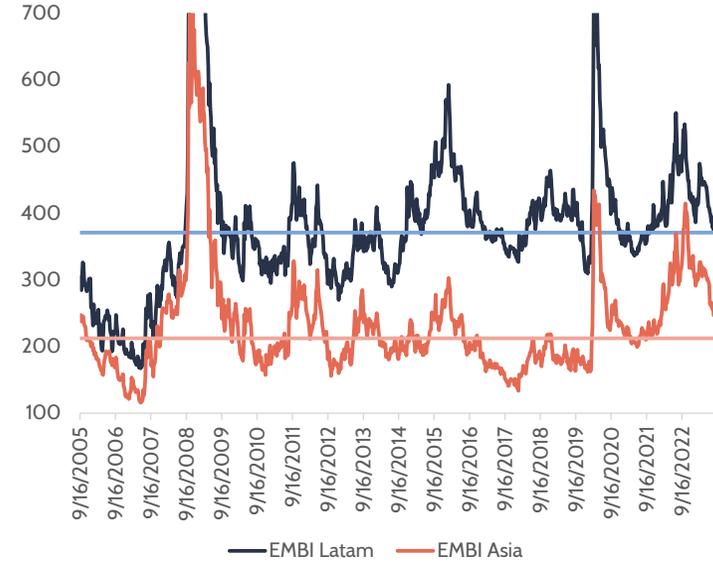
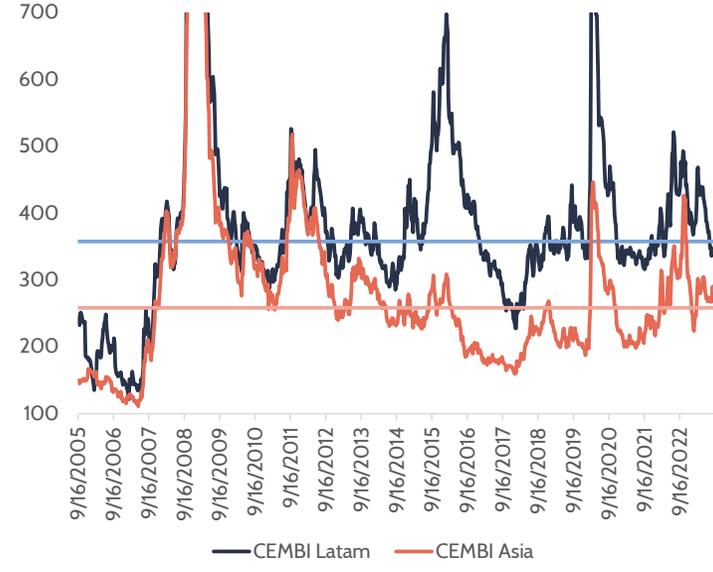
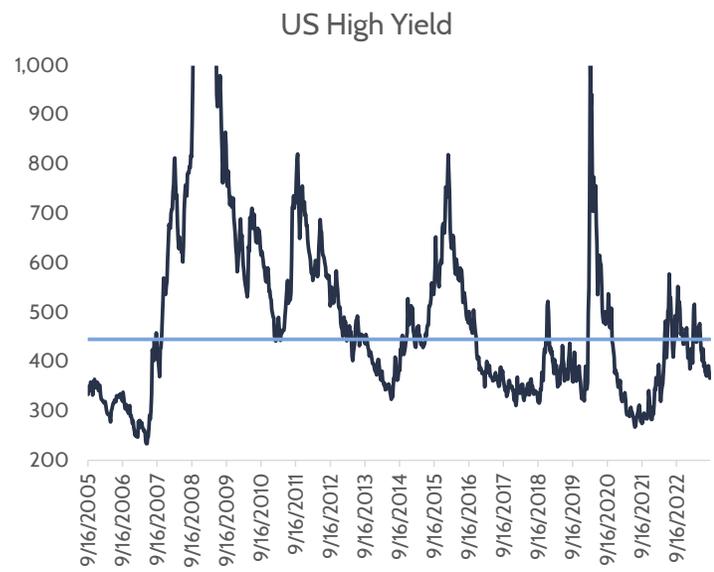
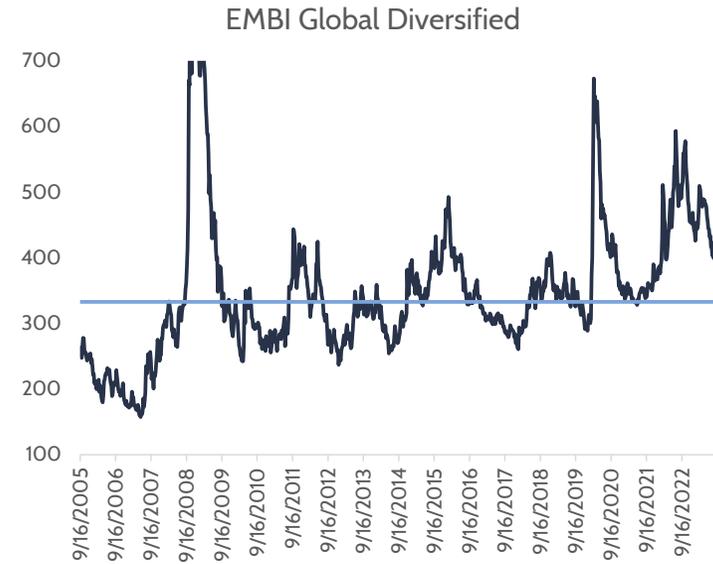
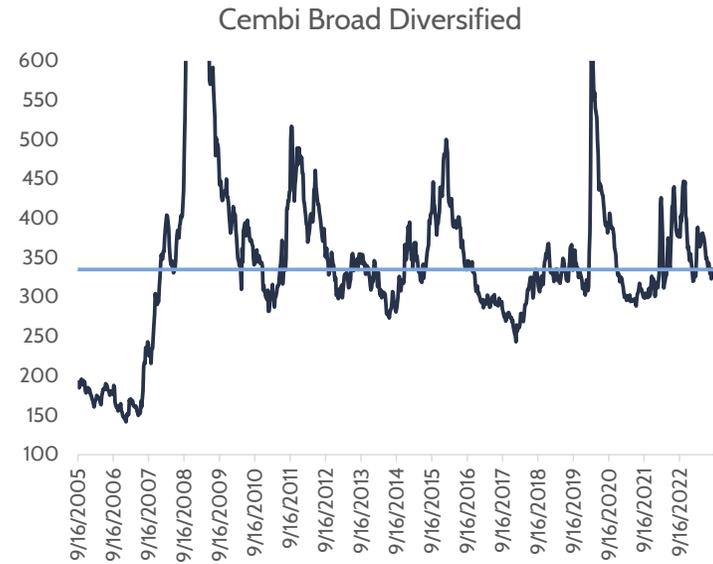
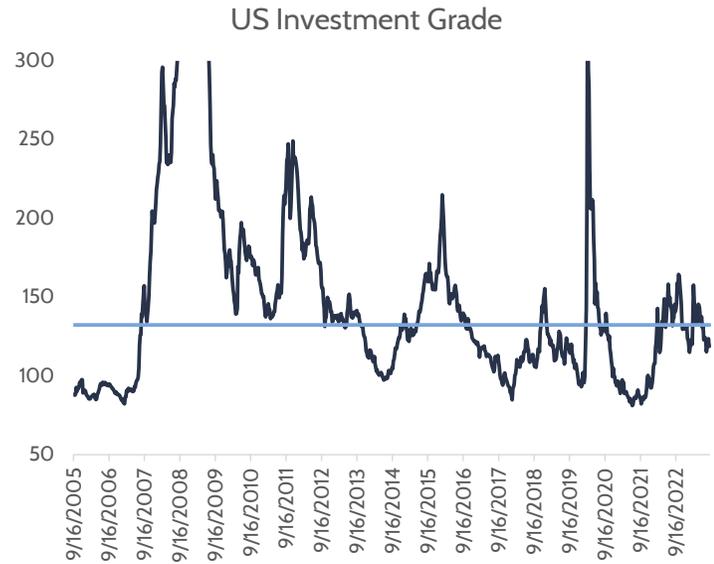
Prima por Plazo estimada por ACM* (%)



Fuente: Bloomberg, elaboración propia con datos al 31/08/2023.

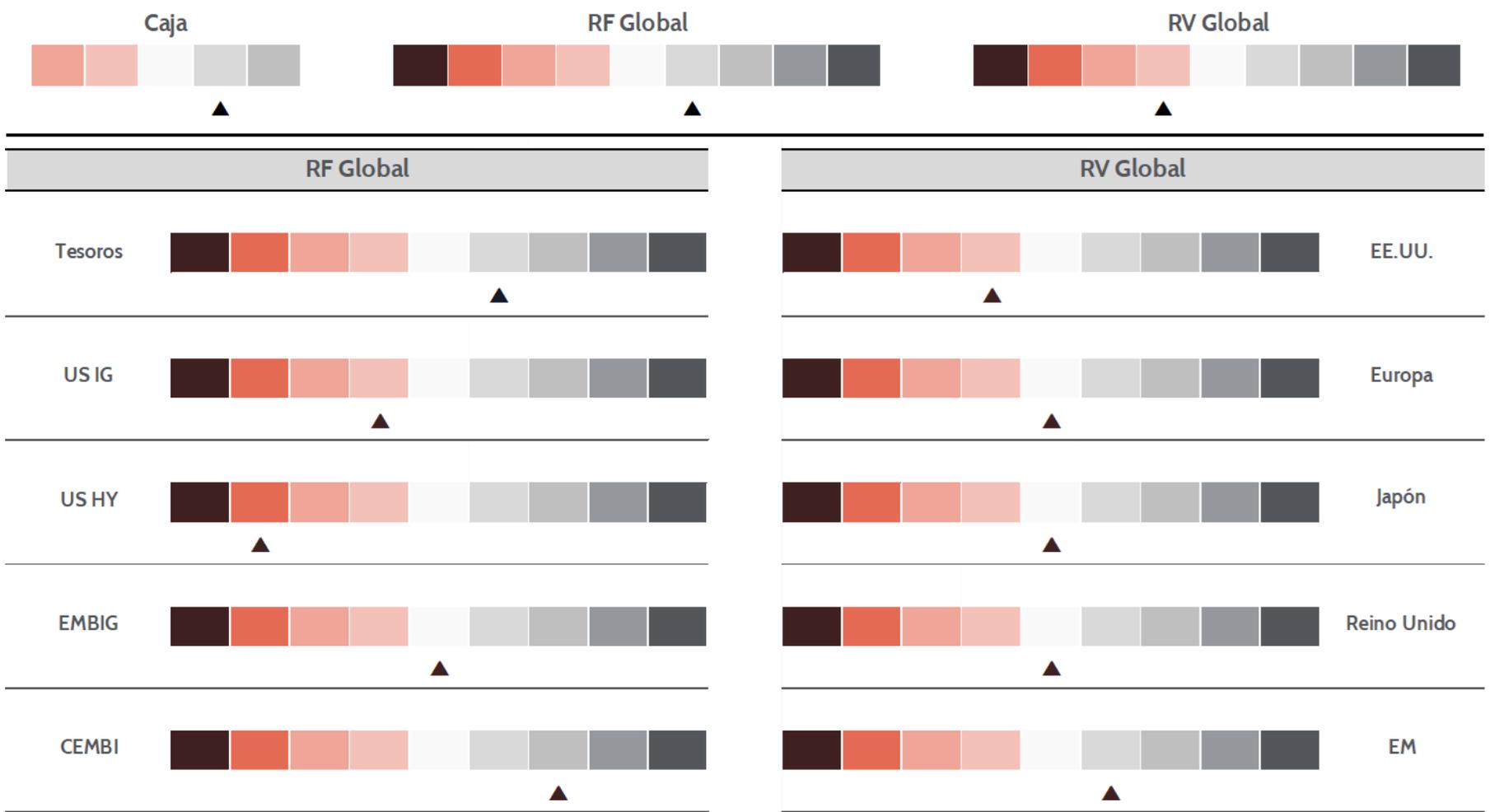
*Modelo de Adrian, Crump & Moench (2013)

Spreads Corporativos de EE.UU. por debajo de sus promedios históricos



Fuente: Bloomberg, elaboración propia con datos al 31/08/2023

Posicionamiento **Recomendado**



▲ Mes anterior
▲ Mes actual

Mínimo	-20%	-10%	-5%	-2%	0%	0%	2%	5%	10%
Máximo	-10%	-5%	-2%	0%	0%	2%	5%	10%	20%

Posicionamiento Recomendado

Activos Globales

Posicionamiento respecto de una cartera neutral

Activo	Comentarios	Subponderar	Neutral	Sobreponderar
Renta Fija	<p>La renta fija ofrece tasas históricamente atractivas en todas las subclases. Pese a ello, la incertidumbre sobre la inflación ha prevenido a los bonos de recuperarse rápidamente este año (en comparación con las acciones), al mantener las tasas presionadas al alza (como lo sucedido en agosto). La rentabilidad proviene principalmente del pago de cupones, lo que es un cambio de paradigma respecto a la década anterior. Mantenemos una visión constructiva en la medida que la desaceleración de la economía global sigue su curso y los bancos centrales se acercan al punto de inflexión en la subida de tasas de interés.</p>			
Renta Variable	<p>Durante la caída de las acciones globales en agosto aprovechamos en acercar el posicionamiento a neutral comprando. Las valorizaciones siguen elevadas, pero el cambio de visión del mercado desde una recesión en EE.UU. hacia una escenario de no recesión da soporte al sentimiento de mercado en el corto plazo. Los riesgos son más balanceados que en meses anteriores (si no hay recesión los riesgos por el lado de inflación pueden mantenerse) por lo que preferimos mantener un posicionamiento cercano al neutral en acciones.</p>			

▼ Posicionamiento Actual

▲ Posicionamiento Anterior

Posicionamiento **Recomendado**

Renta Fija Global

Posicionamiento respecto de una cartera neutral de RF

Activo	Comentarios	Subponderar	Neutral	Sobreponderar
Tesoros	Las tasas subieron nuevamente en agosto, con los tesoros a 10 años llegando a 4.18%. Pese a que datos de inflación mantienen tendencia a la baja, el consumidor en EE.UU. mantiene el dinamismo y soporta al sector servicios, lo que alimenta la incertidumbre sobre la inflación futura. La prima por plazo explica esta subida de tasas. Con la desaceleración de la actividad económica en marcha, las presiones alcistas sobre tasas debería moderarse, haciéndose cada vez más atractivo un posicionamiento largo en duración.			
US Investment Grade	La subida de tasas base y la demanda por activos de alta calidad crediticia han mantenido comprimidos los spreads de esta sub clase. Mantenemos la muy ligera subponderación debido al riesgo de mayores subidas de tasa base (que no serían compensados por el spread) y si se valida el escenario contrario de aterrizaje suave, el resto de activos tendría una mejor rentabilidad.			
US HY	La corta duración y el alto nivel de devengo (por las tasas altas) ha mantenido el apetito por esta sub clase de activo de renta fija. Conforme se materializa la desaceleración de la economía de EE.UU. y la política monetaria restrictiva empieza a debilitar a las compañías los spreads deberían ampliarse. El principal riesgo a esta posición es una reaceleración de la economía, que incrementaría el apetito por riesgo.			
Emergentes	Mantenemos la sobreponderación de bonos Corporativos en EM, con sesgo a mayor riesgo crediticio en Latinoamérica, región que se ha mantenido aislada de los problemas en China y los temas egopolíticos en Europa. Las valorizaciones se ven atractivas versus corporativos en EE.UU., por lo que mantenemos esta posición dada las altas tasas.			

▼ Posicionamiento Actual

▲ Posicionamiento Anterior

Posicionamiento Recomendado

Renta Variable

Posicionamiento respecto de una cartera neutral de RV

Activo	Comentarios	Subponderar	Neutral	Sobreponderar
EE.UU.	La inflación se viene moderando y las expectativas sobre la economía cada vez son mejores este año. No obstante los niveles de valorización y la concentración del índice en pocas acciones tecnológicas nos hacen preferir diversificar el portafolio sobreponderando otras regiones.			
Europa	La región enfrenta aún las consecuencias de su dependencia energética respecto a otros países. Los recientes datos de actividad sugieren una potencial recesión cercana, considerando además el riesgo de la desaceleración de China. Las valorizaciones y el sesgo al factor Value de estas acciones nos hacen mantener un posicionamiento neutral.			
Japón	El optimismo respecto a las acciones de japón se ha mantenido por varios meses en la medida que el problema inflacionario pone la expectativa de una salida a la trampa de liquidez que enfrenta la economía hace décadas. Sin embargo, la sensibilidad al crecimiento global y la incertidumbre sobre el traspaso de esta inflación a márgenes de las empresas nos hace mantener en neutral esta posición.			
Reino Unido	Las valorizaciones se encuentran en los percentiles bajos, pero el panorama inflacionario sugiere mantener la cautela en este mercado debido al riesgo de mayores incrementos de las tasas de interés por parte del Banco de Inglaterra. Mantenemos la neutralidad.			
Asia Emergente	Mantenemos el posicionamiento neutral debido el balance entre el deterioro de los fundamentos (riesgos al crecimiento en China en el corto plazo) y las valorizaciones que recogen mucho de estas malas noticias.			
Latinoamérica	Las valorizaciones se mantienen en terreno atractivo, pese al rendimiento elevado de las acciones este año. Las presiones inflacionarias globales y los riesgos alcistas para los commodities agrícolas han mantenido la visión fundamental favorable para la región, más aún considerando que el resto de regiones EM pasa por riesgos domésticos evidentes como la desaceleración de la economía China.			

▼ Posicionamiento Actual

▲ Posicionamiento Anterior

Agenda

- Resumen
- Macro Global y Temas Coyunturales
- Activos
 - Renta Fija vs Renta Variable
 - Renta Variable Global
 - Renta Fija Global
 - Posicionamiento y Comentarios
- **Temas de Seguimiento y Anexos**

Sep-23 vendría con **subidas de tasas en Europa y estabilidad en EEUU**

En Jackson Hole, Powell no se refirió a la posibilidad que la Fed suba nuevamente su tasa, aunque si reiteró que la meta de inflación es 2% y que no estaba claro si la tasa de interés de largo plazo había aumentado

- **Esperamos que la Fed deje su tasa estable en 5.50% en sep-23:**

Emisor dejará la puerta abierta para una subida adicional en nov-23. Revisión de proyecciones podría implicar que los miembros de la Fed, en promedio, consideran una tasa de largo plazo superior al 2.50%.

- **BCE volvería a subir en sep-23:**

Esperamos que la tasa de depósitos se incremente 25 pbs hasta 4%. Pese a la debilidad económica reciente, una inflación núcleo aún sobre el 5% presionaría al emisor a actuar una vez más. Sin embargo, podría ser el último incremento de este ciclo.

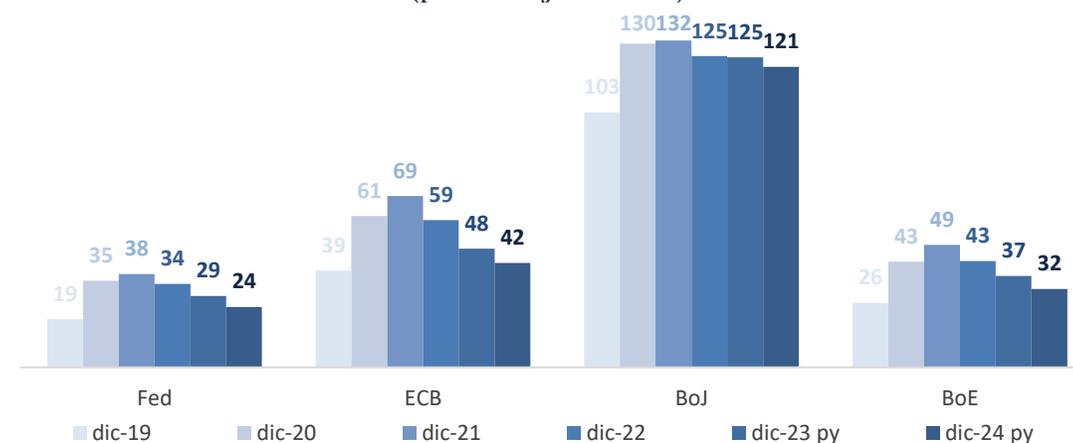
- **BoE aumentaría 25 pbs hasta 5.50% en sep-23:**

Una inflación núcleo cercana al 7%, en medio de una economía con resultados algo mejor de lo esperado, implican incluso una posible subida adicional en nov-23.

- **Parece poco probable que el BoJ se vuelva a mover este año:**

El emisor cambió su política de Control de la Curva de Rendimientos (YCC, por sus siglas en inglés) y ahora comprará bonos a 10 años a una tasa del 1.0%, un aumento respecto al 0.5 % previo.

Hoja de balance
(porcentaje del PIB)



**dovish*: bajistas en tasas; *hawkish*: alcista en tasas.

**FOMC: Comité Federal del Mercado Abierto, por sus siglas en inglés

Fed: Reserva Federal; BCE: Banco Central Europeo; BoJ: Banco de Japón; BoE: Banco de Inglaterra.

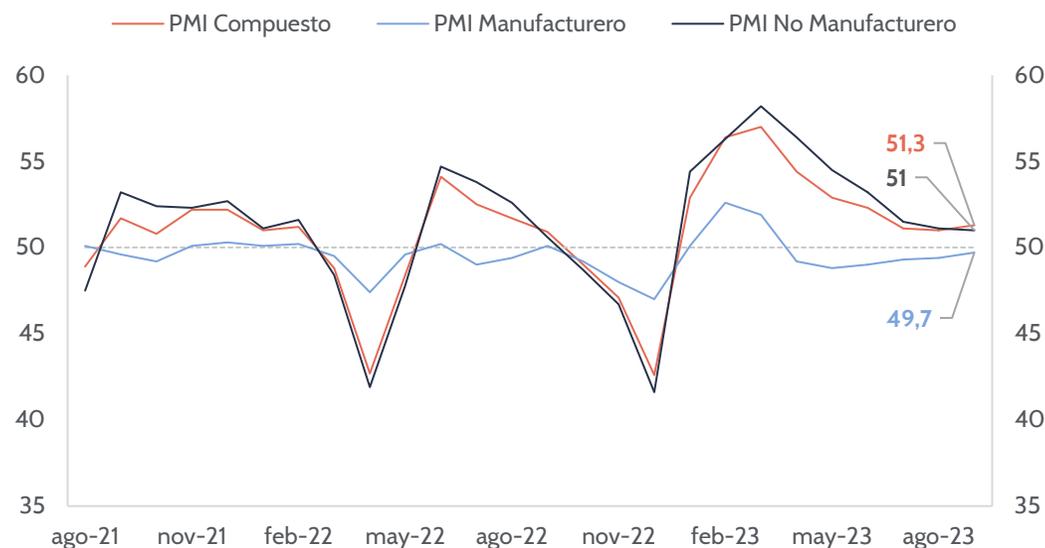
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Información al 07/09/2023.

China: Las perspectivas empresariales se habrían estabilizado gracias a los estímulos

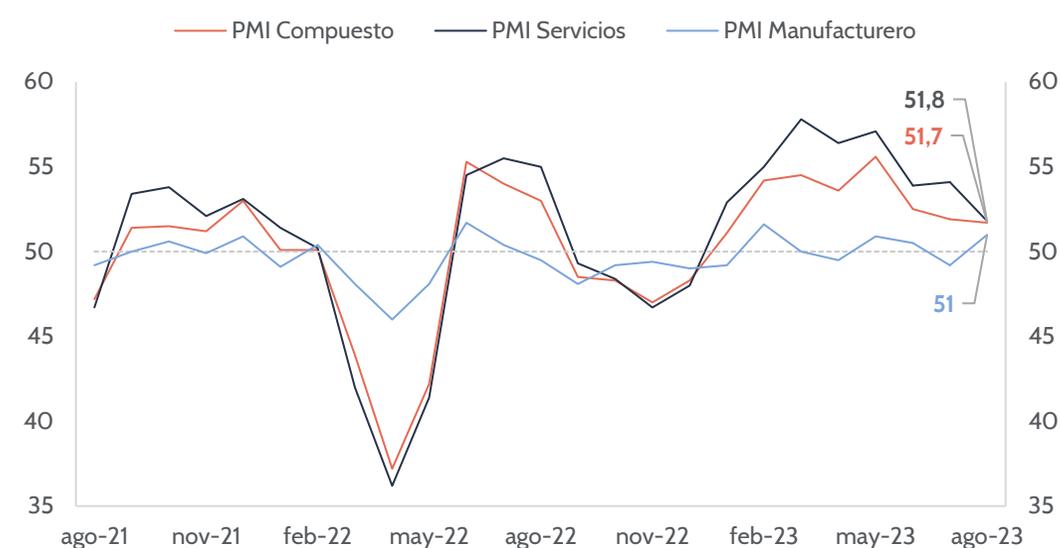
Una serie de medidas tras la reunión del Politburó habrían impulsado marginalmente las perspectivas económicas agregadas de los empresarios

- Pese a ello, la incertidumbre entre los empresarios manufactureros persiste, en particular entre aquellos con vocación al mercado interno, pues el PMI manufacturero (NBS) completa varios meses en terreno contractivo, mientras que el PMI no manufacturero (NBS) continúa desacelerándose.
- Entretanto, el PMI manufacturero (Caixin) privado sorprendió en ago-23, volviendo a terreno expansivo (51 pts), mientras que el PMI de servicios (Caixin) siguió desacelerándose.

PMI Oficial (NBS)
(índice, >50 indica expansión)



PMI Privado (Caixin)
(índice, >50 indica expansión)

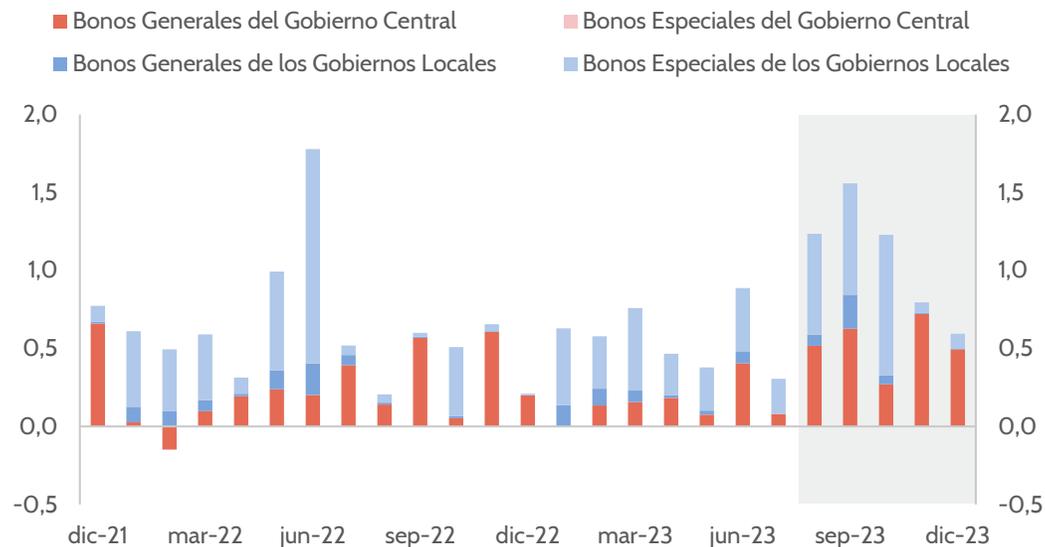


China: El financiamiento gubernamental será clave para impulsar el crecimiento

Para contrarrestar los vientos en contra del crecimiento, se espera que se acelere la emisión de bonos gubernamentales

- En particular, habrían CNY 4.2 billones (bll) disponibles para financiamiento en 2023H2 (de CNY 7.7 bll estipulados para 2023). Además, se espera una cuota adicional de CNY 0.5 bll vía LGSB para financiar proyectos relacionados con infraestructura y construcción municipal.
- No obstante, las condiciones fiscales seguirían enfrentando desafíos como la disminución en los ingresos por ventas de tierras y las mayores restricciones para el financiamiento vía vehículos de financiación de los gobiernos locales (LGFV).

Emisión neta mensual de bonos gubernamentales
(CNY billones)

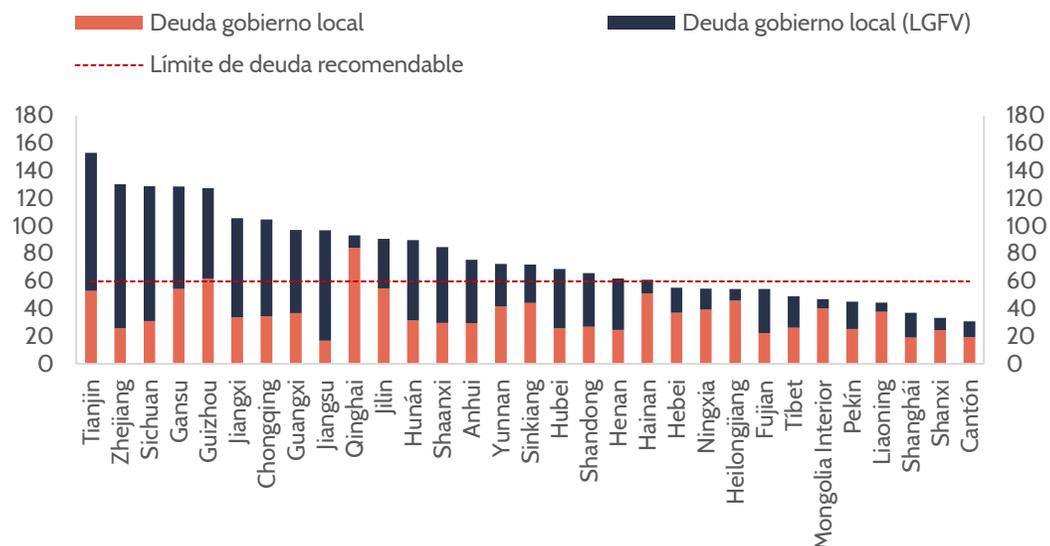


China: Los LGFV representan un riesgo creciente para la economía de China

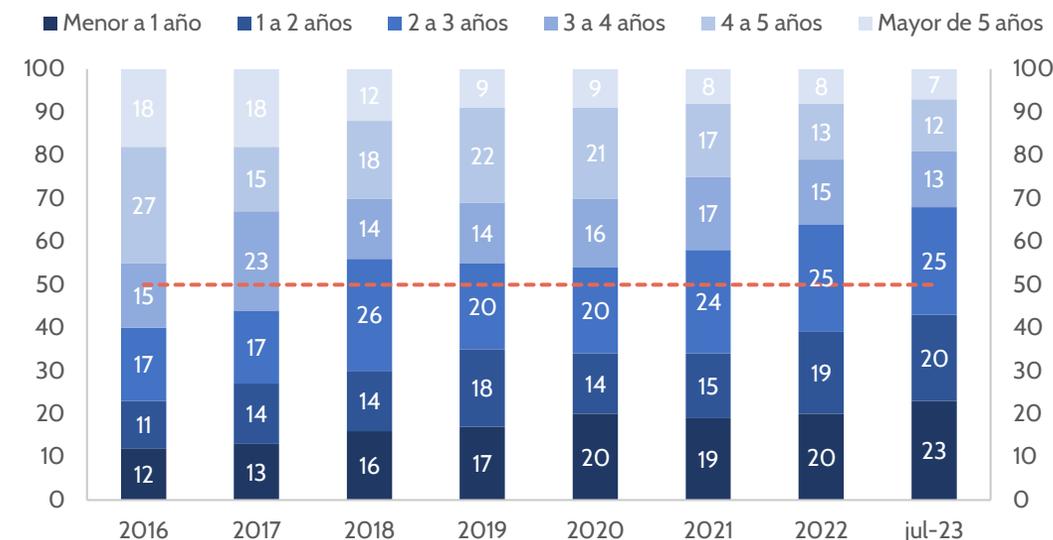
Este tipo de deuda “oculta” ha hecho que la deuda estimada de los gobiernos locales supere el valor recomendable como porcentaje del PIB local

- Además, la proporción de bonos de menor duración está aumentando entre los LGFV, lo que implica un ajuste rápido que podría derivar en un menor impulso al crecimiento desde la política fiscal.

Deuda estimada como porcentaje del PIB local, según ciudad (porcentaje)



Bonos LGFV en circulación desglosados por vencimiento (porcentaje)

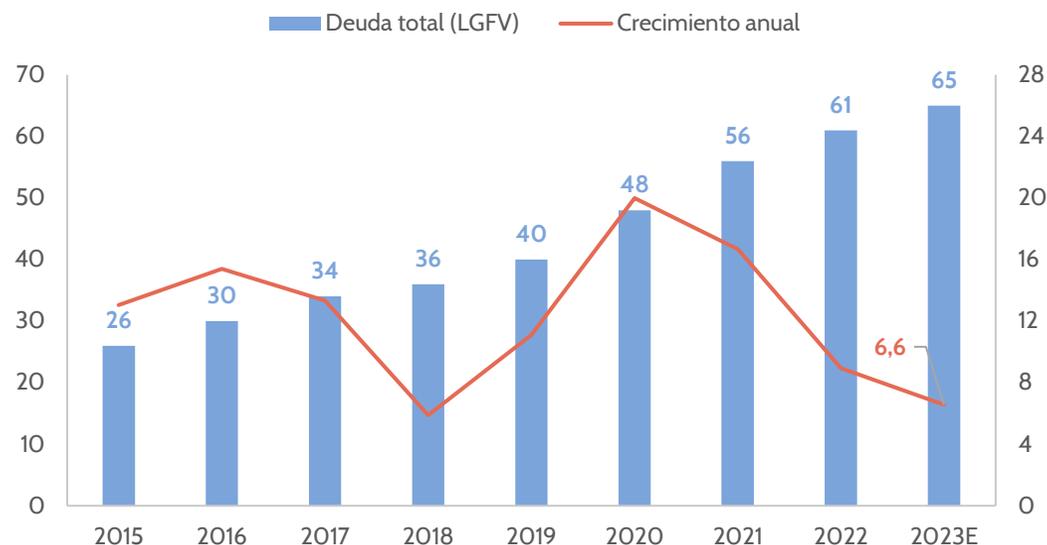


China: Las autoridades permitirán la emisión de bonos para pagar deuda “oculta”

Aunque el gobierno dio un paso importante para solucionar el problema de los LGFV, este podría no disipar el riesgo que ello representa

- El Ministerio de Finanzas ha informado sobre el programa de “bonos de refinanciación”, el cual permitirá a los gobiernos provinciales recaudar alrededor de CNY 1 bln a través de la venta de bonos para pagar la deuda de los LGFV y otros emisores fuera de balance.
- No obstante, dicha cantidad es poca en comparación con los CNY 65 bln (o 53% del PIB) que se estima que tendrán los LGFV a cierre de 2023.

Deuda pendiente bajo concepto de LGFV
(CNY billones; porcentaje)

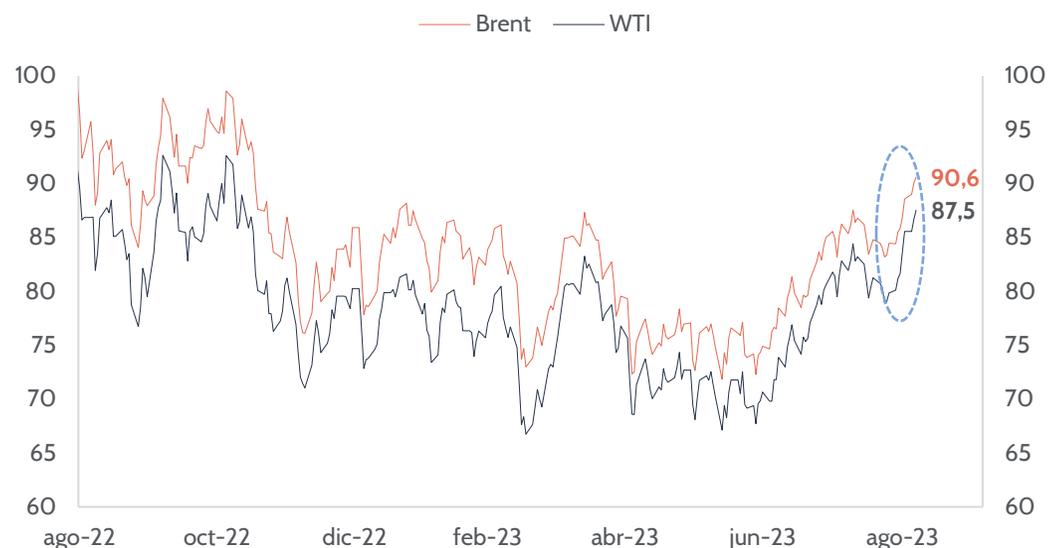


Petróleo: presionado por **nuevos recortes de la OPEP+**

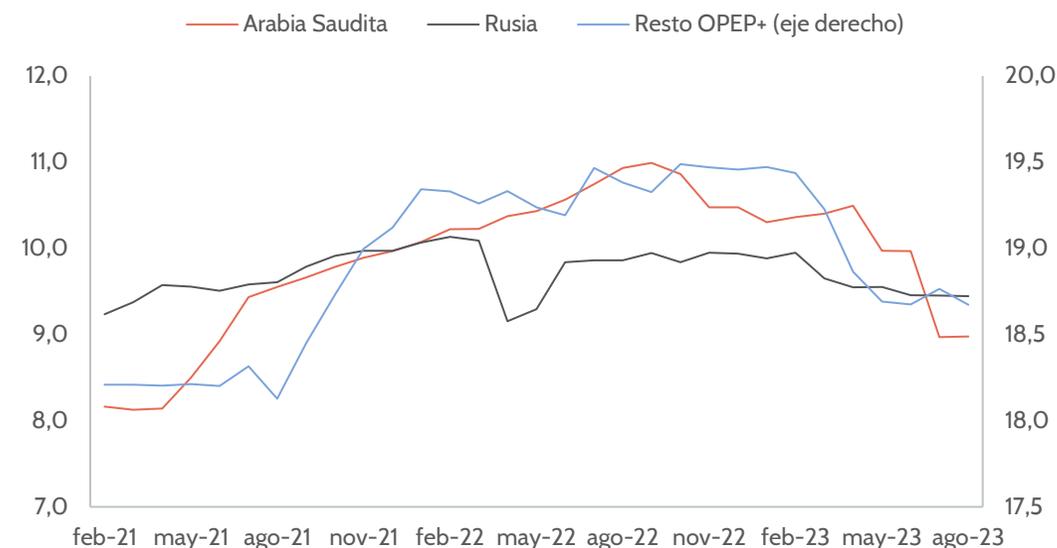
Con el propósito de mantener los precios altos, Arabia Saudita acordó extender el recorte en su producción hasta dic-23, mientras que Rusia optó por restringir sus exportaciones lo que queda del año

- El recorte llevado a cabo por Arabia Saudita ascendería a 1 mbd, por lo que su producción continuará alrededor de los 9 mbd. Por su parte, Rusia ampliará la reducción voluntaria de 300 kbd en sus exportaciones hasta dic-23.
- Ambos actores dejaron abierta la posibilidad de revisar sus posiciones “dependiendo de la situación del mercado mundial”.

Precios internacionales del petróleo
(USD/barril)



Producción de petróleo crudo OPEP+
(mbd)

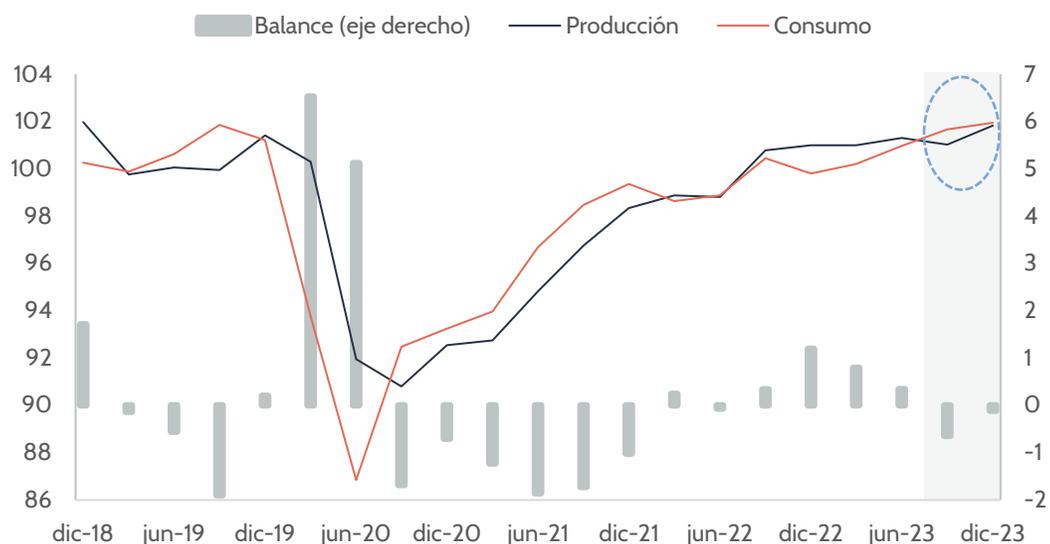


Petróleo: inventarios estarían cayendo en línea con un **mercado en déficit**

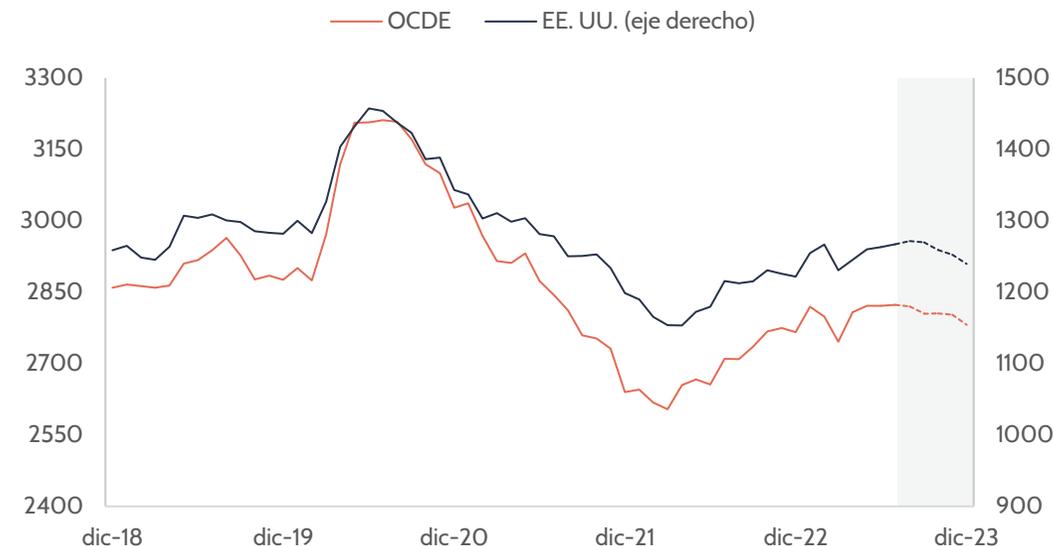
Una demanda mayor que la oferta en el mercado de petróleo y otros combustibles líquidos estaría presionando los precios al alza

- De acuerdo con las últimas estimaciones de la EIA, el mercado internacional de combustibles podría estar atravesando por un déficit que se extendería hasta finales de 2023. En consecuencia, los inventarios mundiales estarían disminuyendo.

Balance mercado mundial de petróleo y otros combustibles líquidos (mbd)



Volumen de inventarios de petróleo y otros combustibles líquidos (mb, eop)





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 Portfolio Solutions 16 años	Arnoldo Casas Director Portfolio Solutions 21 años	Camilo Garcia VP Portfolio Solutions 12 años
---	---	---	---	---

Equipo de Mandatos

Marcela Ramírez Asociado Sr	Yenhs Pelaez Analista Sr
José A. Guiza Asociado	Sandra Moreno Analista Sr
Oscar Figueroa Asociado	Cristobal O’Ryan Analista Sr
Nicolás Torres Analista Sr	Felipe Ramírez Analista
Vairo Bravo Operador Sr	TDB Analista

Equipo de Estrategia

Andrés Naveros Asociado	Andrés Herrera Asociado Sr
Camilo Ramirez Analista Sr	TBD Asociado
Edward Gómez Analista	David Cuadros Analista Sr
Alexander Rojas Analista	TBD Analista Sr

| 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.

