

REPORTE MENSUAL DE MERCADOS

ESTRATEGIA DE INVERSIONES
SOLUCIONES DE PORTAFOLIO

Junio | 2020

Agenda

- **Desempeño de Mayo**
- Panorama Global
 - Fundamentos Macro - Evolución
 - RF vs RV
 - RF
 - RV
 - Temas coyunturales
- Posicionamiento y Comentarios
- Anexos

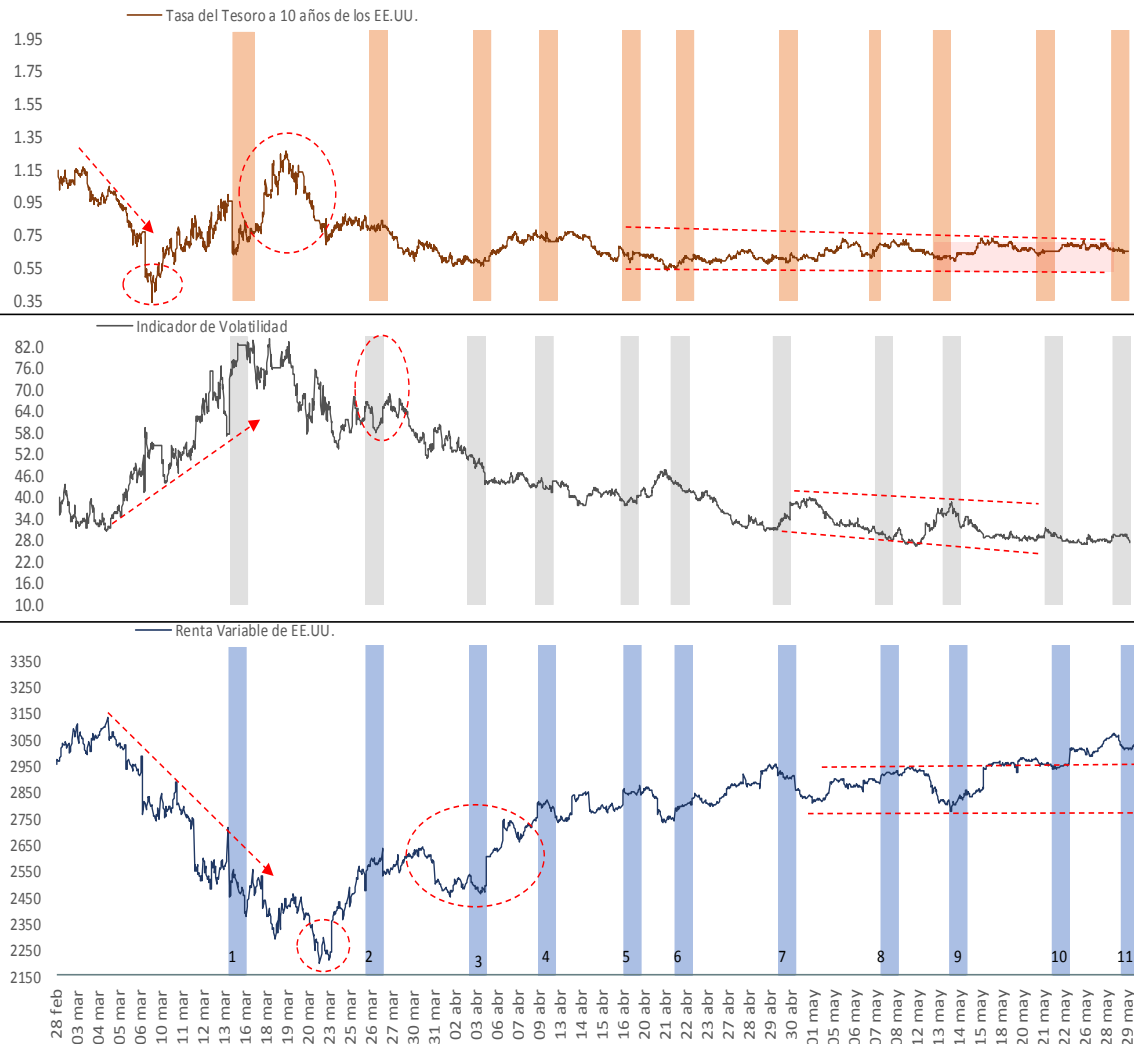
¿Cómo le va a los activos durante el 2020?

Respaldo de bancos centrales y expectativa de reapertura en economías mantienen optimismo

- La recuperación de los mercados que se vio en abril se consolidó en mayo. La disminución del ritmo de contagios en países desarrollados llevó a los gobiernos a evaluar los planes de reapertura de las economías, que se darán a lo largo de junio. Esto, en medio de un contexto de excesos de liquidez que los bancos centrales mantienen en todo el mundo, mantuvo el optimismo del mercado y con ello el impulso a los activos de riesgo que ya descuentan una recuperación económica a niveles pre pandemia.

	Activos Internacionales	YTD	WTD	MTD	Mayo	3 Meses	12 Meses	2019	2018	2017	2016	2015
Renta Fija	Renta Fija Global	1.7	0.2	0.2	0.7	-0.1	5.2	7.1	-1.4	7.7	2.8	-3.3
	Tesoro 10 años	7.8	-0.8	-0.8	-0.3	3.3	11.4	6.9	0.9	2.3	1.0	0.8
	US <i>Investment Grade</i>	3.2	0.2	0.2	1.6	-0.7	10.0	14.5	-2.5	6.4	6.1	-0.7
	US <i>High Yield</i>	-2.9	1.9	1.9	4.4	-3.4	1.3	14.3	-2.1	7.5	17.1	-4.5
	Emergente	-3.1	1.4	1.4	5.0	-5.4	1.8	14.1	-3.0	9.1	9.9	1.2
Renta Variable	Renta Variable Global	-5.7	3.8	3.8	4.3	-0.1	5.4	26.6	-9.4	24.0	7.9	-2.4
	EE.UU.	-2.1	2.6	2.6	5.1	3.8	12.8	30.9	-5.0	21.2	10.9	0.7
	Europa y Asia Des.	-9.9	5.1	5.1	4.4	-3.7	-2.8	22.0	-13.8	25.0	1.0	-0.8
	Reino Unido	-19.1	6.9	6.9	1.1	-10.7	-14.9	21.0	-14.2	22.3	-0.1	-7.6
	Japón	-5.8	1.4	1.4	5.9	3.7	7.0	19.6	-12.9	24.0	2.4	9.6
	Europa ex. RU	-8.1	6.0	6.0	5.7	-3.4	-0.6	24.8	-15.1	26.8	-0.6	-0.6
	Mercados Emergentes	-10.7	6.3	6.3	0.8	-6.9	-4.4	18.4	-14.6	37.3	11.2	-14.9
	LATAM	-30.7	12.6	12.6	6.4	-25.9	-31.9	17.5	-6.6	23.7	31.0	-31.0
	Asia Emergente	-5.9	5.5	5.5	-0.3	-3.9	3.0	19.2	-15.5	42.8	6.1	-9.8
	EMEA	-16.5	5.1	5.1	4.7	-7.2	-12.8	19.3	-8.1	15.9	22.2	-15.1
Commodities	Índice de <i>Commodities</i>	-20.7	0.6	0.6	4.3	-10.4	-17.1	7.7	-11.2	1.7	11.8	-24.7
	Petroleo WTI	-38.9	5.1	5.1	88.4	-20.7	-33.7	34.5	-24.8	12.5	45.0	-30.5
	Petroleo Brent	-39.7	12.6	12.6	39.8	-30.1	-45.2	22.7	-19.5	17.7	52.4	-35.0
	Oro	12.0	-1.8	-1.8	2.6	9.1	32.5	18.3	-1.6	13.5	8.1	-10.4
	Cobre	-10.6	2.7	2.7	3.7	-4.7	-7.8	3.4	-17.5	30.5	17.4	-26.1

¿Qué ha sucedido en los últimos 3 meses?



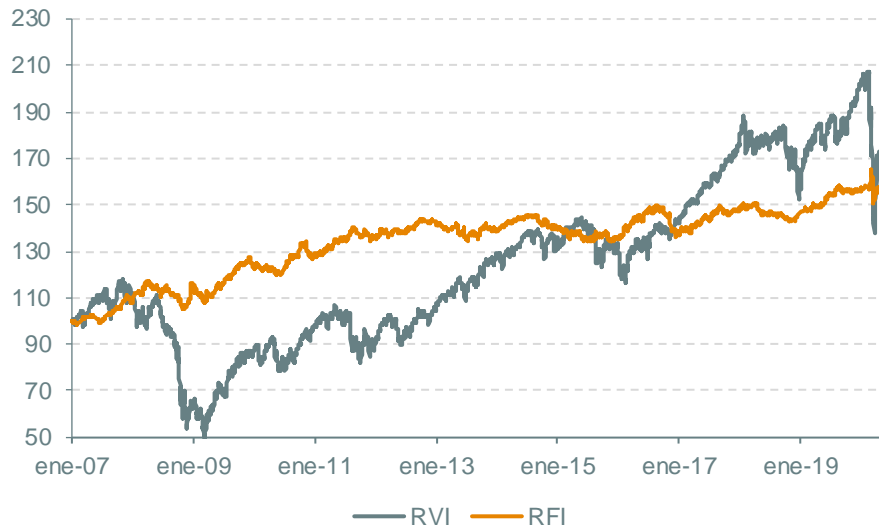
1. La FED anuncia que ampliará la madurez de los papeles del tesoro que puede comprar en su programa de compra de activos de USD 60 mil millones.
2. Caída de los mercados financieros globales se profundiza luego de la sorpresiva decisión de la FED en cortar la tasa de referencia en 100 bps.
3. Senado de EE.UU. Aprueba el mayor rescate económico de su historia para mitigar los efectos del coronavirus.
4. Los datos de empleo en EE.UU. Para marzo mostró una destrucción de empleos de 701 mil, la mayor pérdida de puesto de trabajo desde el mismo mes del 2009.
5. Estados Unidos registró 1,783 muertes a causa del COVID-19 en un solo día y el total asciende a 16,500.
6. El presidente Donald Trump, anunció las pautas para reabrir la economía y poner fin a las prácticas de distanciamiento social en cuatro semanas.
7. El Senado de EE.UU. Aprobó proyecto de ley por USD 484 mil millones para pequeñas empresas y ayuda hospitalaria.
8. La FED anunció que mantendrá su objetivo de tasas de interés entre 0% y 0.25% y se comprometió a mantenerla en ese nivel hasta que la economía se recupere.
9. La ONU pronosticó que la economía mundial se contraerá en 3.2% en 2020; la peor recesión desde la Gran Depresión.
10. El primer ministro chino, Li Keqiang, dijo al Congreso Nacional que Beijing continúa comprometida con la implementación del acuerdo comercial de la Fase 1, pese a la tensión entre ambos países.
11. El gobierno chino podría reducir sus importaciones de productos agrícolas de EE.UU., si Washington responde de manera severa a la imposición de la ley de seguridad nacional de Pekín en Hong Kong.

Performance RVI vs RFI

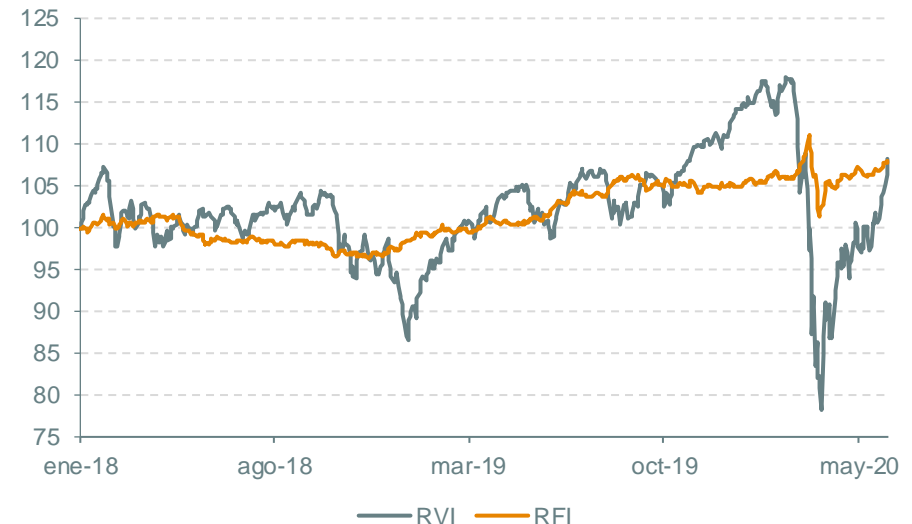
A pesar de la fuerte corrección de marzo, la RVI ha dado la vuelta y está cerca de recuperar lo perdido

- Durante mayo se mantuvo la importante recuperación de las bolsas internacionales, esto asociado a reaperturas de ciertas economías luego de lo peor hasta el momento de la pandemia. Creemos que la mejor visibilidad del mercado hacia la enfermedad y los estímulos monetarios y fiscales que han impulsado casi todos los países en el mundo han impulsado este rally
- Si bien las utilidades de las compañías en 2020 serán bajas, el mercado parece estar pasando por alto esto y concentrándose en el valor de largo plazo de las compañías. Esto se puede hacer principalmente porque los países con sus paquetes fiscales han disminuido la probabilidad de quiebras entregando liquidez, créditos y apoyo directo.

Evolución RVI vs RFI
(Índice ene 2004 = 100)



Evolución RVI vs RFI
(Índice ene 2018 = 100)



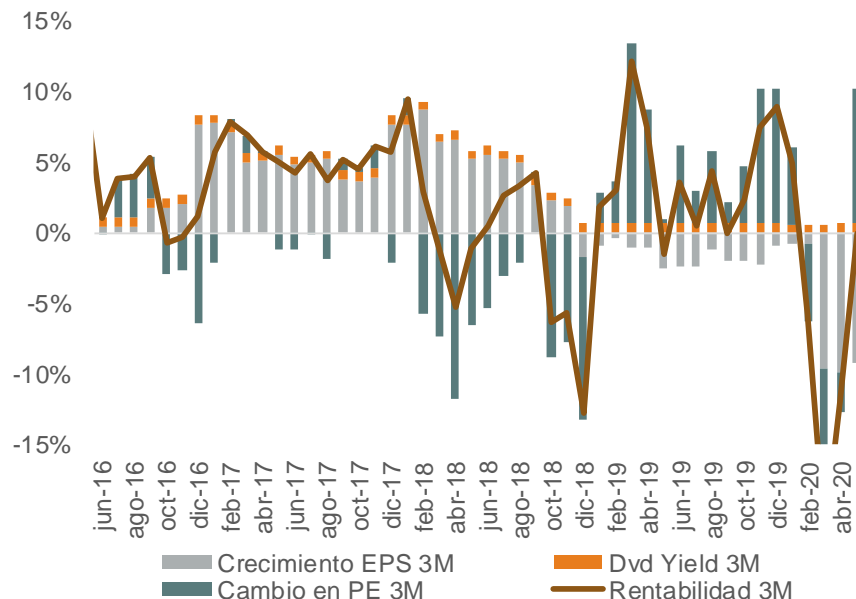
Renta Variable (RVI): Descomposición de retornos

Expansión de múltiplos compensa caída en las utilidades esperadas.

- La recesión global que viene operando desde fines de 1Q20 llevó a la baja de manera muy abrupta las expectativas de utilidades de las empresas para los próximos trimestres. Luego de una contracción de utilidades de más de 10% en el 1Q20 (a lo que se sumó el retiro del guidance por parte de algunas empresas), se espera una caída cercana a -50% en el 2Q20.
- No obstante, la postura agresiva de política monetaria a nivel global y, por tanto, las tasas de interés en mínimos, han guiado una fuerte expansión de múltiplos. El mecanismo es el siguiente: las tasas de interés bajas permiten descontar los flujos futuros en menor magnitud que antes haciendo que el valor fundamental de las acciones suba, a pesar de que se esperan menos utilidades en el corto plazo.

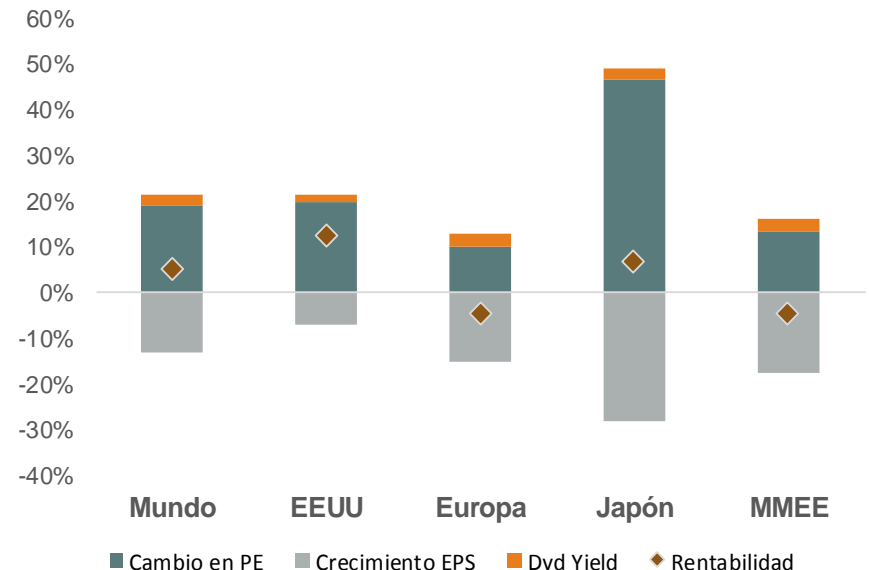
Descomposición retorno acumulado 3 meses RVI

(Crecimiento en Utilidad x Cambio en Múltiplo + Rentabilidad por Dividendo)



Descomposición retorno 12 meses por Regiones

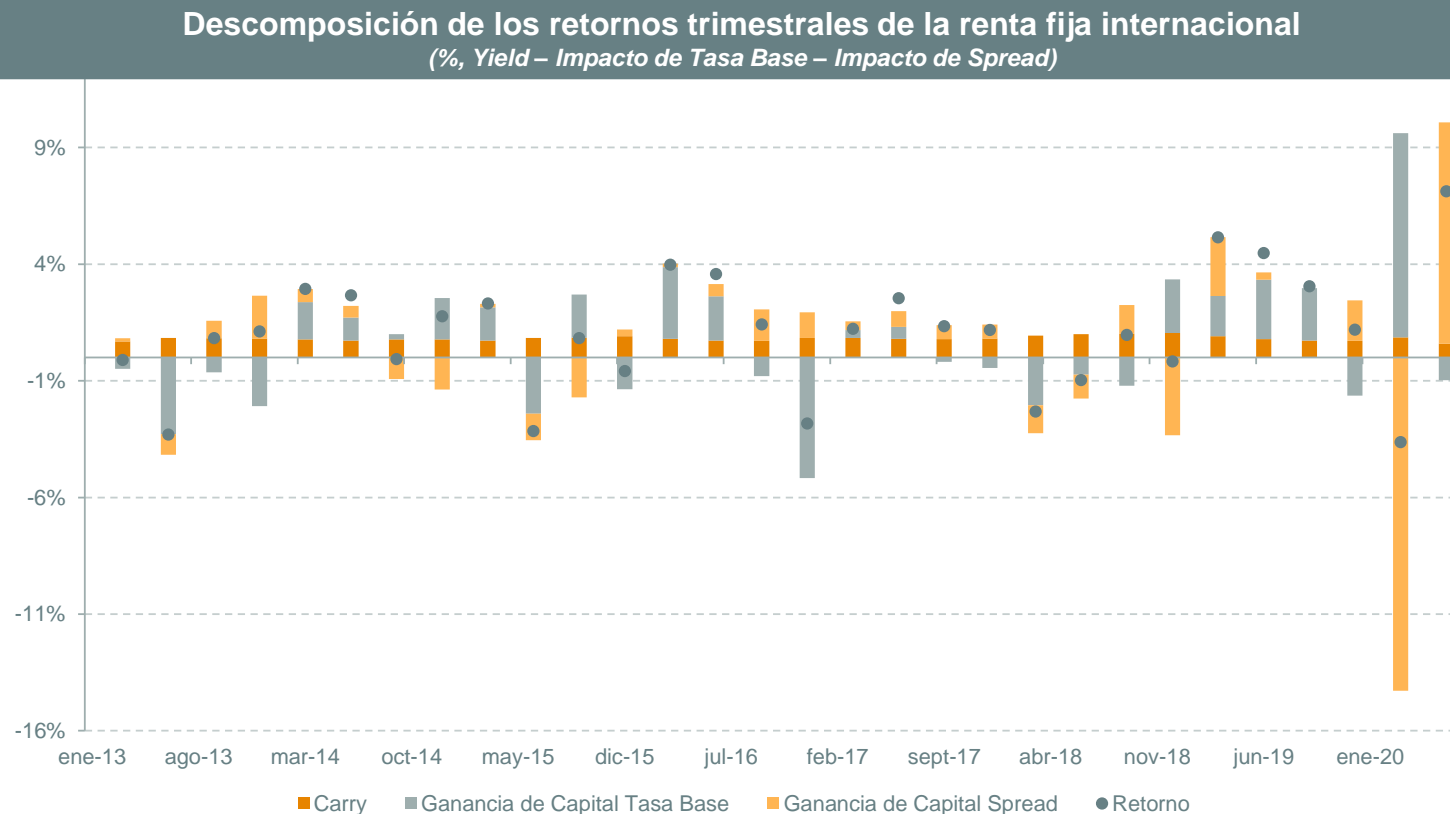
(Crecimiento en Utilidad x Cambio en Múltiplo + Rentabilidad por Dividendo)



Renta Fija (RFI): Descomposición de retornos

Importante compresión de spread han elevado de valoración en la renta fija internacional

- Durante mayo la rentabilidad de los bonos de grado de inversión ha sido positiva
- La Fed anuncio de manera inédita la compra de bonos corporativos principalmente de este tipo, por lo que el mercado rápidamente normalizo los precios que a final de marzo parecían muy castigados. Esta normalización de precios se vio principalmente con una caída en los spreads de los bonos que ha permanecido hasta inicios de junio



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Información al 03/06/2020.

Agenda

- Desempeño de Mayo
- **Panorama Global**
 - Fundamentos Macro - Evolución
 - RF vs RV
 - RF
 - RV
 - Temas coyunturales
- Posicionamiento y Comentarios
- Anexos

Actividad global sigue en zona de contracción

Emergentes lideran la recuperación

- El efecto del COVID-19 sobre los indicadores líderes se ha empezado a diluir y, como anticipamos, las lecturas mínimas se habrían alcanzado en abril para la mayoría de la regiones analizadas.
- A nivel de desarrollados, los índices PMI compuestos en la Eurozona y UK rebotaron considerablemente desde sus niveles mínimos históricos. En EE.UU. el indicador también mostró un salto importante, aunque desde mínimos más altos, lo cual sugiere que el impacto del COVID-19 sobre la economía estadounidense habría sido más moderado que sobre Europa.
- Con respecto a emergentes, el PMI chino volvió a terreno expansivo en mayo, lo cual sugiere que la economía ha recuperado buena parte de la dinámica perdida por el efecto de la pandemia. En contraste, otras regiones que entraron en cierres tardíos, como India, o cuyos casos de COVID se han intensificado recientemente, como Rusia y Brasil, aún mantienen indicadores considerablemente bajos.

PMIs compuestos por país

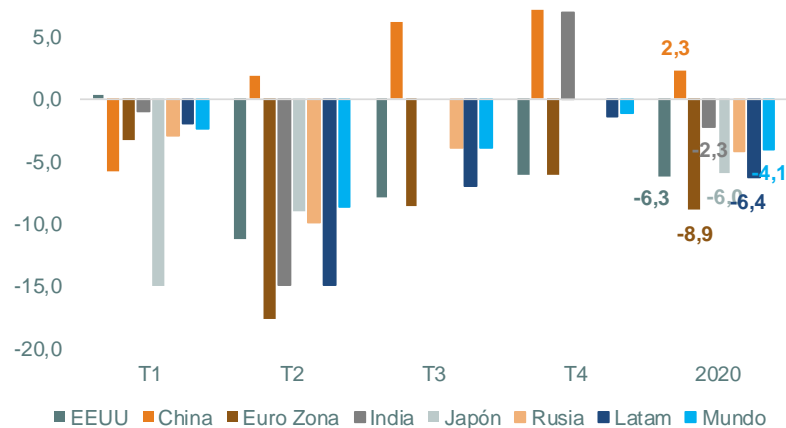
(>50 expansión; <50 contracción)

	Mundo	Desarrollados	EE.UU.	Eurozona	Reino Unido	Japón	Emergentes	China	Brasil	Rusia	India
ene-19	52.1	52.3	54.4	51	50.3	50.9	51.6	50.9	52.3	53.6	53.6
feb-19	52.6	52.9	55.5	51.9	51.5	50.7	51.7	50.7	52.6	54.1	53.8
mar-19	52.8	52.7	54.6	51.6	50	50.4	52.9	52.9	53.1	54.6	52.7
abr-19	52.1	52	53	51.5	50.9	50.8	52.4	52.7	50.6	53	51.7
may-19	51.2	51.1	50.9	51.8	50.9	50.7	51.3	51.5	48.4	51.5	51.7
jun-19	51.2	51.3	51.5	52.2	49.7	50.8	50.9	50.6	49	49.2	50.8
jul-19	51.6	51.7	52.6	51.5	50.7	50.6	51.5	50.9	51.6	50.2	53.9
ago-19	51.3	51	50.7	51.9	50.2	51.9	51.8	51.6	51.9	51.5	52.6
sep-19	51.1	50.7	51	50.1	49.3	51.5	51.8	51.9	52.5	51.4	49.8
oct-19	50.8	50.3	50.9	50.6	50	49.1	51.8	52	51.8	53.3	49.6
nov-19	51.4	50.9	52	50.6	49.3	49.8	52.7	53.2	51.8	52.9	52.7
dic-19	51.6	51.2	52.7	50.9	49.3	48.6	52.2	52.6	50.9	51.8	53.7
ene-20	52.2	52.1	53.3	51.3	53.3	50.1	52.3	51.9	52.2	52.6	56.3
feb-20	46.1	49.5	49.6	51.6	53	47	39	27.5	50.9	50.9	57.6
mar-20	39.4	36.4	40.9	29.7	36	36.2	44.9	46.7	37.6	39.5	50.6
abr-20	26.2	22.2	27	13.6	13.8	25.8	34.6	47.6	26.5	13.9	7.2
may-20	36.3	33.2	37	31.9	30	27.8	42.7	54.5	28.1	35	14.8

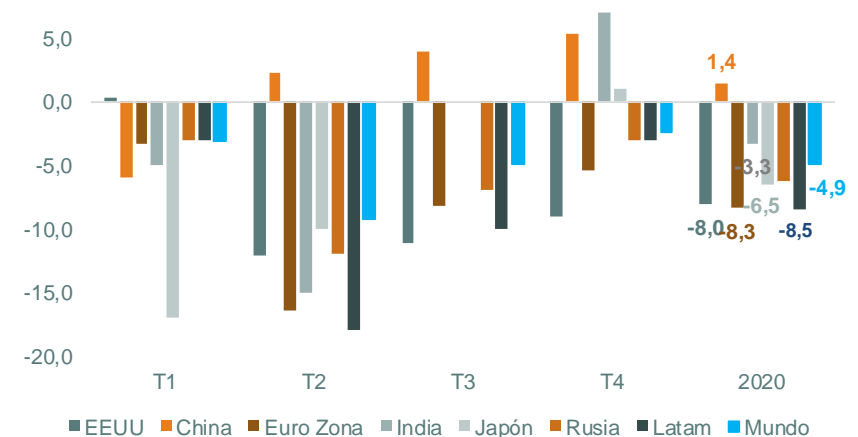
De la realidad...

Fase de reapertura de las economías, clave para determinar duración de la recesión

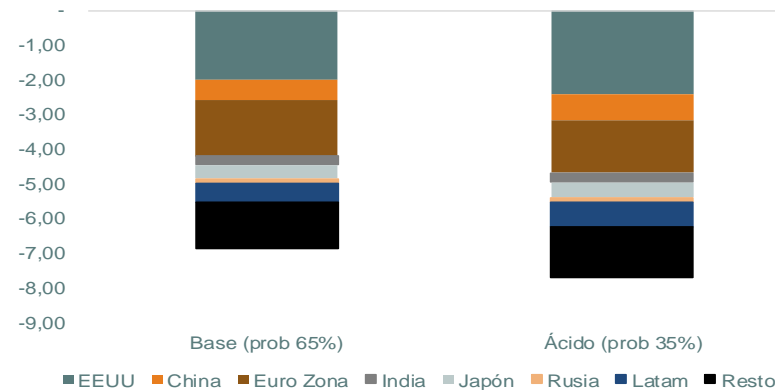
Crecimiento Mundial. Escenario Base (Recesión no duradera; recuperación en V) (Var % a/a)*



Crecimiento Mundial. Escenario Ácido (Recesión duradera; recuperación en U) (Var % a/a)*



Mundo. Efecto sobre crecimiento Escenario Base y Ácido (Diferencia en pp desde el escenario sin coronavirus ni coyuntura petróleo (2,8%))

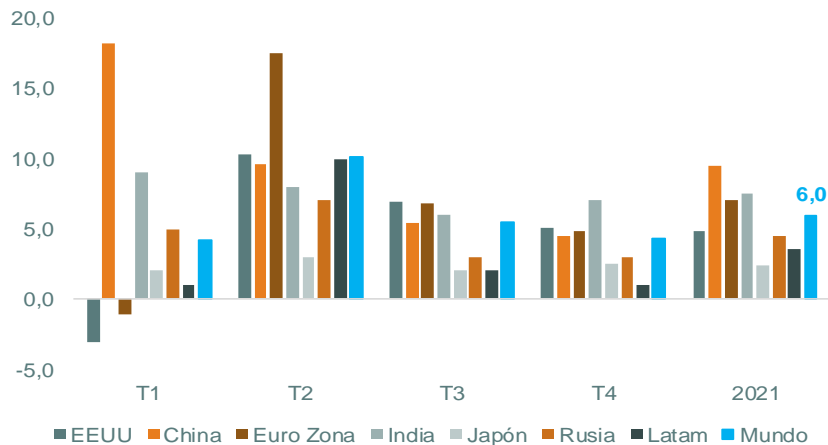


*Economías listadas agrupan el 75% del PIB global

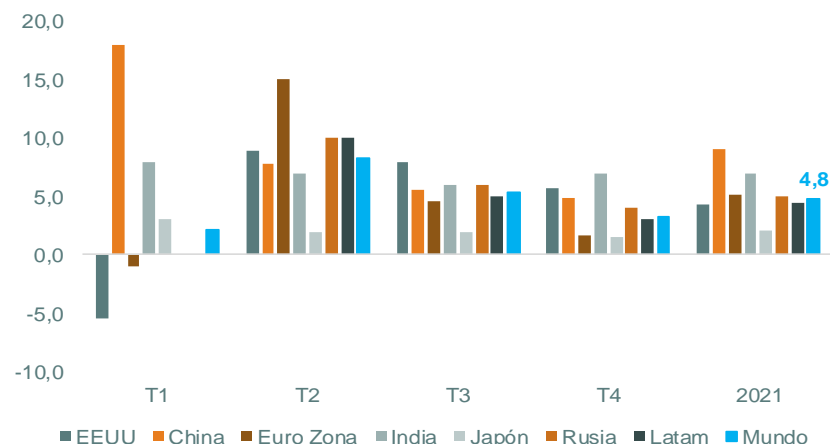
...a la expectativa

Éxito sostenido en la reapertura será clave para un rebote relativamente veloz

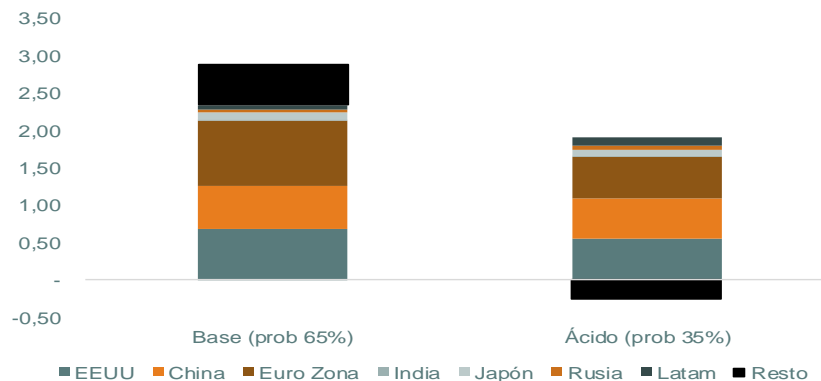
Crecimiento Mundial. Escenario Base (Recesión no duradera; recuperación en V) (Var % a/a)*



Crecimiento Mundial. Escenario Ácido (Recesión duradera; recuperación en U) (Var % a/a)*



Mundo. Efecto sobre crecimiento Escenario Base y Ácido (Diferencia en pp desde el escenario sin coronavirus ni coyuntura petróleo (3,1%))**



*Economías listadas agrupan el 75% del PIB global

**Crecimiento de 3,1% en 2021, asume que la economía crecía 2,8% en 2020

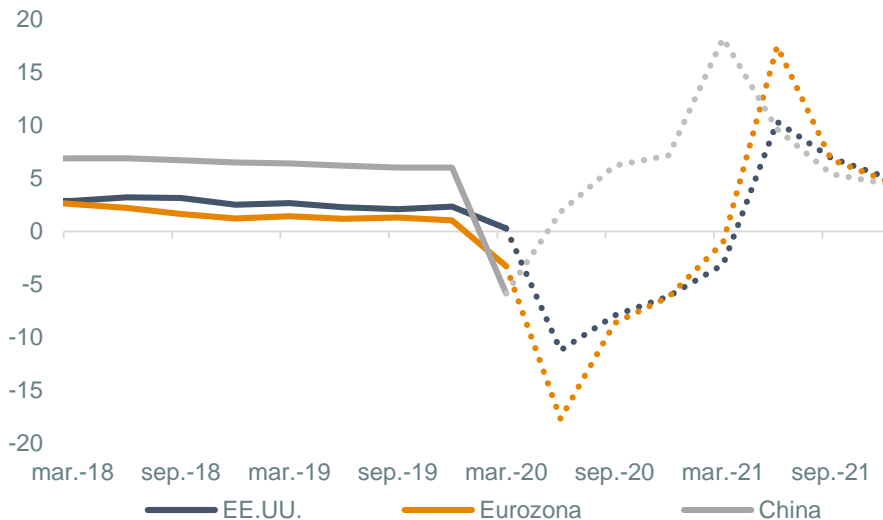
DDMM vs EEMM: Crecimiento favorable a los segundos en 2020

Sin embargo, rebote haría que en 2021 desarrollados cierren la brecha.

- **Las expectativas de crecimiento económico muestran unas perspectivas más favorables para los mercados emergentes en 2020 frente los desarrollados.** Esta dinámica estaría encabezada por economías asiáticas con un importante componente manufacturero, como China y Corea del Sur.
- **En 2021 los mercados desarrollados estarían recuperándose a tasas más sólidas, aunque sin superar significativamente a las economías emergentes.** No obstante, las perspectivas en regiones como EE.UU. y la Eurozona han estado mejorando, en medio de ambiciosos programas de estímulo monetario y fiscal, junto a una reapertura económica mas rápido de lo esperado.

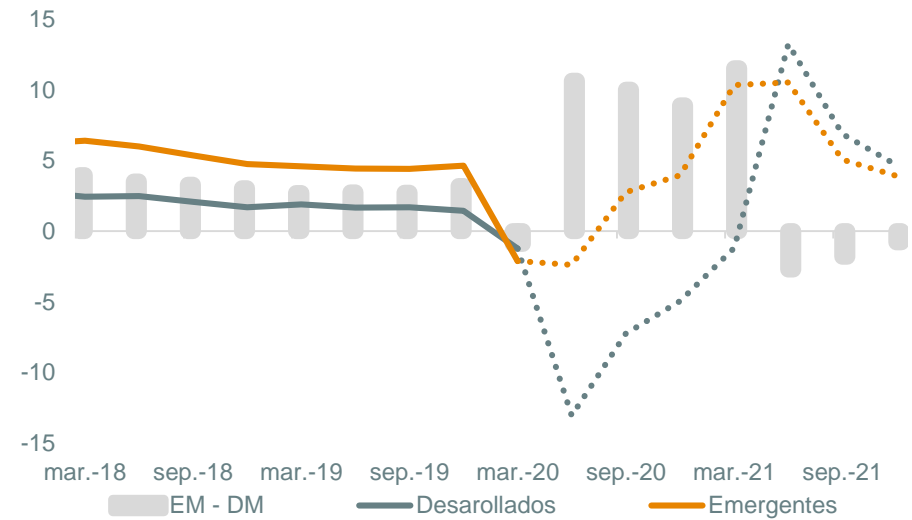
Crecimiento económico EE.UU, Eurozona y China

(Variación anual YoY - línea punteada corresponde a proyecciones)



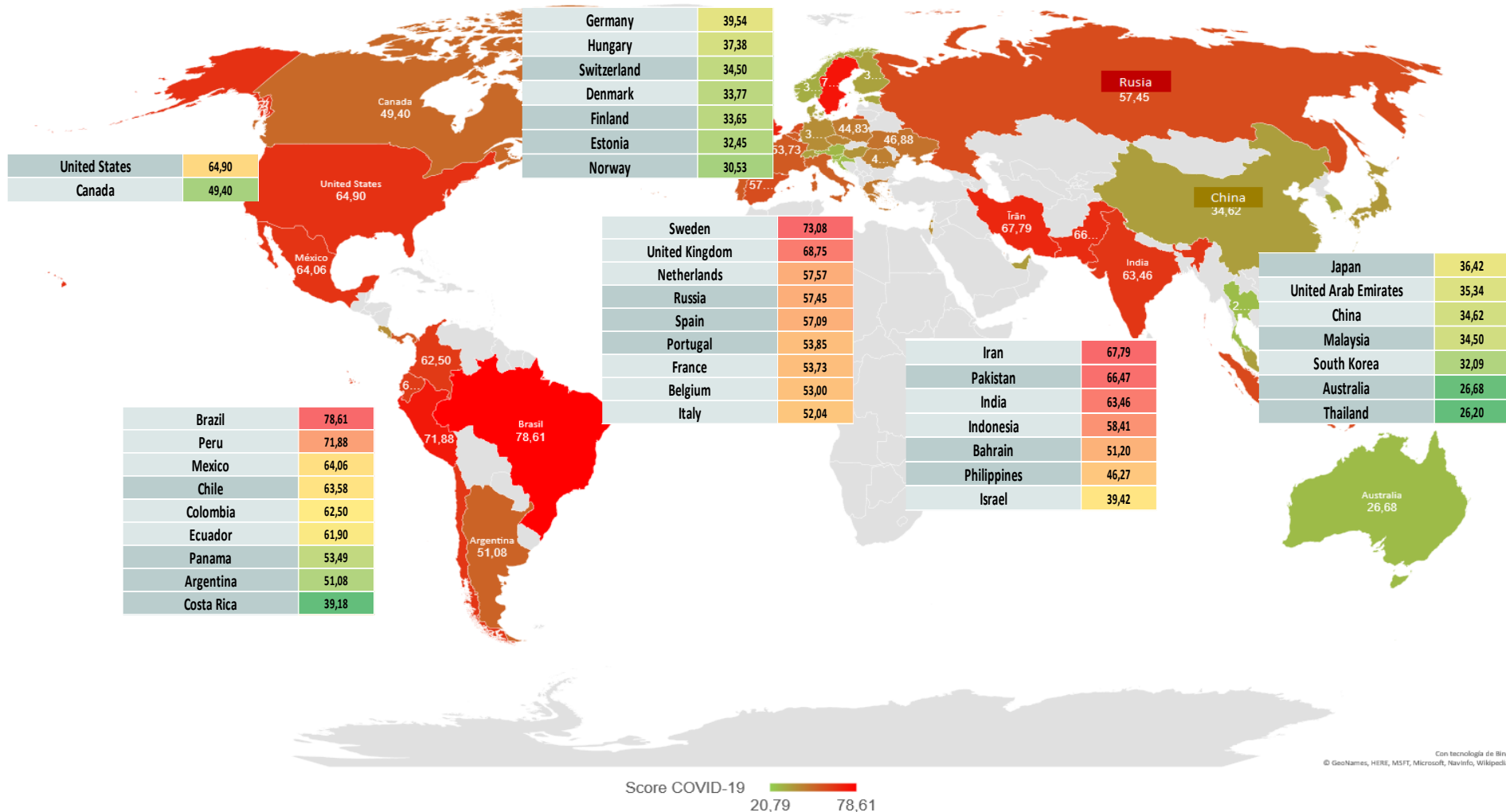
Crecimiento económico desarrollados vs emergentes

(Variación anual YoY - línea punteada corresponde a proyecciones)



Avance de la fase de reapertura aún muestra riesgos...

Según el **Score COVID-19**, Suecia, UK, EEUU, Irán, y en Latam Brasil y Perú presentan el mayor riesgo



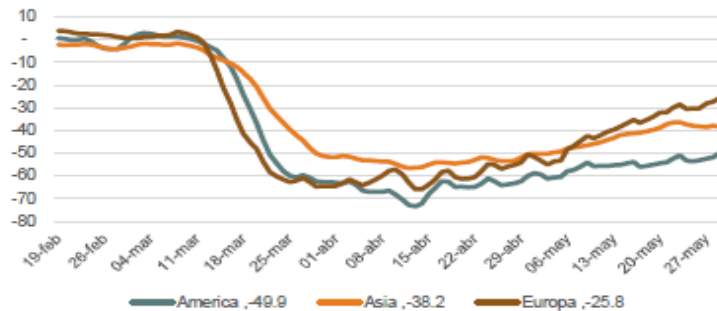
La escala de medición es entre 0 y 100 puntos, donde 0 es menor riesgo y 100 es mayor riesgo (el mayor registrado hasta el momento es Brasil (78,61), y el menor es Islandia (20,79)). La medición está basada en los casos confirmados (número y evolución), pruebas realizadas, camas disponibles, niveles de cierre (aislamiento) de los países (días y grado de obligatoriedad), población vulnerable (>65 años), entre otros.

Fuente: Banco Mundial, Bloomberg, Ministerios de Salud locales, Blavatnik School of Government (University of Oxford). Elaboración propia

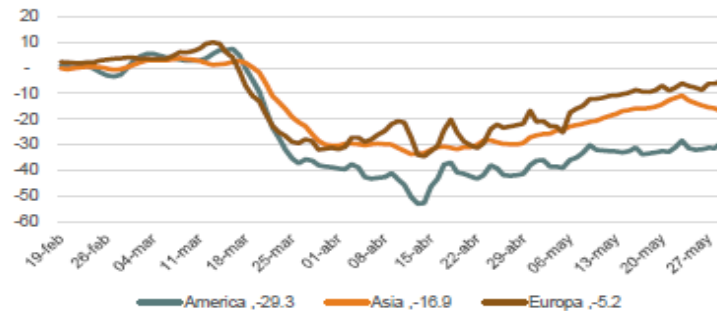
...Pese a esto, el proceso sigue firme en medio de la gradualidad

América sigue siendo la región que muestra los menores avances

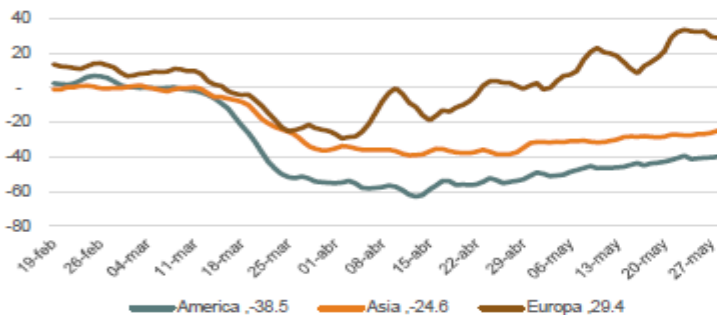
% Movilidad en Retail & Recreación vs 1 año atrás



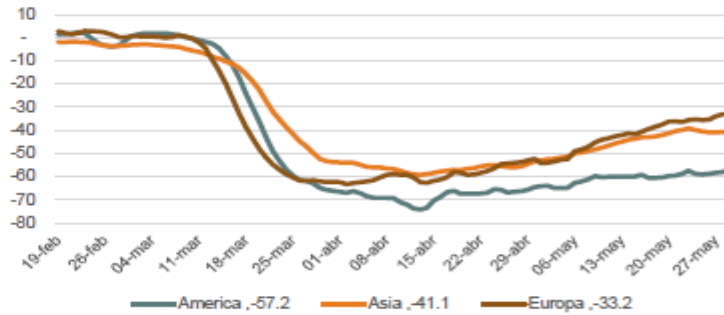
% Movilidad en Abarrotes y Farmacias vs 1 año atrás



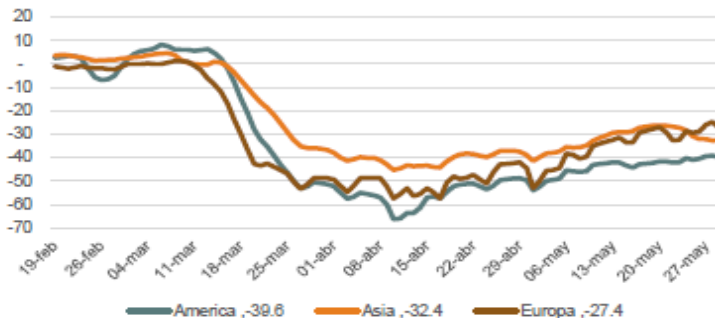
% Movilidad en Parques vs 1 año atrás



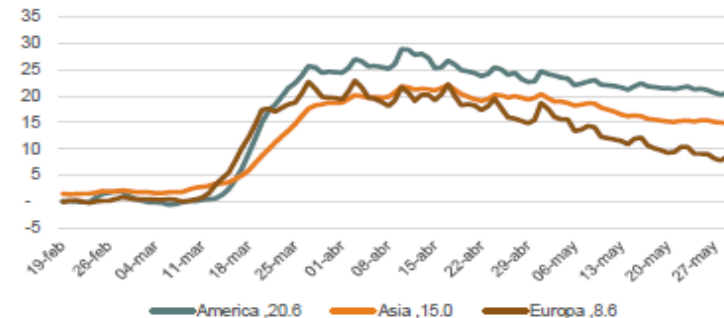
% Movilidad en Estaciones de transporte vs 1 año atrás



% Movilidad a lugares de trabajo vs 1 año atrás



% Movilidad en casa vs 1 año atrás

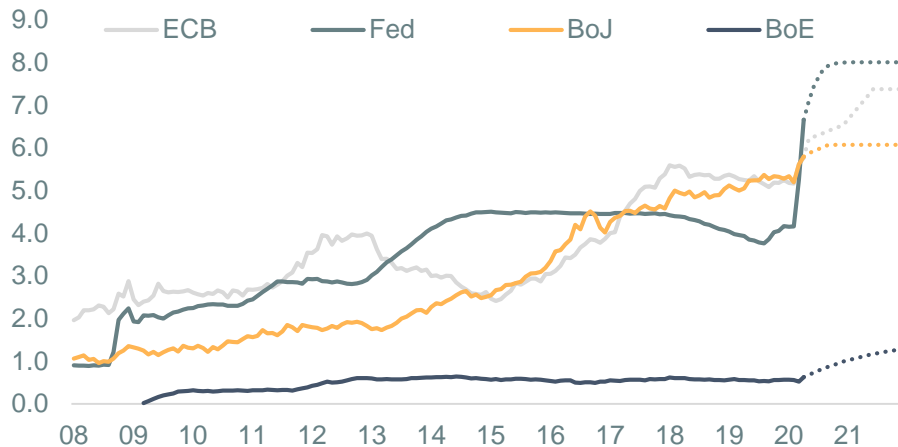


Soporte monetario ha sido clave para estabilizar los mercados

Hojas de balance de los diferentes BCs se proyectan con alzas relevantes en 2020

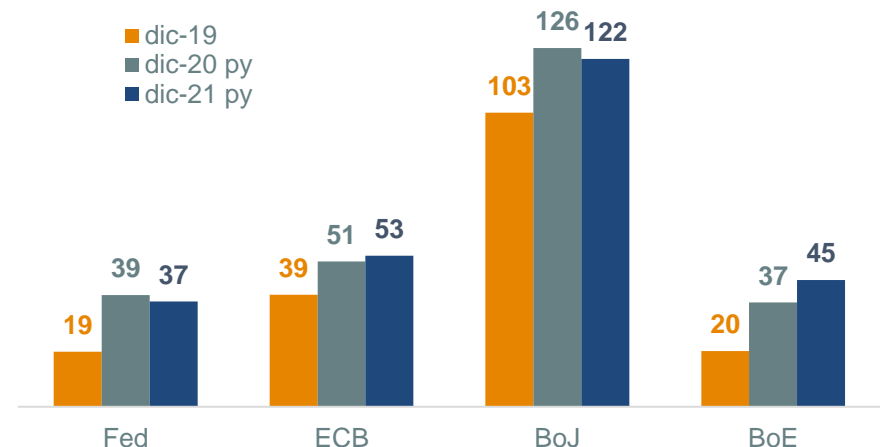
Hoja de la balance (1)

(USD trillones – Línea punteada corresponde a proyecciones para 2020)



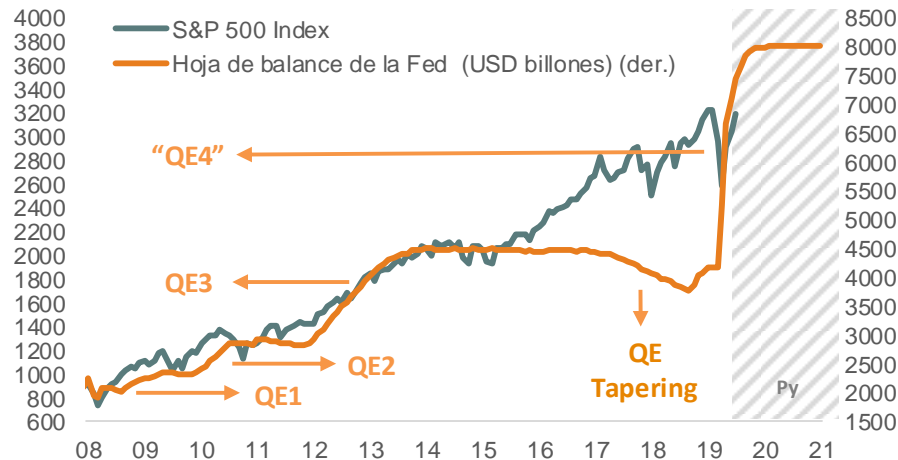
Hoja de la balance (1)

(porcentaje del PIB)



S&P 500 vs hoja de balance de la Fed (1)

(puntos; USD billones)



ACWI vs hoja de balance Fed+BCE+BoJ (1)

(puntos; USD billones)



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

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

Nomenclatura anglosajona.

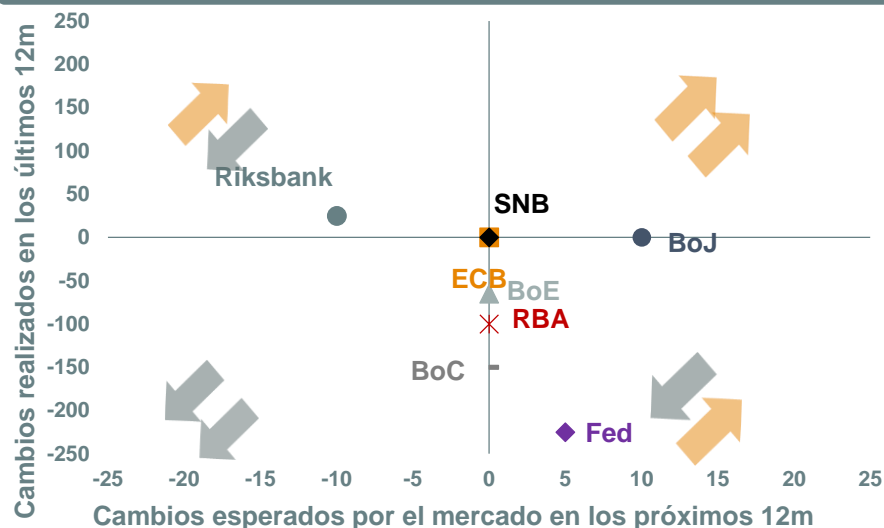
Fuente: Bloomberg, Fed, ECB, BoJ y BoE Elaboración propia. Información al 04/06/2020.

Sin embargo, todo tiene un límite

Tasas de desarrollados habrían llegado a mínimos. Emergentes con posición mixta.

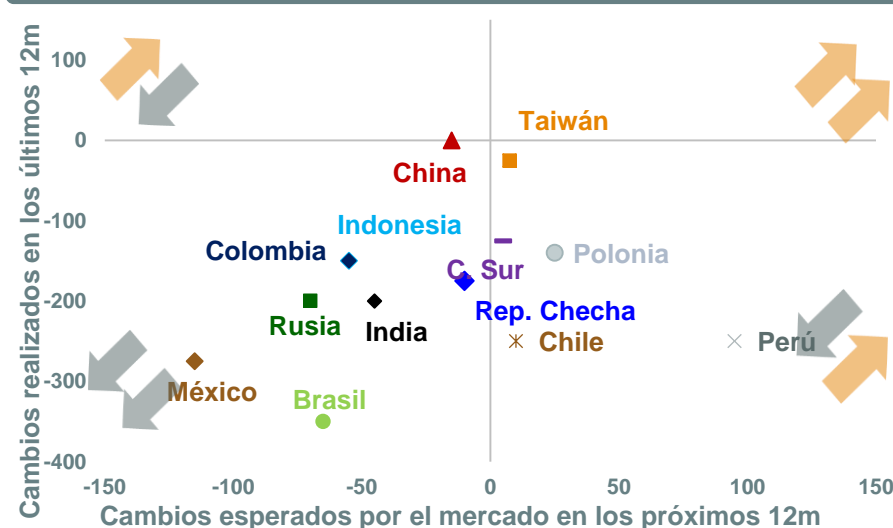
- **Fed** debería mantener estable su tasa de política monetaria en el rango 0.00% - 0.25% de aquí a cierre del año, con sesgo de alcista para 2021. **BCE** también mantendría su tasa de referencia en 0%, y en 2021 evaluaría incrementar su tasa de depósito desde los niveles actuales de -0.5%.
- **BoJ** mantendría el nivel actual (-0.1%) en 2020, también con un sesgo alcista para 2021; mientras que, de igual forma, el **BoE** conservaría su tasa estable este año, y la posibilidad de incrementarla en 2021 estaría altamente condicionada por el desarrollo del Brexit.
- Del lado de los bancos centrales de emergentes se esperan reducciones en las tasas encabezadas por México, seguido por Rusia, Brasil, Colombia, Indonesia e India. Por el contrario, se considera que se darían incrementos en el interés de referencia, especialmente, en Perú, Polonia y Chile.

Desarrollados: cambios en la tasa de referencia
(pbs)



Iniciaría ciclo bajista
 Continuaría ciclo bajista.

Emergentes: cambios en la tasa de referencia
(pbs)

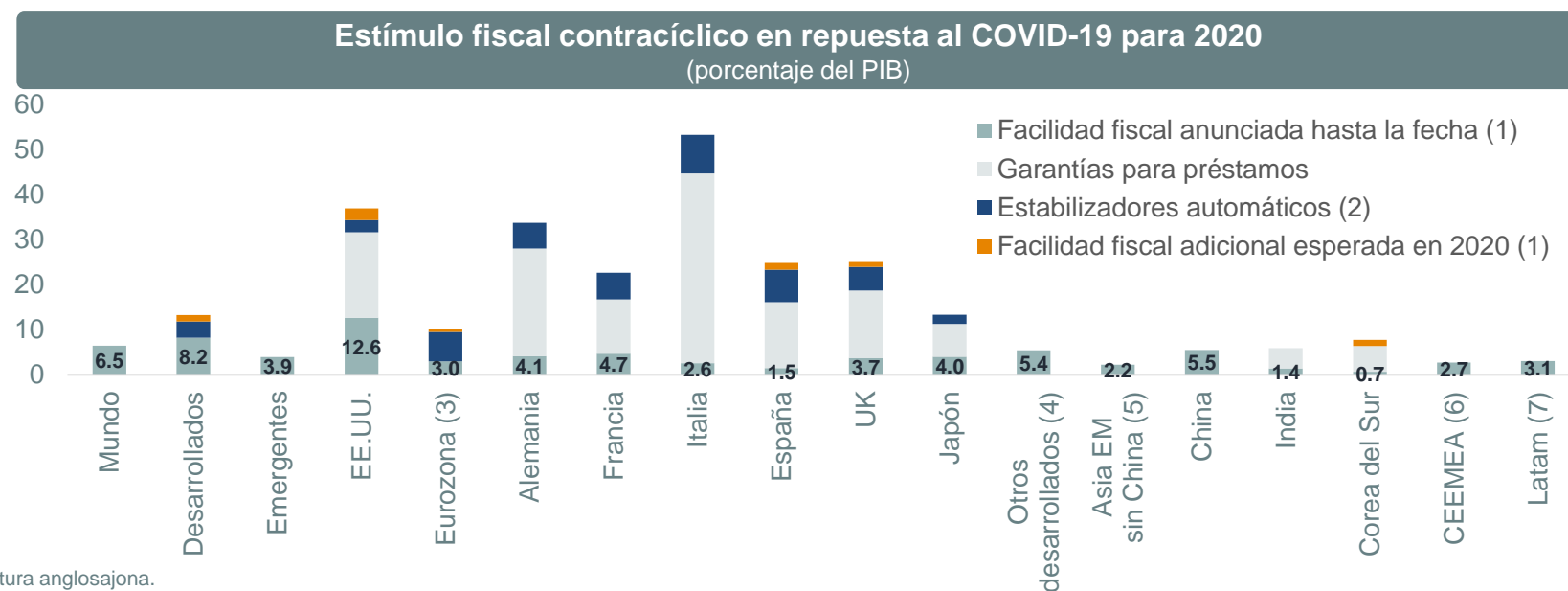


Iniciaría ciclo alcista.
 Continuaría ciclo alcista.

En el frente fiscal, gobiernos siguen considerando mayores estímulos

Sin embargo, nuevos estímulos probablemente tendrían mayor efecto en los próximos años.

- **EE.UU:** Los demócratas publicaron un proyecto de ley que comprende ayuda fiscal a los estados, pagos a los hogares y un seguro de desempleo ampliado, por un monto ~USD 3 trillones (14% del PIB), y que cubriría gasto fiscal para varios años. Se estima que para 2020 se materialicen recursos adicionales por ~USD 500 billones (2.7% del PIB).
- **Europa:** La Comisión Europea propuso un plan de recuperación de EUR 750 billones (4.6% del PIB), que se desembolsarían entre 2021 y 2024. **Alemania**, por su parte, anunció un paquete de estímulo por ~EUR 115 billones (3.5% del PIB), que se distribuiría entre 2020 y 2021.
- **China:** El Gobierno aumentó en 0.8 p.p. el objetivo de déficit fiscal dentro del presupuesto a 3.6% del PIB en 2020. El país completaría en 2020 una emisión de CNY 4.7 trillones en bonos de gobiernos locales y CNY 3.8 trillones en bonos del Gobierno Central, casi duplicando los CNY 3.1 trillones y CNY 1.8 trillones emitidos en 2019, respectivamente. Así, el nivel de deuda pública aumentaría de 38% a 60% del PIB, aún por debajo del promedio EM mundial.



*Nomenclatura anglosajona.

(1) Comprende gasto fiscal discrecional y menores ingresos por impuestos.

(2) Los estabilizadores automáticos engloban gasto fiscal que se incrementan instantáneamente como respuesta al COVID: seguros de desempleo, menores impuestos a la renta, entre otros.

(3) La medición incluye a los siguiente países: Alemania, Francia, Italia y España.

(4) Además de los mencionados en la gráfica la medición incluye a Canadá, Australia, Nueva Zelanda, Hong Kong, Singapur, Suiza, Suecia y Noruega.

(5) Además de los mencionados en la gráfica la medición incluye a Hong Kong, Singapur, Malasia, Indonesia, Filipinas, Taiwán y Tailandia.

(6) CEEMEA (Central & Eastern Europe, Middle East and Africa): la medición influye a Rusia, Turquía, Sudáfrica, Arabia Saudita, Polonia y Hungría.

(7) Latam: la medición incluye a Brasil, México, Argentina, Colombia, Chile y Perú.

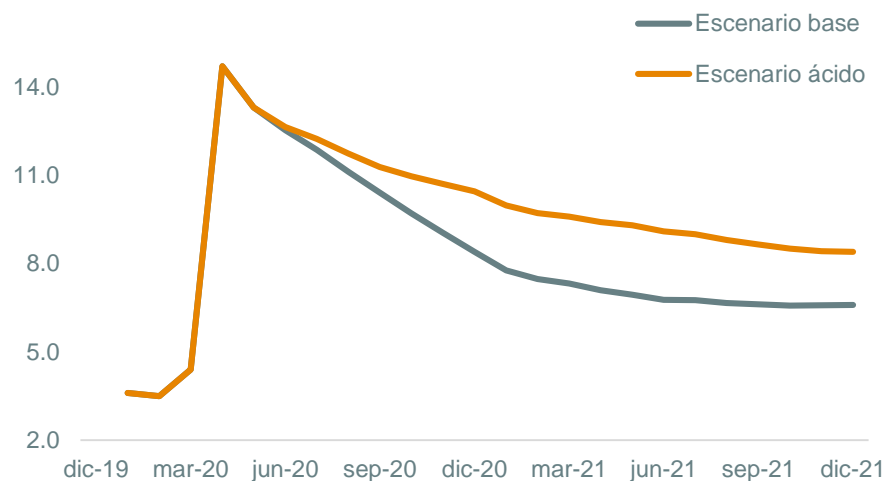
Fuente: Goldman Sachs. Cálculos de Goldman Sachs. Información al 03/06/2020.

Entretanto, tasa de desempleo en EE.UU. sorprende a la baja

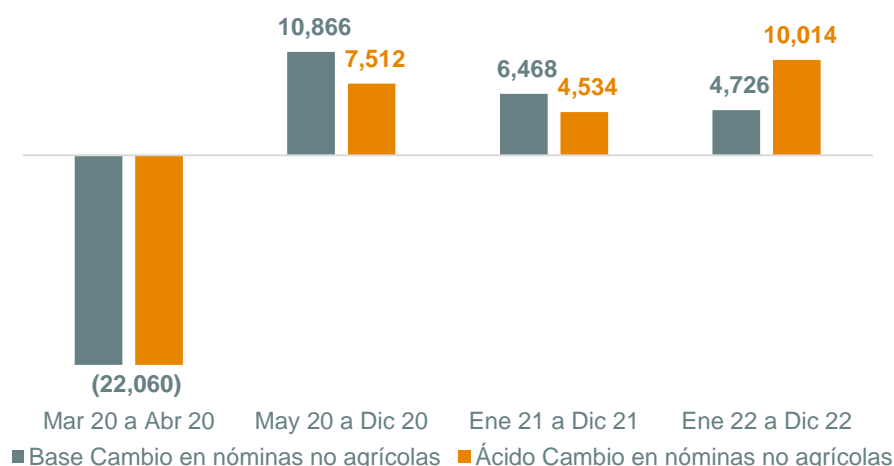
Resultado sugiere una recuperación económica más sólida y rápida de lo esperado.

- El dato de nóminas no agrícolas en EE.UU. para mayo mostró una sorpresiva generación de 2.5 millones de empleos, considerablemente distinto a la destrucción de puestos de trabajo por 7.5 millones que esperaba al mercado, y a nuestro pronóstico de destrucción de 8 millones de empleos.
- La tasa de desempleo U3 (1) descendió inesperadamente hasta 13.3% en mayo desde un 14.7% en abril, en una dirección contraria al incremento hasta el 19% pronosticado por el mercado y nuestra expectativa del 20%. La tasa de desempleo U6 (2), por su parte, descendió moderadamente desde 22.8% hasta 21.2%.
- Llevando a cabo un recálculo preliminar de nuestro modelo de desempleo, incorporando así la sorpresa bajista de mayo, encontramos que la tasa de desempleo terminaría el último trimestre de 2020 alrededor del 9% (11% en el escenario ácido), desde el 12.6% de la estimación previa (16.9% del escenario ácido). En 2021, la tasa de desempleo se ubicaría al final del año cerca al 6.6% (8.4% en el escenario ácido), ligeramente inferior al 6.8% previo (10.5% escenario ácido).

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



Cambio en las nóminas no agrícolas en EE.UU
(miles de personas)



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

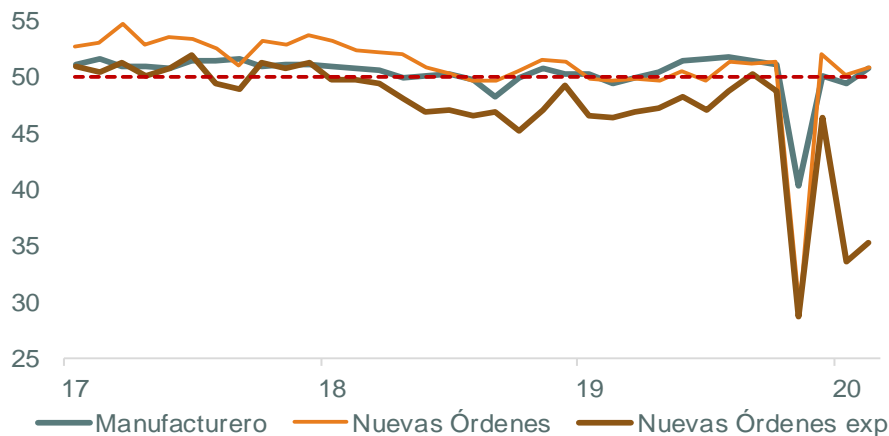
(2) Medida de desempleo más amplia que incluye a desempleados que no buscan trabajo en este momento, pero han trabajado o buscado trabajo durante los últimos 12 meses, y a los subempleados.

Fuente: Bloomberg y BLS. Elaboración propia. Información al 05/06/2020.

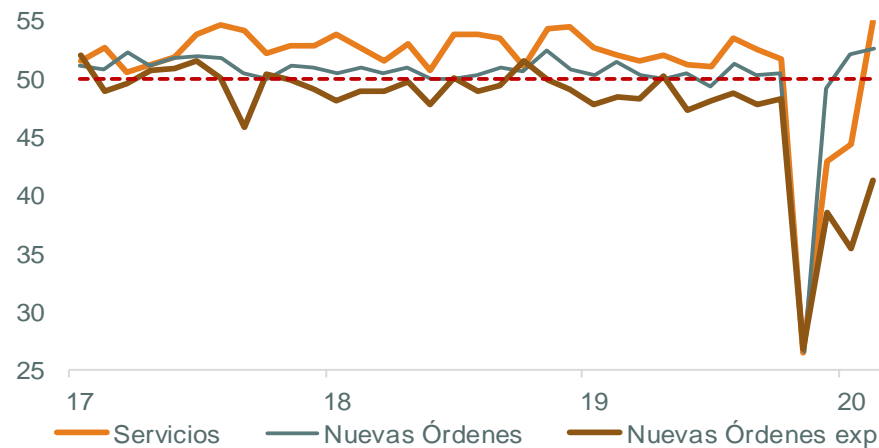
¿Cuento chino?: No! Recuperación avanza, y luce esperanzadora

Queda por ver la recuperación del comercio exterior, que dependerá del avance de la reapertura en el mundo

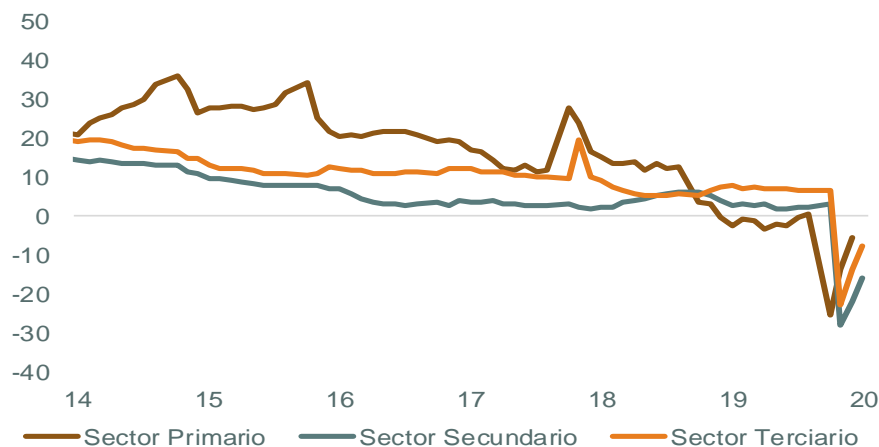
PMI Manufacturero y sub-divisiones
(>50 expansión; <50 contracción)



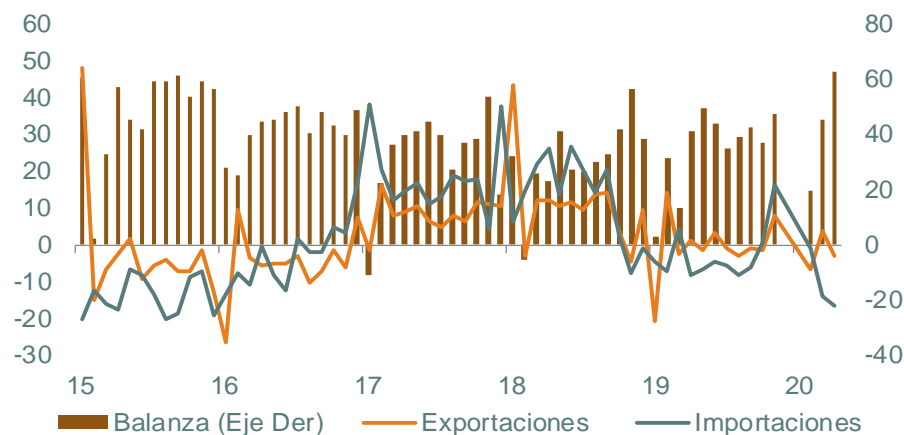
PMI No manufacturero (sub-divisiones)
(>50 expansión; <50 contracción)



Inversión en activos fijos
(var % a/a)

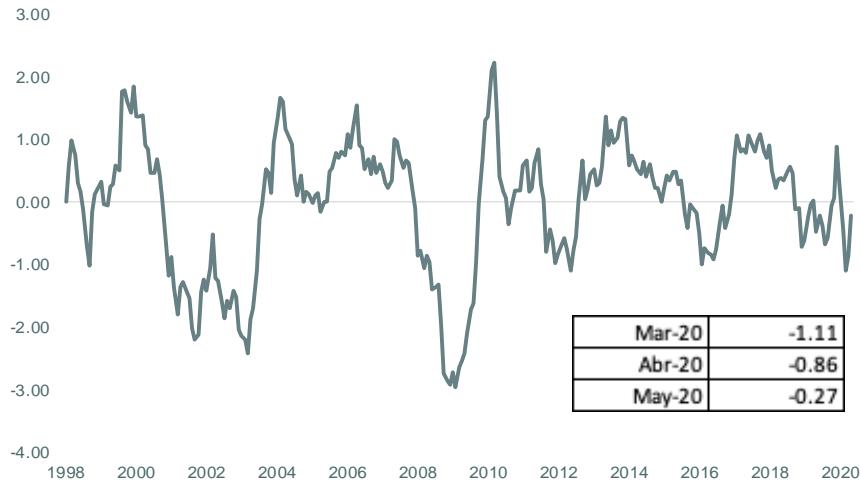


Balanza Comercial
(var % a/a; US\$ billion)

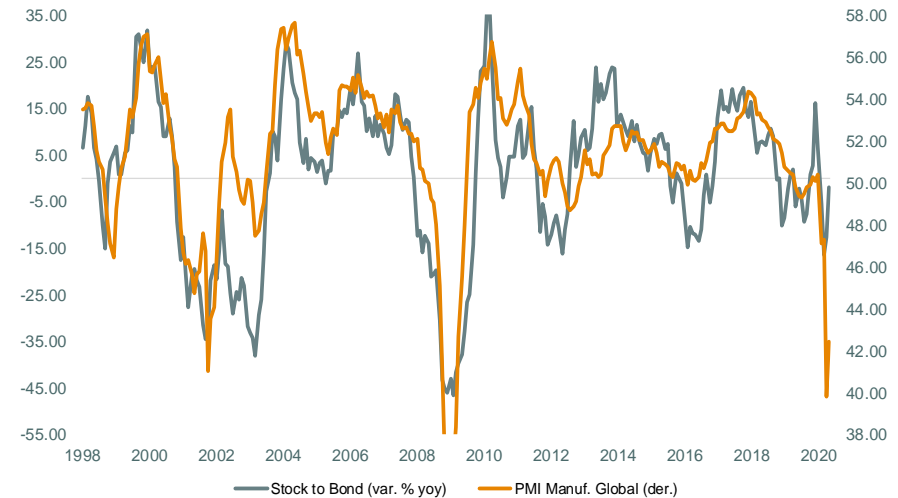


RF vs RV: Ratio Acciones/Bonos muestra señales mixtas

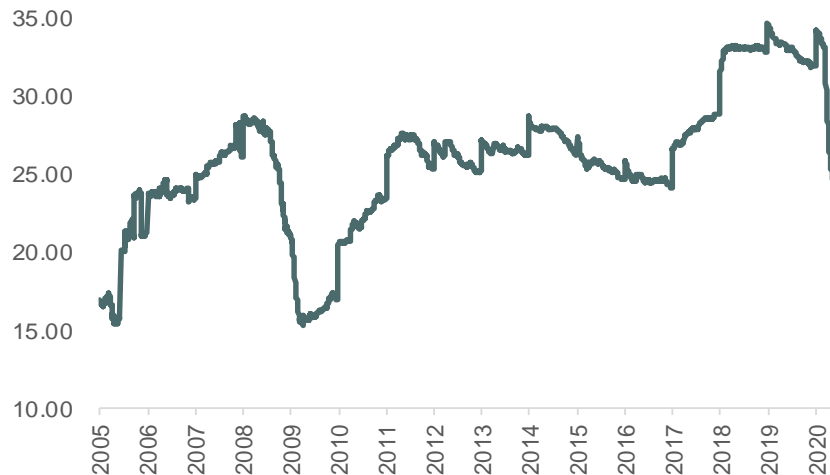
Relación de precios Acciones/Bonos
(Z-score)



Relación Acciones/Bonos y PMI de Manufactura Global
(% - Índice)



Utilidades de Empresas
(Dólares por acción)



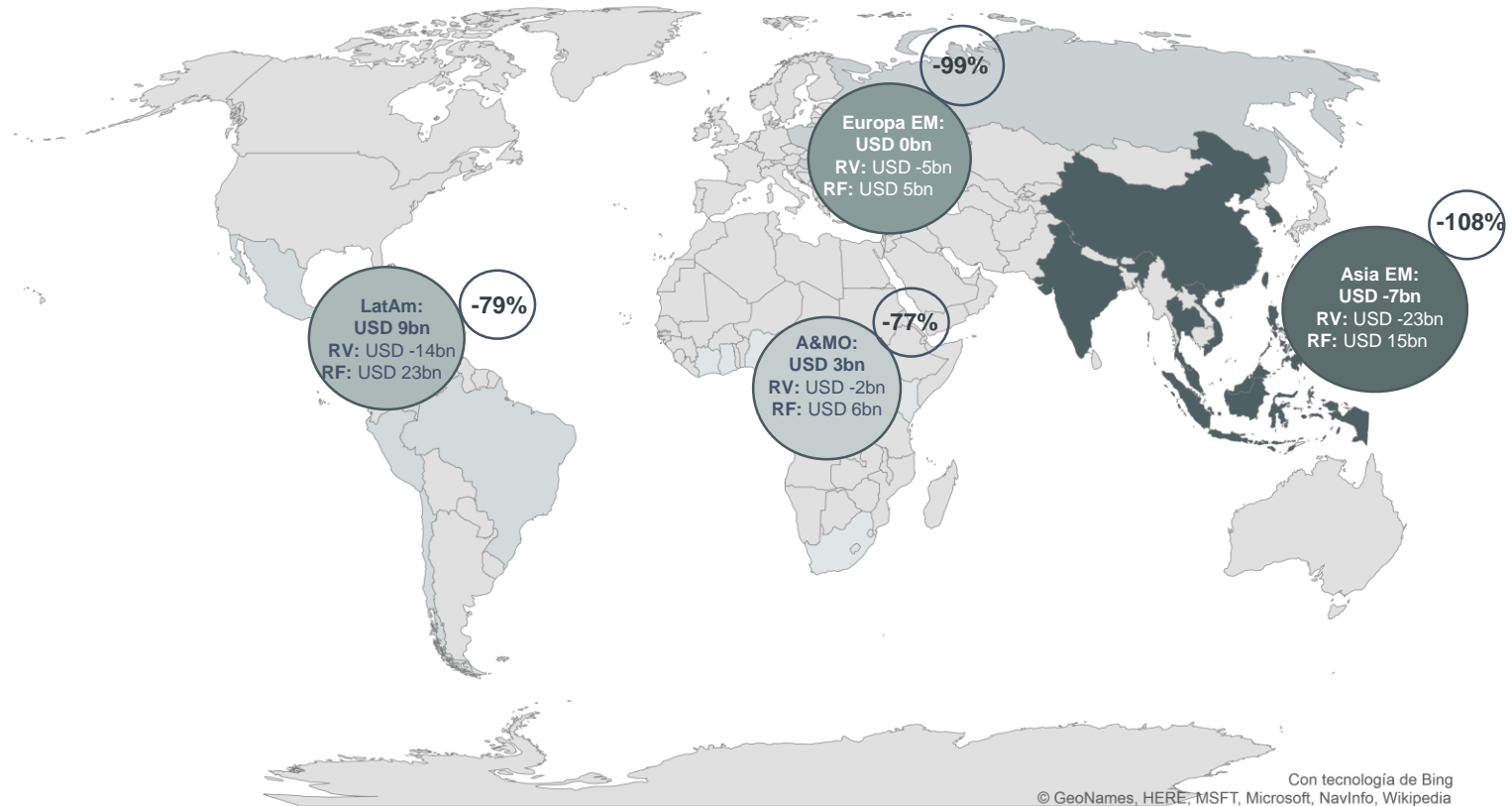
- ✓ El desempeño relativo de las acciones globales versus los bonos globales ha mostrado una recuperación en abril y mayo. La relación histórica muestra valorizaciones neutrales (alrededor de cero) de las acciones respecto a los bonos.
- ✓ Se observa una desconexión entre el desempeño relativo de acciones y bonos respecto a su principal determinante: la actividad económica global.
- ✓ Las utilidades de las empresas caen debido al contexto recesivo. Se espera una contracción cerca de -50% para el 2Q20.

Flujos netos de capital hacia mercados emergentes:

Las salidas de flujos desde emergentes se han seguido moderando.

- En lo corrido del año, los flujos netos hacia mercados emergentes destinados a RV han descendido 275% a/a (salidas por USD 44 billones), liderado por la caída de entradas hacia Latam. En cuanto a RF, los flujos han caído 64% a/a (entradas por USD 49 billones) encabezados por el descenso de flujos hacia Asia EM (-74% a/a). Así, en el balance los flujos netos hacia emergentes se han contraído 97% en los primeros cinco meses del año (entradas por USD 5 billones).

Flujos netos a mercados emergentes acumulado 2020 (Dólares)



(*) A&MO: África y Medio Oriente.

(**) Los porcentajes señalados en círculo corresponden a la variación anual del valor acumulado en lo corrido del año entre mayo de 2019 y mayo de 2020.

(***) Nomenclatura anglosajona.

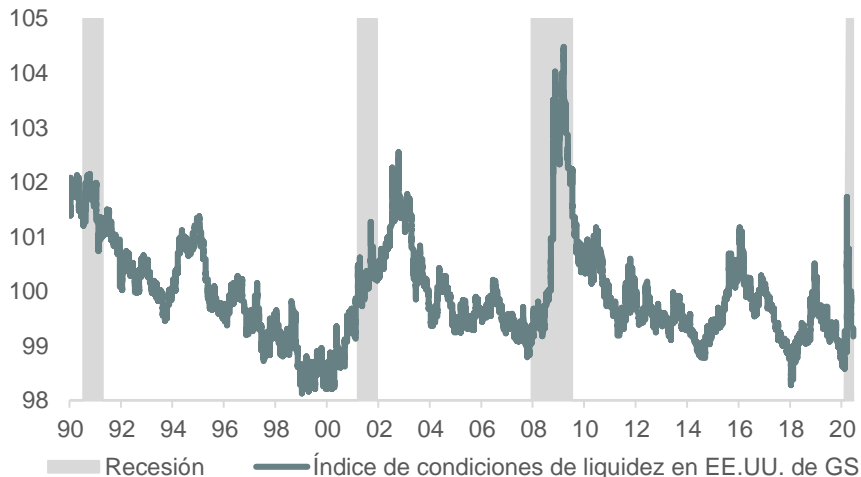
Fuente: IIF. Elaboración propia.

RFI: La Fed no aumentaría estímulos en junio

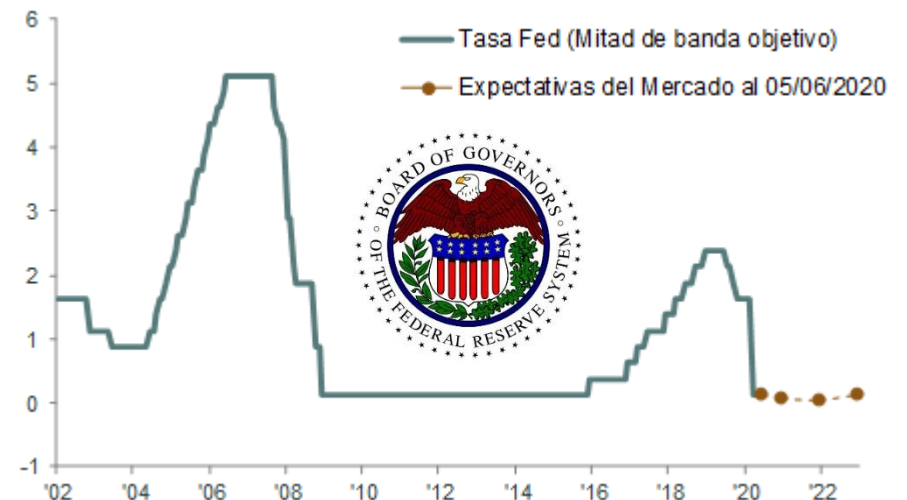
No obstante, tampoco daría señales de retirar los estímulos actuales.

- El resultado de empleo de mayo marcó una sorpresa bastante positiva con respecto a las expectativas del mercado. Esto sugiere que la economía se habría empezado a recuperar antes y más rápido de lo esperado, lo cual debería inclinar a la Fed hacia **un sesgo de mantener los estímulos monetarios en el corto plazo, pues la economía sigue muy deprimida, pero sin necesidad de ampliarlos más allá del nivel actual.**
- En cuanto a las proyecciones económicas que se publicaran en junio se espera un deterioro importante, pues las últimas fueron divulgadas en diciembre de 2019, con una visión que estaba lejos de ser recesiva. **Así, lo más relevante serán los cambios en términos de tasas de interés esperadas, donde consideramos se darán reducciones en el interés proyectado para los siguientes años, e incluso una leve revisión a la baja en la tasa de largo plazo (Dic20 = 2.5%).**
- Las condiciones de liquidez del mercado han venido mejorando desde marzo, lo cual ha estado especialmente asociado a la rápida acción de la Fed para contener mayores apretones en el mercado monetario. **El Emisor ya ha venido cerrando sus ventanas de liquidez a plazos y reduciendo los montos de las subastas, por lo que no esperamos hayan anuncios adicionales, aunque se mantendrá la orientación de usar las herramientas que sean necesarias.**

Condiciones de liquidez en EE.UU.
(índice)



Senda de Política Monetaria de la FED
(%)



Tasas de bonos globales se mantienen bajas

Las tasas en EE.UU. se mantienen positivas debido a la negativa de la Fed a reducir su TPM por debajo de cero.

- El sesgo expansivo de la política monetaria global continúa comprimiendo las curvas soberanas de mercados desarrollados haciendo que los rendimientos de bonos con spread de crédito se vean atractivos.

Tasas de interés por plazo de vencimiento
(%, años)

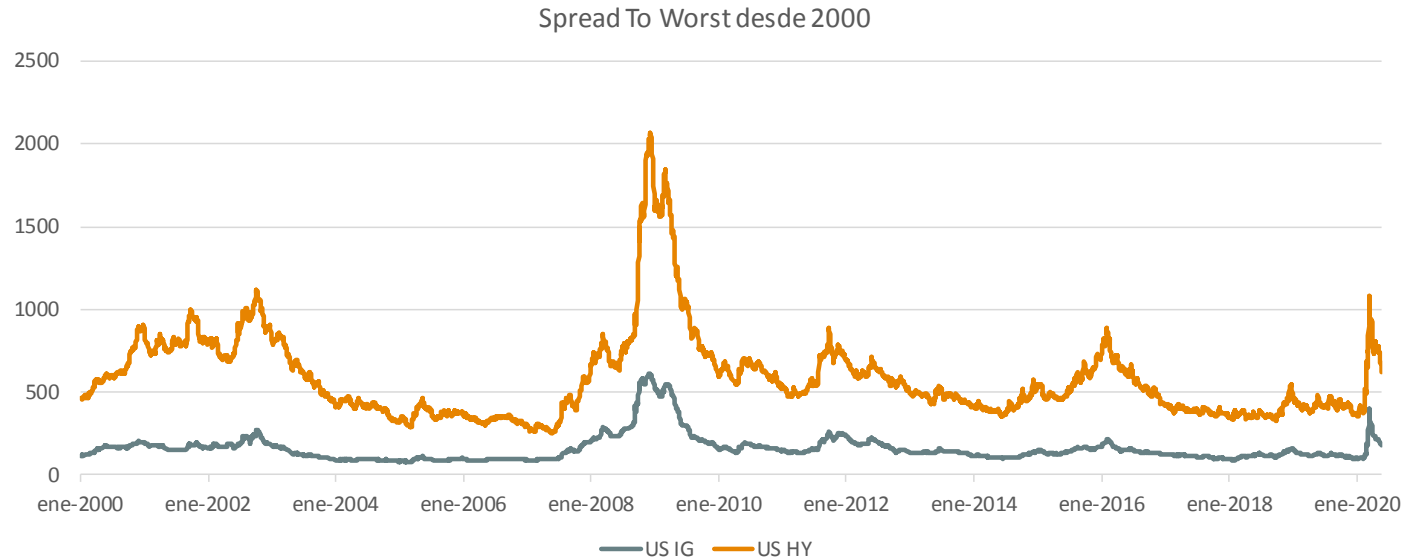
	1 Y	2 Y	3 Y	4 Y	5 Y	6 Y	7 Y	8 Y	9 Y	10 Y	15 Y	20 Y	30 Y
Switzerland	➡ -0.7%	➡ -0.7%	➡ -0.7%	➡ -0.6%	➡ -0.6%	➡ -0.6%	➡ -0.5%	➡ -0.5%	⬆ -0.4%	⬆ -0.4%	➡ -0.3%	➡ -0.2%	➡ -0.3%
Germany	➡ -0.6%	⬇ -0.6%	➡ -0.6%	➡ -0.6%	⬇ -0.6%	⬇ -0.6%	⬇ -0.5%	⬇ -0.5%	⬇ -0.4%	⬇ -0.4%	⬇ -0.2%	⬇ -0.1%	⬇ 0.1%
Netherlands	-0.5%	➡ -0.6%	➡ -0.6%	➡ -0.6%	➡ -0.5%	➡ -0.4%	➡ -0.3%	➡ -0.3%	➡ -0.2%	➡ -0.2%	⬇ -0.1%	⬇ 0.1%	⬇ 0.2%
Finland	➡ -0.6%	➡ -0.6%	➡ -0.6%	➡ -0.5%	➡ -0.5%	⬇ -0.4%	⬇ -0.3%	⬇ -0.2%	⬇ -0.2%	⬇ -0.1%	⬇ 0.1%		⬇ 0.3%
Austria	⬆ -0.5%	➡ -0.5%	➡ -0.5%	➡ -0.4%	➡ -0.4%	➡ -0.3%	➡ -0.3%	➡ -0.2%	➡ -0.1%	➡ -0.1%	⬇ 0.1%	⬇ 0.2%	⬇ 0.4%
Japan	➡ -0.2%	➡ -0.2%	➡ -0.2%	➡ -0.1%	➡ -0.1%	➡ -0.1%	➡ -0.1%	➡ -0.1%	➡ 0.0%	➡ 0.0%	➡ 0.2%	➡ 0.4%	⬆ 0.5%
France	⬆ -0.5%	➡ -0.5%	➡ -0.5%	➡ -0.5%	➡ -0.4%	➡ -0.3%	➡ -0.2%	➡ -0.2%	⬇ -0.1%	⬇ 0.0%	⬇ 0.3%	➡ 0.5%	⬇ 0.8%
Belgium	⬆ -0.5%	⬆ -0.5%	➡ -0.5%	➡ -0.5%	➡ -0.4%	➡ -0.2%	➡ -0.1%	➡ -0.1%	➡ 0.0%	➡ 0.1%	➡ 0.3%	➡ 0.5%	⬇ 0.8%
Ireland	➡ -0.4%	➡ -0.4%	➡ -0.4%	⬆ -0.3%	⬆ -0.2%	➡ -0.1%	⬆ 0.0%	0.1%		➡ 0.1%	⬆ 0.5%	➡ 0.6%	➡ 0.9%
Denmark	⬆ -0.5%	⬆ -0.5%		➡ -0.5%	➡ -0.4%			➡ -0.3%		➡ -0.2%		➡ 0.1%	0.3%
Spain	➡ -0.4%	➡ -0.3%	⬆ -0.2%	➡ -0.1%	➡ 0.0%	➡ 0.1%	⬆ 0.3%	➡ 0.4%	➡ 0.5%	⬆ 0.6%	➡ 0.9%	➡ 1.0%	➡ 1.4%
Sweden		➡ -0.3%			➡ -0.2%	➡ -0.1%		➡ -0.1%		⬇ 0.0%	➡ 0.2%	➡ 0.4%	
United States		⬇ 0.2%	⬇ 0.2%		⬇ 0.4%		⬇ 0.6%			⬇ 0.7%		1.3%	⬇ 1.5%
Peru						⬇ 1.7%		⬇ 2.0%			⬇ 2.7%		⬇ 2.8%
Mexico		⬇ 1.0%	⬆ 2.1%	⬇ 1.8%	⬇ 2.3%	⬇ 2.5%	⬇ 2.8%	⬇ 3.0%		➡ 3.2%	⬆ 3.9%	⬆ 4.2%	⬆ 4.2%
Italy	⬆ 0.1%	⬆ 0.3%	⬆ 0.5%	⬆ 0.6%	⬆ 0.9%	⬆ 1.1%	⬆ 1.2%	⬆ 1.3%	⬆ 1.4%	⬆ 1.6%	➡ 2.0%	➡ 2.2%	➡ 2.5%
Colombia	⬇ 1.8%			⬆ 2.7%							⬆ 4.1%	➡ 4.1%	
Chile	⬇ 0.8%	⬇ 0.8%			1.4%	⬇ 1.4%						⬇ 3.0%	⬇ 3.0%
Brazil		⬇ 1.9%		⬇ 2.4%	2.7%	⬆ 3.3%	⬆ 4.2%			⬆ 4.9%			⬆ 5.1%
US IG								⬇ 2.4%					
US HY				6.3%									
EMBIG							⬆ 5.7%						
CEMBI					⬆ 5.0%								

⬆ Aumento de 0.15% ➡ Entre -0.15% y 0.15% ⬇ Reducción de 0.15%

Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital. Datos al 03/06/2020. Flechas indican variaciones respecto a dic-19.

RFI: Contracción de los spreads continúa.

Frente a su historia, spreads se mantienen desviados de su media (percentil 50) y los valores pre-COVID

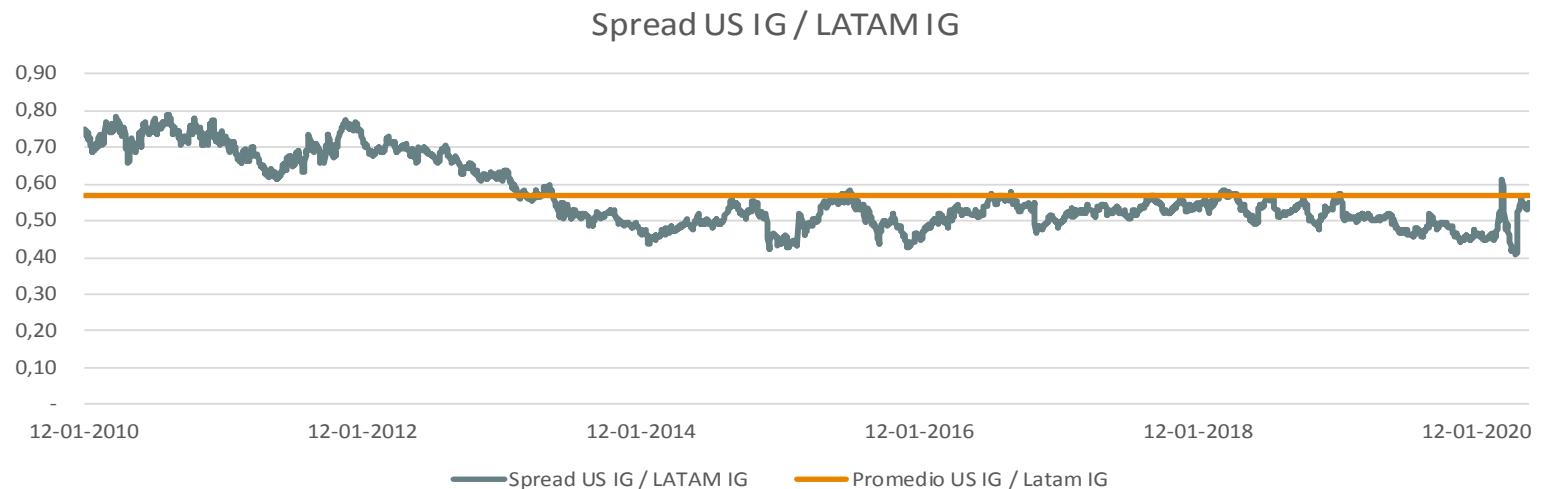
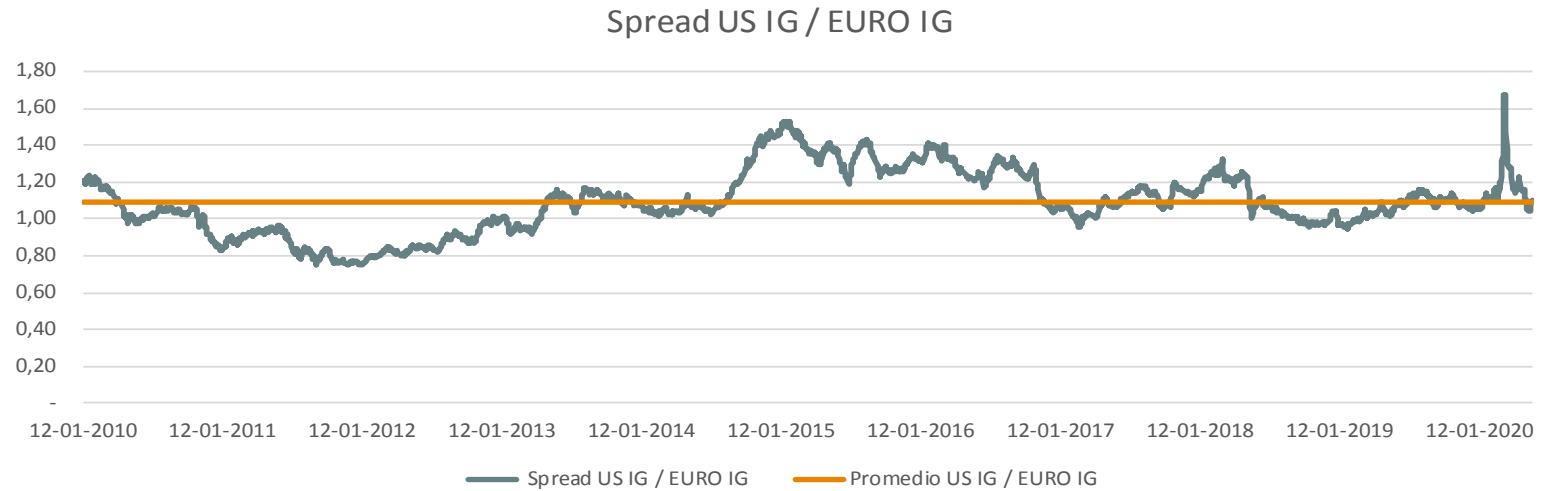


Spread	Actual	vs. 1M	vs. 3M	vs. 6M	vs. 12M	vs. 2019	vs. 2018	Percentil desde Ene 2000
US IG	175	↓ -39	↑ 46	↑ 68	↑ 41	↑ 76	↑ 17	74%
US BBB	230	↓ -48	↑ 66	↑ 92	↑ 60	↑ 102	↑ 29	73%
US HY	622	↓ -136	↑ 121	↑ 220	↑ 155	↑ 250	↑ 85	66%
EURO IG	161	↓ -25	↑ 46	↑ 61	↑ 34	↑ 68	↑ 10	82%
EURO HY	541	↓ -115	↑ 137	↑ 194	↑ 109	↑ 228	↑ 39	63%
LATAM IG	322	↓ -78	↑ 41	↑ 84	↑ 62	↑ 104	↑ 25	85%
LATAM HY	806	↓ -155	↑ 222	↑ 251	↑ 286	↑ 299	↑ 269	72%
ASIA IG	228	↓ -34	↑ 76	↑ 98	↑ 84	↑ 101	↑ 54	87%
ASIA HY	971	↓ -133	↑ 289	↑ 359	↑ 378	↑ 377	↑ 208	90%

Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital. Datos al 02/06/2020.

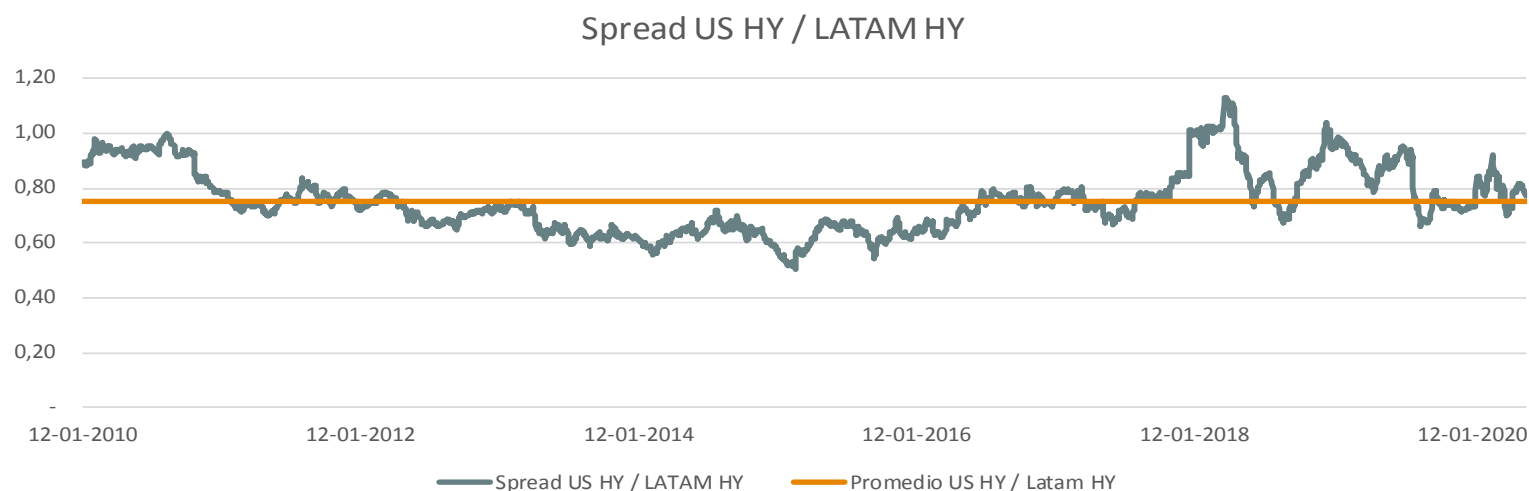
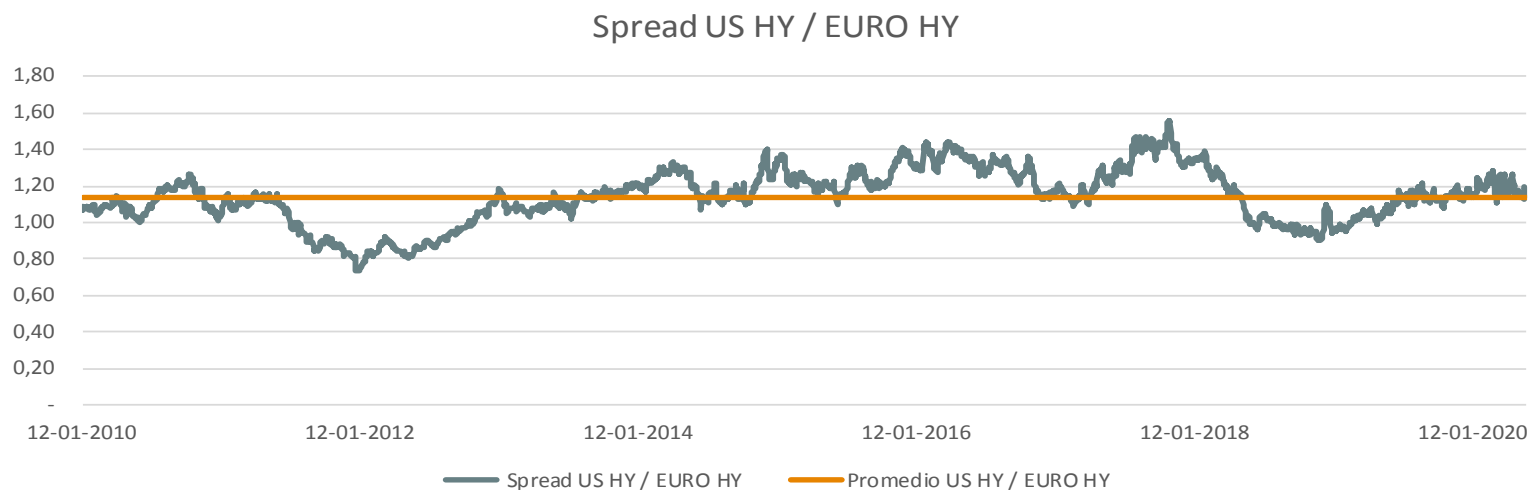
Valores relativos por regiones muestran equilibrio

Espacio relativo de Latam vs US, se cerró durante mayo



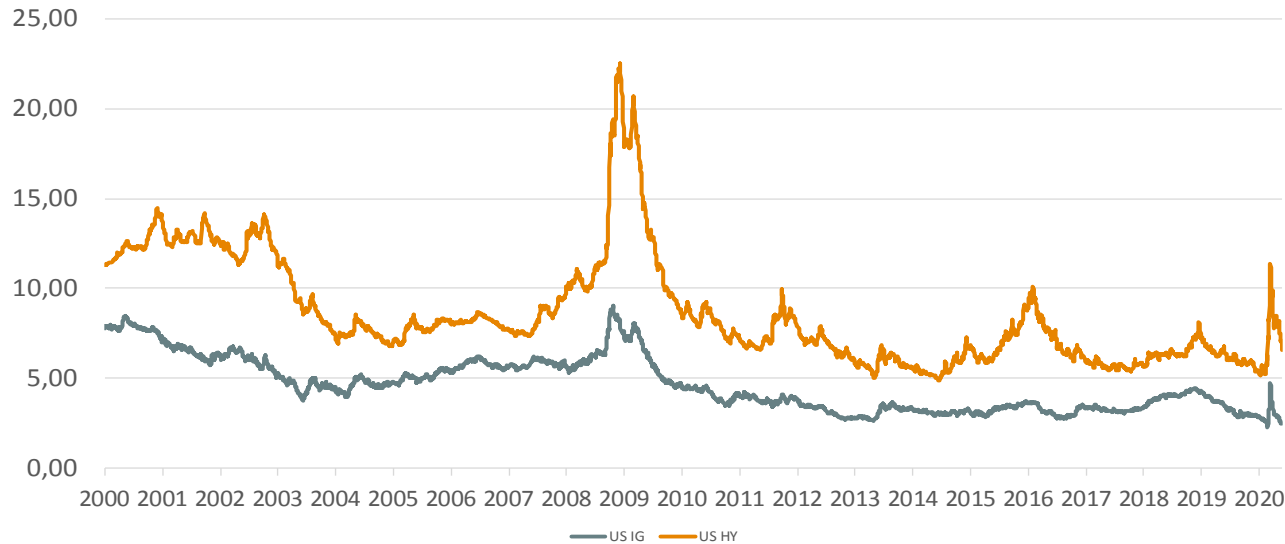
La relación histórica de spreads en HY se mantiene en los promedios

Sin mayor espacio relativo, pese a la desviación frente a los niveles pre-COVID



RFI: Yields continúan con tendencia hacia valores pre-COVID

Sin embargo, aún queda espacio para correcciones adicionales, más teniendo en cuenta los spreads

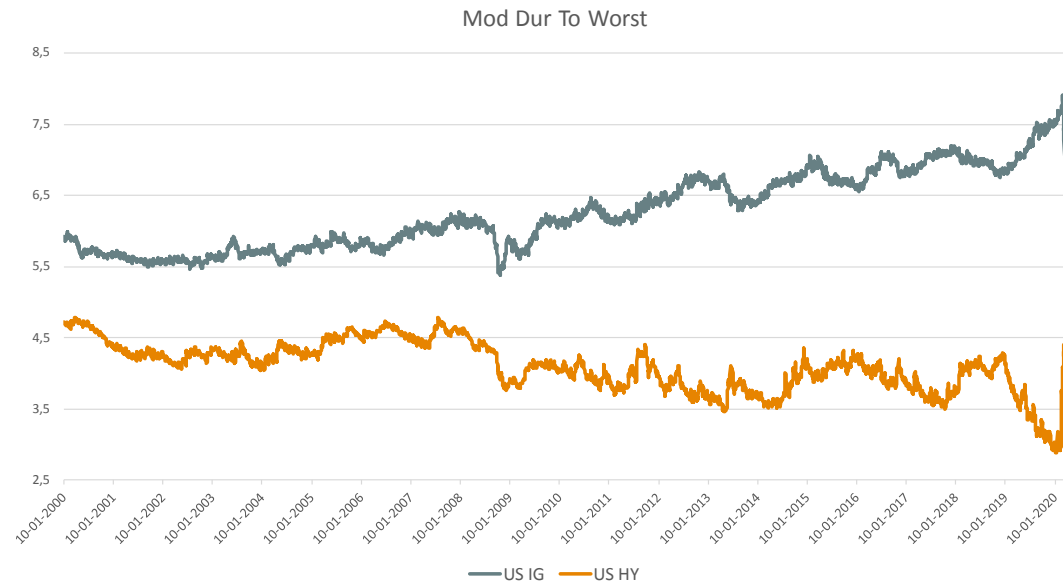


Tasas	Actual		vs. 1M		vs. 3M		vs. 6M		vs. 12M		vs. 2019		vs. 2018		vs. 2017
US IG	2,46	↓	-0,36	↑	0,07	↓	-0,49	↓	-1,01	↓	-0,44	↓	-1,80	↓	-0,82
US BBB	3,00	↓	-0,46	↑	0,27	↓	-0,27	↓	-0,84	↓	-0,20	↓	-1,70	↓	-0,60
US HY	6,59	↓	-1,45	↑	0,71	↑	0,86	↓	-0,06	↑	1,18	↓	-1,36	↑	0,75
EURO IG	1,08	↓	-0,09	↑	0,67	↑	0,56	↑	0,29	↑	0,57	↓	-0,21	↑	0,32
EURO HY	4,88	↓	-1,01	↑	1,61	↑	1,96	↑	1,08	↑	2,26	↑	0,15	↑	2,38
LATAM IG	3,92	↓	-0,73	↑	0,12	↓	-0,15	↓	-0,58	↑	0,00	↓	-1,44	↓	-0,02
LATAM HY	8,62	↓	-1,55	↑	1,91	↑	1,38	↑	1,51	↑	1,87	↑	0,79	↑	2,88
ASIA IG	2,65	↓	-0,33	↑	0,34	↓	-0,23	↓	-0,59	↓	-0,20	↓	-1,43	↓	-0,50
ASIA HY	10,01	↓	-1,36	↑	2,37	↑	2,21	↑	2,14	↑	2,42	↓	-0,15	↑	3,85

Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital. Datos al 02/06/2020.

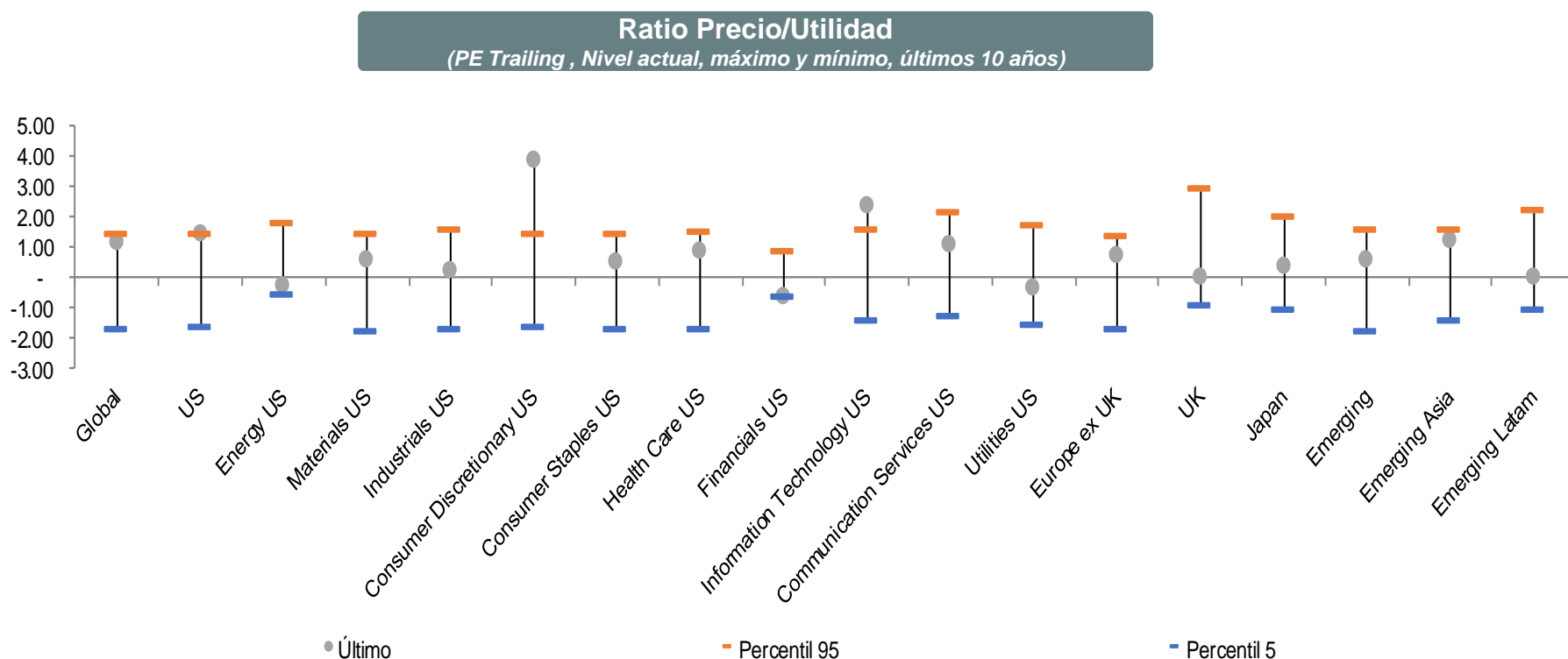
RFI: Duraciones continúan en aumento en segmento de mayor calidad

En el HY la tendencia reciente ha sido más a la baja en duración



Duration	Actual	vs. 1M	vs. 3M	vs. 6M	vs. 12M	vs. 2019	vs. 2018	vs. 2017
US IG	7,91	↑ 0,12	↑ 0,13	↑ 0,39	↑ 0,78	↑ 0,39	↑ 1,05	↑ 0,71
US BBB	7,63	↑ 0,16	↑ 0,03	↑ 0,24	↑ 0,54	↑ 0,21	↑ 0,72	↑ 0,39
US HY	3,76	↓ -0,36	↑ 0,28	↑ 0,67	↓ -0,02	↑ 0,72	↓ -0,51	↓ -0,08
EURO IG	5,26	↑ 0,04	↑ 0,04	↑ 0,08	↑ 0,23	↑ 0,11	↑ 0,28	↑ 0,08
EURO HY	3,92	↓ -0,10	↑ 0,16	↑ 0,69	↑ 0,51	↑ 0,81	↓ -0,06	↑ 0,29
LATAM IG	7,83	↑ 0,39	↓ -0,04	↑ 0,43	↑ 0,91	↑ 0,39	↑ 1,23	↑ 0,65
LATAM HY	4,99	↑ 0,05	↑ 0,58	↑ 0,96	↑ 0,76	↑ 0,96	↑ 0,74	↑ 0,61
ASIA IG	4,98	↑ 0,11	↑ 0,08	↑ 0,15	↑ 0,23	↑ 0,12	↑ 0,25	↑ 0,17
ASIA HY	2,62	↓ -0,03	↓ -0,02	↑ 0,04	↓ -0,08	↓ -0,01	↓ -0,13	↓ -0,42

RVI: Múltiplos alcanzan máximos históricos nuevamente

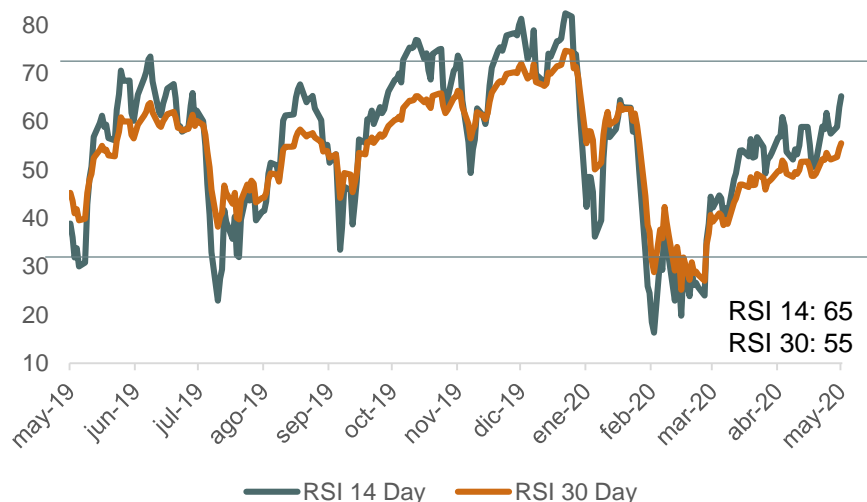


- La caída de las utilidades, tanto observadas como esperadas, acompañada de un aumento de los precios de las acciones en abril y mayo, han llevado las valorizaciones a máximos de los últimos años; sin embargo, hay sectores como Financieras EEUU que se ven atractivos.
- La recuperación de los precios ha sido guiada por los i) estímulos monetarios y fiscales, ii) las perspectivas de reapertura de las economías y iii) la expectativa de que una vacuna estará próximamente disponible.

RVI: Indicadores técnicos aún no sugieren niveles de sobrecompra

RV Global: RSI

(>70 indica sobre compra; <30 indica sobre venta)



RV EE.UU.: RSI

(>70 indica sobre compra; <30 indica sobre venta)



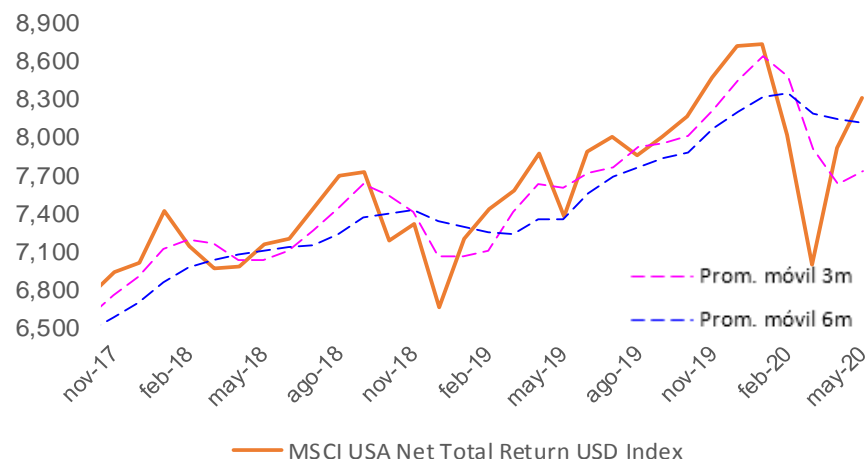
- Luego de caer en terreno de sobre venta durante marzo, las acciones mostraron una recuperación a nivel global en abril y mayo.
- Sin embargo, esta recuperación no deja los precios en niveles de sobre compra, lo que brinda espacio para mayor apreciación, si el sentimiento favorable para las acciones se mantiene.

RVI Estados Unidos: múltiplos en máximos no limita alza en precios.

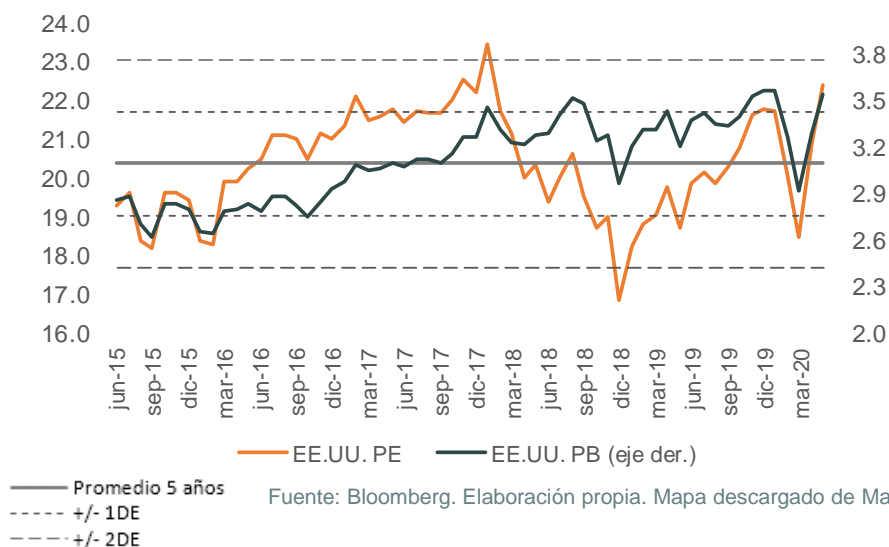
Luego de rebotar fuertemente desde los mínimos en mar-20, el atractivo de las valorizaciones ya no es argumento fuerte ante la incertidumbre en utilidades y debe ser compensado por mejoras fundamentales



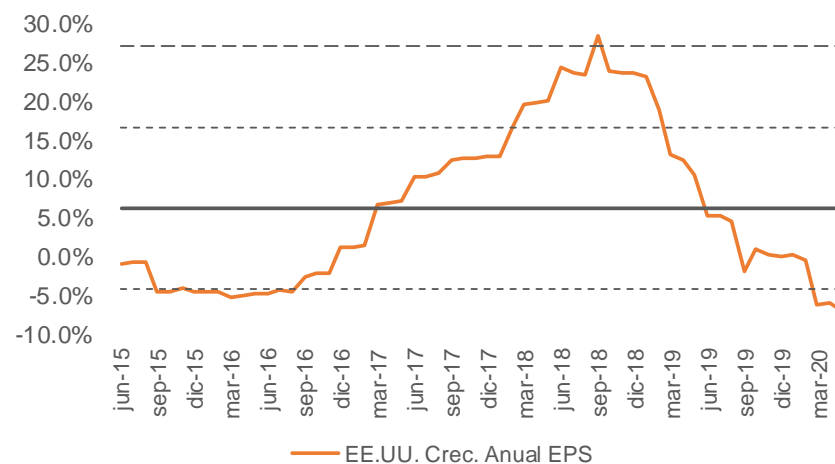
Evolución del precio del Índice MSCI EE.UU. (en USD, 2 años)



Ratio Precio/Utilidad vs. Precio/Valor en Libros EE.UU. (5 años)



Crecimiento Anual de la Utilidad por acción EE.UU. (Trailing 12M EPS, 5 años)



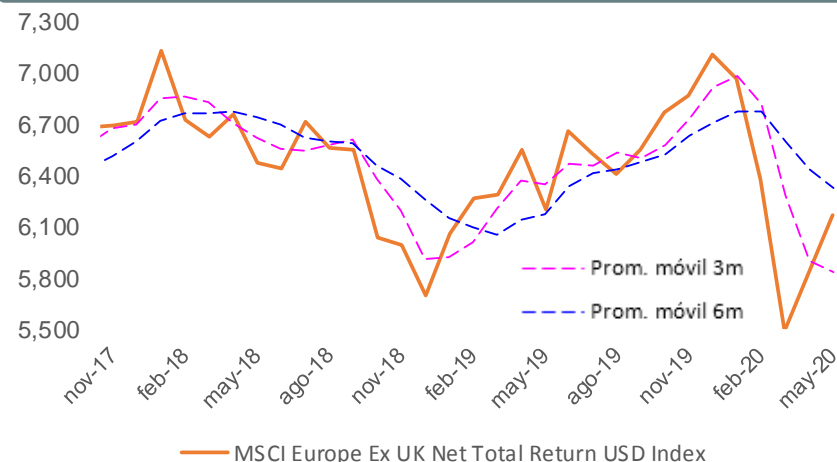
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Mapa descargado de Mapchart. Información al 03/06/2020.

RVI Europa (ex UK): perspectivas de reapertura contribuyen al alza.

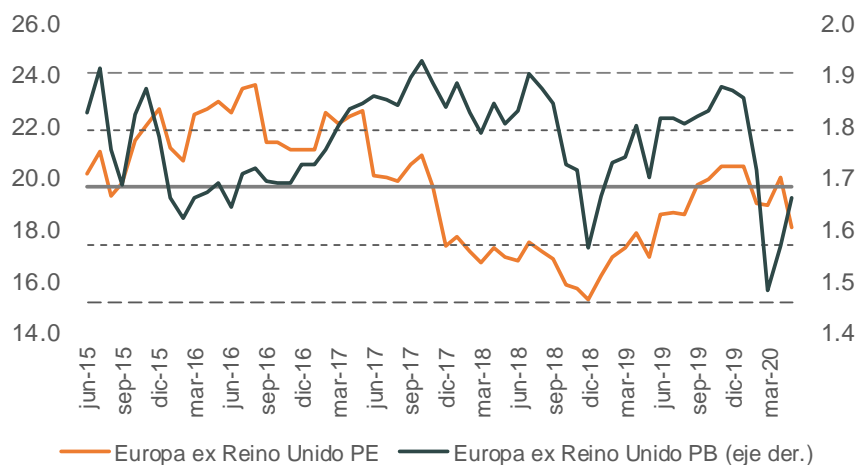
A pesar de la data aún pobre, las perspectivas positivas de una reapertura y mejores datos macroeconómicos a los esperados contribuyeron al ciclo alcista.



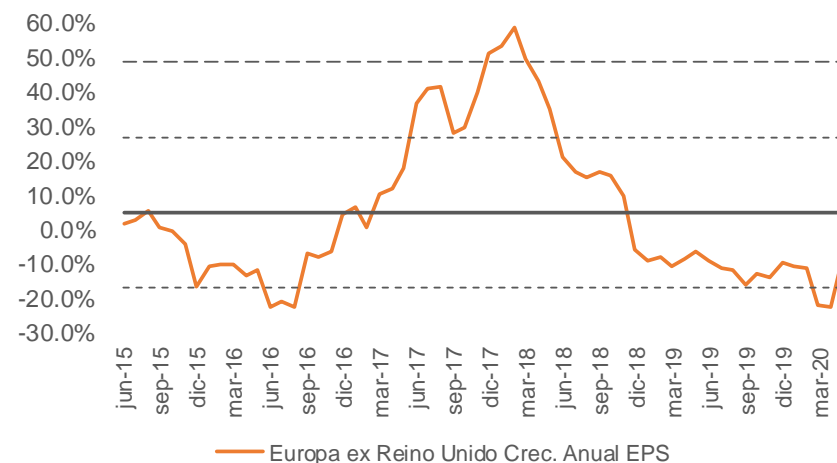
Evolución del precio del Índice MSCI Europa (en USD, 2 años)



Ratio Precio/Utilidad vs. Precio/Valor en Libros Europa (5 años)



Crecimiento Anual de la Utilidad por acción Europa (Trailing 12M EPS, 5 años)



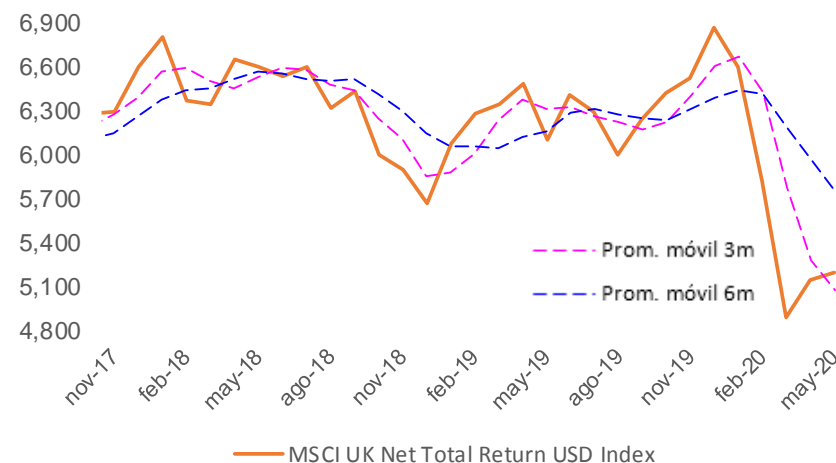
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Mapa descargado de Mapchart. Información al 03/06/2020.

RVI Reino Unido: mercado ignora el “brexit” y se suma al ciclo alcista

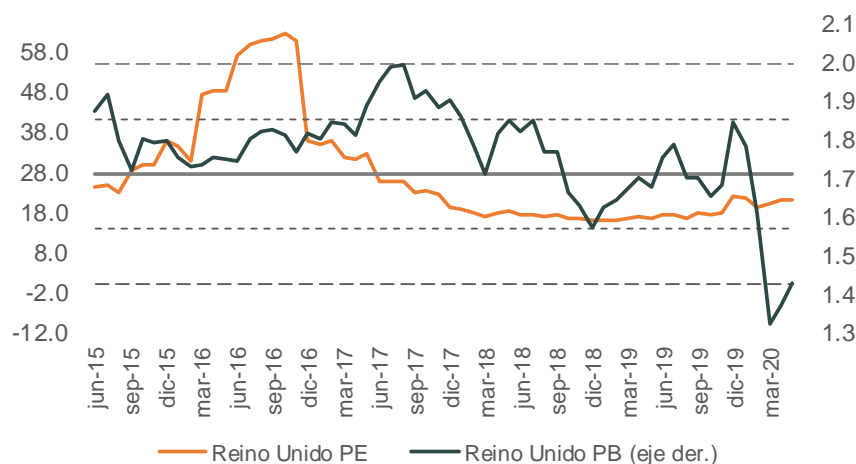
El Reino Unido y la UE tienen hasta finales de junio para decidir ampliar el acuerdo de transición. Esta decisión es vital para una transición ordenada y acceso a los mercados europeos.



Evolución del precio del Índice MSCI RU
(en USD, 2 años)



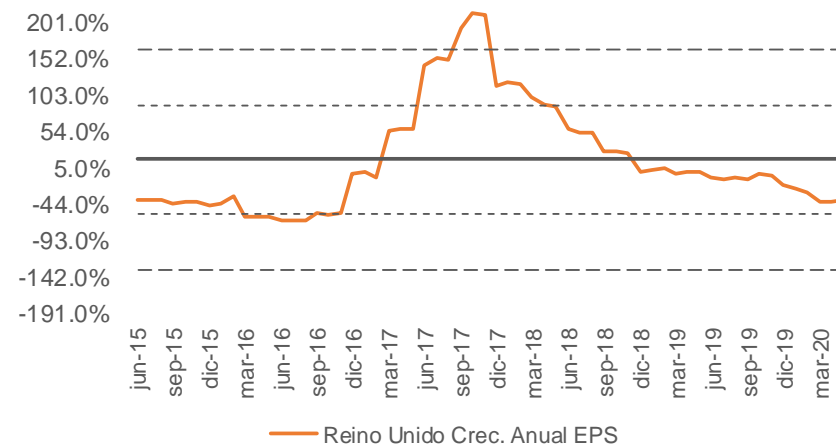
Ratio Precio/Utilidad vs. Precio/Valor en Libros RU
(5 años)



— Promedio 5 años
- - - +/- 1DE
- - - +/- 2DE

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Mapa descargado de Mapchart. Información al 03/06/2020.

Crecimiento Anual de la Utilidad por acción RU
(Trailing 12M EPS, 5 años)

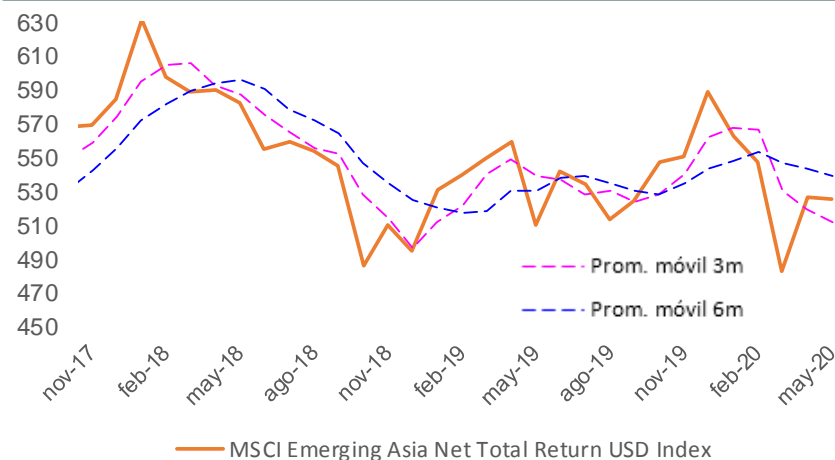


RVI Asia Emergente: optimismo ante aparente contención del COVID-19

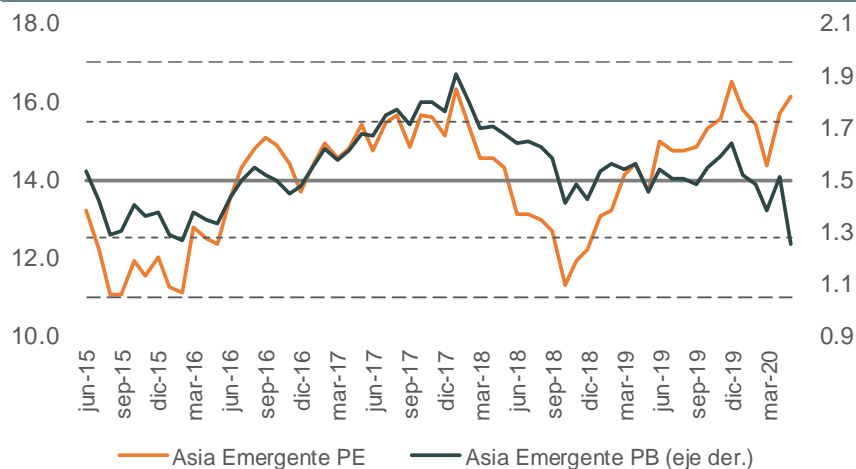
La actividad en China y Asia Emergente en general sigue en franca mejora, luego del fin de las cuarentena. El espacio fiscal y monetario con el que cuenta China sirve como salvaguarda en caso sea necesario.



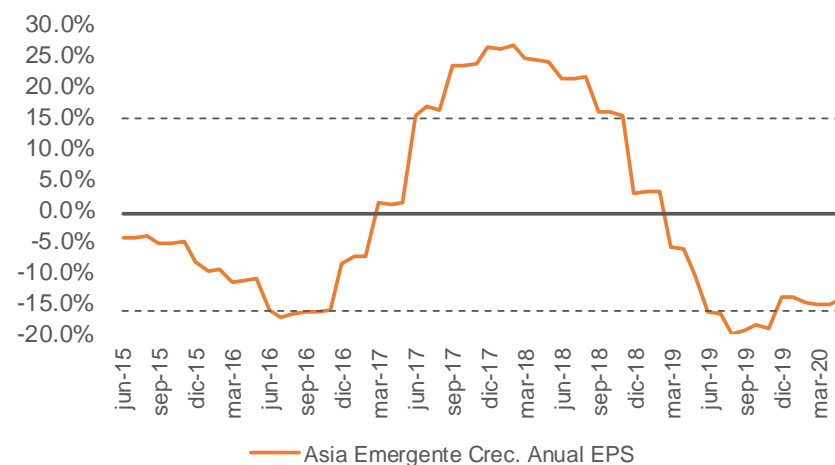
Evolución del precio del Índice MSCI Asia EM
(en USD, 2 años)



Ratio Precio/Utilidad vs. Precio/Valor en Libros Asia EM
(5 años)



Crecimiento Anual de la Utilidad por acción Asia EM
(Trailing 12M EPS, 5 años)



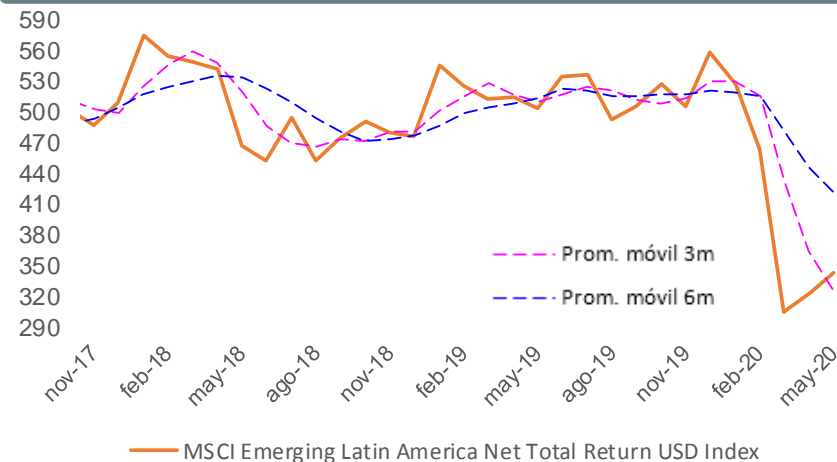
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Mapa descargado de Mapchart. Información al 03/06/2020.

RVI Latam: reactivación de China y mejora en sentimiento global favorecen esta clase de activo

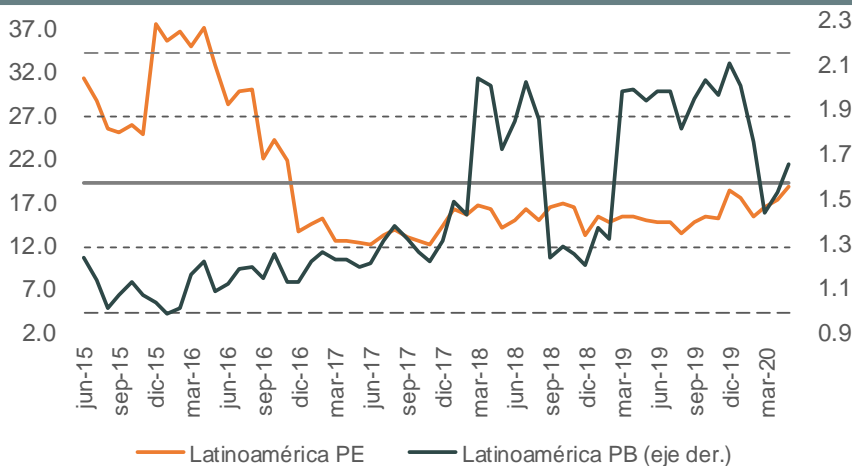
Solidez fundamental y valorizaciones atractivas también sugieren sobreponderación.



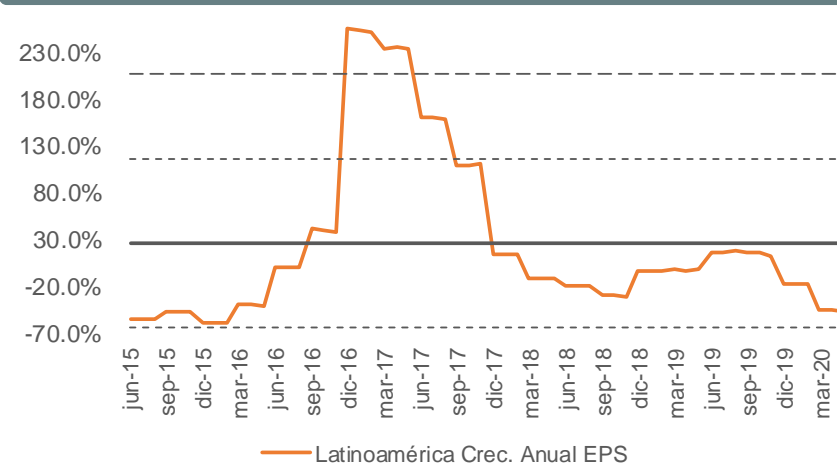
Evolución del precio del Índice MSCI Latam (en USD, 2 años)



Ratio Precio/Utilidad vs. Precio/Valor en Libros Latam (5 años)



Crecimiento Anual de la Utilidad por acción Latam (Trailing 12M EPS, 5 años)



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Mapa descargado de Mapchart. Información al 03/06/2020.

Las expectativas de crecimiento de utilidades en territorio negativo

El efecto se empezó a ver en el reporte de utilidades del primer trimestre del 2020.

- Con el ciclo de reportes ya casi finalizado en los principales mercados, se aprecia el gran efecto de los cierres globales en las utilidades corporativas, aunque menor a lo esperado. Deberíamos esperar que estos se intensifiquen aún más en las utilidades del segundo semestre.
- Dentro de EE.UU., los sectores cíclicos (Consumo Discrecional, Financieras) han visto sus utilidades reducirse en mayor grado. Sectores como Tecnología y Salud se muestran más resilientes ante la pandemia.

Resumen de Reporte de Empresas (1T20)

N° Empresas	Índice / Sector	UTILIDADES			VENTAS		
		Crecimiento	Sorpesa	% Sorpresas Positivas	Crecimiento	Sorpesa	% Sorpresas Positivas
2032 / 2161	Tokio Stock Exchange	-49.3%	0.0%	43.4%	-4.3%	-3.0%	46.8%
300 / 300	Shanghai Shenzhen CSI 300	-10.3%	-8.8%	37.3%	-4.6%	2.2%	39.3%
48 / 49	EUROSTOXX 50	-28.29%	1.03%	54.8%	-4.57%	-3.50%	52.2%
495 / 500	S&P500	-7.7%	0.7%	65.4%	0.9%	0.9%	59.0%
26 / 26	Energía	-5.9%	149.7%	81.8%	-9.9%	5.4%	42.3%
28 / 28	Materiales	-19.5%	5.6%	74.1%	-16.7%	1.0%	57.1%
71 / 71	Industriales	-6.8%	13.0%	67.1%	-7.4%	1.1%	58.6%
59 / 62	Consumo discrecional	-22.1%	-11.4%	44.6%	-0.5%	0.6%	67.8%
31 / 33	Consumo básico	2.8%	3.6%	73.3%	5.1%	0.9%	64.5%
61 / 61	Salud	7.3%	9.7%	81.7%	10.1%	3.6%	82.0%
66 / 66	Financiero	-35.1%	-21.2%	53.3%	1.1%	-0.4%	50.8%
71 / 71	Tecnología	4.4%	1.3%	69.0%	4.2%	-1.4%	67.6%
22 / 22	Telecomunicaciones	-4.7%	-0.7%	68.2%	5.2%	-0.8%	54.5%
28 / 28	Servicios básicos	6.3%	4.0%	50.0%	-6.5%	-8.2%	7.1%
31 / 31	Real Estate	0.7%	-1.2%	64.5%	5.5%	2.9%	61.3%

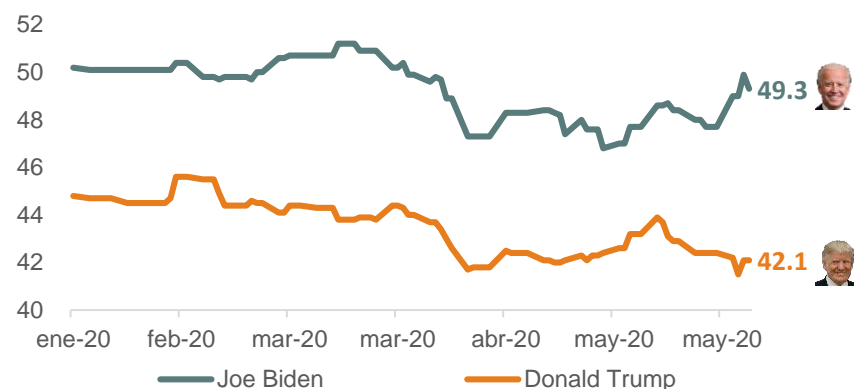
Elecciones Estados Unidos 2020

Candidatos a elecciones generales: Joe Biden vs Donald Trump

Camino a las elecciones generales

- ✓ El ex vicepresidente Joseph Biden (demócrata) es el virtual candidato a desafiar al presidente Donald Trump (republicano) en las elecciones generales de EE.UU. el 3-nov.
- ✓ Se necesitan 270 de los 538 votos electorales para que el candidato presidencial gane las elecciones 2020. Al 4-jun Biden cuenta con 231 y Trump con 201. El primer debate presidencial sería el 29 de septiembre.
- ✓ Ante las protestas generadas por la muerte de George Floyd, Biden se ha visto principalmente beneficiado en las encuestas, en línea con la forma que transmitió un mensaje inclusivo y de unión para EE.UU.
- ✓ La credibilidad del presidente Trump ha disminuido en los últimos meses (de 27% a 18%), relacionado directamente al manejo de la crisis del Covid-19. Según encuestas, el votante considera que Biden hubiese tenido un mejor manejo de la misma.
- ✓ Biden hizo su primera aparición pública después de 2 meses en el *Memorial Day*. No obstante, no tiene planeado retornar al ritmo de campaña con premura ya que prefiere respetar las medidas sanitarias y el distanciamiento social.
- ✓ En cuanto al votante, Biden tiene la preferencia de las comunidades no blancas y la mujer suburbana; Trump, por su lado, la del hombre blanco.
- ✓ Las convenciones de ambos partidos, eventos donde se oficializan al candidato presidencial y al vicepresidente, podrían ser postergadas o tener un cambio de locación (con posibilidad de ser virtuales), debido a las restricciones del número de asistentes por la crisis del Covid-19.

Evolución de la intención de voto nacional (%)



Intención de voto por grupos (votos electorales)

	Biden	Trump
Liberales	80%	11%
No - blancos	69%	18%
Moderados	53%	24%
Mujer Suburbana	57%	34%
Mayores a 65	57%	38%
Conservadores	23%	70%
Evangelicos blancos	27%	68%
Asiste regularmente a la iglesia	39%	53%
Hombre blanco	39%	52%
Blancos sin título universitario	37%	50%

OPEP+: Acuerdo en medio de la fase de reapertura económica (I)

Oferta global registra moderación, pero aún falta. Demanda se mantiene débil y se pronostica inferior a 2019

Principales números a tener en cuenta

Producción global de petróleo*

96,7 millones bpd

De acuerdo con la fecha de corte definida para la evaluación de los recortes (oct-18), donde la producción global era de 102,53 mln bpd, el descenso sería de 5,7 mln bpd.

Producción de Rusia y Arabia

18,09 millones bpd

A may-20, Rusia produce cerca de 9,39 mln bpd, mientras que la producción de Arabia es 8,7 mln bpd. De acuerdo con la cota de 11 mln bpd acordada para ambas naciones para may-20 y jun-20, Arabia ha recortado 2,3 millones bpd su producción, mientras que Rusia 1,61 mln bpd

Producción OPEP

24,77 millones bpd

A may-20, producción de la OPEP cayó 5,91 mln bpd, por debajo del compromiso de 9,7 mln bpd. Irak tuvo un recorte de 38% de lo acordado, y Nigeria uno del 18% de lo acordado. Arabia, Emiratos Árabes y Kwait los más comprometidos

Producción de EEUU

11,2 millones bpd

Frente a abr-20, la producción de petróleo ha disminuido en 900 mil bpd

Consumo global de petróleo**

76,34 millones bpd

Dependerá mucho de cómo se vaya dando la fase de reapertura de las economías, y de esta se desprenderá la recuperación en la cifra actual de consumo. Reapertura de la industria, y el tráfico aéreo serán claves

*Cifras estimadas a may-20

**Cifras a abr-20

Fuente: Bloomberg. EIA. Reuters

OPEP+: Acuerdo en medio de la fase de reapertura económica (II)

Precios promedio sobre US\$ 40 por barril, dependerán en buena parte del cumplimiento de los acuerdos

Conclusiones y Acuerdos

Cambio en producción global de petróleo

(-9,6 mln OPEP+ ex México)

Ampliar fechas de disminución de cuotas de producción propuestos para mayo y junio de 2020, hasta agosto, donde se revisarán nuevamente. Restauración gradual de la producción hasta abril de 2022. Oferta global podría llegar alrededor de 85 a 90 mln bpd en el corto plazo (ago-2020). México se aparta del acuerdo.

Cambio en producción de Rusia y Arabia

(-2 mln desde el nivel actual)

Principal problema para acordar una ampliación del calendario de restricción en la producción más largo, es la duda sobre la reactivación de la demanda. Reapertura del tráfico aéreo, y reactivación económica bajo la lupa.

Cambio en producción OPEP

(-2,7 mln adicionales al menos hasta sep-20)

Producción de la OPEP debería alcanzar 22,5 mln bpd en jun-20, y de no llegar a un acuerdo de extensión del calendario de restricción en la producción, se estabilizaría en 24,5 mln bpd en el 2S-20. Irak y Nigeria deben cumplir con sus cuotas, además de recortar adicionalmente lo que no hicieron entre abril y mayo.

Cambio en producción de EEUU

Indeterminado

Por ahora ha mostrado cierta disminución. Sin embargo, con la reapertura de la economía y los mejores precios, producción tiene riesgo de incrementarse.

Consumo global de petróleo

~82 mln bpd a jun-20

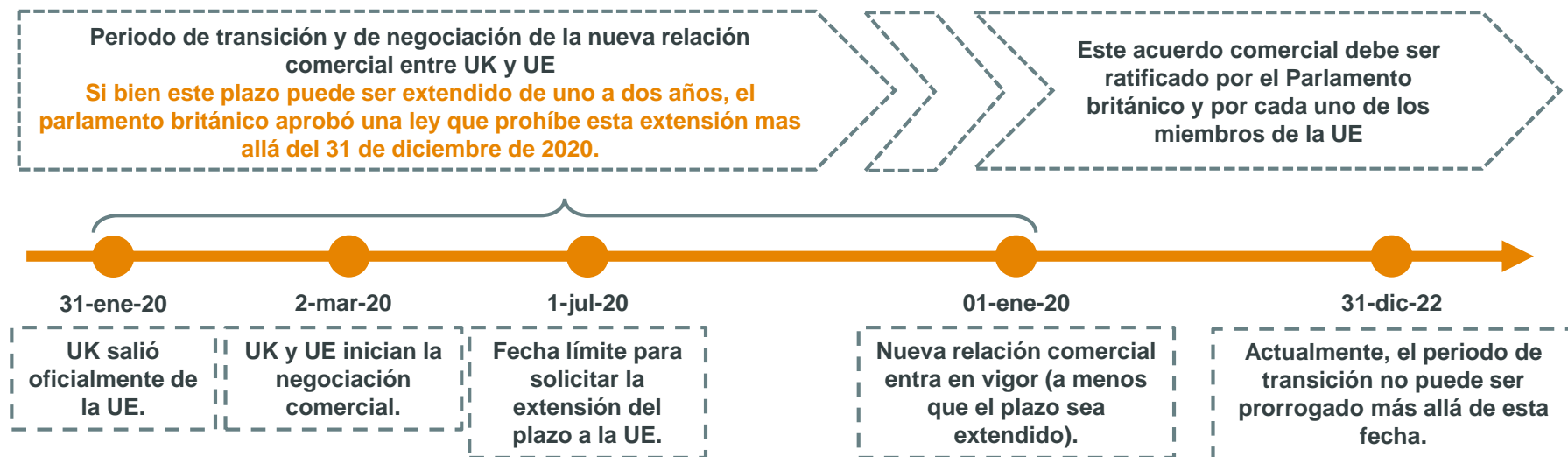
De acuerdo con una reciente encuesta de Reuters, la demanda global debería disminuir entre 6,4 mln bpd y 10 mln bdp frente a 2019, lo que implica que el consumo deberá ubicarse en el rango entre 92 y 95 mln bpd entre 3T y 4T-20.

La incertidumbre del Brexit permanece:

El COVID-19 parece no haber afectado la intención de UK de no solicitar extensiones adicionales.

- Actualmente se mantiene la incertidumbre con respecto a la extensión de la entrada en vigencia de la nueva relación comercial entre la UE y UK. **La fechas relevantes para conocer si se llevará a cabo la extensión corresponden al 18 y 19 de junio (Reunión del Consejo de la UE) y el 1 de julio (fecha límite actual para solicitar la extensión).**
- **Las expectativas apuntan a que el Primer Ministro de UK, Boris Johnson, no optaría por solicitar la extensión.** Esto teniendo en cuenta la ley que fue aprobada a finales del año pasado, y que impide que Johnson acepte alguna propuesta para la extensión del periodo.
- Así, **el actual escenario base contempla que se alcance un acuerdo comercial blando, que incorpore factores como aranceles cero hacia bienes, pero mayores tarifas para el comercio de servicios.** De otro lado, existe un escenario menos probable donde Johnson solicita la extensión en 2S20. No obstante, para esto el Primer Ministro debe derogar antes la ley de no extensión.

Calendario probable del *Brexit*

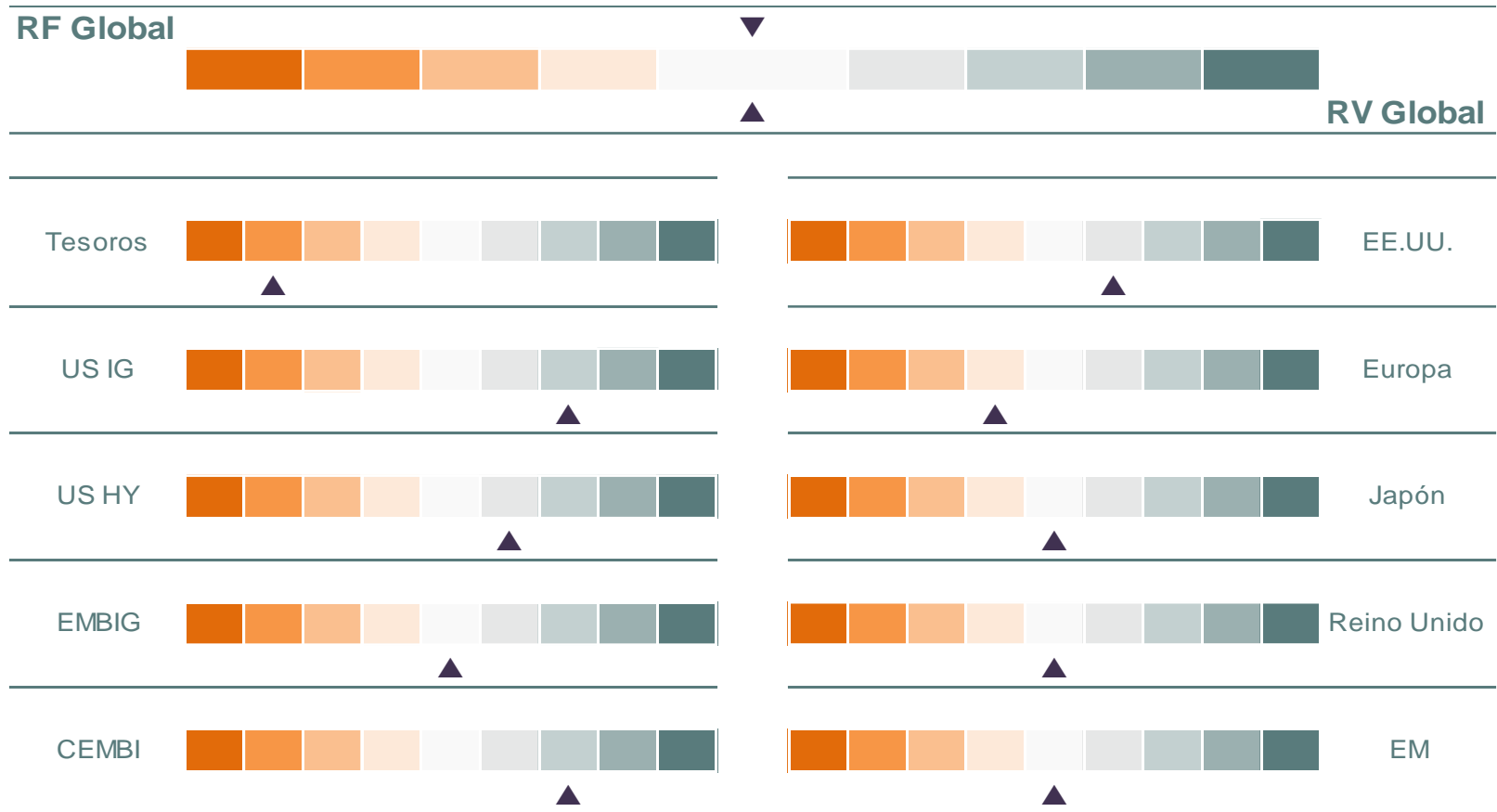


Agenda

- Desempeño de Mayo
- Panorama Global
 - Fundamentos Macro - Evolución
 - RF vs RV
 - RF
 - RV
 - Temas coyunturales
- **Posicionamiento y Comentarios**
- Anexos

Posicionamiento Recomendado

Posicionamiento entre y dentro de clases de activos.



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

Posicionamiento recomendado

Activos Globales

Posicionamiento respecto de una cartera neutral

Activo	Comentarios	Subponderar	Neutral	Sobreponderar
Renta Fija	La ampliación de spreads observada en marzo y la salvaguarda ofrecida por el programa de compra de activos de la Reserva Federal hacen que las categorías de renta fija con riesgo de crédito se vean atractivas. Sopesando esto con los niveles poco atractivos de tasa base, nos parece conveniente estar neutrales en esta clase de activo.			
Renta Variable	Las reaperturas de las economías, la aparición de data de actividad económica positiva y el estímulo fiscal y monetario empiezan a dar soporte fundamental al alza de la renta variable. Los altos niveles de valorización relativa son un riesgo a tomar en cuenta; sin embargo, los flujos hacia mercado accionario aún parecen tener espacio para aumentar. Por ende, pasamos a neutral nuestra ponderación.			

- ▼ Posicionamiento Actual
- ▲ Posicionamiento Anterior*

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

Posicionamiento recomendado

Renta Fija Global

Posicionamiento respecto de una cartera neutral de renta fija

Activo	Comentarios	Subponderar	Neutral	Sobreponderar
Tesoros	La caída en tasas base y la ampliación de spreads crediticios observadas en marzo redujeron el atractivo relativo de la renta fija soberana de EEUU. Creemos que a mediano plazo el sesgo de estas tasas será ligeramente al alza, por lo que mantenemos nuestra subponderación en esta clase de activo.			
US Investment Grade	Incluso con la compresión de spreads observada en las últimas semanas, la valorización de esta clase de activo se mantiene atractiva, dado el apoyo explícito que viene dando la Reserva Federal. Por lo tanto, mantenemos la sobreponderación.			
US HY	Estos bonos experimentaron en la renta fija de EEUU la más extensa ampliación de spreads, producto no solo de los cierres en las economías sino también de la caída en el precio del petróleo. Sin embargo, la mejora en sentimiento de mercado y el apoyo explícito de la Reserva Federal han alentado la compresión de spreads de las últimas semanas. Dado que la valorización sigue siendo atractiva, mantenemos la sobreponderación.			
Emergentes	La ampliación de spreads aumenta el atractivo de este tipo de deuda por distintos motivos. En Asia, las reaperturas de las economías están más avanzadas que en el resto del mundo, lo cual se está reflejando en indicadores de actividad. En Latinoamérica, las empresas en general muestran una situación más sólida que en la crisis de 2008/2009, por lo que creemos que deberían sostenerse de mejor forma.			

▼ Posicionamiento Actual

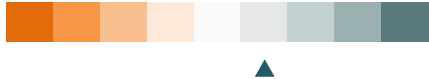



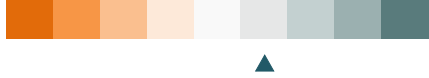
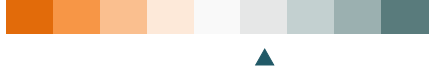
▲ Posicionamiento Anterior*

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

Posicionamiento recomendado

Renta Variable Global

Posicionamiento respecto de una cartera neutral de renta variable

Activo	Comentarios	Subponderar	Neutral	Sobreponderar
EE.UU.	La agresividad mostrada por la Fed y el Departamento del Tesoro en dar estímulo a la economía debería ayudar a que la recuperación en EEUU se pueda dar sostenidamente hacia la segunda mitad del año. Esto, sumado a la solidez con la que esta crisis encontró a la economía norteamericana, nos hace sobreponderar esta bolsa.		▼ ▲	
Europa	La menor solidez con la que la crisis encontró a la Eurozona respecto a EEUU y la menor flexibilidad que esta economía tiene para realizar estímulo monetario y fiscal hace que subponderemos la renta variable de esta región. Es importante, sin embargo, estar alerta a señales de reactivación.		▼ ▲	
Japón	El éxito relativo en la contención del COVID-19 en principio ayudará a que la economía japonesa sobrelleve la recesión mundial manteniendo la demanda interna. Sin embargo, la exposición al comercio internacional y el poco espacio para tomar medidas fiscales/monetarias sopesan estos argumentos y nos hacen mantener una posición neutral.		▼ ▲	
Reino Unido	Si bien el Reino Unido tiene pendiente el cierre de su acuerdo comercial con la Unión Europea y es el país europeo que más lentamente implementó las cuarentenas, sus hacedores de política económica en reaccionado con mayor agresividad incluso que en la crisis financiera de 2008/2009, lo cual debería ayudar a mitigar el impacto negativo en el crecimiento de este año. Esta compensación de factores nos lleva a mantener la neutralidad en esta bolsa.		▼ ▲	
Asia Emergente	Las economías de esta región son las que más avanzadas parecen estar en superar el trance del coronavirus. A pesar de que la alta exposición que tienen al comercio internacional podría ralentizar esta recuperación en los próximos meses, esperamos que esta región muestre el más alto crecimiento este año; sin embargo, dada la alta valorización relativa, tomamos una ponderación neutral.		▼ ▲	
Latinoamérica	Si bien esperamos que la economía de esta región entre en recesión este año en línea con los acontecimientos globales, la bolsa latinoamericana ha sido de lejos la más golpeada durante este año. Por lo tanto, en términos de valorización relativa, se ve atractiva incluso luego de la recuperación de las últimas semanas, por lo que mantenemos una leve sobreponderación.		▼ ▲	

▼ Posicionamiento Actual

▲ Posicionamiento Anterior*

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

Agenda

- Desempeño de Abril
- Panorama Global
 - Fundamentos Macro - Evolución
 - RF vs RV
 - RF
 - RV
 - Temas coyunturales
- Posicionamiento y Comentarios
- **Anexos**

Soporte monetario en detalle

Hacia adelante, la Fed mostraría los incrementos nominales más fuertes en su hoja de balance.

1. La **Fed** **comprará una cantidad potencialmente ilimitada Tesoros y MBS (en contraste con el monto inicial de USD 700 billones)**. Adicionalmente, el emisor mantiene sus compras de prestamos por 600 millones a través del Main Street Lending Program; compras de deuda privada por 750 millones de dólares distribuidas entre en sus líneas de Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF) y Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF) (1); y el apoyo a los gobiernos locales mediante su Municipal Liquidity Facility por USD 500 billones. Esto adicional a sus ventanas de soporte transitorio de liquidez, que comprenden:
 - Operaciones Repo Overnight por USD 500 billones (2).
 - Operaciones semanales por USD 500 billones con vencimiento a un mes (2).
2. El **ECB** **extendió su Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) hasta mediados de 2021 (previo: finales de 2020), y se comprometió a mantener la reinversión total de los vencimientos por lo menos hasta el cierre de 2022**. Así, las compras totales del PEPP equivaldrían al monto inicial por EUR 750 billones en 2020, sumado EUR 600 billones anunciados para 2021. De otro lado, mantuvo sin cambios sus otros programas de estímulo:
 - **Asset Purchase Programme (APP)**: compras por EUR 120 billones en 2020, que se sumarían al programa ya existente previamente por aproximadamente EUR 20 billones mensuales.
 - **Longer-Term Refinancing Operations (LTRO)**: préstamos con tasa de interés igual a la tasa de depósito (-0.5%) y plazo de tres años.
 - **Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO)**: préstamos focalizados con interés 25 pbs por debajo de la tasa de depósito (-0.75%) y plazo de cuatro años.
 - **Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations (PELTRO)**: préstamos con interés 25 pbs por debajo de la tasa de refinanciamiento (-0.25%) y plazo de 8 a 16 meses.
3. El **BoJ** **aumentó sus compras de ETF y J-REIT (Real Estate Investment Trust) duplicando temporalmente el límite superior anual hasta cerca de JPY 12 trillones**. Adicionalmente, **incrementó las compras de bonos corporativos desde un límite anual de JPY 7 trillones hasta JPY 20 trillones**. De otro lado, el emisor estableció una nueva facilidad de préstamo especial que permite el financiamiento corporativo al 0%.
4. El **BoE** **esta comprando bonos soberanos y corporativos, concentrado especialmente en los primeros, por un monto cercano a GBP 200 billones**.

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

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

(2) La Fed cerró sus ventanillas Overnight de la tarde, redujo la frecuencia de dos a una para sus subastas semanales, retirando así las operaciones cuyo plazo de vencimiento era a tres meses. Nomenclatura anglosajona.

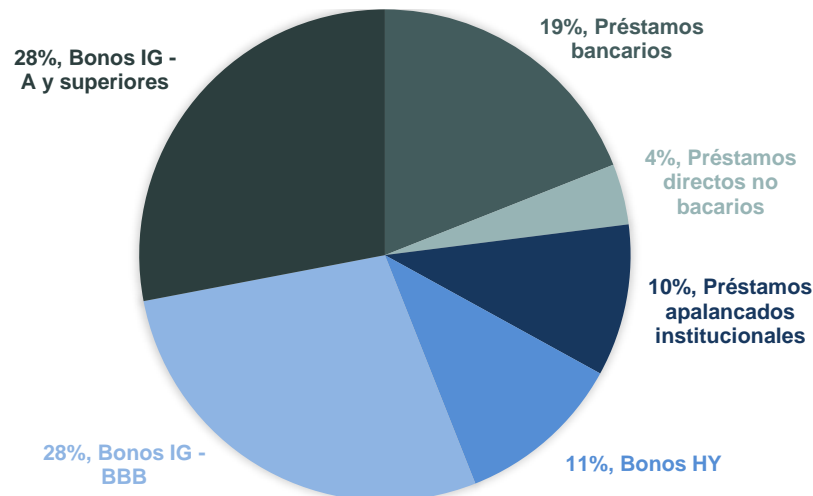
Fuente: Bloomberg, Fed, ECB., BoJ y BoE Elaboración propia. Información al 04/06/2020.

¿Están bien direccionados los estímulos monetarios?

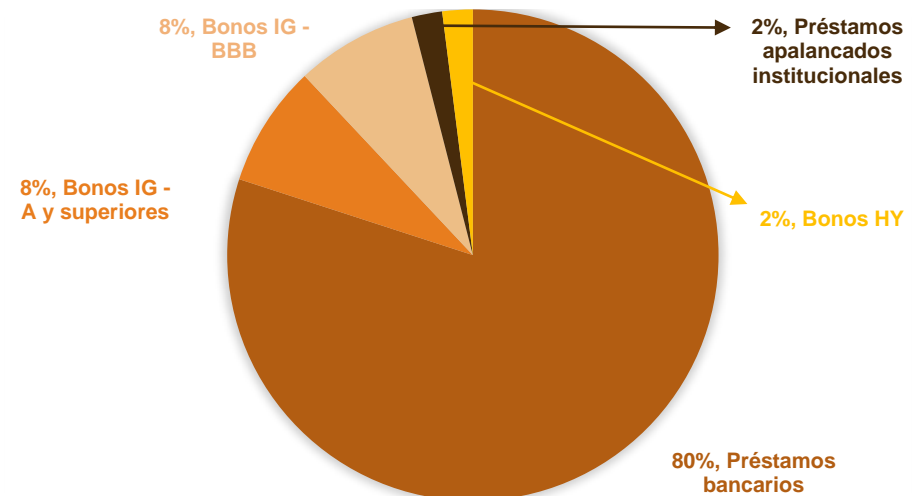
La composición del endeudamiento corporativo en EE.UU. y Europa sugieren que si.

- En EE.UU. las empresas tienden a financiarse en un 67% con la emisión de bonos en los mercados bursátiles, con una composición del 56% en deuda IG y un 11% en deuda HY. Prestamos con entidades de financiamiento representa el 33% de las fuentes, estando especialmente concentrado en el financiamiento con bancos (19%).
- En la Eurozona el sector corporativo tiende a financiarse considerablemente con bancos (80%), seguido por una baja emisión relativa de bonos (18%), compuesto por un 16% IG y un 2% HY. Esta diferencia frente a EE.UU. estaría asociada a tres factores: i) culturalmente existe una mayor aversión al riesgo en Europa; ii) los multinacionales bancos europeos están mejor integrados con los bancos locales, lo cual permite un mejor flujo del efectivo hasta el sector real; y iii) los mercados de capitales en el viejo continente esta más fragmentados que en Norteamérica.
- Así, la Fed estaría direccionándose correctamente al enfocar sus nuevas herramientas de política monetaria en la compra de deuda corporativa, pues es la fuente de financiamiento más usada por las compañías locales. De otro lado, el ECB ha intentado garantizar el flujo de recursos a través de créditos laxos a tasas muy bajas, que probablemente tengan más sentido en una región donde las empresas suelen financiarse con los bancos.

Fuentes de financiamiento del sector corporativo en EE.UU.



Fuentes de financiamiento del sector corporativo en la Eurozona



*Nomenclatura anglosajona.

Fuente: Deutsche Bank. Cálculos de Deutsche Bank. Información al 07/05/2020.

Composición de las economías será otra de las claves de la reapertura

Economías con una alta concentración en el sector secundario se recuperarían primero del COVID-19.

- Países desarrollados, **EE.UU., UK y Francia** tienen la mayor participación del sector terciario; mientras que **Alemania y Japón** se destacan por la contribución de su sector secundario (manufacturera).
- Los países emergentes se destacan por la divergencia entre ellos. **En Asia EM el sector industrial tiene una participación muy relevante en China y Corea**, y un sector primario importante en Indonesia e India. **Europa EM es una región con una significativa rama manufacturera, y un sector primario pequeño** (con excepción de Rusia). **En Latam el sector primario es relevante en las economías andinas y Argentina**; mientras que **México** esta mas concentrado en manufacturas y **Brasil** en servicios.

Composición de las economías por grandes sectores
(Porcentaje del Valor Bruto Agregado)

Sector primario (Agricultura + Minería)	2%	6%	1%	12%	2%	19%	2%	1%	3%	1%	2%	2%	3%	3%	9%	3%	4%	6%	17%	8%	12%	7%	19%	2%	21%	11%	13%	8%	8%	13%	12%	14%	19%
Manufactura	12%	11%	21%	6%	10%	7%	15%	19%	16%	23%	11%	17%	12%	12%	19%	26%	19%	22%	15%	21%	25%	34%	16%	28%	21%	27%	14%	11%	17%	15%	13%	11%	14%
Construcción	4%	8%	6%	8%	6%	7%	7%	5%	6%	5%	6%	4%	6%	4%	7%	6%	8%	6%	6%	8%	7%	7%	8%	6%	11%	3%	6%	4%	7%	5%	7%	8%	7%
Sector secundario (Manufactura + Construcción)	16%	18%	27%	14%	16%	14%	22%	24%	21%	28%	17%	21%	19%	17%	26%	31%	27%	28%	20%	29%	32%	40%	24%	34%	32%	30%	20%	15%	24%	20%	20%	18%	21%
Sector terciario (Servicios)	82%	76%	72%	73%	82%	67%	76%	75%	76%	71%	82%	77%	78%	80%	66%	66%	69%	66%	63%	63%	56%	53%	57%	64%	47%	59%	68%	77%	68%	67%	67%	67%	59%
	Estados Unidos	Canadá	Japón	Australia	Reino Unido	Noruega	Suecia	Suiza	Eurozona	Alemania	Francia	Italia	España	Países Bajos	Europa Emergente	Republica Checa	Polonia	Rumania	Rusia	Turquía	Asia Emergente	China	India	Corea	Indonesia	Tailandia	Latinoamerica	Brasil	México	Argentina	Colombia	Chile	Perú

REPORTE MENSUAL DE MERCADOS

ESTRATEGIA DE INVERSIONES
SOLUCIONES DE PORTAFOLIO

Junio | 2020

SOLUCIONES DE PORTAFOLIO - GDA



Klaus Kaempfe Lavarello

Director de Soluciones de Portafolio
Ing. Civil Matemático - Universidad de Chile
Magister Universidad de Chile (13)
kkaempfe@credicorpcapital.com
+(562) 2450 1731 Ext. 731

EQUIPO ESTRATEGIA DE INVERSIONES



Juan Camilo Rojas

Gerente de Estrategia de Inversiones
Economía - U. Del Rosario
Master Economía - U del Rosario (16)
jrojas@credicorpcapital.com
+(571) 339 4400 Ext. 1533



Camilo Andrés Ramírez

Analista Sr Estrategia
Finanzas - U. del Rosario
Msc Financial Markets - Skema BS (5)
caramirez@credicorpcapital.com
+(571) 339 4400 Ext. 1003



Andrés Herrera Aramburú

Estrategia Renta Variable Global
Economía - PUCP (8)
ahurtado@credicorpcapital.com
+(511) 416 3333 Ext. 33056



Sebastián Moreno

Analista Sr Estrategia
Administración - EAN (3)
smoreno@credicorpcapital.com
+(571) 339 4400 Ext. 1015



Germán Ignacio Davalos, CFA, FRM

Estrategia Renta Variable Global
Economía - U. Pacífico (4)
gdavalos@credicorpcapital.com
+(511) 416 3333 Ext. 32922



Andres Naveros

Analista Sr Estrategia DDMM
Economía - UNAL (5)
anaveros@credicorpcapital.com
+(571) 339 4400 Ext. 1532



TBD

Estrategia Renta Fija Global



TBD

Estrategia EEMM

MANDATOS COLOMBIA



Luisa Fernanda Arenas

Gerente de Mandatos
Administración - CESA (15)
larenas@credicorpcapital.com
+(571) 339 4400 Ext. 1487

MANDATOS CHILE



Diego Bobadilla

Gerente Soluciones de Portafolio
Ingeniero Civil - PUC (11)
dbobadilla@credicorpcapital.com

Vario Bravo

Trading Renta Fija
Contador Auditor - ECAS (9)
vbravo@credicorpcapital.com
+(562) 2450 1731 Ext. 312

Diego Steinsapir

Analista Soluciones de Portafolio
Ingeniero Civil - PUC (1)
dsteinsapir@credicorpcapital.com
+(562) 2450 1731 Ext. 643

MANDATOS PERÚ



Jorge Beingolea, CFA

VP Soluciones de Portafolio
Economía - LSE
MSc Economics, MSc Finance - LSE (12)
jbeingolea@credicorpcapital.com
+(511) 416 3333 Ext. 40294

Lucero Quispe

Analista Soluciones de Portafolio
Economía - U. Pacífico (3)
lquispe@credicorpcapital.com
+(511) 416 3333 Ext. 40295

Kharla Loayza

Analista Soluciones de Portafolio
Economía - U. Pacífico (1)
kloayza@credicorpcapital.com
+(511) 416 3333 Ext. 40326

DISCLAIMER

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.