



# Visión y Estrategia internacional

FYNSA

Julio, 2021

# Mercados Internacionales

A close-up, shallow depth-of-field photograph of a desk. In the foreground, a silver laptop is partially visible with a black pen resting on its keyboard. A pair of black-rimmed glasses lies on a stack of papers. The background is softly blurred, showing a white mug and the back of a laptop screen. The overall color palette is cool, dominated by blues and greys, with a bright green overlay on the left side containing the text.

# Visión y Estrategia internacional

## Resumen Visión

### Resumen Visión: factores que impulsan nuestras opiniones para el 2S21

Driver	Impacto	Principales supuestos	Desarrollos recientes
Crecimiento global	Positivo	Espere que PMIs más fuertes en el segundo trimestre, la zona euro, Japón y los mercados emergentes se pongan al día gradualmente con los de EE. UU en el 2S.	El PMI compuesto global está en 56,6. La actividad de servicios se pone al día con la fabricación.
La política monetaria	Positivo	La compensación entre crecimiento y política seguirá siendo de apoyo, incluso cuando la reducción del balance comience a principios de '22	Los funcionarios de la Fed mantuvieron un tono paciente en términos de endurecimiento de la política monetaria, muestran las minuta de la reunión del mes de junio.
Tasas	Neutral	Creemos que las tasas largas están en la parte baja de este proceso correctivo. Seguimos apuntando a niveles mas cercanos al 2% para el tesoro a 10 años para fines de 2021y con una curva de rendimiento que comenzara a empinarse nuevamente.	Las caidas recientes en las tasas largas se enmarcan en la percepción del mercado de una desaceleración del crecimiento y una amenaza inflacionaria en declive, tesis que no compartimos.
Crédito	Neutral	En términos relativos de spreads, US IG versus US HY se encuentran en su promedio, por lo que estamos neutrales en HY IG US. Sin embargo, preferimos estar en la parte IG baja duración con el objetivo de tener una mejor calidad crediticia en la cartera y bajo riesgo a alzas de tasas.	Spread en niveles fair value
Dólar	Positivo	Seguimos esperando una depreciación del USD frente a las monedas G10 y EM. La diferencia entre el crecimiento en los EE. UU. y el resto del mundo suele ser un gran impulsor del dólar	El dólar sigue sobrevaluado en aproximadamente un 8% en términos reales, a diferencia de 2013 (taper tantrum), donde estaba subvaluado en un 10%.
Utilidades	Positivo	Expectativas de ganancias muy sólidas para este año, ~ 40% interanual a nivel global.	Proyecciones de consenso ~ 50% de crecimiento del BPA pa EM en 2021
Valorizaciones	Neutral	La etapa del ciclo favorece las valoraciones elevadas. Las brechas de rendimiento frente a los bonos y el crédito No son ajustadas en un contexto histórico, lo que ofrece un colchón de 100-200 pb	MSCI World en 20x Fwd P/E ; MSCI EM 14x Fwd P/E
Sentiment y posicionamiento	Neutral	Posicionamiento tiene espacio para aumentar aún más de los niveles actuales sobretudo en mercados EM, especialmente si continúa el impulso macro positivo.	
Flujos	Positivo	Queda espacio para mayor toma de riesgo	Entradas record a renta variable en 2021

# Visión y Estrategia internacional

## Resumen Visión

### Caso base y riesgos

Escenario	Supuestos
Escenario al alza	Situación COVID para normalizar rápidamente. La economía se verá impulsada por el gasto de los consumidores, las empresas y el gobierno.
Escenario de caso base	Preocupaciones por una mayor inflación resultan ser transitorias, aunque más extendidas al 2S21. Tradeoff entre crecimiento y políticas sigue siendo de apoyo.
Escenario a la baja	Debilidad económica prolongada impulsada por la continua incertidumbre del virus

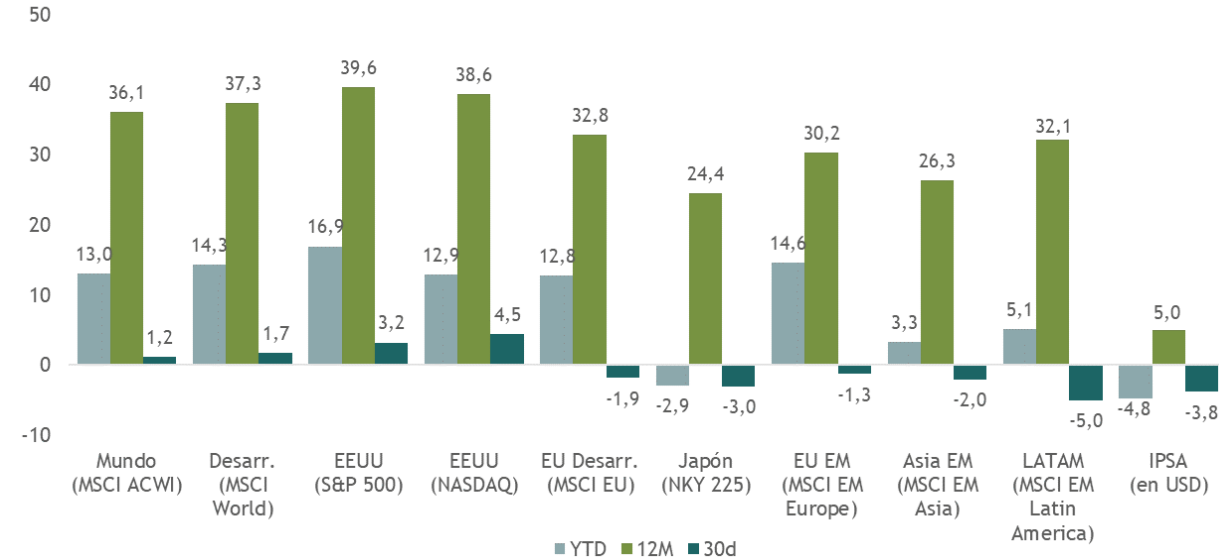
### Estrategia de renta variable - Convicciones regionales

Región	Recomendaciones	Resumen Visión
El crecimiento por encima de la tendencia y la amplia liquidez respaldan los mercados de valores y el comercio de reflación.		
EM	OW	EM podría comenzar a tener mejores resultados que la DM en 2H, a medida que convergen el diferencial de crecimiento y las vacunas.
DM	UW	
US	N	Estados Unidos no será el líder superlativo este año y nos mantenemos neutrales. Tiene un fuerte componente Growth y probablemente se quedará rezagado en un mercado impulsado por el valor
Japón	OW	Japón se ha quedado rezagado debido a la incertidumbre de COVID-19, pero es un juego de ciclo global con una correlación positiva con los PMI y los rendimientos de los bonos.
Eurozona	OW	Global Cycle & Value play, transando barato, beneficiario de spreads periféricos estables, el fondo de recuperación se implementará en el verano.
Reino Unido	OW	Las valoraciones son atractivas, se abrió una gran brecha entre FTSE100 y GBP. Reino Unido es un juego de valor

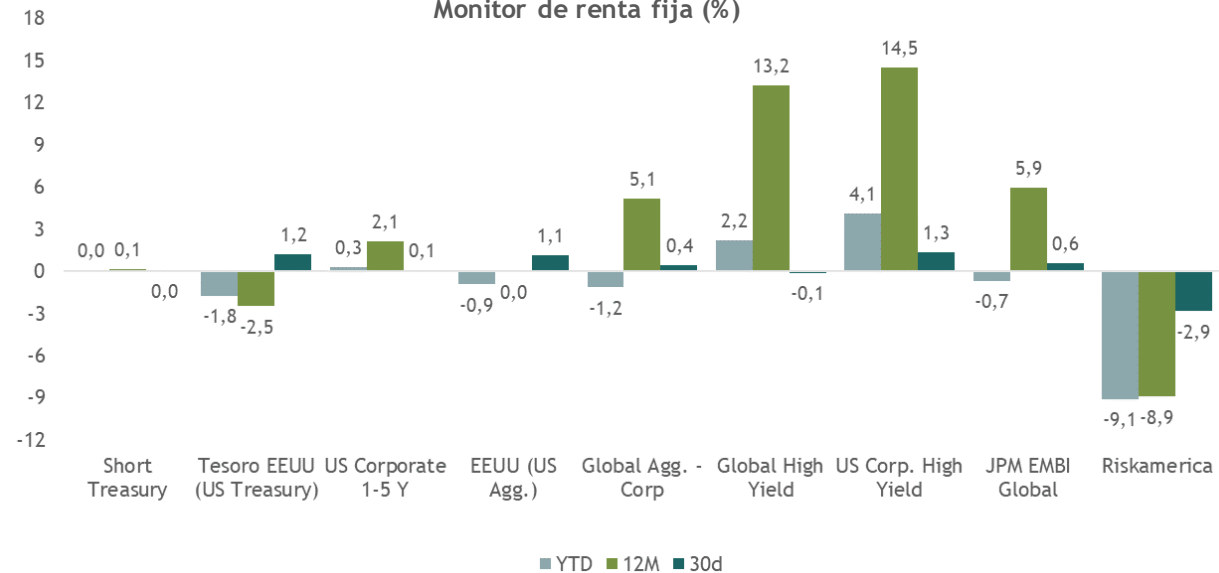
# Visión y Estrategia internacional

## Monitores de mercados

Monitor de renta variable (%)

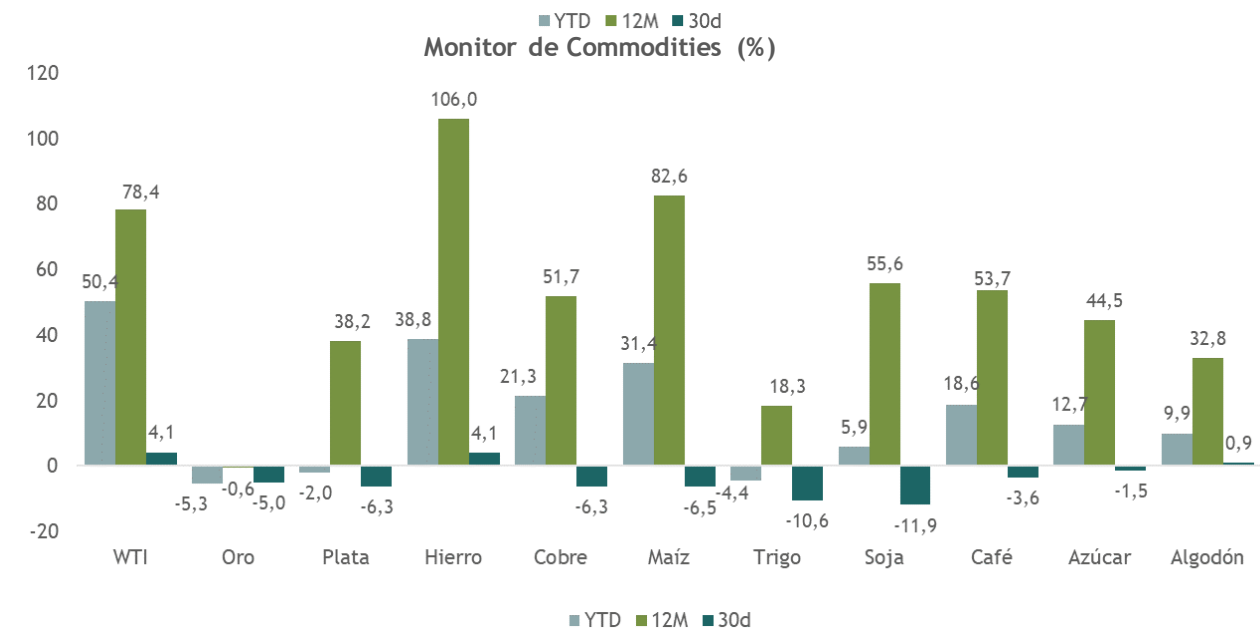
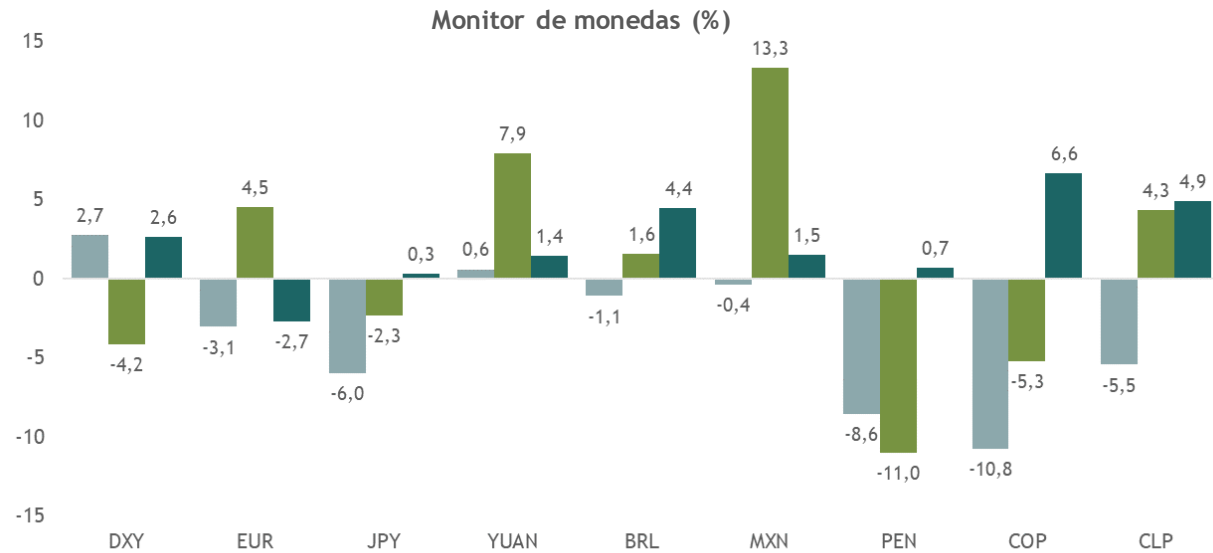


Monitor de renta fija (%)



# Visión y Estrategia internacional

## Monitores de mercados



# Visión y Estrategia internacional

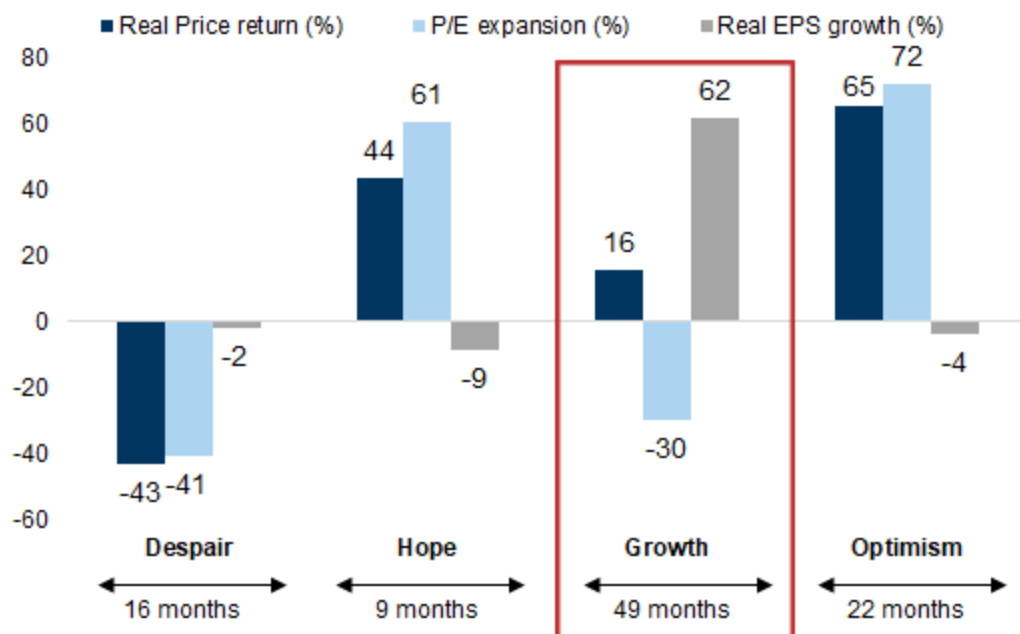
## Es prematuro posicionarse para operaciones de ciclo tardío ... las tasas reales ofrecen un colchón significativo antes de que se vuelvan restrictivas

Se espera que la actividad económica y el crecimiento de los beneficios continúen aunque, al igual que la mayoría de los ciclos, es probable que los rendimientos disminuyan a medida que madura la fase de "Crecimiento"

En lo que va de año, hemos visto un patrón bastante típico a medida que la recuperación que había tenido un precio cada vez más bueno en los mercados comenzó a convertirse en una realidad: el ritmo de los retornos se ha desacelerado y las valoraciones se han contraído, particularmente para sectores defensivos y de larga duración que antes era más caro.

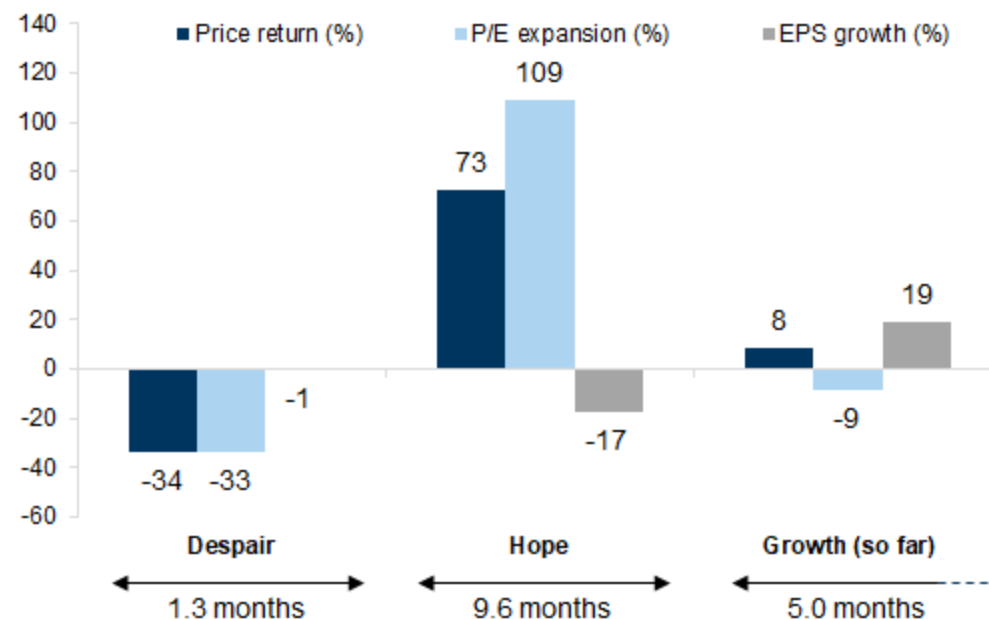
### Pasando a la fase de 'crecimiento'

S&P 500: promedio de los ciclos del mercado desde 1973, cifras no anualizadas



### Las valoraciones han aumentado en un 109% durante la fase de 'Esperanza'

MSCI AC World: EPS y P / U de 12 meses, cifras no anualizadas



# Visión y Estrategia internacional

## Rotación y rentabilidad

En ediciones anteriores hemos sostenido que el impacto de la inflación cambiante en las acciones depende del nivel inicial de inflación y la dirección de viaje. La combinación que tiende a ser más favorable para los mercados de valores es cuando la inflación está aumentando desde niveles muy bajos (y los riesgos de deflación están disminuyendo) o cuando los niveles altos de inflación se están moderando. Como muestra el gráfico adjunto, para las acciones, los bonos y los fondos balanceados, una inflación más alta (por encima, digamos, del 3%) que está aumentando tiende a ser el peor resultado, mientras que la inflación por encima del 3% y que está cayendo es mucho más benigna. Para las acciones en particular, los mejores rendimientos tienden a darse cuando la inflación está por debajo del 1% pero en aumento; esto a menudo se asocia con una recuperación de una recesión y también con la disminución del riesgo de deflación (y, por lo tanto, no es particularmente favorable para los mercados de bonos).

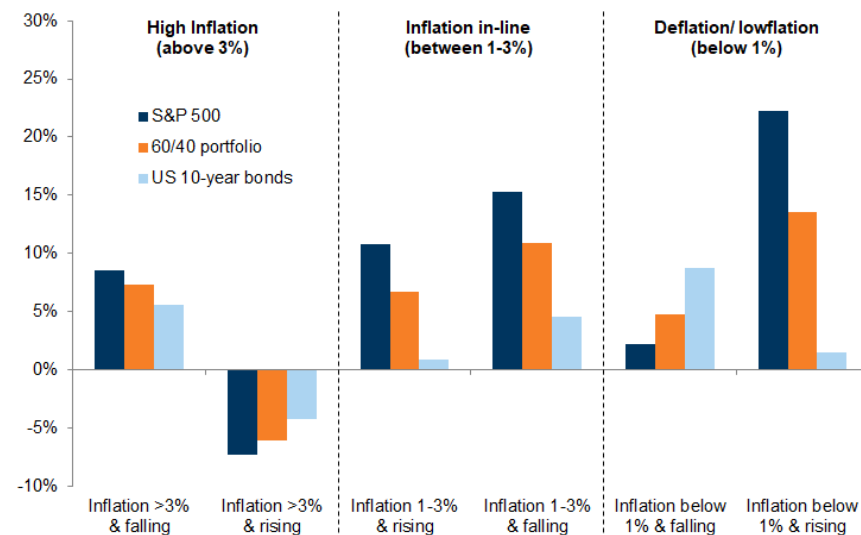
Entonces la pregunta que sigue es ¿qué pasaría si pasamos de una “mayor inflación transitoria” (escenario base), a una mayor inflación persistente” digamos sobre el 3% (escenario de riesgo)?

Primero, se debe acortar más la duración y reasignar de bonos a materias primas y acciones. Los índices de materias primas (como el S&P GSCI) son quizás la cobertura de inflación más directa. Las materias primas también son baratas en un contexto histórico: son las únicas clases de activos importantes que disminuyeron en términos absolutos durante la última década (el rendimiento inferior es significativo y se debe en gran parte a la caída de los precios de la energía). Desde 2010, el S&P 500 se cuadruplicó y el índice S&P GSCI disminuyó casi un 40%.

Dentro de las acciones, comprar valor y un estilo corto de baja volatilidad. El crecimiento y la calidad también tienen una correlación negativa con la inflación.

La expectativa de tasas más altas está elevando las acciones de “valor” que son baratas en relación con las ganancias actuales y que, por lo tanto, pueden considerarse de corta duración. Mientras tanto, las acciones de “crecimiento” que son caras en comparación con las ganancias actuales y, por lo tanto, son de larga duración, están luchando en términos relativos. En este entorno, el sector financiero puede proporcionar una cobertura contra un fuerte aumento de las tasas largas, mientras que los commodities ofrecen cobertura para una mayor inflación.

Rendimientos estables con inflación dentro del rango: la reversión de los extremos tiende a ser alcista



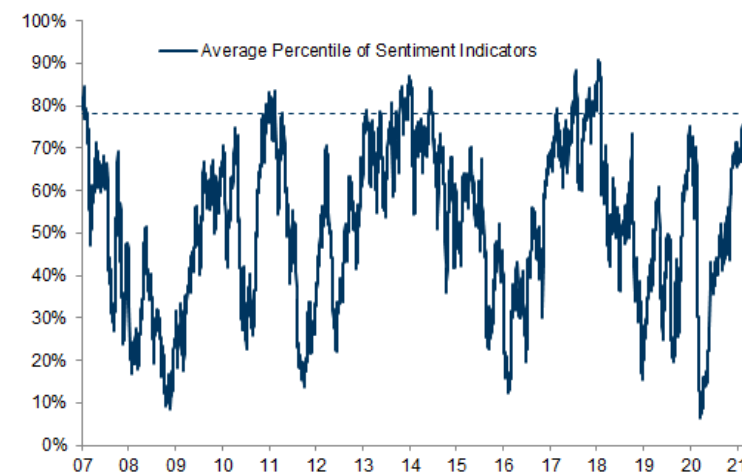
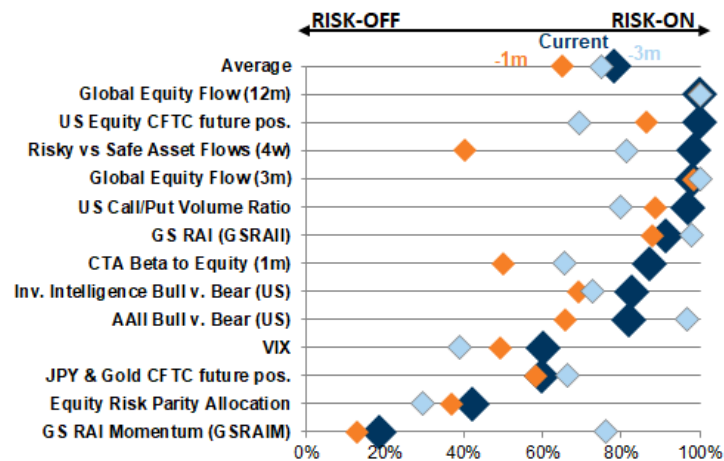


# Visión y Estrategia internacional

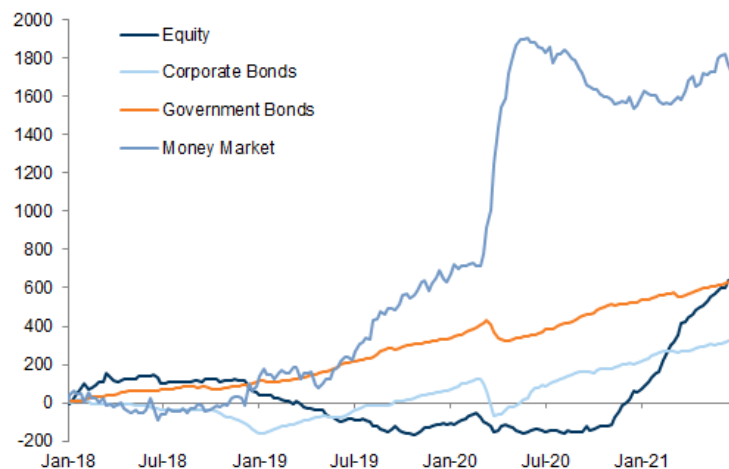
## Sentiment

El sentimiento general de los inversores sigue neutral. El posicionamiento tiene espacio para aumentar aún más de los niveles actuales, especialmente si continúa el impulso macro positivo.

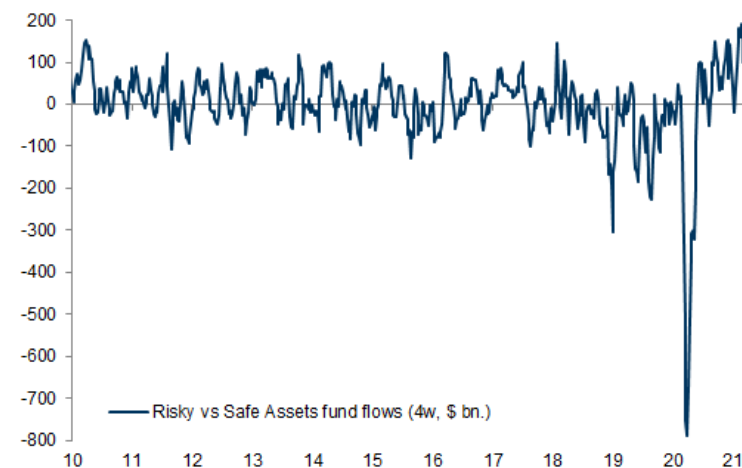
Los indicadores de posicionamiento se mantienen en niveles neutrales. Percentil desde 2007 de indicadores de sentimiento



Las tenencias de efectivo siguen siendo elevadas pero comenzaron a declinar recientemente



Flujos de fondos de riesgo contra activos seguros (4 weeks rolling flows, USD bn)



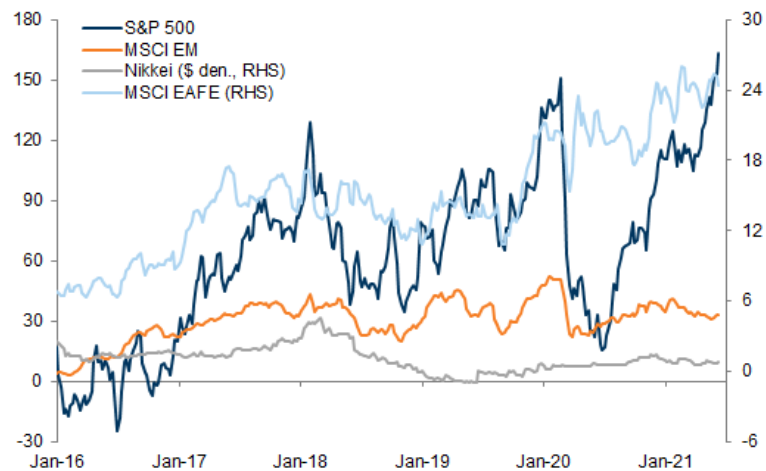
Fuente: Fynsa Estrategia; Goldman Sachs

# Visión y Estrategia internacional

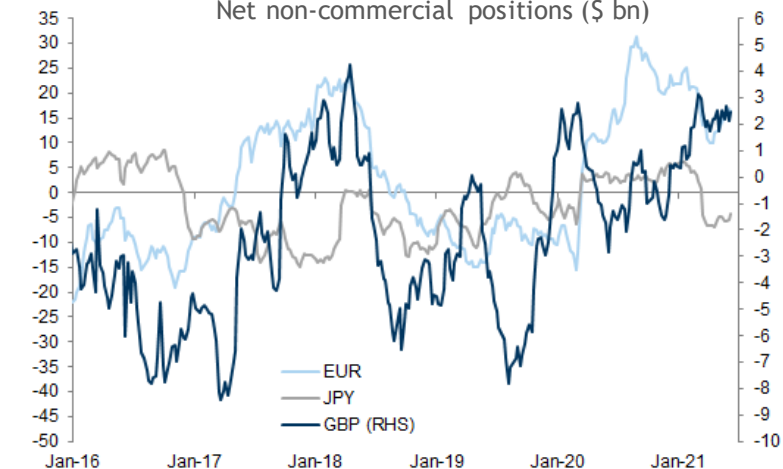
## Posicionamiento

El posicionamiento tiene espacio para aumentar aún más de los niveles actuales sobre todo en mercados EM, especialmente si continúa el impulso macro positivo.

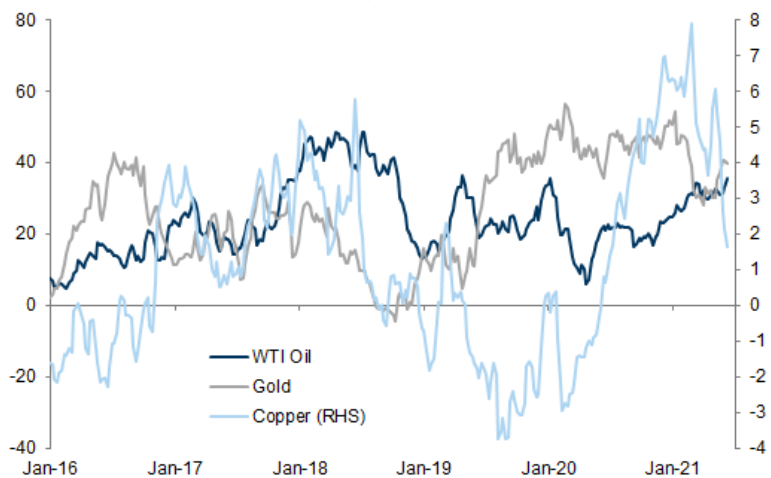
**Equity net long positioning.** Net leveraged and asset managers future positions (\$ bn)



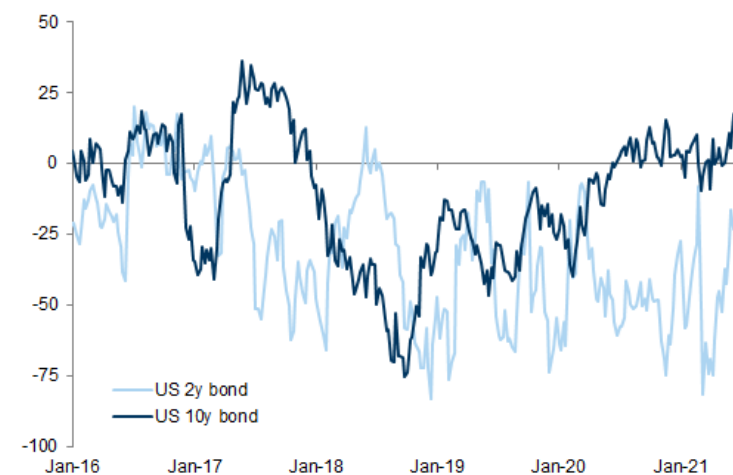
**Currency net long positioning**  
Net non-commercial positions (\$ bn)



**Commodity net long positioning.** Net non-commercial positions (\$ bn)



**US Treasury net long positioning.** Net non-commercial positions (\$ bn)



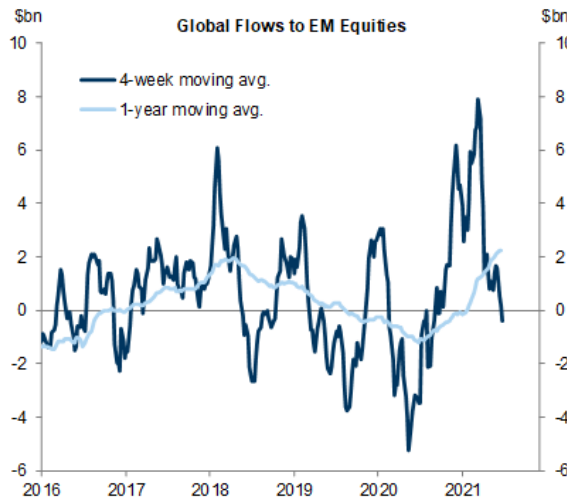
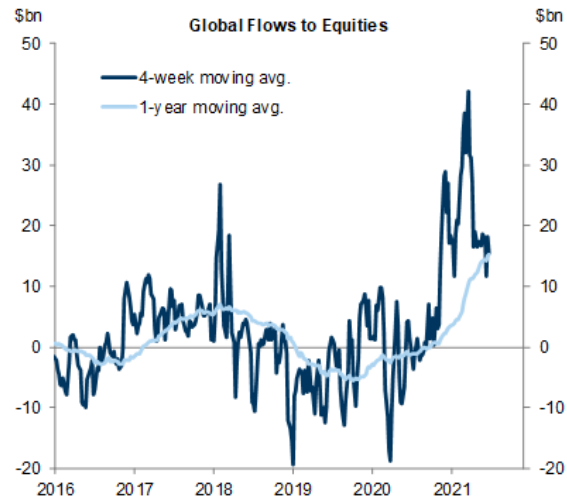
# Visión y Estrategia internacional

## Flujos de inversión

Los flujos hacia fondos mutuos y productos de inversión relacionados siguen mostrando una mayor demanda de acciones aunque a un ritmo mas moderado y una entrada neta continua en la mayoría de las categorías de productos de renta fija

	Global Fund Flows Summary			
	Millions USD		% AUM	
	4wk sum	30-Jun	4wk avg	30-Jun
Equity	57,111	9,639	0.08	0.06
Fixed Income	51,615	13,230	0.18	0.18
of which: EM	4,531	2,473	0.17	0.38
Money Markets	-130,038	-25,071	-0.50	-0.39
FX Flows*	58,331	16,070	0.14	0.16

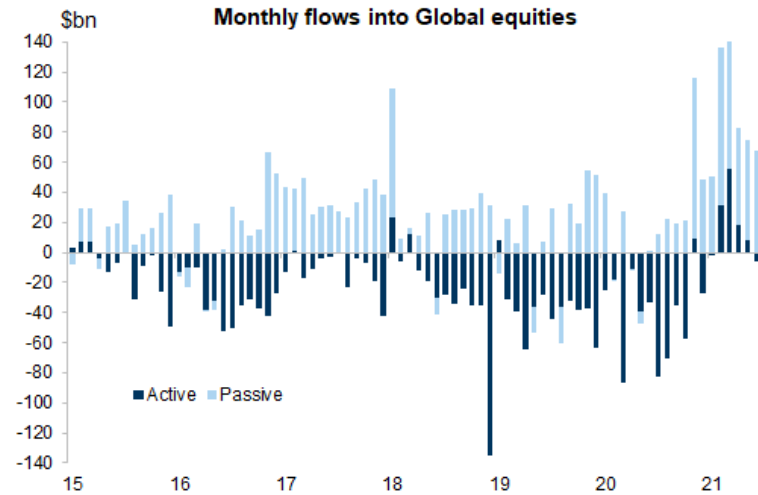
\*Cross-border fund flows, excluding hard currency and FX-hedged funds



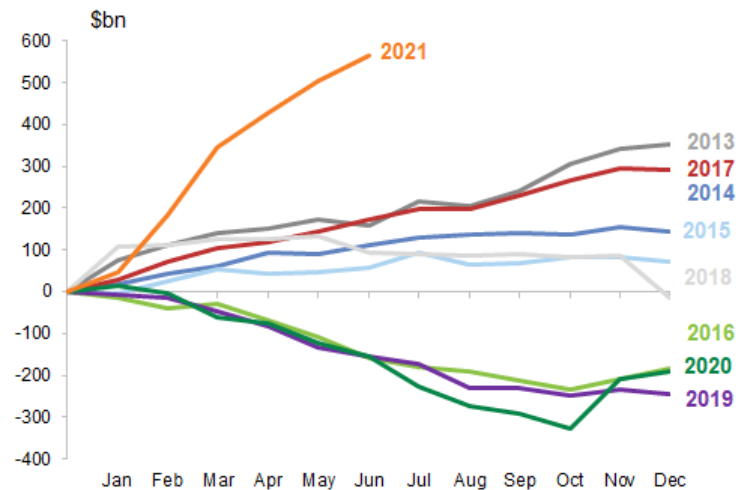
# Visión y Estrategia internacional

## Flujos de inversión

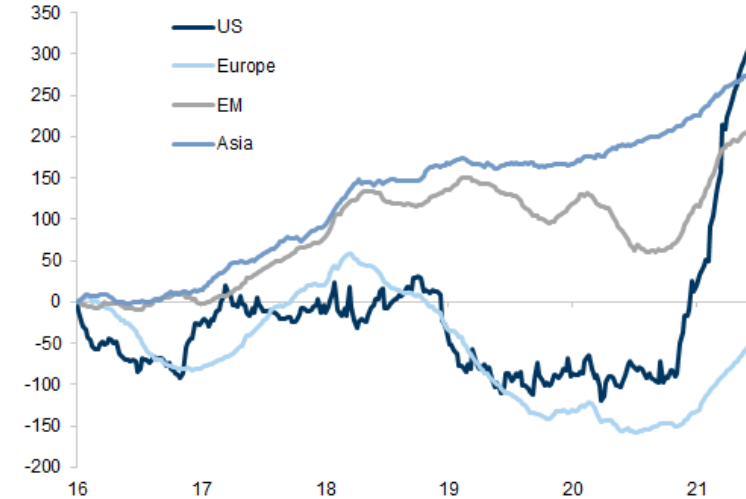
Flujos mensuales de inversores globales a fondos de acciones de DM y EM In USD bn



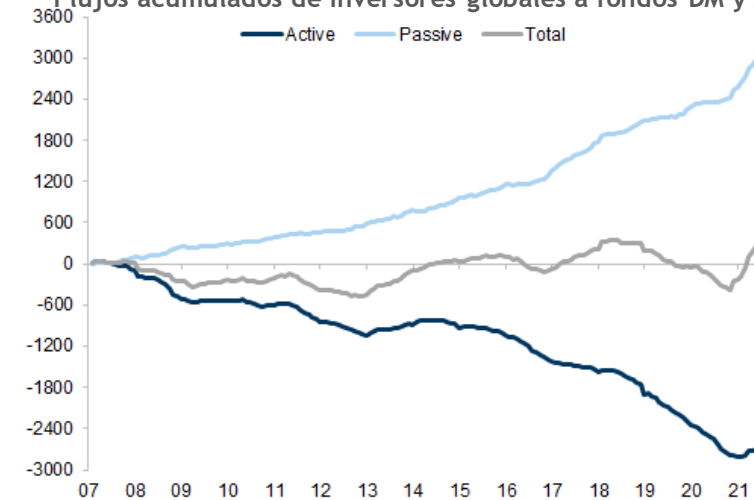
Flujos mensuales de inversores globales a fondos de acciones de DM y EM In USD bn



Flujos acumulados hacia el capital por regiones  
Flujos semanales, miles de millones de dólares. Flujos de país de EPFR.



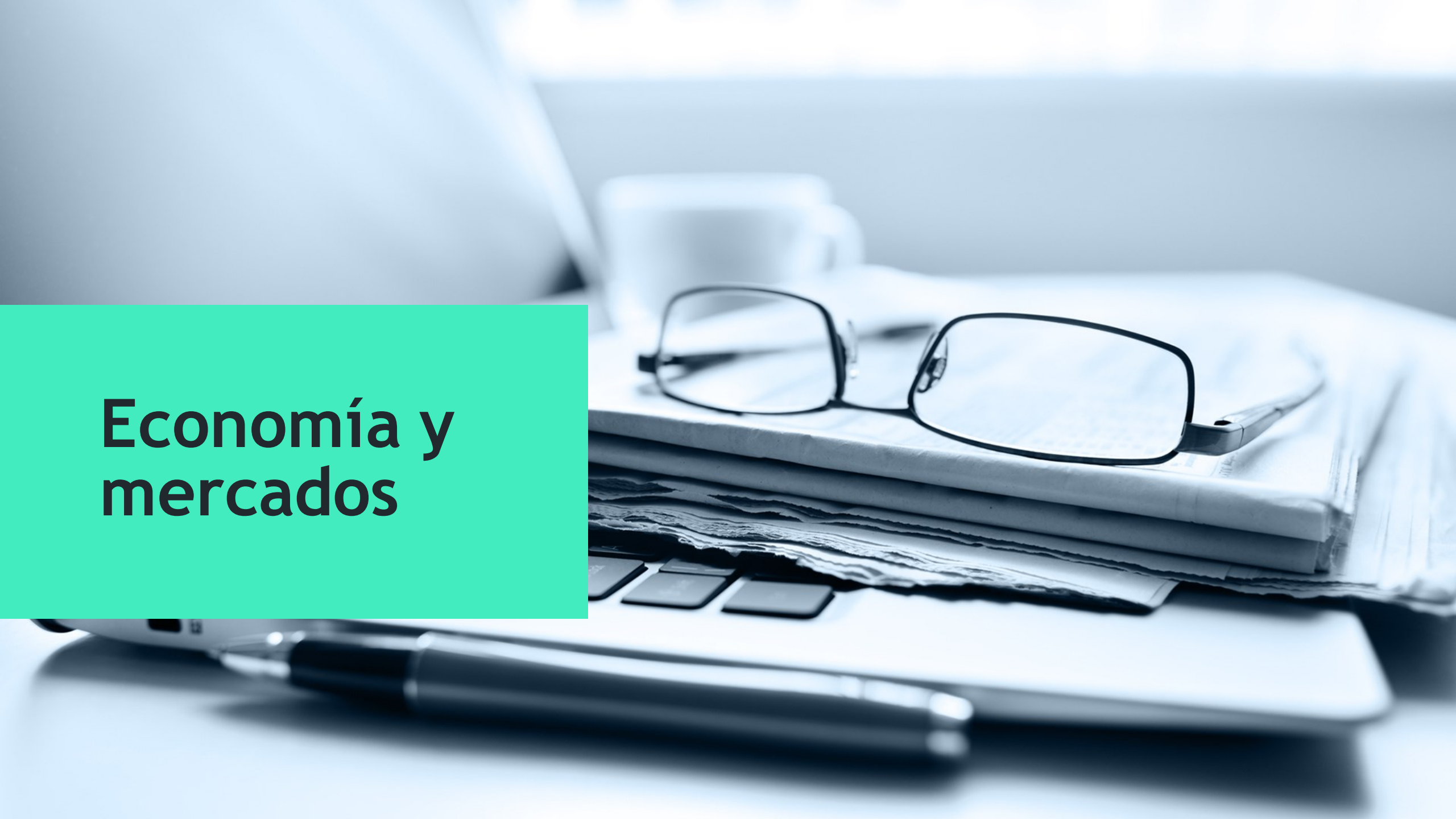
Flujos acumulados de inversores globales a fondos DM y ME



Fuente: Fynsa Estrategia; Goldman Sachs



# Economía y mercados



# Seguimiento Covid-19

## La variante delta no representaría un mayor riesgo para la economía y los mercados

Los mercados han operado más volátiles a consecuencia de los temores de que la variante delta Covid-19 pueda poner en riesgo la recuperación económica y, por tanto, los mercados.

Ahora bien, un informe reciente del J.P. Morgan concluye que la variante Delta no debería tener repercusiones significativas para la situación de la pandemia en los mercados desarrollados (por ejemplo, Europa y América del Norte, que tienen fuertes avances en vacunación) debido al nivel de inmunidad de la población y, por tanto, el posicionamiento en los mercados no debería ser impulsado por esta o cualquier otra variante posterior de COVID-19 para la cual las vacunas actuales son efectivas y podemos concentrarnos en las vacunas y la reapertura.

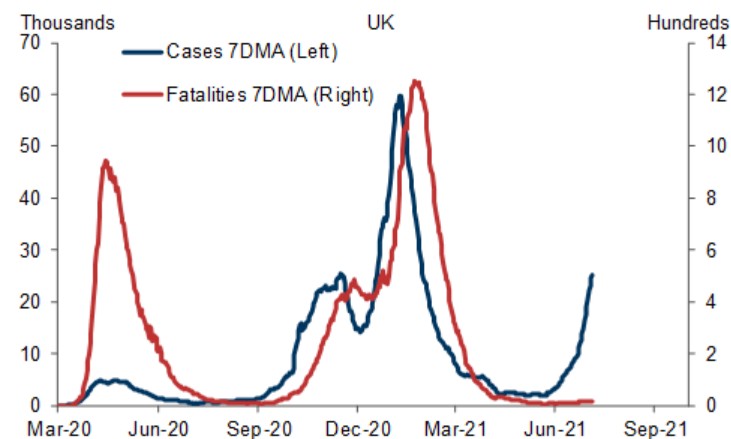
Ellos analizaron la progresión de nuevos casos y muertes en los 15 países principales más afectados por la variante Delta durante el último mes. Al observar la progresión de los casos (impulsados por la variante Delta) y las muertes, encontraron que en 10 de 15 países los casos disminuyeron, y en 13 de 15 países las muertes disminuyeron a medida que la variante Delta aumentó la proporción de nuevas infecciones. En resumen, la propagación de la variante Delta ha coincidido en promedio con una mejora de la situación general del COVID-19 en los países afectados.

Analizando la situación en los países donde las condiciones de la pandemia se deterioraron durante el último mes, como es el caso del Reino Unido, los casos aumentaron en ~ 20.000 por día, lo que representa un aumento significativo; sin embargo, las muertes aumentaron en ~ 9 por día, que es el 0,9% de la tasa máxima de mortalidad. Esto es consistente con los hallazgos de que las vacunas previenen de manera efectiva los peores resultados en las infecciones de la variante Delta.

15 países más afectados por la variable delta, cambios en casos/muertes en Junio (1= mejora / 0= sin cambios / -1= deterioro); la última columna muestra el % de vacunados completamente + 0.5 \* % vacunados parcialmente

Country	Cases	Fatal.	Vaccinated
Finland	0	1	39%
UK	-1	-1	57%
Russia	-1	-1	14%
Portuga	-1	0	42%
Luxemburg	1	1	43%
USA	1	1	50%
Spain	-1	1	45%
Belgium	1	1	48%
France	1	1	39%
Israel	-1	1	63%
Norway	1	1	38%
Germany	1	1	45%
Italy	1	1	43%
Ireland	0	1	32%
Denmark	1	1	45%

UK Nuevos casos diarios (7D MA) y mortalidad (7DMA)



Fuente: Fynsa Estrategia; Goldman Sachs

# Seguimiento Covid-19

## La variante delta no representaría un mayor riesgo para la economía y los mercados

### Eficacia de las vacunas frente a variantes

		Pfizer-BioNTech	Moderna	AstraZeneca (1 dose)	AstraZeneca (2 doses)	Johnson & Johnson	Sinovac	Sputnik V	Sinopharm	Novavax
	Vaccine Technology	mRNA	mRNA	Adenovirus	Adenovirus	Adenovirus	Adenovirus	Adenovirus	Inactivated	Protein
Symptomatic Disease	Original/Not "Variant of Concern"	95 (Trial)	94 (Trial)		79 (US)	72 (US)	94 <sup>4</sup> (Indonesia), 84 (Turkey)	92 (Trial)	73, 78 (Trial)	96 (Trial)
	Gamma (Brazil)				58 (Trial)	68 (Trial)	70 <sup>5</sup> (Brazil), 67 <sup>2</sup> (Chile)			
	Alpha (UK)	97 (Israel)		65 (UK)	89 (UK)					86 (Trial)
	Delta (India)	88 (UK)		33 (UK)	67 (UK)		~75 <sup>3</sup> (Company)			
Hospitalizations	Original/Not "Variant of Concern"	94 <sup>1</sup> (US)	94 <sup>1</sup> (US)	100 (Trial)	100 (Trial)	100 (Trial)	96 <sup>4</sup> (Indonesia)	100 (Trial)	100 (Trial)	100 (Trial)
	Gamma (Brazil)					100 (Trial)	85 <sup>2</sup> (Chile)			
	Alpha (UK)	97 (Israel)		76 (UK)	86 (UK)					100 (Trial)
	Delta (India)	96 (UK)		71 (UK)	92 (UK)					
Fatalities	Original/Not "Variant of Concern"	100 (Trial)	100 (Trial)	100 (Trial)	100 (Trial)	100 (Trial)	98 <sup>4</sup> (Indonesia)	100 (Trial)	100 (Trial)	100 (Trial)
	Gamma (Brazil)					100 (Trial)	80 <sup>2</sup> (Chile)			
	Alpha (UK)	97 (Israel)		80 (UK)						
	Delta (India)									

1. Vaccinated group included those vaccinated with either Moderna or Pfizer and only included ages 65+.

2. The Brazil variant account for about half of reported cases in Chile during the time of the study

3. Based on commentary that antibody levels are similar for the South African and Indian strain and efficacy of 75% for South Africa strain

4. Amongst healthcare workers with average age of 30.

5. With 21 days between doses.

### GS Vaccine Forecast

Country	Region	% population vaccinated (first dose)	% population vaccinated (first dose) by end of July	Month where 50% vaccinated 1st dose	Month where 50% fully vaccinated	Currently binding constraint <sup>A</sup>	Main/top vaccine provider <sup>AA</sup>
<i>Developed Markets</i>							
US	North America	55	58	May	Jul	D	Pfizer/BioNTech
Canada	North America	69	72	May	Jul	D	Pfizer/BioNTech
Germany	Europe	56	66	Jun	Jul	S	Pfizer/BioNTech
France	Europe	51	58	Jun	Aug	S	Pfizer/BioNTech
Italy	Europe	57	64	Jun	Aug	S	Pfizer/BioNTech
Spain	Europe	57	65	Jun	Jul	S	Pfizer/BioNTech
UK	Europe	67	70	Apr	Jul	S	AstraZeneca
Japan	Asia	26	37	Aug	Sep	L	Pfizer/BioNTech
Australia	Asia	25	33	Sep	Nov	S	Pfizer/BioNTech
<i>Emerging Markets</i>							
Mainland China	Asia	49	67	Jul	Jul	S	Sinovac/Sinopharm
India	Asia	21	27	Oct	2022	S	AstraZeneca/Covaxin
Indonesia	Asia	12	19	Dec	2022	L	Sinovac
Philippines	Asia	8	16	Dec	2022	S	Pfizer/BioNTech
Thailand	Asia	11	30	Sep	Nov	S	AstraZeneca
South Korea	Asia	30	34	Aug	Sep	S	Pfizer/BioNTech
Malaysia	Asia	20	38	Aug	Sep	L	Pfizer/BioNTech
Taiwan	Asia	11	24	Sep	Dec	S	AstraZeneca
Turkey	CEEMEA	43	59	Jul	Oct	S	Pfizer/BioNTech
South Africa	CEEMEA	6	9	2022	2022	S	Johnson & Johnson
Russia	CEEMEA	17	24	Nov	2022	D	Gamaleya
Brazil	LatAm	37	48	Aug	Oct	L	AstraZeneca/Pfizer/BioNTech
Mexico	LatAm	25	33	Sep	Oct	S	AstraZeneca/CanSino
Chile	LatAm	67	72	May	Jun	D	Sinovac

\* We estimated China's figure from the official daily report of total doses administered.

<sup>A</sup> S = supply constraint; L = logistics/distribution constraint; D = demand constraint, including government's restrictions on eligible age groups.

<sup>AA</sup> Of total planned supply per 1 June 2021. By number of treatments (1/2 dose per person).

Note: countries are ordered by population size in each region (descending).



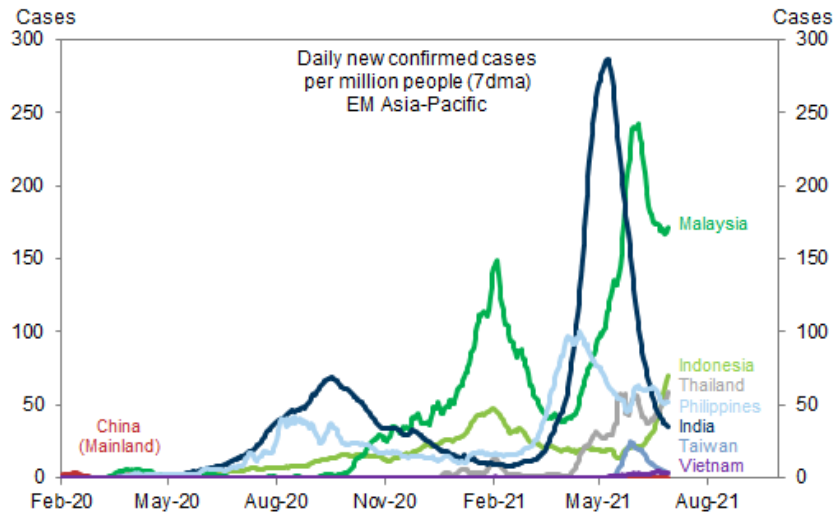
# Seguimiento Covid-19

## Asia: progreso más rápido, pero un camino más largo por delante

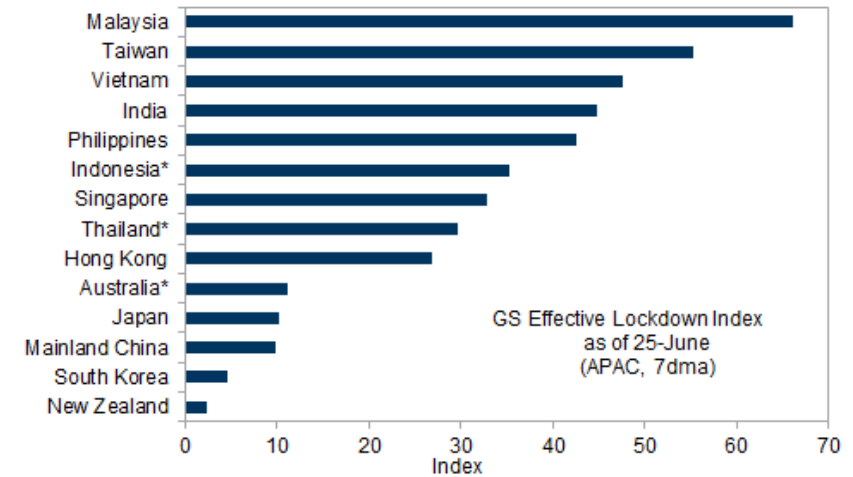
Los nuevos casos de Covid-19 en Asia-Pacífico han disminuido significativamente en las últimas semanas a medida que cede la gran segunda ola de India; un gran brote en Malasia también ha comenzado a desaparecer (Anexo 1). Asia desarrollada continúa reportando niveles muy bajos de casos y restricciones en general. Las mejoras reflejan restricciones de distanciamiento social más estrictas en mayo y principios de junio: los índices de bloqueo efectivo GS (ELI) se mantienen en niveles elevados en India, el sudeste asiático y Taiwán (Anexo 2).

Las restricciones importantes relacionadas con el virus están afectando la actividad del sector de servicios, pero apuntan a la posibilidad de un crecimiento más rápido en los próximos meses si se controlan los brotes y se pueden reducir las restricciones

Las ondas de Covid en India y Malasia retroceden, pero Indonesia en aumento



Restricciones actuales más altas en el sudeste asiático y Taiwán



\*Announced new/tighter restrictions within the past few days.

# Seguimiento Covid-19

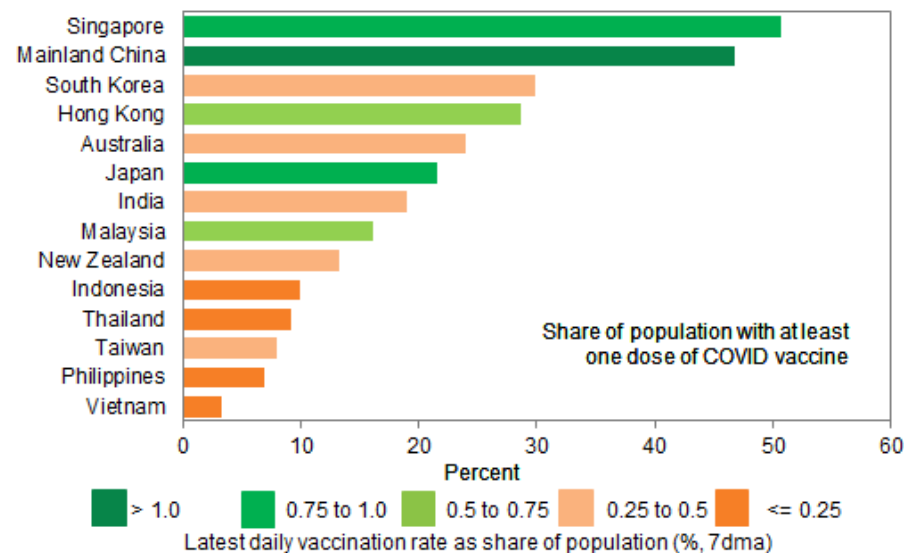
## Asia: progreso más rápido, pero un camino más largo por delante

Las vacunas se están acelerando en Asia desde un comienzo lento, pero la variante "delta" más infecciosa puede implicar una barra más alta para la "inmunidad colectiva". China continental ha estado dosificando a más del 1% de la población por día, y Japón y Singapur no se quedan atrás. En términos de la proporción de la población vacunada, China y Singapur han administrado a aproximadamente la mitad de la población al menos una dosis, con Corea, Hong Kong, Australia y Japón en el rango del 20% al 30%.

El progreso más rápido en las vacunas, más algo de inmunidad contra infecciones naturales en las economías más afectadas, debería llevar a gran parte de la región a niveles de inmunidad de más del 60% para fin de año.

Continúan las recuperaciones económicas escalonadas. La economía de China está al frente del paquete regional: "el primero en entrar, el primero en salir" de la pandemia, con una actividad en gran parte normalizada. Corea del Sur está en camino de completar rápidamente su normalización gracias a las vacunas rápidas y, al igual que China, se beneficia de un fuerte impulso exportador. ANZ y otras economías en el norte de Asia (Japón, Taiwán) también están relativamente bien avanzadas, aunque todas tienen mucho más por recorrer en cuanto a vacunación. Es probable que los rezagados sean India (que está en camino de reportar una fuerte contracción del PIB para el segundo trimestre en la "segunda ola") y el sudeste asiático (con un progreso de vacunación relativamente más lento y una mayor exposición al sector turístico moribundo).

Tasas de vacunación más altas en China / Singapur, rezagadas en la mayor parte del sudeste asiático



# La recuperación de la economía mundial cobra impulso

## Una recuperación mundial escalonada

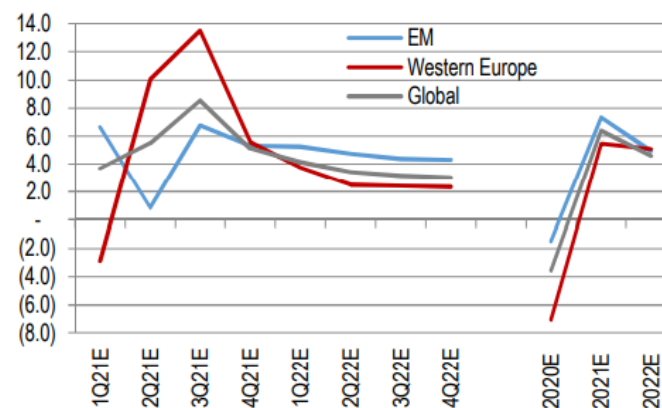
Esperamos una recuperación global escalonada, ya que diferentes regiones se vieron afectadas por COVID-19 en distintos períodos de tiempo. China fue el primero en entrar, primero en salir, y EE. UU. Se recuperó posteriormente (el crecimiento del PIB trimestral máximo fue mayor en el 2T21), seguido de Europa (el crecimiento del PIB trimestral máximo 3T21) y, finalmente, los mercados emergentes ex China, todo en conjunto con el alivio de las restricciones de movilidad COVID-19.

Un Estados Unidos, excepcionalmente fuerte, ha sido la fuerza impulsora de la renta variable mundial durante gran parte del año y ahora vemos que Europa se está poniendo al día. Si bien el camino de Europa ha sido difícil, la región está en camino de convertirse en un motor complementario de EE. UU. que impulse un auge de crecimiento global de base amplia para mediados de año. Dado que la movilidad se mantiene estable y los lanzamientos de vacunas se aceleran en Europa, el sesgo es una vez más para que las previsiones de crecimiento del trimestre actual aumenten a medida que más actividad se reincorpora.

¿EM es el siguiente en la fila? A medida que aumenten las vacunas y se produzca la reapertura, se espera que los mercados emergentes restablezcan la prima de crecimiento del PIB frente al PIB de EE. UU. para el 4T21 y que por lo tanto retomen un desempeño accionario superior.

Real GDP growth forecasts

	Real GDP, % over previous period saar		
	US	Euro Area	EM
21'Q1	6.4%	-1.3%	6.7%
21'Q2e	10.0%	7.5%	0.5%
21'Q3e	8.2%	13.5%	6.2%
21'Q4e	3.0%	5.5%	5.5%
22'Q1	3.5%	4.0%	5.2%
22'Q2e	3.0%	2.5%	4.7%
22'Q3e	2.5%	2.5%	4.4%
22'Q4e	2.3%	2.5%	4.3%
Average since '11	2.5%	1.7%	2.7%



# La recuperación de la economía mundial cobra impulso

## Una recuperación mundial escalonada

El FMI proyecta un crecimiento global del 6 por ciento en 2021, moderando al 4,4 por ciento en 2022. Las proyecciones para 2021 y 2022 son más sólidas que en el informe WEO de octubre de 2020. La revisión al alza refleja el apoyo fiscal adicional en algunas grandes economías, la recuperación anticipada impulsada por las vacunas en la segunda mitad de 2021 y la adaptación continua de la actividad económica a la movilidad moderada. Esta perspectiva rodea a una gran incertidumbre, relacionada con la trayectoria de la pandemia, la eficacia del apoyo político para proporcionar un puente hacia la normalización impulsada por las vacunas y la evolución de las condiciones financieras.

El plan de infraestructura del presidente Biden dará otro impulso a una economía que ya se está acelerando. La mayoría de las otras economías del G10 también parecen estar dejando atrás lo peor de la desaceleración invernal, a juzgar por la mejora en los PMI y otras encuestas comerciales.

En Europa y gran parte del mundo emergente, los participantes del mercado subestiman el probable ritmo de mejora tanto de la situación de la salud pública como de la actividad económica en el resto de 2021. Por lo tanto, es esperable que converjan en una situación sólida y relativamente equilibra de la recuperación económica mundial en los próximos meses.

Estimaciones de crecimiento GS vs consenso del mercado

% yoy	2020	2021E		2022E	
	Realized	GS	Consensus*	GS	Consensus*
USA	-3.5	6.8	6.6	4.7	4.1
Japan	-4.7	2.7	2.6	3.2	2.4
Euro area	-6.7	5.2	4.4	4.5	4.2
UK	-9.8	8.1	6.7	5.5	5.4
Advanced Economies	-5.1	5.8	5.3	4.4	3.9
Emerging Markets	-2.0	7.3	5.3	5.0	5.2
World	-3.3	6.6	6.0	4.8	4.5

\* Bloomberg Consensus

Percent Change yoy	Real GDP Growth					
	2019	2020	2021		2022	2023
			GS	Cons*		
USA	2.2	-3.5	6.8	6.6	4.7	1.8
Japan	0.0	-4.7	2.7	2.6	3.2	1.3
Euro area	1.3	-6.7	5.2	4.4	4.5	1.7
UK	1.4	-9.8	8.1	6.7	5.5	1.7
Russia	2.0	-3.0	4.3	3.4	3.7	3.3
India	4.8	-7.0	9.3	-	7.4	5.6
China	6.0	2.3	8.5	8.5	5.7	5.4
Asia Pacific	4.5	-1.4	7.4	5.2	5.5	4.7
BRICS	4.8	-1.1	8.1	5.7	5.6	5.0
Latin America	0.7	-6.9	6.6	5.1	3.0	2.5
Developed Markets	1.5	-5.1	5.8	5.3	4.4	1.8
Emerging Markets	4.0	-2.0	7.3	5.3	5.0	4.5
World	2.9	-3.3	6.6	6.0	4.8	3.3

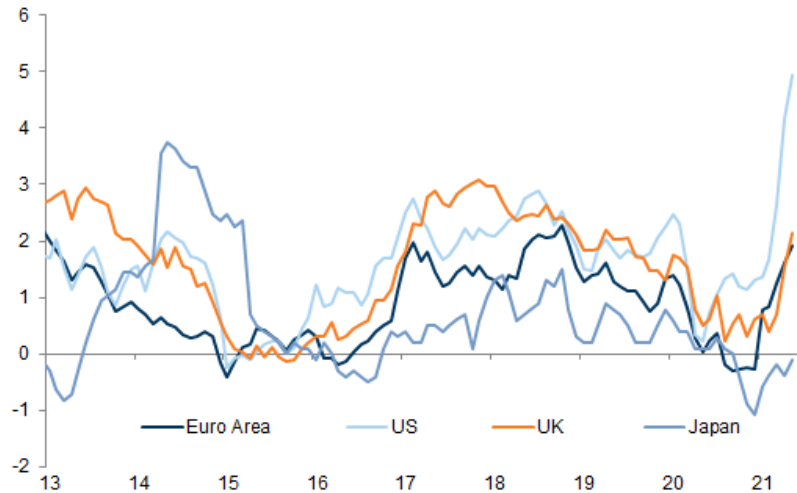
\* Bloomberg Consensus

Fuente: Fynsa Estrategia; Goldman Sachs

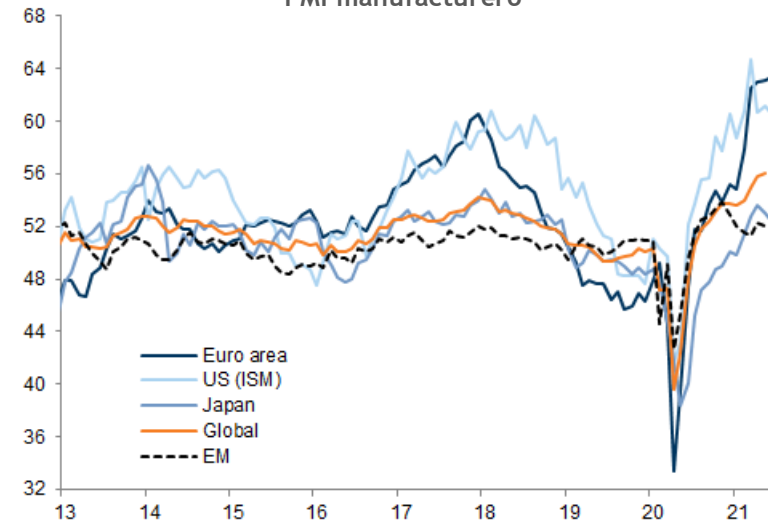
# La recuperación de la economía mundial cobra impulso

## Una recuperación mundial escalonada

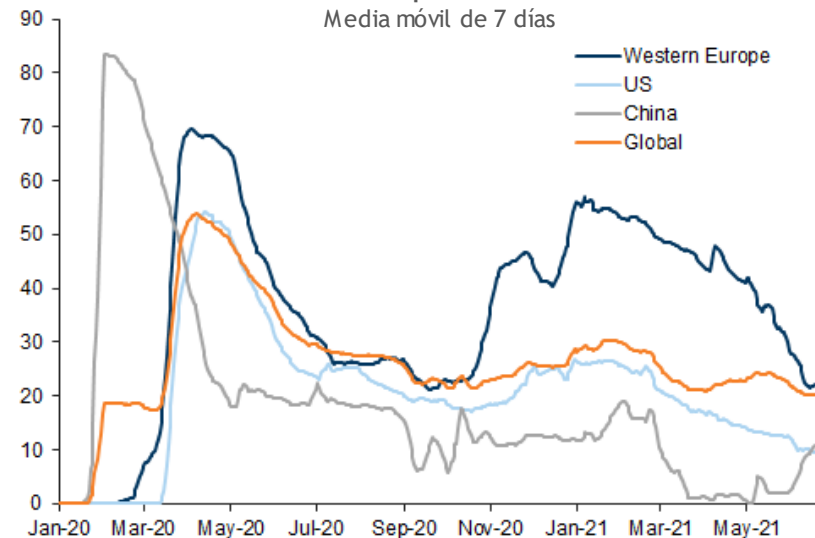
Inflación (IPC, interanual)



PMI manufacturero

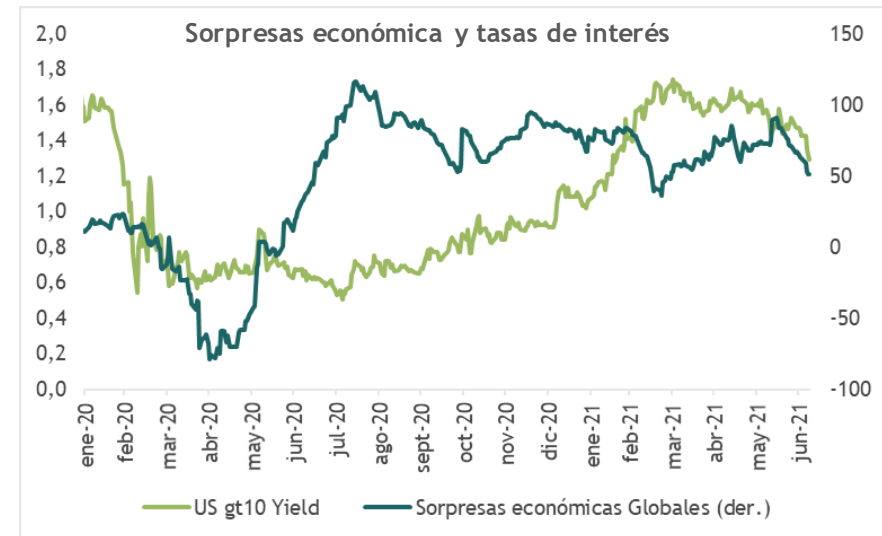
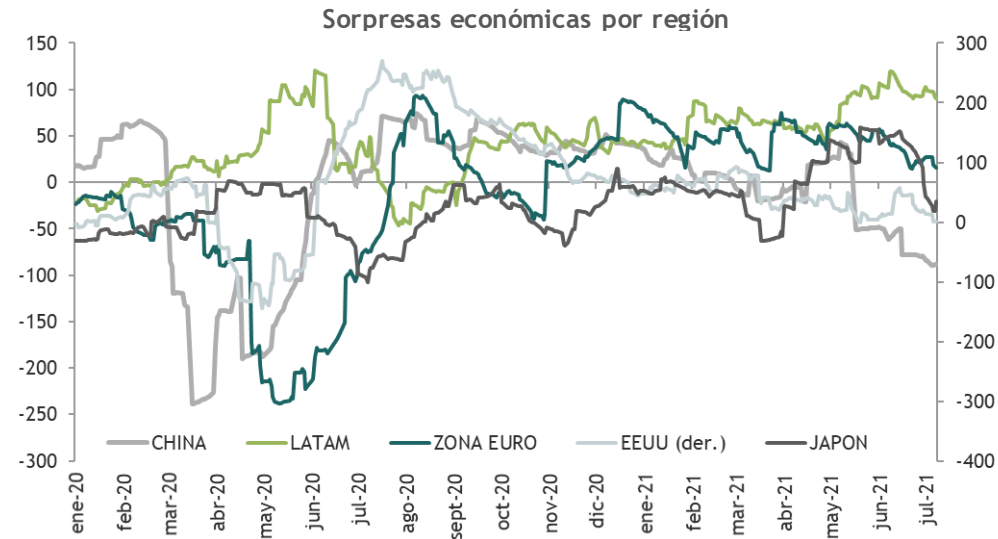


Índice de bloqueo efectivo de GS  
Media móvil de 7 días



# La recuperación de la economía mundial cobra impulso

.....Pero los datos han estado sorprendiendo a la baja recientemente, lo que puede estar ejerciendo cierta presión sobre el apetito por riesgo



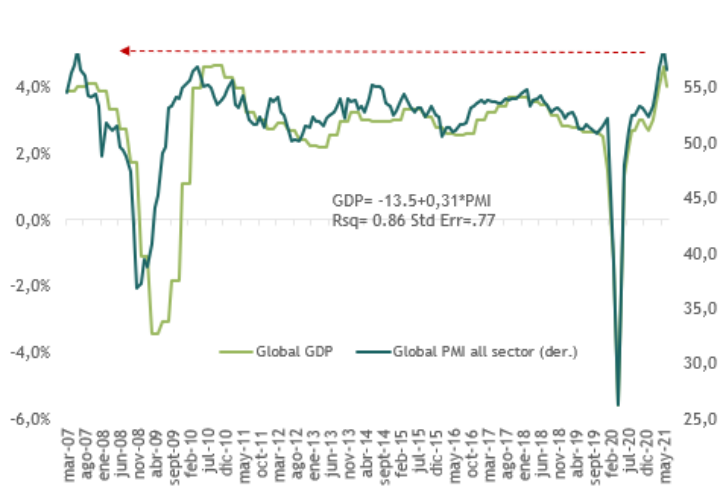
Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg

# PMIs - Una pausa a mediados de año en el impulso de la recuperación

A nivel mundial, el PMI de toda la industria retrocedió un paso desde el máximo histórico de mayo, con caídas en los índices de producción de servicios y manufacturas. En 56,6, el PMI de producción de toda la industria es consistente con un crecimiento del 4% ar en el PIB mundial.

Si bien la caída en el PMI manufacturero es consistente con las presiones de cuello de botella en curso en el sector de bienes, el retroceso en los servicios es más sorprendente dado que se supone que este sector se abrirá rápidamente durante los trimestres intermedios del año. La pérdida de impulso en el PMI de producción de toda la industria de junio se refleja en signos de cierta desaceleración en la demanda.

A pesar del paso en falso en junio, el nivel de los PMI sigue siendo extremadamente elevado y aún apunta a fuertes ganancias en la actividad. Lo mismo puede decirse de los componentes de los nuevos pedidos. Hacia adelante, se espera que la recuperación se acelere en el 2S21 a medida que los vientos en contra de la pandemia se desvanezcan y la actividad del sector de servicios se normalice, ayudado por un despertar en toda Europa que se une al continuo crecimiento en auge en los EE. UU.



## Sensibilizaciones crecimiento PIB Global para distintos niveles de PMI

Máximo PMI década pasada	55,0
promedio PMI 12 meses	53,5
Anterior dato PMI	58,5
<b>Último dato PMI</b>	<b>56,6</b>
PMI mínimo crisis financiera	36,8
Nivel Neutral PMI	50,0
<b>Crecimiento Hoy (%)</b>	<b>4,0</b>
<b>Crecimiento a zona neutral (%)</b>	<b>2,0</b>
Crecimiento al máximo de PMI década pasada (%)	3,5

PMI vs PIB Mundial

J.P Morgan global PMI resumen

		2020							2021					
		Jun.	Jul.	Agost.	Sept.	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.
<b>Output</b>	Total	47,9	51,1	52,5	52,5	53,3	53,1	52,7	52,3	53,2	54,8	56,7	58,5	56,6
	Manufactura	47,3	52,0	53,6	53,7	54,3	55,3	54,9	54,4	54,3	55,0	55,8	55,6	54,4
	Servicios	48,1	50,7	52,0	52,0	52,9	52,2	51,8	51,6	52,8	54,7	57,0	59,6	57,5
<b>Nuevas Ordenes</b>	Total	47,9	50,6	51,8	52,4	52,7	52,6	52,2	51,8	52,5	54,4	56,8	58,7	56,6
	Manufactura	46,8	51,2	52,9	53,7	54,9	55,1	54,4	54,2	54,0	55,8	56,8	57,3	55,8
	Servicios	48,2	50,3	51,3	51,9	51,8	51,6	51,3	50,9	52,0	53,8	56,7	59,2	56,9
<b>Output futuro</b>	Total	57,5	59,9	59,6	59,5	63,5	67,2	64,5	65,9	65,8	67,7	67,2	67,3	68,6
	Manufactura	58,9	59,5	60,8	61,8	63,3	65,3	64,7	64,4	67,2	66,5	66,6	65,1	66,1
	Servicios	57,0	60,0	59,1	58,5	63,6	68,0	64,3	66,5	65,2	68,2	67,5	68,1	69,5
<b>Empleo</b>	Total	46,5	48,0	49,9	50,2	50,1	51,7	50,7	50,1	50,1	51,6	53,4	53,3	53,0
	Manufactura	46,0	47,3	48,6	49,5	49,5	50,1	50,1	50,3	50,7	51,6	52,6	52,5	52,6
	Servicios	46,7	48,3	50,4	50,5	50,3	52,4	50,9	50,0	40,0	51,6	53,8	53,6	53,1
<b>Output precios</b>	Total	49,5	51,1	51,5	51,7	51,3	53,4	53,0	53,5	54,0	55,9	56,9	59,1	58,2
	Manufactura	58,9	59,5	60,8	51,5	52,0	54,4	54,4	55,0	55,7	59,3	59,8	62,6	60,9
	Servicios	57,0	60,0	59,1	51,8	51,0	52,5	52,5	52,9	53,4	54,6	55,8	57,8	57,2

J.P Morgan global output PMI resumen

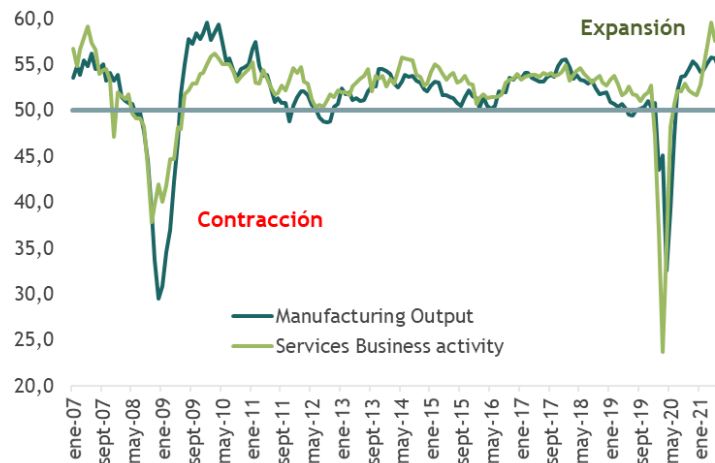
		2020							2021					
		Jun.	Jul.	Agost.	Sept.	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.
<b>All industry</b>		47,9	51,1	52,5	52,5	53,3	53,1	52,7	52,3	53,2	54,8	56,7	58,5	56,6
<b>Manufactura</b>		47,3	52,0	53,6	53,7	54,3	55,3	54,9	54,1	54,2	55,0	55,8	55,6	54,4
Consumer Goods		48,5	53,8	54,0	53,4	52,5	54,0	52,6	53,1	53,0	54,1	53,5	53,3	53,2
Investment goods		46,5	50,9	52,8	56,2	55,7	57,7	54,0	54,4	57,7	56,0	58,8	58,0	55,5
intermediate goods		46,9	51,3	53,8	52,6	55,0	54,9	56,9	54,5	53,3	55,3	55,9	56,0	54,7
<b>Servicios</b>		48,1	50,7	52,0	52,0	52,9	52,2	51,8	51,6	52,8	54,7	57,0	59,6	57,5
Consumer		46,6	49,2	49,7	48,1	48,9	48,7	47,6	46,4	45,6	49,8	49,8	55,3	57,6
Business		47,9	51,1	51,8	52,7	53,1	52,8	51,2	51,0	52,8	54,9	58,5	60,9	58,4
Financial		50,4	50,8	55,4	54,0	56,9	53,8	59,0	60,0	61,2	59,9	59,9	59,4	53,8

# PMIs - Una pausa a mediados de año en el impulso de la recuperación

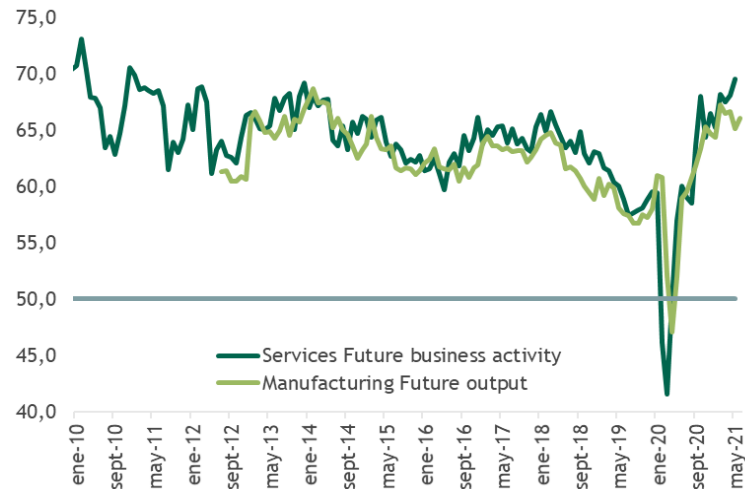
La recuperación se ha caracterizado por una recuperación completa desmesurada en el sector de bienes que ha sido más que compensada por un sector de servicios aún deprimido, en particular para los servicios relacionados con el consumidor, como viajes, entretenimiento y restaurantes. Por lo tanto, es alentador que el retroceso en el PMI de servicios globales se deba en gran parte a una fuerte caída en los servicios financieros. **Por el contrario, el PMI de servicios al consumidor, que subió en mayo, subió aún más en junio.**

Los signos de presiones de cuello de botella continuaron hasta junio. A pesar de un modesto tick más bajo el mes pasado, los PMI de precios de entrada y salida se mantienen cerca de máximos históricos. En este sentido, dado que la demanda final sigue siendo sólida, la implicación es que el crecimiento debería recuperarse en los próximos meses con una disminución proyectada de las presiones de los cuellos de botella. **En particular, este fuerte crecimiento esperado debería producirse incluso cuando disminuyan las presiones sobre los precios en el sector de bienes. Al mismo tiempo, se anticipa que las presiones sobre los precios en los servicios continuarán ya que los niveles aún no se han normalizado con respecto a las caídas del año pasado.**

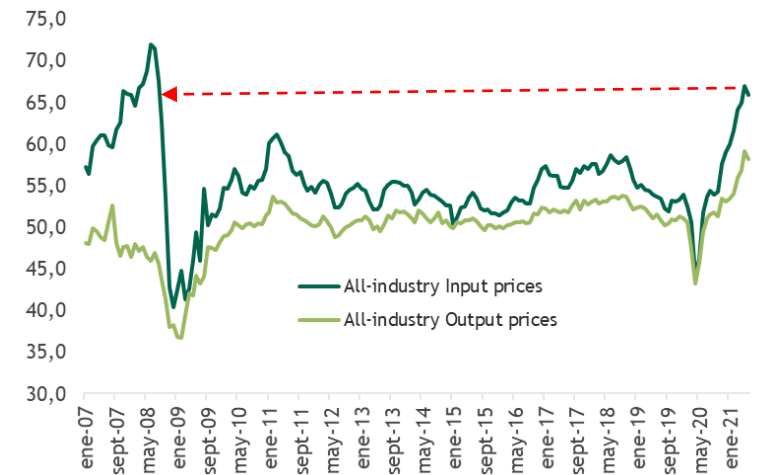
Global output PMI



Global PMI output Futuro



Global input/output price





# PMIs - Una pausa a mediados de año en el impulso de la recuperación

La caída en los PMI de junio se debe en gran parte a caídas en los EE. UU. (Desde máximos históricos y hasta un nivel aún elevado) y China. Por el contrario, todas las señales siguen apuntando a un boom europeo. El PMI de todos los sectores de la zona del euro se sumó a su fuerte ganancia de mayo y se situó justo por debajo de su máximo histórico. Al mismo tiempo, el PMI de toda la industria del Reino Unido bajó, pero se mantuvo extremadamente elevado por encima de 60.

La caída en el PMI de servicios globales en junio enmascara la divergencia entre regiones. La zona Euro, Japón y Brasil registraron aumentos en comparación con fuertes caídas en el resto del mundo

El PMI de servicios de Estados Unidos de junio bajó 5,7 ptos, mientras que China e India cayeron cerca de 5 ptos. En términos de nivel, el PMI de EE. UU. Se mantuvo elevado en 64,8 mientras que en China el nivel de 50,3 en el PMI estaba en el extremo inferior del rango normal. En la zona del euro, el aumento de 3,1 puntos en el PMI de servicios de junio a 58,3 es coherente con nuestro llamado a la aceleración del crecimiento en la región.

Momentum Sector Manufacturero (sobre 50 puntos significa expansión y bajo 50 puntos contracción)

	2019						2020						2021													
	jun-19	jul-19	ago-19	sept-19	oct-19	nov-19	dic-19	ene-20	feb-20	mar-20	abr-20	may-20	jun-20	jul-20	ago-20	sept-20	oct-20	nov-20	dic-20	ene-21	feb-21	mar-21	abr-21	may-21	jun-21	
Global	49,4	49,3	49,5	49,7	49,8	50,3	50,1	50,4	47,1	47,3	39,8	42,4	47,8	50,3	51,8	52,4	53,0	53,7	53,8	53,5	53,9	55,0	55,8	56,0	55,5	
Mercados desarrollados	48,9	48,6	48,8	48,6	48,6	49,6	49,1	49,8	49,5	45,9	36,8	39,5	46,4	49,8	51,2	52,2	52,8	53,8	54,8	55,2	56,4	58,5	59,3	59,8	59,5	
Mercados emergentes	49,9	50,1	50,4	51,0	51,0	51,0	51,0	51,0	44,6	49,0	42,7	45,4	49,6	51,4	52,5	52,8	53,4	53,9	52,8	52,1	51,5	51,3	52,2	52,2	51,3	
Desarrollados	EE.UU.	50,6	50,4	50,3	51,1	51,3	52,2	52,4	51,9	50,8	48,5	36,1	39,8	49,8	50,9	53,1	53,2	53,4	56,7	57,1	59,2	58,6	59,1	60,5	62,1	62,1
	Canadá	49,2	50,2	49,1	51,0	51,2	51,4	50,4	50,6	51,8	46,1	33,0	40,6	47,8	52,9	55,1	56,0	55,5	55,8	57,9	54,4	54,89	58,5	57,2	57,0	56,5
	Japón	49,3	49,4	49,3	48,9	48,4	48,9	48,4	48,8	47,6	44,8	41,9	38,4	40,1	45,2	47,2	47,7	48,4	49	50,0	49,8	51,4	52,7	53,6	53,0	52,4
	Australia	49,4	51,3	53,1	54,7	51,6	48,1	48,3	49,6	50,2	49,7	44,1	44	51,2	54,0	53,6	55,4	54,2	55,8	55,7	57,2	56,9	56,8	59,6	60,4	58,6
	Reino Unido	48,0	48	47,4	48,3	49,6	48,9	47,5	50,0	51,9	47,8	32,6	40,7	50,1	53,3	55,2	54,1	53,7	55,6	57,5	54,1	55,1	58,9	60,9	65,6	63,9
	Eurozona	47,6	46,5	47	45,6	45,9	46,9	46,3	47,9	49,1	44,5	33,4	39,4	47,4	51,8	51,7	53,7	54,8	53,8	55,2	54,8	57,9	62,5	62,9	63,1	63,4
	Alemania	45,0	43,2	43,5	41,4	42,1	44,1	43,7	45,3	47,8	45,4	34,5	36,6	45,2	51,0	52,2	55,6	58,2	57,8	58,3	57,1	60,7	66,6	66,4	64,4	65,1
	Francia	51,9	49,7	51,1	50,3	50,7	51,7	50,4	51,1	49,7	43,2	31,5	40,6	52,3	52,4	49,8	51,2	51,3	49,6	51,1	51,6	56,1	59,3	59,2	59,4	59,0
	Italia	48,4	48,5	48,7	47,8	47,7	47,6	46,2	48,9	48,7	40,3	31,1	45,4	47,5	51,9	53,1	53,2	53,8	51,5	52,8	55,1	56,9	59,8	60,7	62,3	62,2
	España	47,9	48,2	48,8	47,7	46,8	47,5	47,4	48,5	50,4	45,7	30,8	38,3	49,0	53,5	49,9	50,8	52,5	49,8	51,0	49,3	52,9	56,9	57,7	59,4	60,4
Emergentes	China	49,4	49	50,4	51,4	51,7	51,8	51,5	51,1	40,3	50,1	49,4	50,7	51,2	52,8	53,1	53,0	53,6	54,9	53,0	51,5	50,9	50,6	51,9	52,0	51,3
	Indonesia	50,6	49,6	49,0	49,1	47,7	48,2	49,4	49,3	51,9	45,3	27,5	28,6	39,1	46,9	50,8	47,2	47,8	50,6	51,3	52,2	50,9	53,2	54,6	55,3	53,5
	Corea del Sur	47,5	47,3	49,0	48,0	48,4	49,4	50,1	49,8	48,7	44,2	41,6	41,3	43,4	46,9	48,5	49,8	51,2	52,9	52,9	53,2	55,3	55,3	54,6	53,7	53,9
	Taiwán	45,5	48,1	51,4	50,0	49,8	49,8	50,8	51,8	49,9	50,4	42,2	41,9	46,2	50,6	52,2	55,2	55,1	56,9	59,4	60,2	60,4	60,8	62,4	62,0	57,6
	India	52,1	52,5	51,4	51,4	50,6	51,2	52,7	55,3	54,5	51,8	27,4	30,8	47,2	46,0	52,0	56,8	58,9	56,3	56,4	57,7	57,5	55,4	55,5	50,8	48,1
	Brasil	51,0	49,9	52,5	53,4	52,2	52,9	50,2	51,0	52,3	48,4	36,0	38,3	51,6	58,2	64,7	64,9	66,7	64,0	61,5	56,5	58,4	52,8	52,3	53,7	56,4
	México	49,2	49,8	49,0	49,1	50,4	48,0	47,1	49,0	50	47,9	35,0	38,3	38,6	40,4	41,3	42,1	43,6	43,7	42,4	43,0	44,2	45,6	48,4	47,6	48,8
	Rusia	48,6	49,3	49,1	46,3	47,2	45,6	47,5	47,9	48,2	47,5	31,3	36,2	49,4	48,4	51,1	48,9	46,9	46,3	49,7	50,9	51,5	51,1	50,4	51,9	49,2

# PMIs - Una pausa a mediados de año en el impulso de la recuperación

Momentum Sector servicios (sobre 50 puntos significa expansión y bajo 50 puntos contracción)

		2019						2020						2021												
		jun-19	jul-19	ago-19	sept-19	oct-19	nov-19	dic-19	ene-20	feb-20	mar-20	abr-20	may-20	jun-20	jul-20	ago-20	sept-20	oct-20	nov-20	dic-20	ene-21	feb-21	mar-21	abr-21	may-21	jun-21
	Global	51,9	52,5	51,8	51,6	51,0	51,6	52,0	52,7	47,1	37,0	24,0	35,2	48,0	50,5	51,9	52,0	52,9	52,2	51,8	51,6	52,8	54,7	56,6	59,4	57,5
	Mercados desarrollados	52,0	52,6	51,5	51,3	50,7	51,1	51,9	52,8	49,7	34,9	20,9	33,0	47,6	51,1	52,2	51,7	52,4	51,4	51,1	51,6	53,2	55,4	58,1	61,8	59,8
	Mercados emergentes	51,5	52,1	52,3	51,8	51,8	53,2	52,4	52,6	39,8	42,1	31,5	41,4	49,2	49,3	51,4	53,2	54,5	54,4	53,9	51,6	51,7	52,9	54,0	53,2	50,9
Desarrollados	EE.UU.	51,5	53,0	50,7	50,9	50,6	51,6	52,8	53,4	49,4	39,8	26,7	37,5	47,9	50,0	55,0	54,6	56,9	58,4	54,8	58,3	59,8	60,4	64,7	70,4	64,6
	Japón	51,9	51,8	53,3	52,8	49,7	50,3	50,6	51,0	46,7	33,8	21,5	26,5	45,0	45,4	45,0	46,9	47,7	47,8	47,7	46,1	46,3	48,3	49,5	46,5	48,0
	Reino Unido	50,2	51,4	50,6	49,5	50,0	49,3	50,0	53,9	53,3	34,5	13,4	29,0	47,1	56,5	58,8	56,1	51,4	47,6	49,4	39,5	49,5	56,6	61	62,9	62,4
	Eurozona	53,6	53,2	53,5	51,6	52,2	51,9	52,8	52,5	52,8	26,4	12,0	30,6	48,3	54,7	50,5	48,0	46,9	41,7	46,4	45,4	45,7	49,6	50,5	55,2	58,3
	Alemania	55,8	54,5	54,8	52,5	51,6	51,7	52,9	54,2	52,5	31,7	16,2	32,6	47,3	55,6	52,5	50,6	49,5	46,0	47,7	46,7	45,7	51,5	49,9	52,8	57,5
	Francia	52,9	52,6	53,4	51,6	52,9	52,2	52,4	51,0	52,6	27,4	10,2	31,1	50,7	57,3	51,5	47,5	46,5	38,8	49,1	47,3	45,6	48,2	50,3	56,6	57,8
	Italia	50,5	51,7	50,6	51,4	52,2	50,4	51,1	51,4	52,1	17,4	10,8	28,9	46,4	51,6	47,1	48,8	46,7	39,4	39,7	44,7	48,8	48,6	47,3	53,1	56,7
	España	53,6	52,9	54,3	53,3	52,7	53,2	54,9	52,3	52,1	23,0	7,1	27,9	50,2	51,9	47,7	42,4	41,4	39,5	48,0	41,7	43,1	48,1	54,6	59,4	62,5
Emergentes	China	52,0	51,6	52,1	51,3	51,1	53,5	52,5	51,8	26,5	43,0	44,4	55,0	58,4	54,1	54,0	54,8	56,8	57,8	56,3	52,0	51,5	54,3	56,3	55,1	50,3
	India	49,6	53,8	52,4	48,7	49,2	52,7	53,3	55,5	57,5	49,3	5,4	12,6	33,7	34,2	41,8	49,8	54,1	53,7	52,3	52,8	55,3	54,6	54,0	46,4	41,2
	Brasil	48,2	52,2	51,4	51,8	51,2	50,9	51,0	52,7	50,4	34,5	27,4	27,6	35,9	42,5	49,5	50,4	52,3	50,9	51,1	47,0	47,1	44,1	42,9	48,3	53,9
	Rusia	49,7	50,4	52,1	53,6	55,8	55,6	53,1	54,1	52,0	37,1	12,2	35,9	47,8	58,5	58,2	53,7	46,9	48,2	48,0	52,7	52,2	55,8	55,2	57,5	56,5

Momentum PMI compuesto (sobre 50 puntos significa expansión y bajo 50 puntos contracción)

		2019						2020						2021												
		jun-19	jul-19	ago-19	sept-19	oct-19	nov-19	dic-19	ene-20	feb-20	mar-20	abr-20	may-20	jun-20	jul-20	ago-20	sept-20	oct-20	nov-20	dic-20	ene-21	feb-21	mar-21	abr-21	may-21	jun-21
	Global	51,2	51,6	51,3	51,6	50,8	51,6	51,6	52,2	46,1	39,4	26,5	36,3	47,7	50,8	52,4	52,5	53,3	53,1	52,7	52,3	53,2	54,8	56,3	58,4	56,6
	Mercados desarrollados	51,3	51,7	51,0	50,7	50,3	50,9	51,2	52,1	49,5	36,4	22,2	33,2	46,9	51,1	52,2	51,9	52,7	52,2	52,0	52,4	53,8	55,9	58,2	61,2	59,3
	Mercados emergentes	50,9	51,5	51,8	51,8	51,8	53,2	52,2	52,3	39	44,9	34,6	42,7	49,7	50,8	52,9	53,7	54,5	54,9	54,1	52,1	52,0	52,6	53,5	52,8	50,9
Desarrollados	EE.UU.	51,5	52,6	50,7	51,0	50,9	51,9	52,7	53,3	49,6	40,9	27,0	37	47,9	50,3	54,6	54,3	56,3	58,6	55,3	58,7	59,5	59,7	63,5	68,7	63,7
	Japón	50,8	50,6	51,9	51,5	49,1	49,9	49,8	50,1	47,0	36,2	25,8	27,8	40,8	44,9	45,2	46,6	48,0	48,1	48,5	47,1	48,2	49,9	51,0	48,8	48,9
	Reino Unido	52,1	51,7	50,2	49,3	50,0	49,3	49,3	53,3	53,0	36,0	13,8	30,0	47,7	57,0	59,1	56,5	52,1	49,0	50,4	41,2	49,6	56,4	60,7	62,9	62,2
	Eurozona	52,2	51,5	51,9	50,4	50,6	50,6	50,9	51,3	51,6	29,7	13,6	31,9	48,5	54,9	51,9	50,4	50,0	45,3	49,1	47,8	48,8	53,2	53,8	57,1	59,5
	Alemania	52,6	50,9	51,7	49,1	48,9	49,4	50,2	51,2	50,7	35,0	17,4	32,3	47	55,3	54,4	54,7	55,0	51,7	52,0	50,8	51,1	57,3	55,8	56,2	60,1
	Francia	52,7	51,9	52,9	51,3	52,6	52,1	52	51,1	52,0	28,9	11,1	32,1	51,7	57,3	51,6	48,8	47,5	40,6	49,5	47,7	47	50,0	51,6	57,0	57,4
	Italia	50,1	51	50,3	50,6	50,8	49,6	49,3	50,4	50,7	20,2	10,9	33,9	47,6	52,5	49,5	50,4	49,2	42,7	43,0	47,2	51,4	51,9	51,2	55,7	58,3
	España	52,1	51,7	52,6	51,7	51,2	51,9	52,7	51,5	51,8	26,7	9,2	29,2	49,7	52,8	48,4	44,3	44,1	41,7	48,7	43,2	45,1	50,1	55,2	59,2	62,4
Emergentes	China	50,6	50,9	51,6	51,9	52,0	53,2	52,6	51,9	27,5	46,7	47,6	54,5	55,7	54,5	55,1	54,5	55,7	57,5	55,8	52,2	51,7	53,1	54,7	53,8	50,6
	India	50,8	53,9	52,6	49,8	49,6	52,7	53,7	56,3	57,6	50,6	7,2	14,8	37,8	37,2	46,0	54,6	58,0	56,3	54,9	55,8	57,3	56,0	55,4	48,1	43,1
	Brasil	49,0	51,6	51,9	52,5	51,8	51,8	50,9	52,2	50,9	37,6	26,5	28,1	40,5	47,3	53,9	53,6	55,9	53,8	53,5	48,9	49,6	45,1	44,5	49,2	54,6
	Rusia	49,2	50,2	51,5	51,4	53,3	52,9	51,8	52,6	50,9	39,5	13,9	35,0	48,9	56,8	57,3	53,7	47,1	47,8	48,3	52,3	52,6	54,6	54,0	56,2	55,0

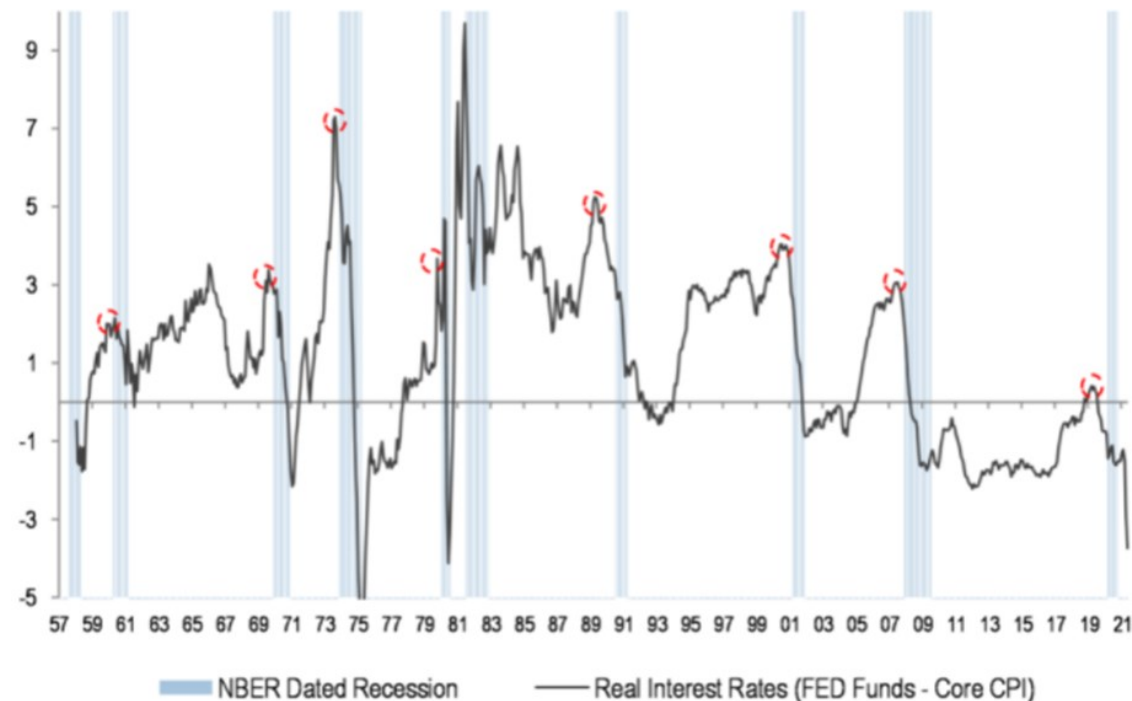
# Tasas de interés- Política Monetaria

## Es prematuro posicionarse para operaciones de ciclo tardío ... las tasas reales ofrecen un colchón significativo antes de que se vuelvan restrictivas

La reunión de la Fed de junio se percibió como agresiva, con un aumento de los rendimientos a 2 años, un estancamiento de los rendimientos a 10 años, lo que provocó un aplanamiento material de la curva de rendimientos. Este tipo de reacción del mercado puede describirse como una dinámica de ciclo tardío, en la que los inversores están empezando a creer que la Fed está potencialmente cometiendo un error de política, al volverse demasiado agresiva, en relación con lo que podría ser el peak de impulso de crecimiento a partir de aquí.

Las condiciones de financiación siguen siendo muy acomodaticias, con diferenciales crediticios ajustados y tipos reales demasiado bajos para posicionarse en la dinámica de fin de ciclo. Por lo general, las tasas reales subirían al menos 260 pb de la última recesión a la siguiente. Históricamente, la duración del repunte del crecimiento tendió a ser mucho más larga que solo 5-6 trimestres. Si se observa la reacción de las variables clave del mercado a la reunión de la Fed de junio, el rendimiento estadounidense a 2 años subió 10 pb, el rendimiento alemán subió 5 pb, las tasas reales estadounidenses subieron 5 pb, DXY subió 2%, por lo que el rendimiento estadounidense a 10 años es el extraño. Históricamente, en la mayoría de las ocasiones, salvo los períodos de "error de política", las tasas cortas tendían a impulsar las tasas largas al alza, y este podría ser el caso una vez más, una vez que el polvo se asiente.

EE. UU. Tasas reales y recesiones



# Tasas de interés- Política Monetaria

## Es prematuro posicionarse para operaciones de ciclo tardío ... las tasas reales ofrecen un colchón significativo antes de que se vuelvan restrictivas

Las condiciones financieras siguen siendo muy acomodaticias, con diferenciales crediticios ajustados y tipos reales demasiado bajos para posicionarse en la dinámica de fin de ciclo. Por lo general, las tasas reales subirían al menos 260 pb de la última recesión a la siguiente, a medida que el ciclo madura y ni siquiera hemos iniciado ese proceso todavía.

Históricamente, la duración del repunte del crecimiento tendió a ser mucho más larga que solo 5-6 trimestres. Si se observa la reacción de las variables clave del mercado a la reunión de la Fed de junio, el rendimiento estadounidense a 2 años subió 10 pb, el rendimiento alemán subió 5 pb, las tasas reales estadounidenses subieron 5 pb, DXY subió 2%, por lo que el rendimiento estadounidense a 10 años es el extraño. Históricamente, en la mayoría de las ocasiones, salvo los períodos de "error de política", las tasas cortas tendían a impulsar las tasas largas al alza, y este podría ser el caso una vez más, una vez que el polvo se asiente.



Tasas reales de EE. UU. De mínimos a máximos antes de recesiones

Recession Start	Peak ahead of the recession	Real Interest Rate (Fed Funds - Core CPI, %yoy)		#months from trough to peak
		Trough after the previous recession	Trough to Peak (bps)	
1960	2.0%	-1.8%	377	18
1969	3.4%	-0.1%	352	98
1973	7.3%	-2.2%	946	32
1980	3.7%	-1.8%	550	46
1990	5.2%	1.8%	345	31
2001	4.0%	-0.6%	461	90
2007	3.1%	-0.9%	393	67
2020	0.4%	-2.2%	263	87
<b>Average</b>	<b>3.6%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>461</b>	<b>59</b>
<b>Median</b>	<b>3.5%</b>	<b>-1.3%</b>	<b>385</b>	<b>56</b>

Duración de los ciclos pasados

Start of Expansion	End of Expansion	# Years
Nov 45	Nov 48	3.0
Nov 49	Jul 53	3.7
Jun 54	Aug 57	3.2
May 58	Apr 60	1.9
Mar 61	Dec 69	8.8
Dec 70	Nov 73	2.9
Apr 75	Dec 79	4.7
Dec 82	Jun 90	7.5
Apr 91	Feb 01	9.8
Dec 01	Nov 07	5.9
Jul 09	Feb 20	10.6
<b>Average</b>		<b>5.6</b>
<b>Median</b>		<b>4.7</b>

# Tasas de interés- Política Monetaria

## Es prematuro posicionarse para operaciones de ciclo tardío ... las tasas reales ofrecen un colchón significativo antes de que se vuelvan restrictivas

El fuerte aplanamiento en la curva de rendimiento, junto con los rendimientos que se mueven a la baja, se observa típicamente en las últimas etapas del ciclo, que no parece ser el caso

Durante los últimos 50 años, los rendimientos estadounidenses a 10 años y 2 años se movieron en la misma dirección el 83% del tiempo.

Movimiento mensual en rendimientos a 10 años y 2 años de EE. UU.

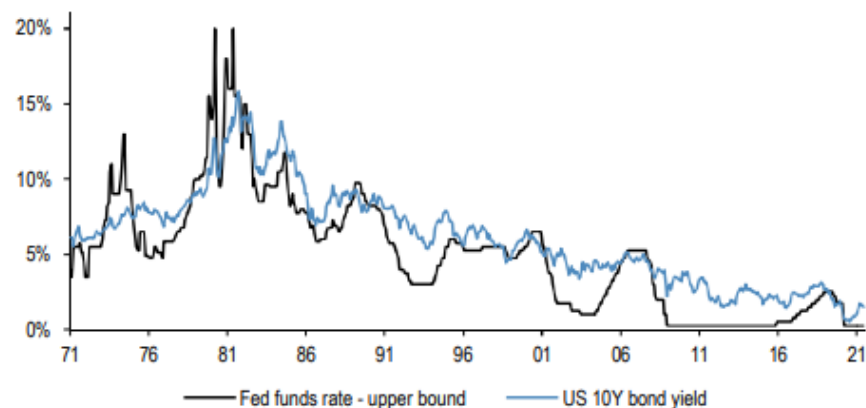
Monthly change in US 10Y and 2Y bond yield	
Both move up	41%
Both move down	42%
Move in the same direction	83%
Move in different directions	17%

Source: Bloomberg Finance L.P. \*monthly changes since 1970

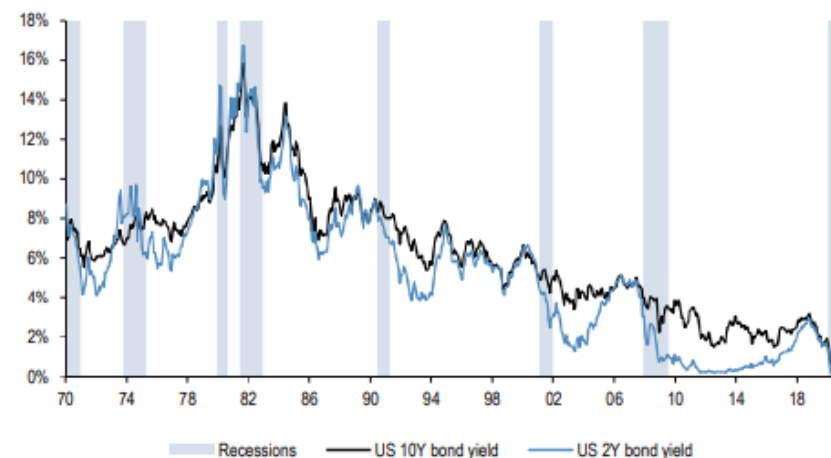
Normalmente, las tasas cortas se correlacionan positivamente con las tasas largas

Observamos que el movimiento hacia arriba en las tasas cortas y hacia abajo en las tasas largas es bastante inusual y ocurre principalmente durante los períodos de ciclo tardío y los períodos de "error de política".

Rendimiento del bono estadounidense a 10 años y tasa de fondos de la Fed



Rendimiento de los bonos estadounidenses a 10 años y 2 años



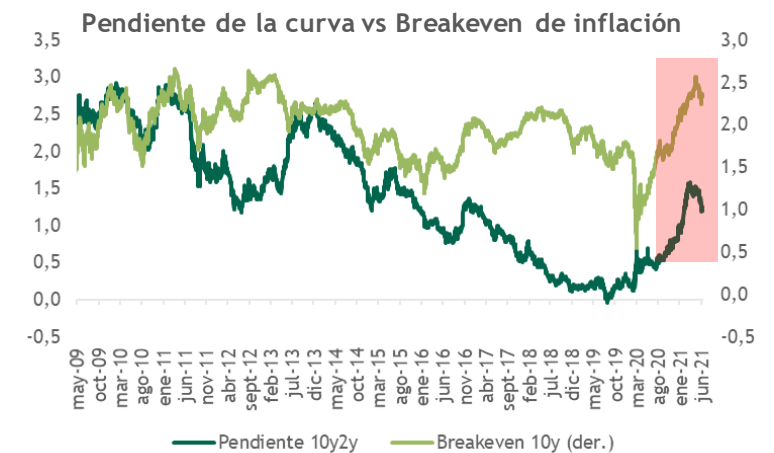
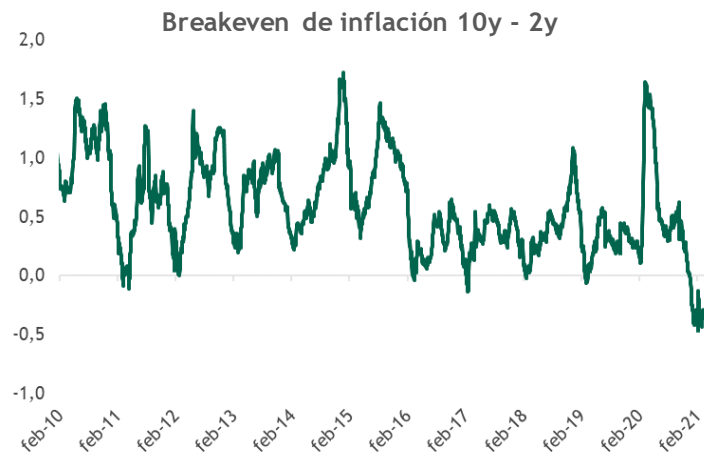
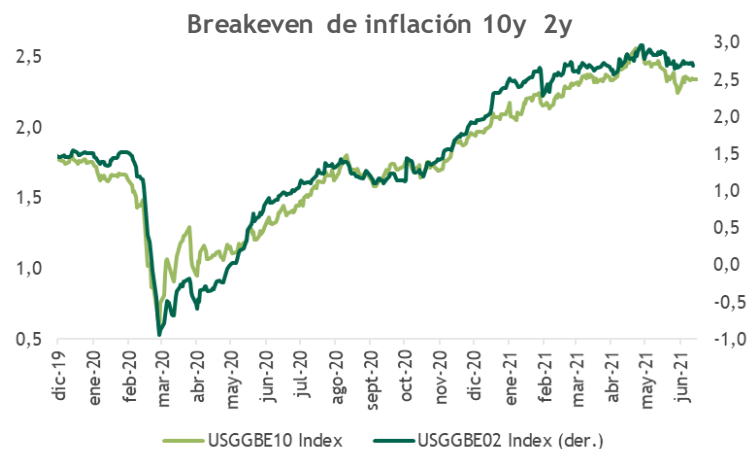
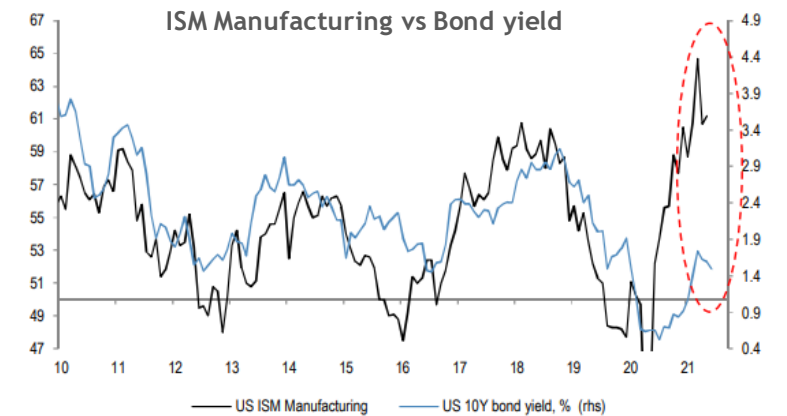
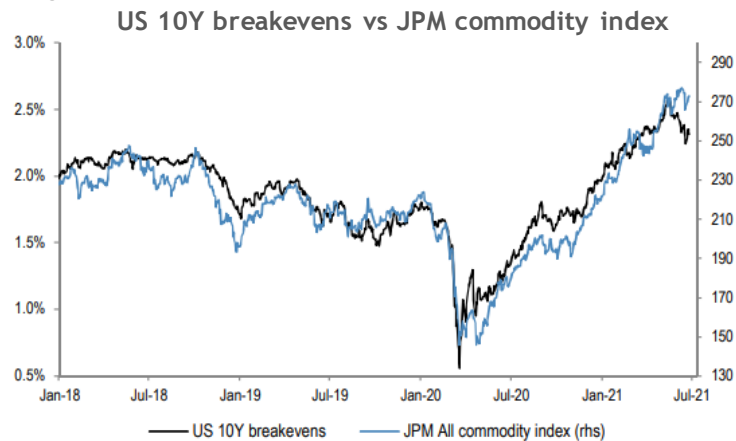
# Tasas de interés- Política Monetaria

## Es prematuro posicionarse para operaciones de ciclo tardío ... las tasas reales ofrecen un colchón significativo antes de que se vuelvan restrictivas

Creemos que la Fed mantendrá la credibilidad con respecto de su opinión de que la inflación es sólo "transitoria". De hecho, gran parte del repunte de la inflación a plazo puede explicarse por el alza de los precios de las materias primas. Si estos se estancan, como hemos visto recientemente en los precios agrícolas, madera, cobre, etc., luego estas presiones también disminuirán.

Al mismo tiempo, la pregunta si los rendimientos de los treasury ya están descontando en exceso la entrega de crecimiento, o podrán avanzar más si la actividad se mantiene sólida. Después de todo, la brecha significativa permanece abierta entre ISM y los rendimientos.

La inflación de 2 años en EE. UU. en relación con la inflación de equilibrio de 10 años ha aumentado a los niveles más altos desde antes de la crisis financiera. Las expectativas de inflación a largo plazo siguen siendo relativamente moderadas.

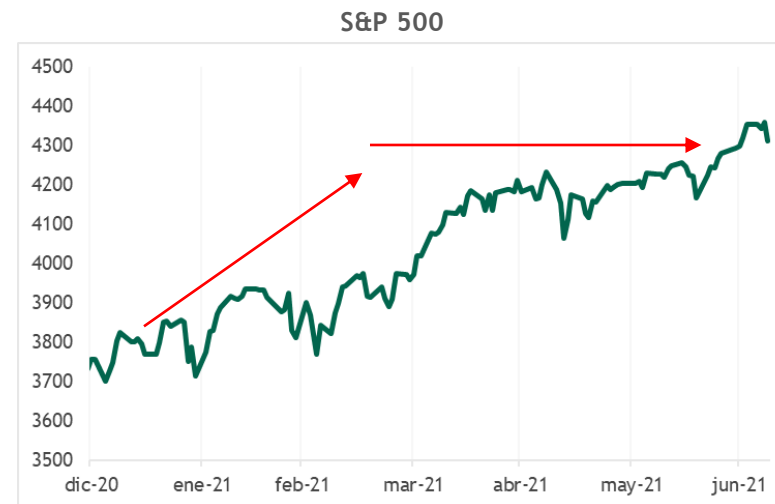
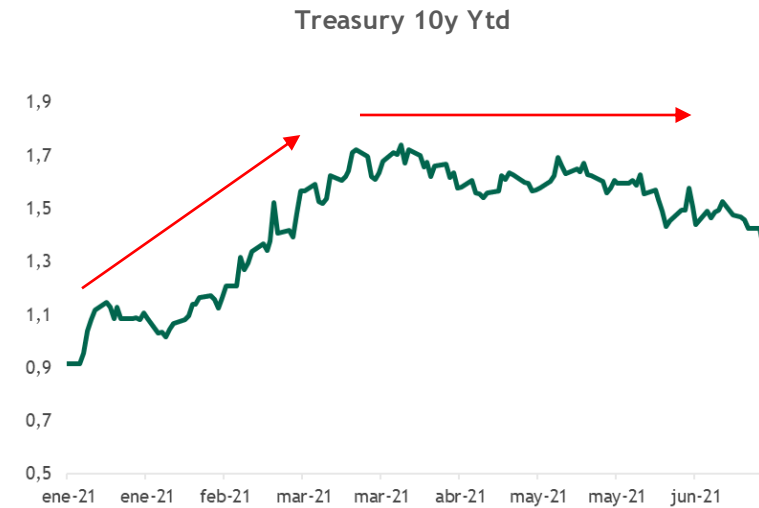


Fuente: Fynsa Estrategia; J.P Morgan

# Tasas de interés- Política Monetaria

Es prematuro posicionarse para operaciones de ciclo tardío ... las tasas reales ofrecen un colchón significativo antes de que se vuelvan restrictivas

Finalmente creemos que las tasas largas están en la parte baja de este proceso correctivo. Seguimos apuntando a niveles mas cercanos al 2% para el tesoro a 10 años para fines de 2021 y con una curva de rendimiento que comenzara a empinarse nuevamente.



Fuente: Fynsa Estrategia; J.P Morgan

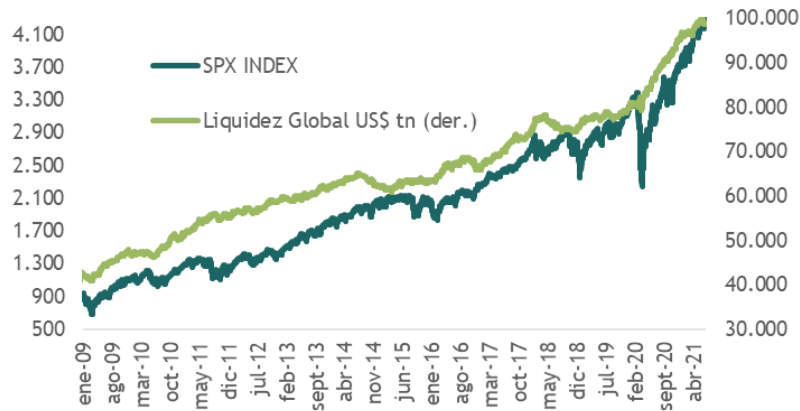
# La liquidez sigue abundante

## La liquidez lo es todo para el mercado

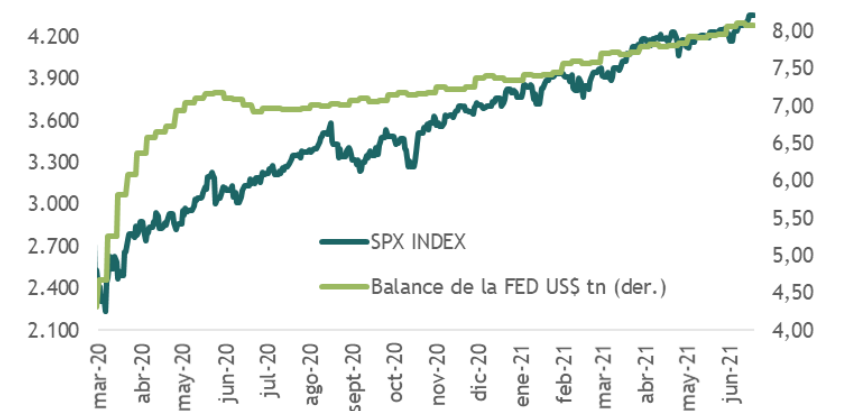
Creemos que la FED tenía que dar la señal de mayores tasas de interés por las mayores sorpresas de inflación, como especie de “seguro”, pero que estiraran lo más posible las compras de activos y el mercado es mucho “más sensible a la liquidez” que a un poco más de TPM (las tasas seguirán siendo extraordinariamente expansivas). Por lo demás hay mucha deuda todavía que “monetarizar”.

El tira y afloja entre el crecimiento por encima de la tendencia y la normalización de las políticas es lo que va a definir la dirección de los mercados en el 2S21 y más allá.. Y aunque la Fed fue algo más agresiva de lo esperado, es probable que el crecimiento continúe marcando la pauta durante los próximos meses. Esta dicotomía global favorece la renta variable, los mercados emergentes, el valor, las materias primas y el comportamiento cíclico. Vemos la reflación y reapertura que tuvo lugar en EE. UU. migrando a Europa y comenzando en EM.

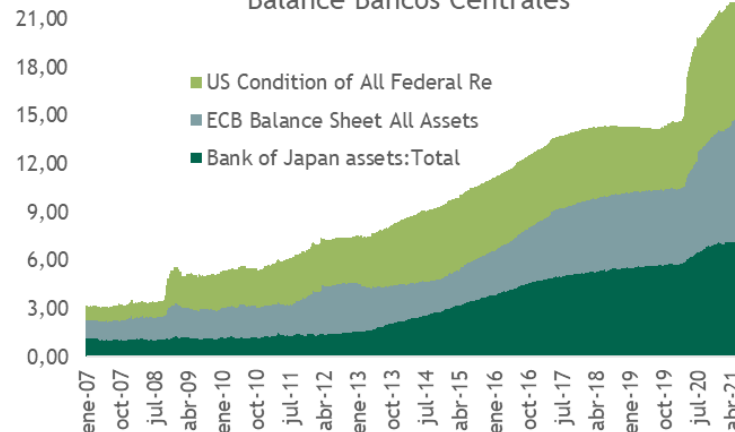
### S&P 500 vs Liquidez global



### S&P 500 vs Balance FED



### Balance Bancos Centrales



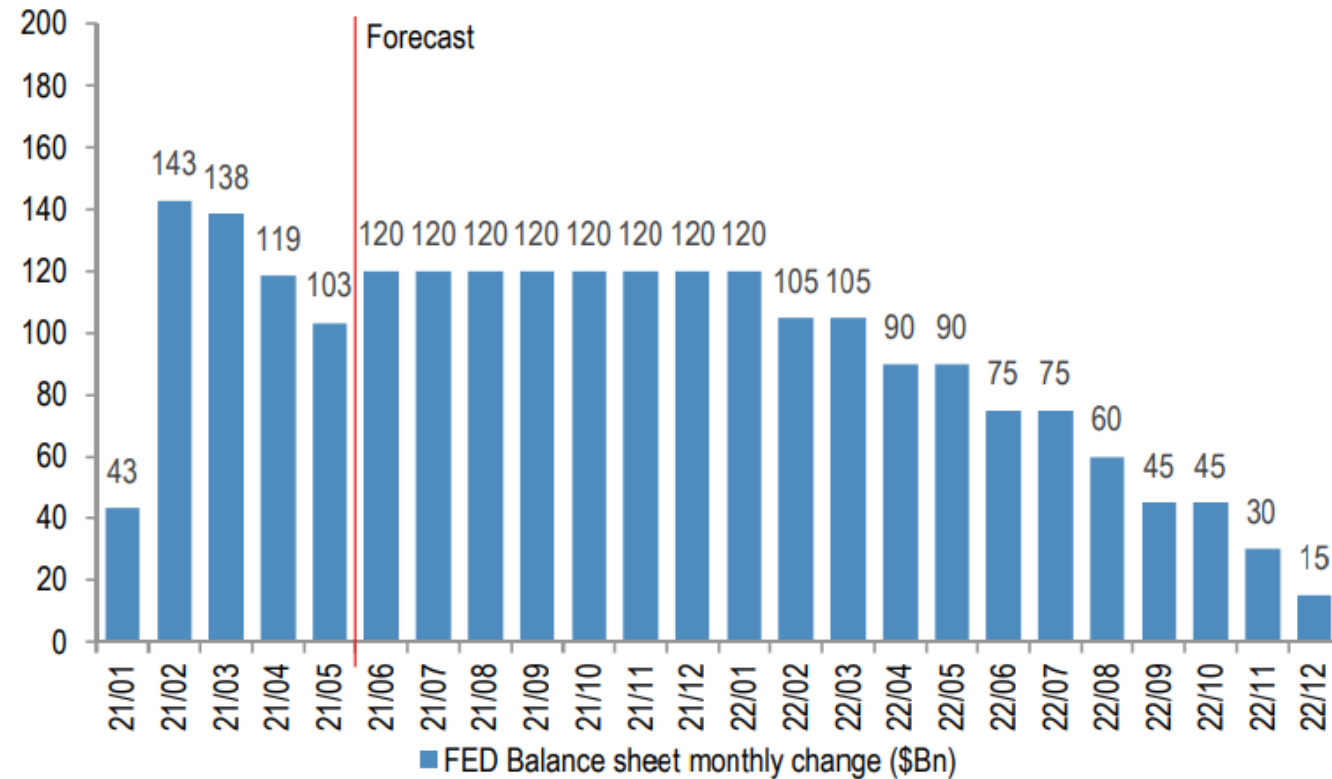


# La liquidez sigue abundante

## La liquidez lo es todo para el mercado

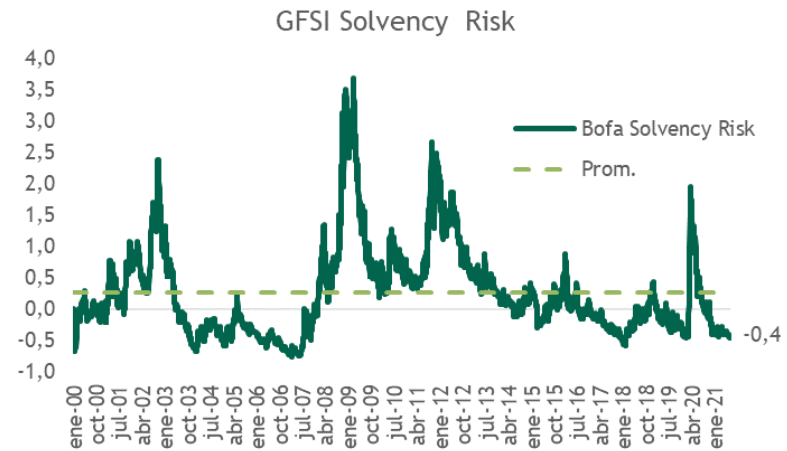
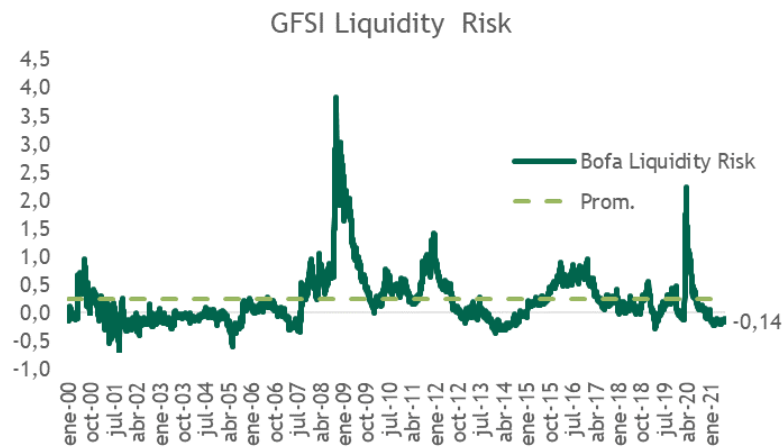
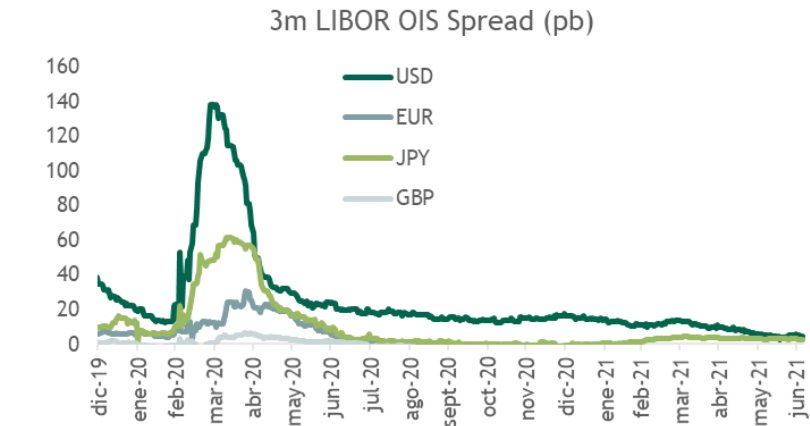
No creemos que se deba extrapolar el comercio más defensivo del 2T al 2S. Crecimiento - Política, el telón de fondo seguirá siendo favorable ... la Fed permanecerá vigilante... una reducción del Balance parece más probable para 2022.

FED balance sheet - monthly purchase projections



# Condiciones financieras

Las condiciones de financiamiento, de riesgo, liquidez y solvencia se mantienen en niveles saludables

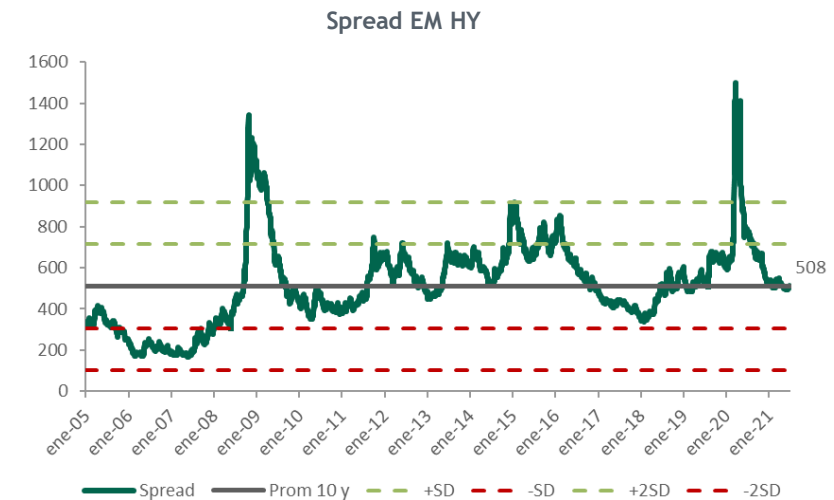
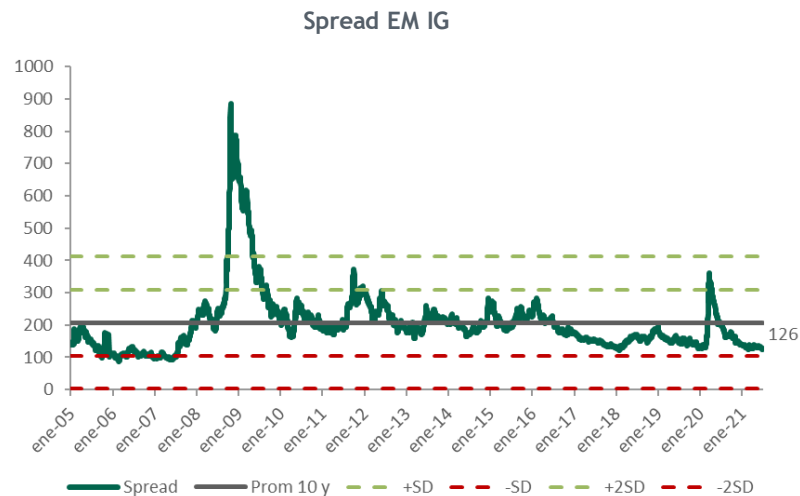
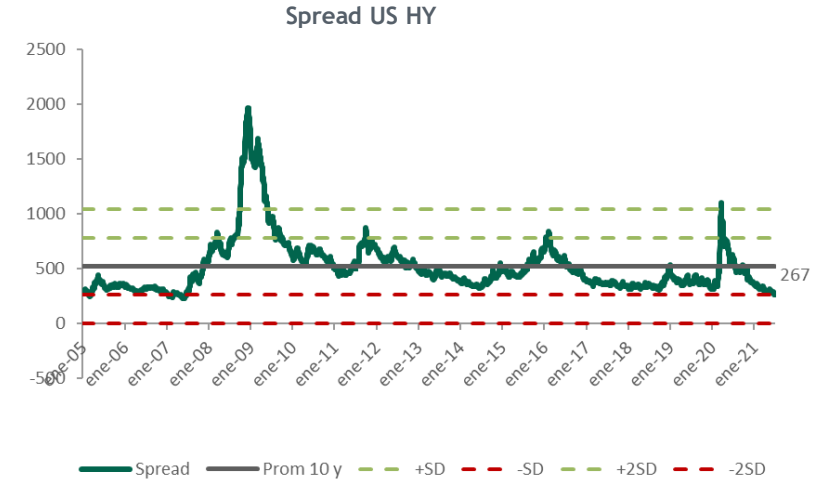
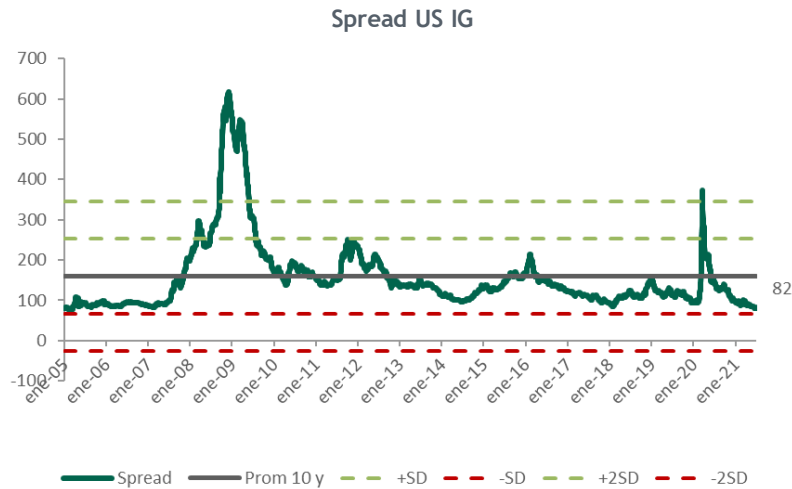


# Renta Fija Internacional: Spread Corporativos

## Spread Corporativos

En términos relativos de spreads, US IG versus US HY se encuentran en su promedio, por lo que estamos neutrales en HY IG US. Sin embargo, preferimos estar en la parte IG baja duración con el objetivo de tener una mejor calidad crediticia en la cartera y bajo riesgo a alzas de tasas.

En la parte de EM HY aún tenemos un buen colchón para que se compriman los spreads. Adicionalmente, Asia se ha quedado un rezagado en el porcentaje de la vacunación, a medida que este tome fuerza, tanto el equity como los bonos corporativos deberían andar mejor.



Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg

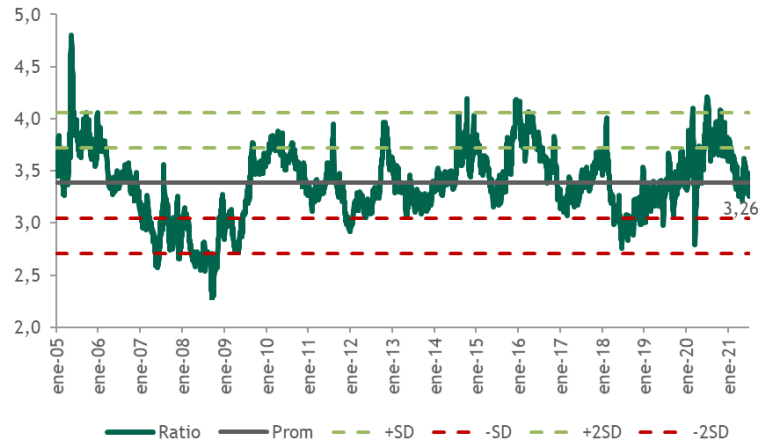
# Renta Fija Internacional: Spread Corporativos

## Spread Corporativos

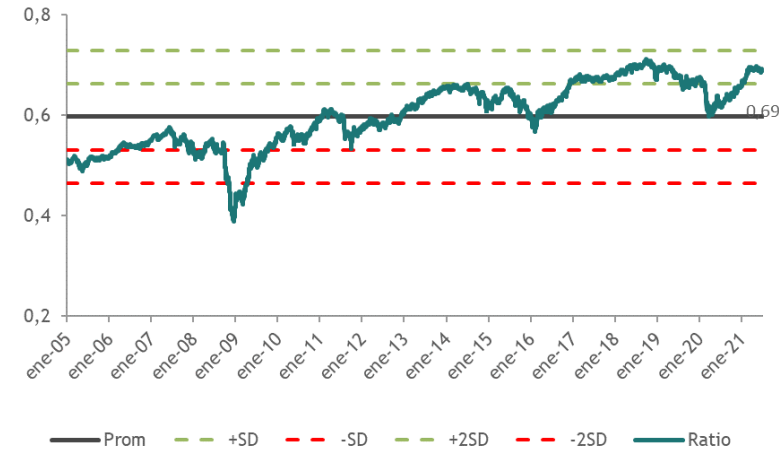
En términos relativos de spreads, US IG versus US HY se encuentran en su promedio, por lo que estamos neutrales en HY IG US. Sin embargo, preferimos estar en la parte IG baja duración con el objetivo de tener una mejor calidad crediticia en la cartera y bajo riesgo a alzas de tasas.

En la parte de EM HY aún tenemos un buen colchón para que se compriman los spreads. Adicionalmente, Asia se ha quedado un rezagado en el porcentaje de la vacunación, a medida que este tome fuerza, tanto el equity como los bonos corporativos deberían andar mejor.

### Spread relativo HY IG



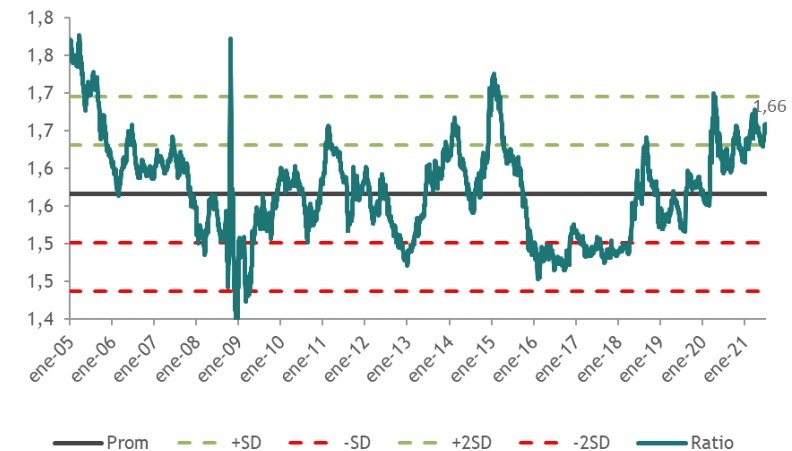
### Desempeño relativo HY IG Corporativo US



### Spread relativo US Corporativo HY, EM HY



### Desempeño relativo Corporativo US HY, EM HY



# Dólar

## Seguimos esperando una depreciación del USD frente a las monedas G10 y EM.

El riesgo de que la política monetaria estadounidense se normalice más temprano que tarde a ofreciendo apoyo al dólar, pero es poco probable que sea el factor dominante en los mercados de divisas.

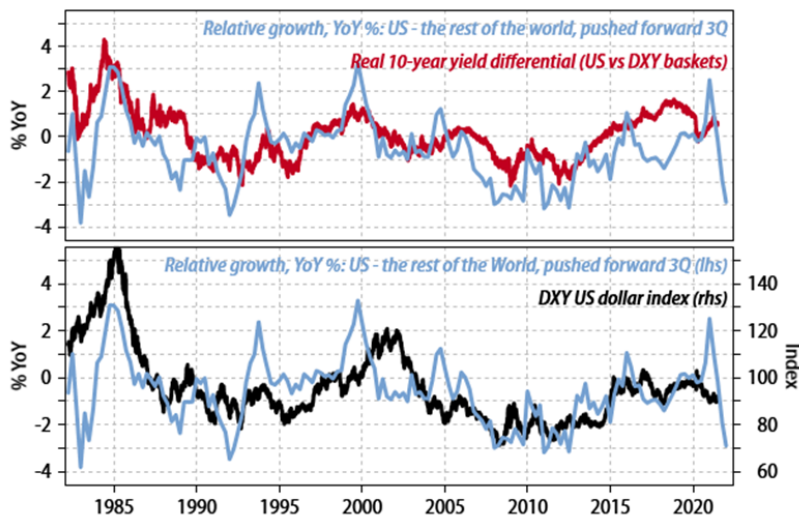
La diferencia entre el crecimiento en los EE. UU. y el resto del mundo suele ser un gran impulsor del dólar. Esto se debe a que las tasas de crecimiento relativo son un factor importante para las trayectorias relativas de la política monetaria. Además, el capital tiende a fluir hacia regiones de mayor crecimiento, provocando un ciclo de apreciación de la moneda que se refuerza a sí mismo. En los próximos meses, las mejoras en el crecimiento económico en Europa y Asia deberían superar a las de EE. UU. Esto se puede ver en el índice de sorpresa económica de Citi, ya que las publicaciones de datos de EE. UU. ya no sorprenden a las estimaciones.

La fuerte recuperación de EE. UU. en 2021 ha sido impulsada por su rápido lanzamiento de la vacunación Covid-19, pero a medida que otras naciones se lanzan a un ritmo más rápido, esas economías ya están eliminando las restricciones y, por lo tanto, deberían beneficiarse de la demanda reprimida que ayudó a los Estados Unidos en lo que va de año. Por último, las economías de Asia y Europa se ven favorecidas por un creciente déficit comercial de EE. UU.

Cuando la Fed anunció una reducción del estímulo monetario en 2013 (taper tantrum), las monedas de mercados emergentes se desplomaron, lo que reforzó la fortaleza del dólar estadounidense. Esta vez, los ME están mejor preparados. De hecho, el real brasileño, una de las monedas denominadas "cinco frágiles" en el "taper tantrum", ha subido frente al dólar estadounidense desde el miércoles pasado y ha sido una de las monedas con mejor desempeño a nivel global, apoyada también por un proceso de normalización monetaria, (haciendo el carry trade más atractivo), camino que recorrerían otros bancos centrales EM, incluido el nuestro, por cierto.

Finalmente, el dólar sigue sobrevaluado en aproximadamente un 8% en términos reales, a diferencia de 2013 (taper tantrum), donde estaba subvaluado en un 10%.

El crecimiento relativo es el mayor factor que impacta en el desempeño del dólar



US Dollar Real Effective Rate Index (Enero 1994=100)



# Materias Primas

## MATERIAS PRIMAS: Mirando más allá de China

La tesis alcista de las materias primas no se trata ni de los especuladores chinos ni del crecimiento de la demanda china. Se trata cada vez más de la escasez y la recuperación impulsada por mercados desarrollados. Los precios han retrocedido después de las advertencias chinas sobre la especulación de materias primas, sin embargo, el camino fundamental en materias primas clave como el petróleo, el cobre y el hierro sigue orientado hacia una mayor estrechez de oferta y demanda, con escasa evidencia de una respuesta de la oferta suficiente para descarrilar este mercado alcista.

La velocidad de la recuperación de la demanda de DM significa que China ya no es el comprador marginal que dicta los precios, ya que es desplazado por el consumidor occidental. El mercado está comenzando a reflejar esto, ya que, por ejemplo, los precios del cobre son impulsados cada vez más por datos de fabricación occidentales en lugar de chinos (ver gráficos adjuntos).

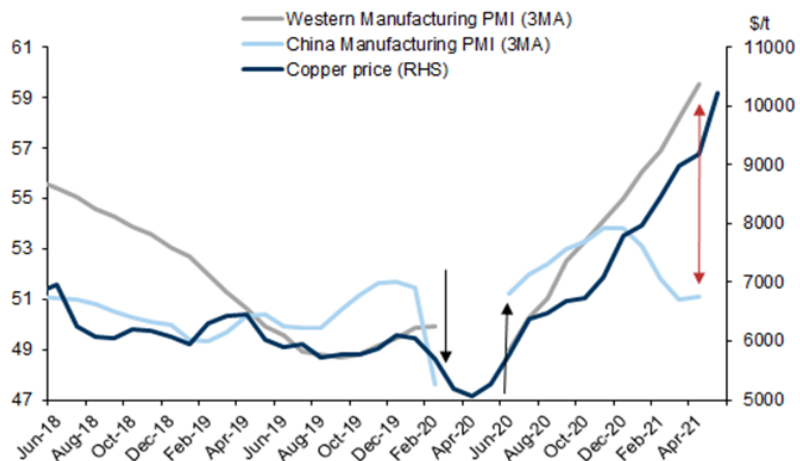
La razón inmediata del mayor poder de fijación de precios de Estados Unidos es el gran estímulo fiscal estadounidense que está ausente en China; sin embargo, también hay factores estructurales que hacen de esto un cambio de paradigma. China ya no se beneficia tanto de su ventaja comparativa en mano de obra de bajo costo, el comercio global y su anterior indiferencia por el impacto ambiental de las emisiones de GHG.

La visión de un superciclo de materias primas es una visión global, no centrada en China. Se basa en una política globalmente sincronizada dirigida a políticas medioambientales (la “guerra contra el Cambio Climático”) y mayor versatilidad en las iniciativas de la cadena de suministro (la guerra comercial).

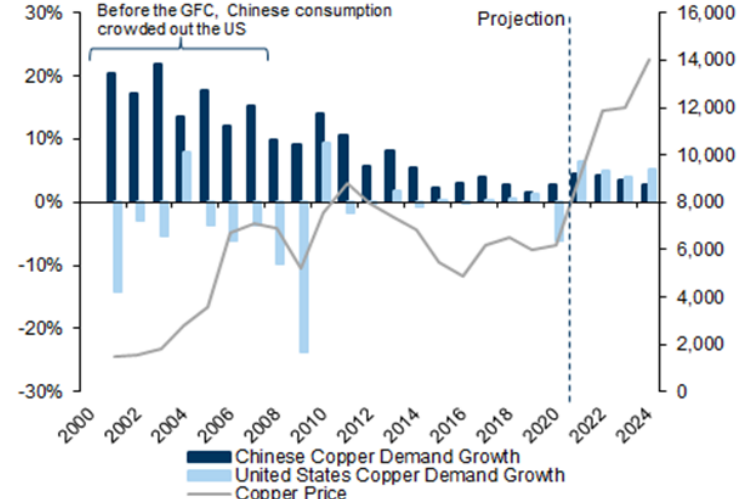
Finalmente, seguimos viendo un valor creciente en las materias primas desde una perspectiva de asignación estratégica de activos: en períodos de inflación alta y en aumento, las materias primas pueden ser un buen diversificador para carteras equilibradas; cuando las acciones y los bonos disminuyen juntos debido al riesgo de inflación, las materias primas a menudo se han desacoplado y ofrecido atractivos carry

El precio del cobre está siguiendo los PMI occidentales, lo que refleja el nuevo comprador marginal

Precio del cobre frente al PMI manufacturero de China y Occidente



El consumo chino de cobre dominó los EE. UU. Durante la década de 2000, una tendencia que vemos revertirse en la de 2020



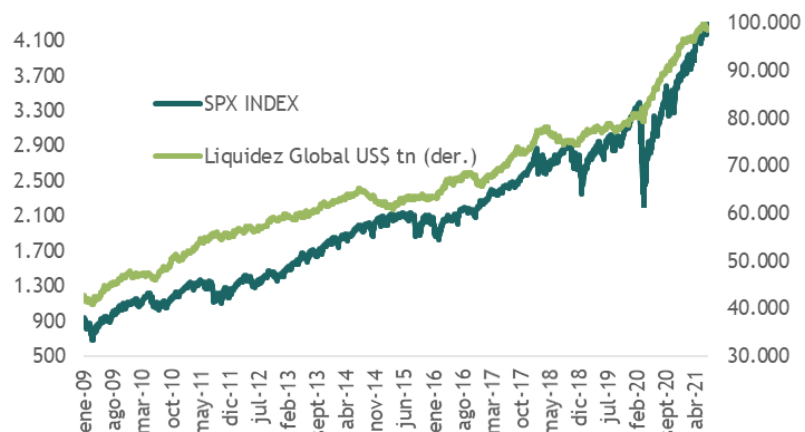
# Estrategia RVI

## Renta Variable internacional

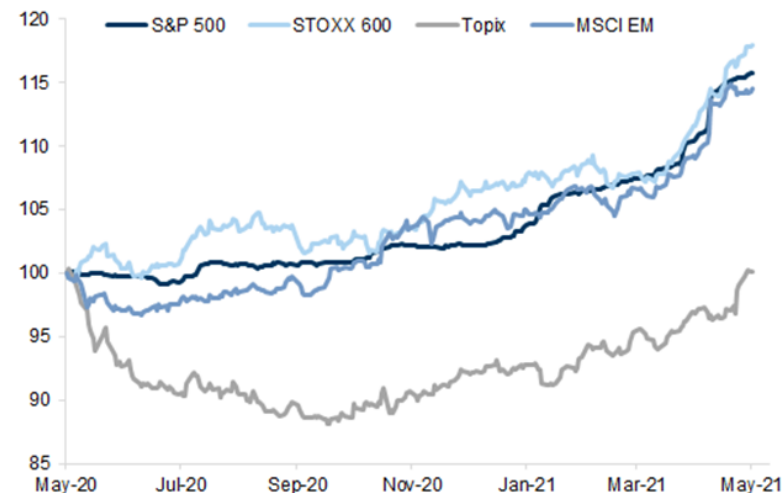
La Valoraciones relativas siguen respaldando las acciones



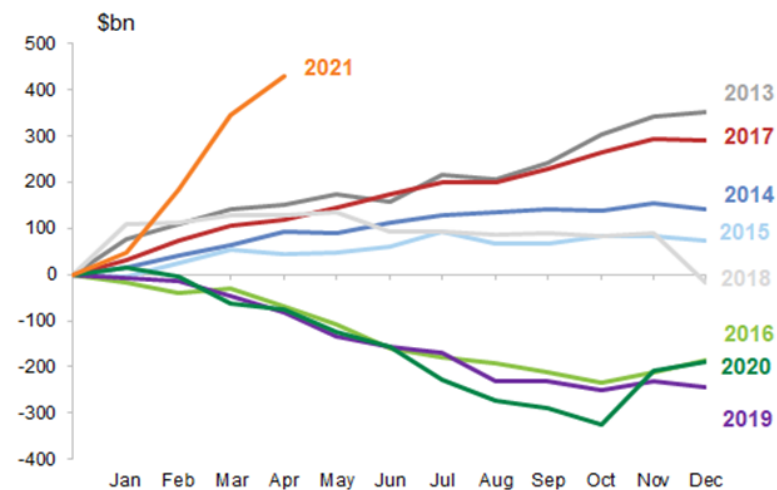
La liquidez sigue siendo abundante y respalda la toma de riesgo



Las utilidades corporativas siguen revisándose al alza



Recuperación respalda por flujos



# Estrategia RVI

## Renta Variable Global: El resto del mundo

Si bien las valoraciones actuales son históricamente caras para las acciones estadounidenses, especialmente para las "acciones de crecimiento", esto no sucede con las acciones fuera de los EE. UU. El Shiller - type CAPE (P/U ajustada cíclicamente) para mercados no estadounidenses está hoy tan baja como hace 20 años.

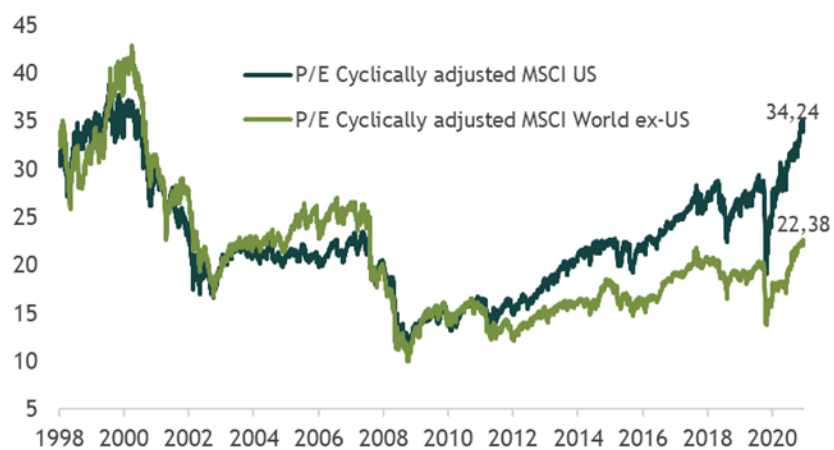
Se espera que los retornos a largo plazo de las acciones en EE. UU. caigan a niveles más bajos en los próximos años, como resultado de la sobrevaloración de las acciones estadounidenses.

Pero los mercados ex - US, principalmente Europa, Japón y el Reino Unido y Emerging Market, que presentan valoraciones más razonables y que vienen de una década de desempeño inferior respecto a EEUU, pueden ofrecer rendimientos mayores en los próximos años.

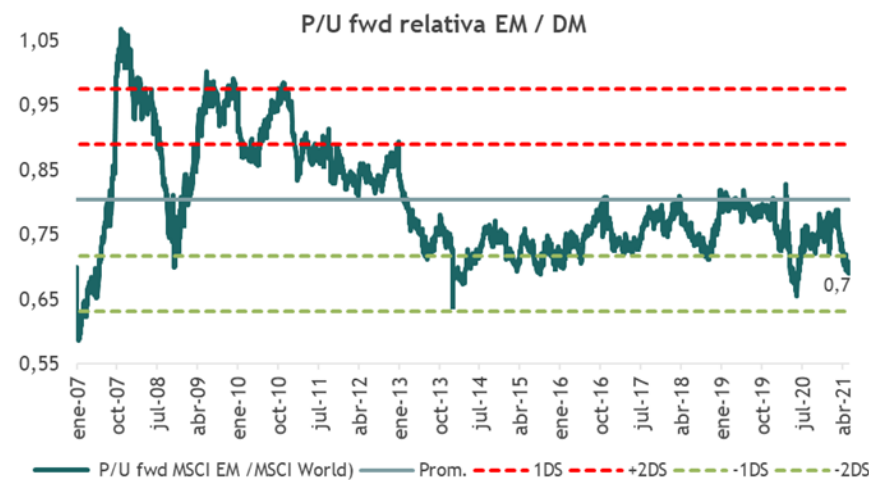
Así, es probable que la rotación de los mercados de EE.UU. cobre impulso. Lo mismo debería ser cierto para la rotación del crecimiento al valor. En el caso de emergentes, todavía cotizan con un descuento de más de 30% respecto al mundo desarrollado.

Resulta interesante, comenzar a mirar el periodo post crisis financiera (hasta fines de 2010), con estímulos monetarios masivos, debilidad del dólar y un ciclo alcista de commodities, que bien puede comenzar a compararse con el periodo actual y donde las acciones emergentes llegaron a cotizar una vez los mercados desarrollados.

MSCI US vs MSCI World ex - US P/E Cíclicamente ajustada (CAPE)



Valorización relativa MSCI EM vs MSCI World





# Estrategia RVI

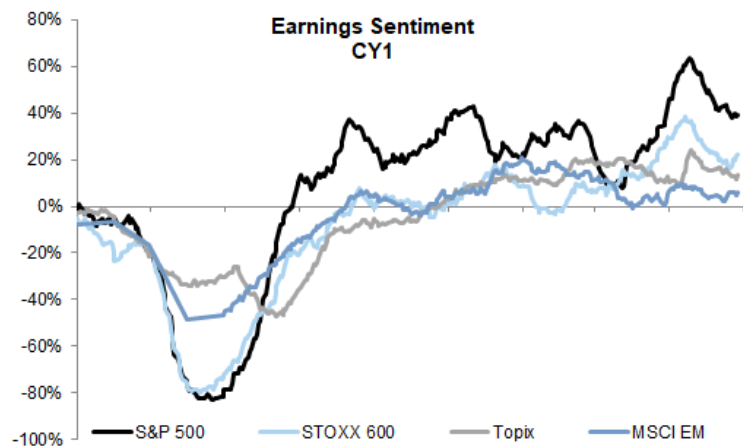
## Renta Variable Global: Revisiones de utilidades

Las estimaciones de EPS se siguen revisando al alza. En el último mes las utilidades esperadas para 2021 a nivel global se han revisado un 10% al alza. Las utilidades del MSCI World se recuperarían en torno a un 40% en 2021.

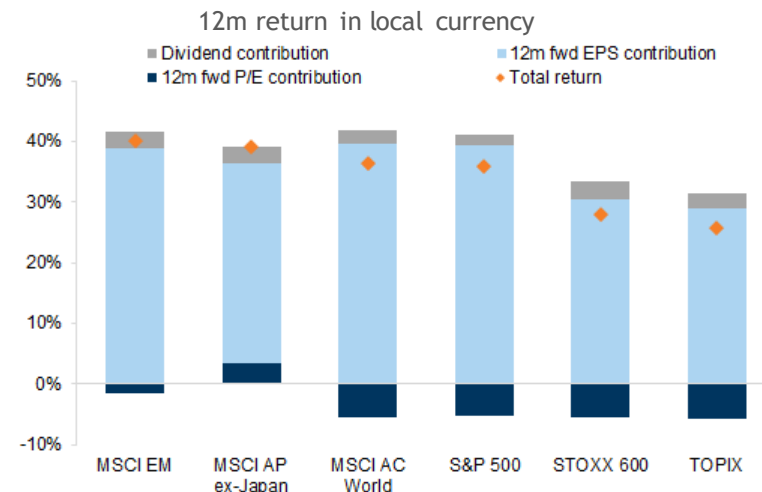
Crecimiento de ventas, crecimiento de EPS y márgenes netos.

	Estimaciones de consenso					
	Sales Growth (%)		EPS Growth (%)		Net Margin (%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
S&P 500	13.3	7.2	34.0	10.2	11.5	12.1
STOXX 600	14.2	4.8	45.0	10.9	8.0	8.5
TOPIX (FY basis)	6.3	3.5	27.3	11.2	5.7	6.2
MSCI AP ex Japan	13.7	8.7	33.0	12.4	10.4	10.5
MSCI EM	20.4	6.9	54.1	10.0	10.5	9.8
<b>MSCI AC World</b>	<b>12.9</b>	<b>5.5</b>	<b>40.1</b>	<b>9.9</b>	<b>11.0</b>	<b>10.4</b>
Cons. Disc	18.3	10.3	67.8	26.8	6.5	7.5
Cons. Staples	6.4	4.1	11.3	8.9	7.1	7.4
Energy	37.8	2.9	741.9	13.9	6.3	7.0
Financials	1.6	2.7	36.7	4.5	17.7	18.0
Real Estate	13.7	8.7	13.2	8.9	14.9	14.9
Health Care	10.2	5.1	16.6	7.8	11.9	12.2
Industrials	10.1	6.2	62.5	18.4	7.5	8.4
IT	15.8	7.5	27.2	12.3	15.6	16.3
Materials	21.9	1.4	100.6	-6.0	12.8	11.8
Communication	11.1	7.3	18.0	10.6	14.0	14.5
Utilities	7.6	2.8	3.4	9.3	8.9	9.5

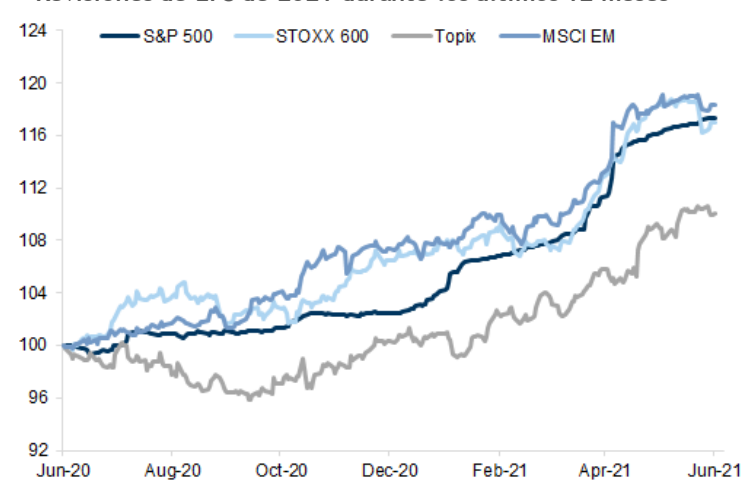
Sentimiento de las ganancias = (actualizaciones - rebajas) / estimaciones totales durante el último mes



Contribución retornos de los últimos 12 meses



Revisiones de EPS de 2021 durante los últimos 12 meses

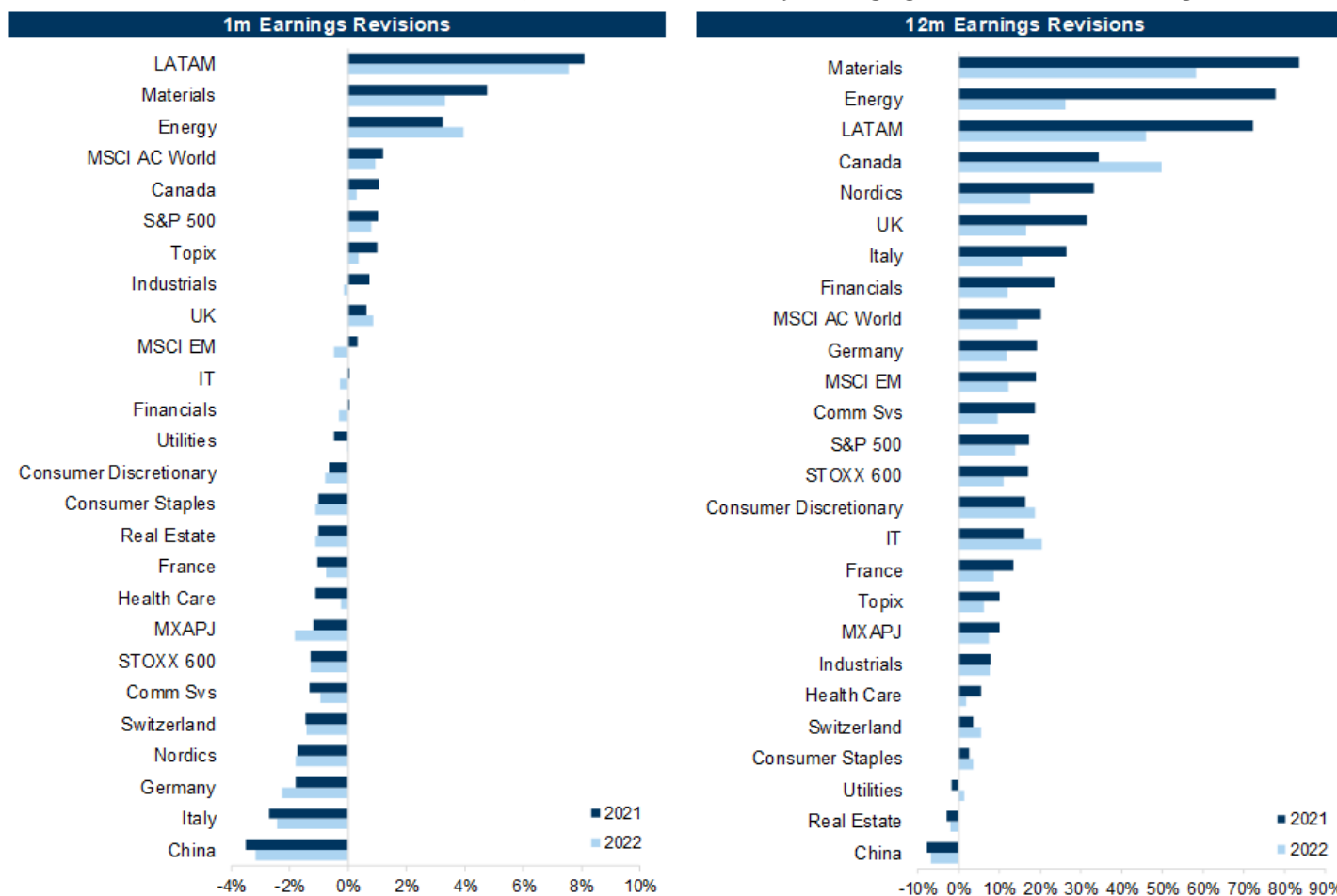


# Estrategia RVI

## Renta Variable Global: Revisiones de utilidades

Las mayores revisiones al alza en el último mes, se han dado en sectores value y regiones más cíclicas .

Revisiones de EPS. Sectores MSCI AC World, índices nacionales MSCI y otros agregados de índices bursátiles globales

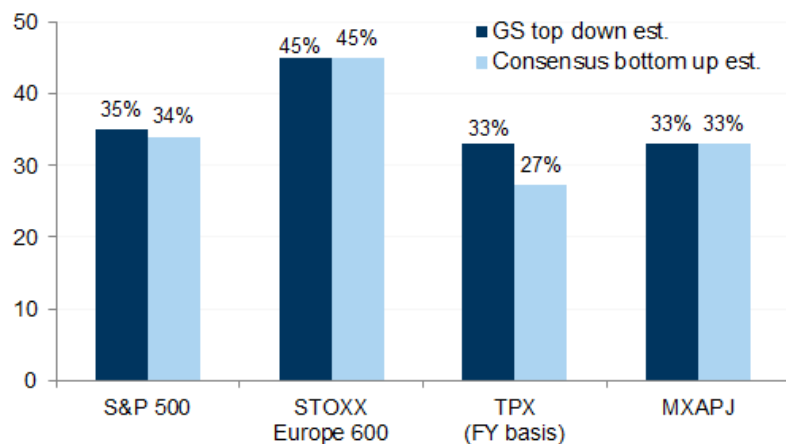


# Estrategia RVI

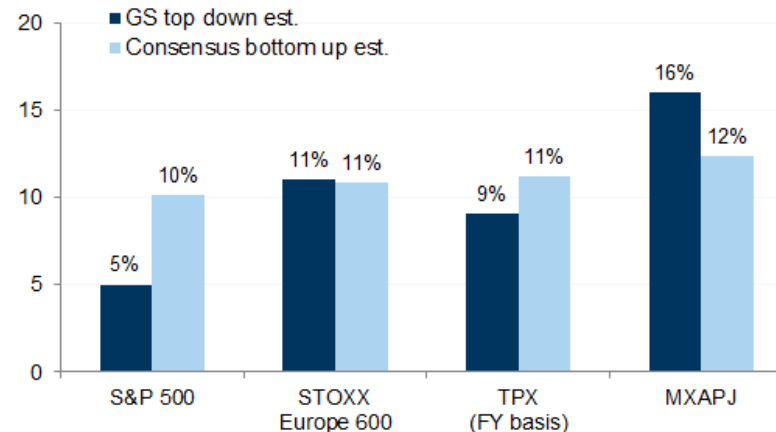
## Renta Variable Global: Proyecciones de utilidades

Fuerte recuperación esperada de utilidades para 2021 - 2022

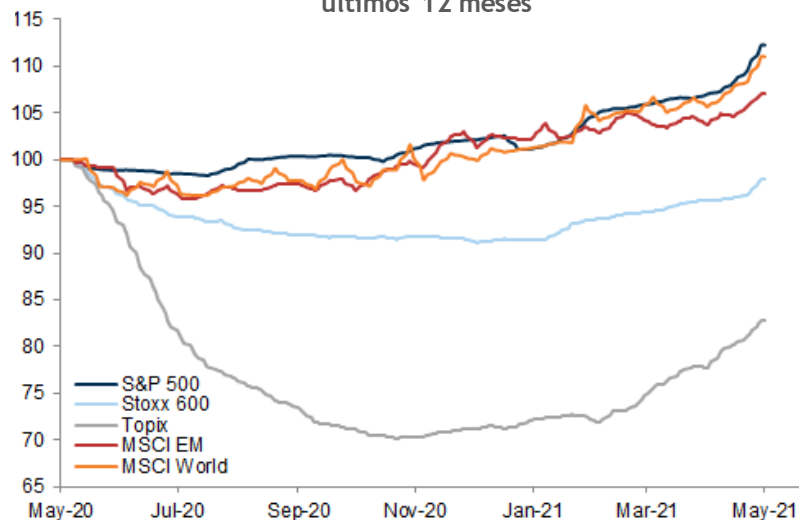
Top-down vs. consensus bottom-up estimates of 2021 EPS growth



Top-down vs. consensus bottom-up estimates of 2022 EPS growth



Expectativas de ganancias de consenso para 2021 durante los últimos 12 meses



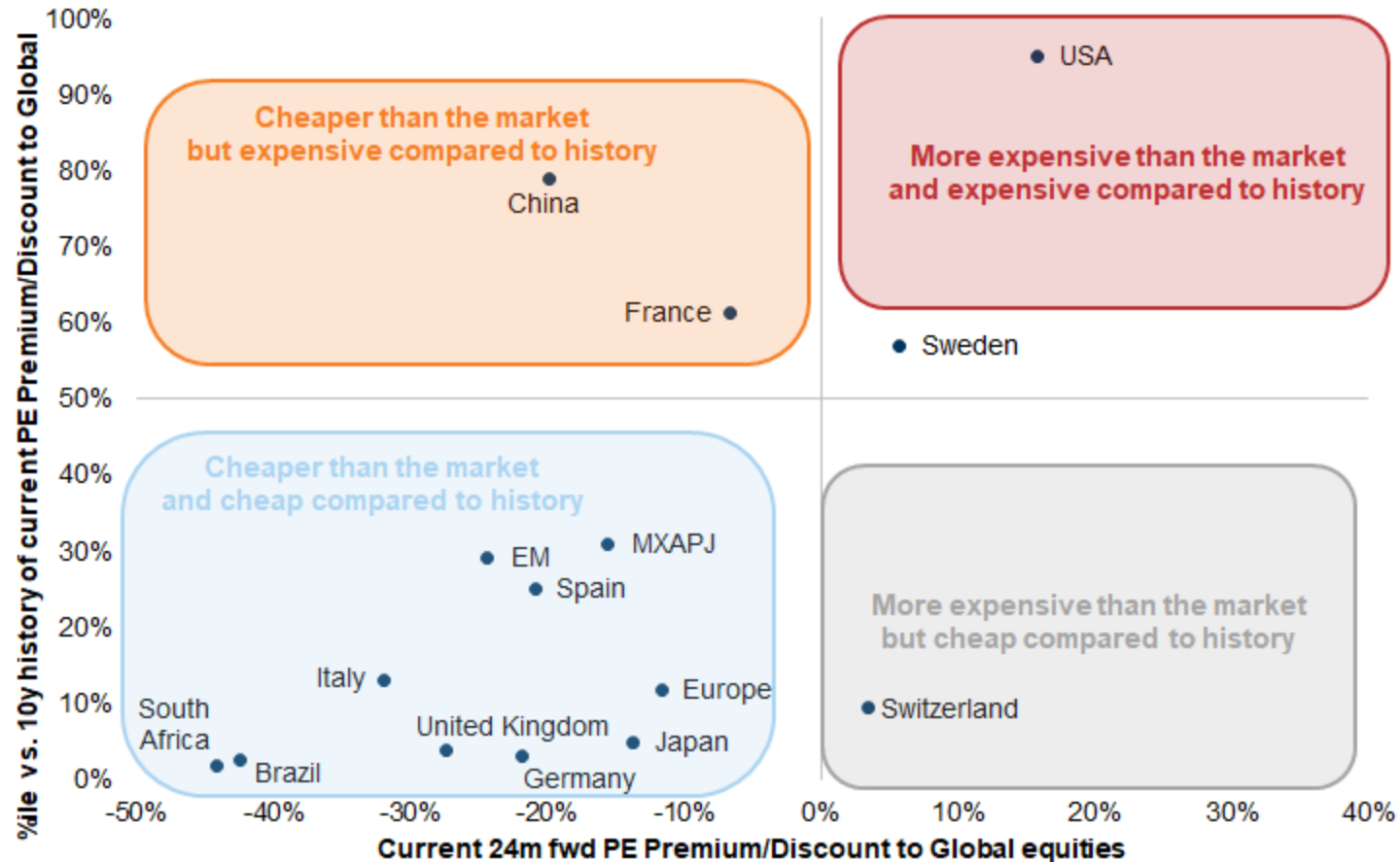
# Liderazgo en el nuevo ciclo

## Riesgos de cola de inflación y atracción de valor real y activos reales

Esto también podría tener implicaciones geográficas. Las oportunidades fuera de los EE. UU., Durante mucho tiempo arruinadas por el miedo a las 'trampas de valor' y muy poco crecimiento, con mayores vulnerabilidades a la deflación, parecen más atractivas en términos relativos.

Los mercados que ahora parecen más baratos a nivel mundial, y también más baratos en términos de valoración histórica relativa, son los que, en general, han tenido un rendimiento inferior en la tendencia secular de la desinflación. Estos incluyen partes de EM y partes de Europa

Las mejores oportunidades también se encuentran en los mercados orientados al valor.  
Índices MSCI

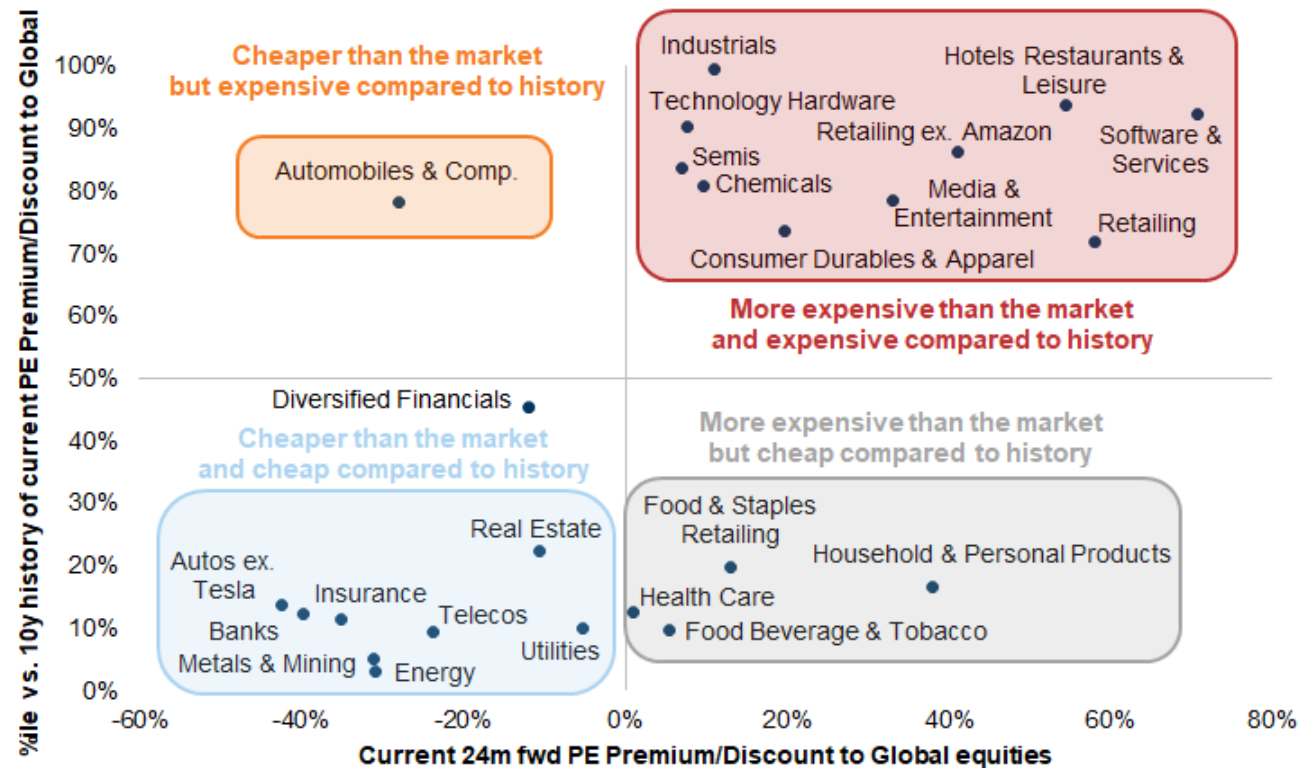


# Liderazgo en el nuevo ciclo

## Riesgos de cola de inflación y atracción de valor real y activos reales

Un cambio secular en el equilibrio entre crecimiento e inflación abre más oportunidades. Estos deberían verse cada vez más fuera del prisma de crecimiento versus valor o cíclicos versus defensivos que ha sido tan dominante en el ciclo pasado.

Algunos sectores parecen baratos en comparación con el mercado y su historia.  
Índices MSCI



# Disclaimer

El presente documento ha sido preparado por Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa y su contenido es de carácter estrictamente confidencial. Éste no puede ser reproducido, distribuido o publicado por el receptor ni utilizado bajo ningún concepto sin previo consentimiento por escrito de Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa.

El objeto del presente documento es entregar información que contribuya al proceso de evaluación de alternativas de inversión.

Este documento no es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguno de los instrumentos financieros a los que se hace referencia en él.

Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa no se hace responsable por la rentabilidad de los Activos administrados o por las fluctuaciones en el valor de mercado de los mismos. Asimismo, Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa no asume responsabilidad por la incobrabilidad de los activos cuyos obligados al pago entren en insolvencia o sean declarados en quiebra o dejen, por cualquier motivo, de pagar sus obligaciones. Todo lo anterior, en la medida que haya dado cumplimiento a las disposiciones contenidas en el Contrato de Administración de Cartera, en la Ley 20.712 sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales, en las disposiciones contenidas en el artículo 179 de la Ley 18.045 de Mercado de Valores, respecto de los recursos custodiados en virtud de la actividad de administración de cartera y demás leyes y normativa aplicable.

Los riesgos que representan las operaciones con cada uno de los tipos de activos en que sean invertidos los recursos, no son de responsabilidad de Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa. La rentabilidad que se obtenga de la inversión que el administrador realice, estarán sujetas al riesgo propio de las inversiones y de otros factores, por lo que, durante la vigencia de ellas, o a la fecha de su liquidación, el resultado podrá ser favorable o adverso para el cliente. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen nuestro juicio o visión a su fecha de publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.

Las rentabilidades pasadas no garantizan que ellas se repitan en el futuro.

Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa hace presente al receptor de este documento que, con carácter previo a la toma de cualquier decisión sobre la realización de alguna operación o transacción descrita o derivada del presente documento, se requiere que lleve a cabo sus propios trabajos de análisis técnico, contable, legal y tributario.



F Y N S A

Isidora Goyenechea 3477, Piso 11, Las Condes, Santiago, Chile  
Tel. : (562) 24991500 -Fax: (562) 24991550  
E-mail: [contacto@fynsa.cl](mailto:contacto@fynsa.cl) / Web: [www.fynsa.com](http://www.fynsa.com)