



# Visión mensual de mercados

FYNSA

Septiembre, 2021

# Mercados Internacionales

A blue-tinted photograph of a desk setup. In the foreground, a laptop keyboard is visible. On top of the laptop, there is a stack of papers, a pair of black-rimmed glasses, and a white coffee cup. A black pen lies on the desk in front of the laptop. The background is blurred, showing a window with light coming through.

# 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	Mas allá de la evidente desaceleración de la economía mundial en los últimos meses, a consecuencia de los rebrotes asociados al Covid-19, creemos que la misma debería ser adecuadamente compensada con un mayor apoyo de políticas, especialmente en China, que pasaría de una represión financiera a algo más amigable, ya sea flexibilizando la política monetaria o bien algún tipo de estímulo fiscal más focalizado, o bien una Reserva Federal que tenga que retrasar cualquier anuncio de reducción de compras de activos a diciembre que sigue siendo nuestro escenario base.	PMI global: la fuerte desaceleración continuó en agosto. Hay un pequeño lado positivo en un informe del PMI de agosto. El PMI de producción futura solo disminuyó ligeramente en agosto tanto para la industria manufacturera como para los servicios. Tal resistencia en el componente de expectativas de la encuesta es una señal alentadora de que las empresas están dispuestas a analizar el reciente desaceleración, al menos por ahora
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 suben el tono en términos de endurecimiento de la política monetaria. Pero desaceleración en curso podría retrasar la puesta a punto.
Tasas	Neutral	Creemos que las tasas largas están en la parte baja de este proceso correctivo. Seguimos apuntando a niveles más cercanos al rango de 1,5%- 1,6% para el tesoro a 10 años para fines de 2021 y con una curva de rendimiento que comenzara a empinarse nuevamente.	Las caídas 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, ~ 49% interanual a nivel global.	Proyecciones de consenso ~ 58% de crecimiento del BPA para 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 13,5x Fwd P/E
Sentiment y posicionamiento	Neutral	Posicionamiento tiene espacio para aumentar aún más de los niveles actuales sobretodo 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

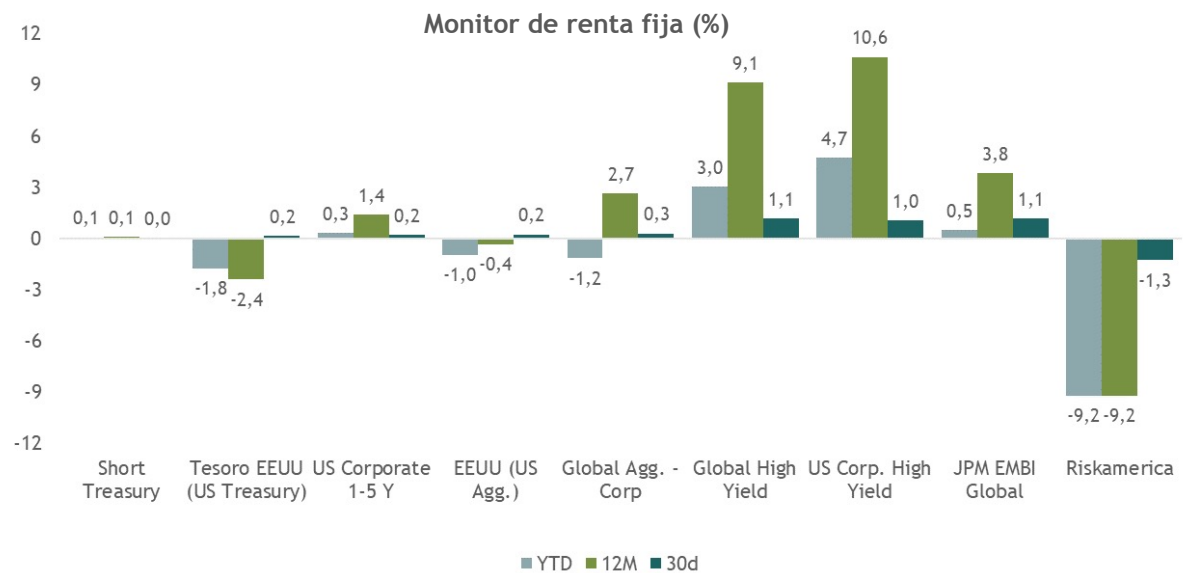
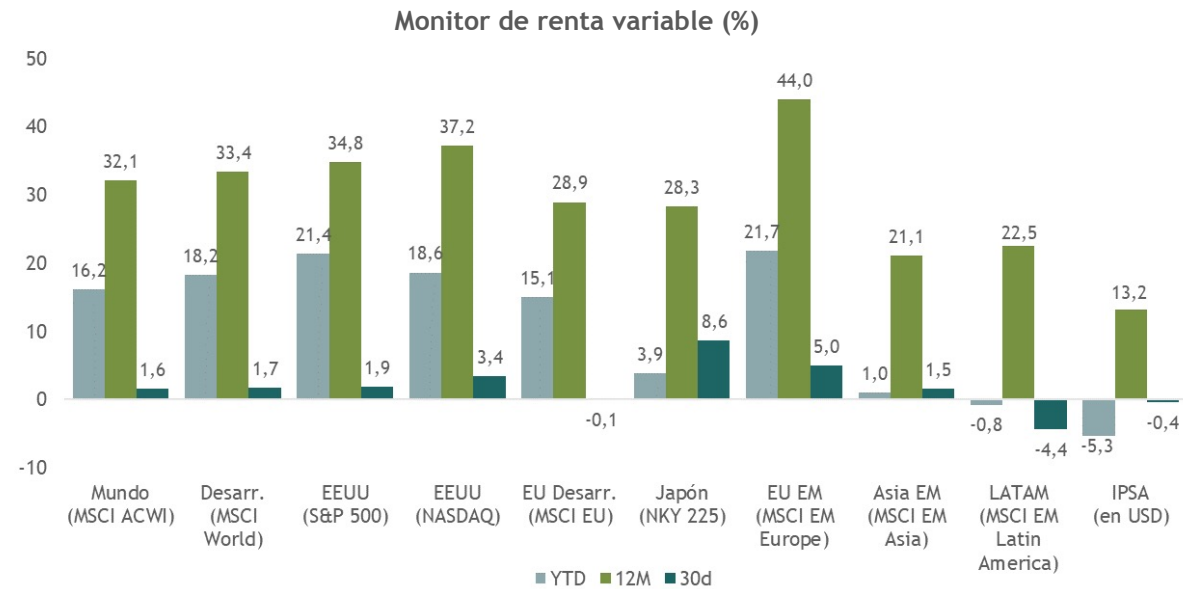
Escenario	Supuestos
Escenario al alza	Situación COVID para normalizar rápidamente. La economía se verá impulsada por el gasto de los consumidores, las empresas y el gobierno.
Escenario de caso base	Preocupaciones por una mayor inflación resultan ser transitorias, aunque más extendidas al 2S21. Tradeoff 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	N	
US	N	Estados Unidos no será el líder superlativo el resto del 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

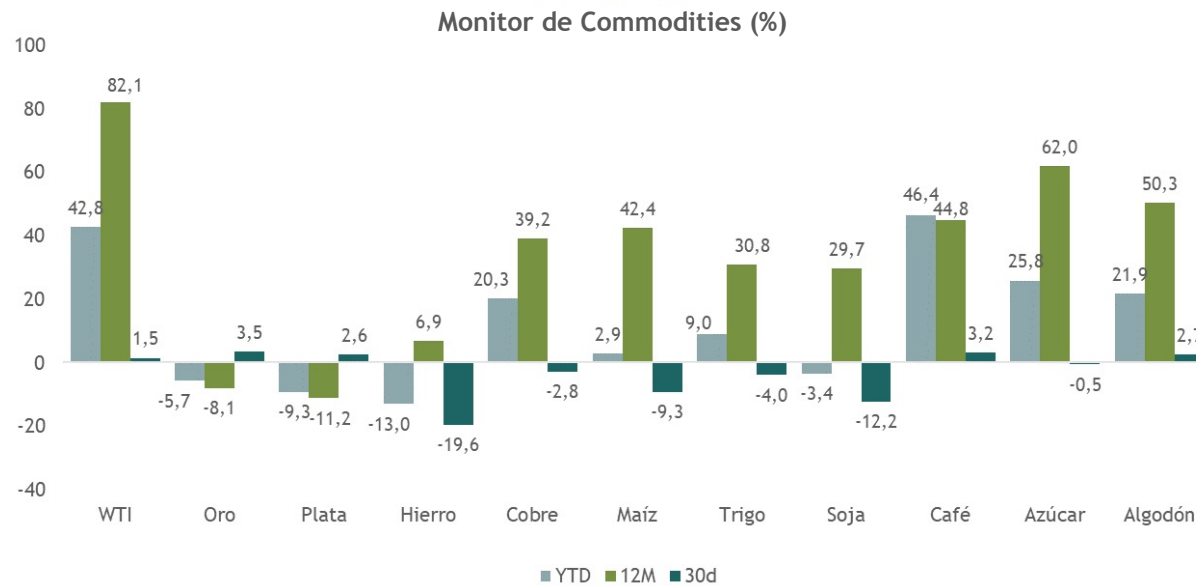
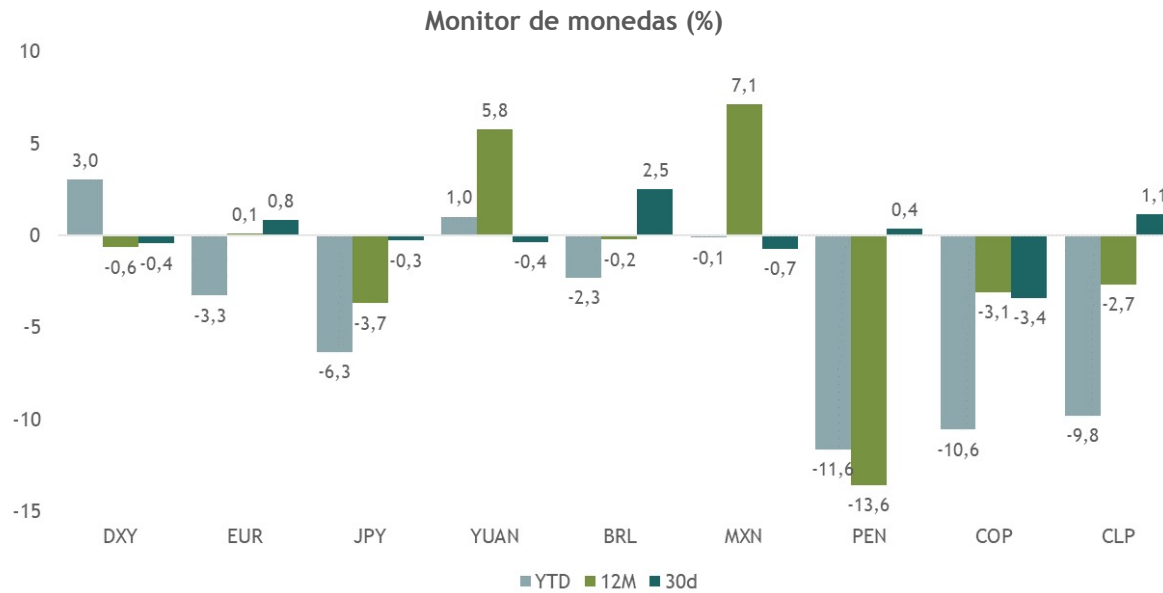
# Propuesta de inversión Internacional - Monitores de mercados

## Monitores de mercados



# Propuesta de inversión Internacional

## Monitores de mercados



# Propuesta de inversión Internacional

## Los mercados pueden seguir contando con la FED

En general, los comentarios de Powell fueron justo lo que quería el mercado: nada demasiado agresivo ni demasiado moderado. Powell no proporcionó una señal explícita de reducción gradual, ya que probablemente quiera ver más informes de empleos para obtener evidencia acumulada de que se está logrando un “progreso sustancial adicional” en el mercado laboral, mientras se descarta la mayor inflación como transitoria.

- El presidente de la Fed, Powell, no proporcionó ninguna señal explícita de que la Fed estuviera a punto de reducir sus compras de activos; en consecuencia, tampoco reveló nada sobre el cronograma o las modalidades del proceso.
- Al igual que muchos otros funcionarios de la Fed, Powell sugirió que se había alcanzado el umbral de “progreso sustancial adicional” en la inflación, aunque todavía quedaba mucho camino por recorrer para alcanzar el nivel máximo de empleo, aunque había habido un progreso claro y en consonancia con las actas de la reunión de julio. Powell dijo que, a pesar de los desafíos, la economía estadounidense estaba en camino hacia un mercado laboral antes de la pandemia; de hecho, desde julio ha habido más avances en materia de empleo, aunque también señaló la mayor propagación de la variante Delta, y estaría evaluando cuidadosamente los datos entrantes y la evolución de los riesgos.
- Sobre la inflación, Powell argumentó que los niveles actuales eran motivo de preocupación, aunque con una holgura sustancial en el mercado laboral y la pandemia continua, responder a las fluctuaciones temporales de la inflación puede hacer más daño que bien, y agregó que había poca evidencia de aumentos salariales lo que podría amenazar con una inflación excesiva. Powell también argumentó que había pocas razones para pensar que los factores desinflacionarios subyacentes se han revertido repentinamente y es probable que continúen pesando sobre la inflación.
- Los comentarios de Powell fueron en gran medida los esperados y, tácticamente, le han dado a la Fed más tiempo para dar forma a su opinión sobre la reducción. El informe de empleos de la próxima semana se adelanta al FOMC de septiembre, donde muchos esperan una “pista de reducción”; La Fed podrá ver dos informes de empleo más antes de la reunión de noviembre, dándole tres informes de empleo antes de que pueda decidir cuándo reducirlo, lo que aún sería consistente con las expectativas del mercado del anuncio en el cuarto trimestre, con un posible comienzo al final del año o principio del próximo.

La conclusión es que Powell está más centrado en el mercado laboral que en la inflación, no parece estar demasiado preocupado por la pandemia, aunque señala los riesgos que podrían amenazar el crecimiento, y probablemente quiera ver más evidencia acumulada de que el mercado laboral está avanzar hacia el umbral de “progreso sustancial adicional”.

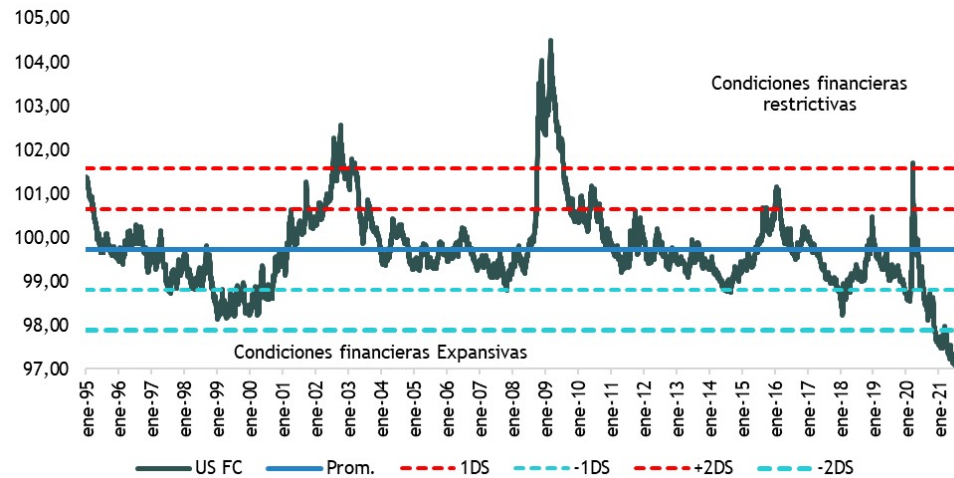
Una reflexión final... Todo el foco se lo está llevando la normalización del balance de la FED, pero vemos poco énfasis en que la trayectoria de tasas de interés de política sigue siendo bastante benigna, salvo por supuesto que estemos equivocados con la transitoriedad de la mayor inflación. Una cosa es que la política monetaria comience un proceso de “reducción gradual” de los estímulos monetarios no convencionales y otra muy distinta es que se vuelva derechamente “restrictiva”.

# Propuesta de inversión Internacional

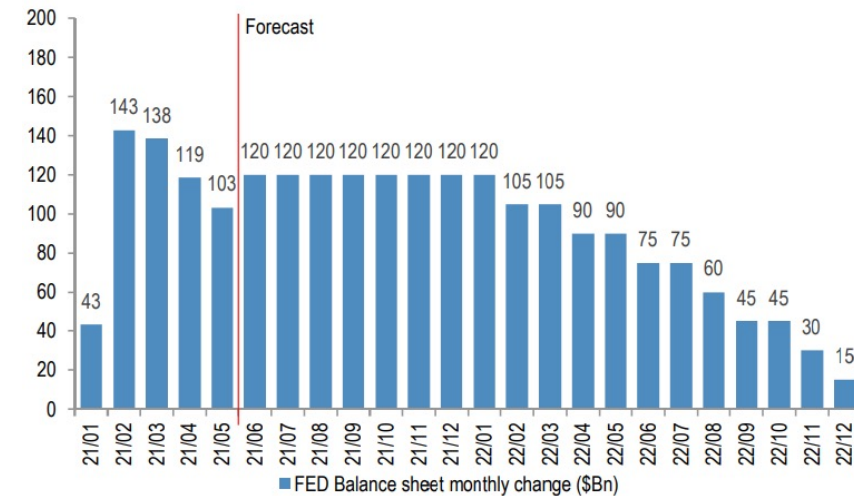
## La FED se prepara para un “reducción gradual de los estímulos”

Las condiciones financieras siguen siendo extraordinariamente expansivas

EE.UU. Condiciones Financieras



FED balance sheet - monthly purchase projections





# Propuesta de inversión Internacional

## Buy the Dips

El crecimiento por encima de la tendencia y la amplia liquidez siguen respaldando los mercados de valores

La abundante liquidez significa que existe "mucho efectivo que puede comprar la caída", por lo que dudamos que cualquier corrección en los activos de riesgo vaya demasiado lejos. Una vez que podamos mirar más allá de esta nueva ola de la variante Delta, puede haber aguas más tranquilas por delante y, por lo tanto, este parece un buen momento para construir y mantener posiciones, con la mirada puesta en el mediano plazo en lugar de sobre reaccionar a la volatilidad de los precios a corto plazo.

1. Seguimos viendo que la economía mundial se acelera en el segundo semestre de 2021, a medida que se desvanecen los vientos en contra de la pandemia y se normaliza la actividad del sector de servicios.
2. El debate reciente se lo ha tomado el riesgo de inflación. El aumento de los precios de las materias primas, los problemas de las cadenas de suministro (como los semiconductores), la disminución del comercio mundial y las rigideces comerciales resultantes de las restricciones de Covid, (además de un tema de base de comparación), se citan como razones del aumento de la inflación, muchas de las cuales tienen características "transitorias".
3. Si bien es esperable que la Fed se plantee comenzar a reducir su QE en los próximos meses dada la caída de los niveles de desempleo y el aumento de la inflación, este proceso será muy gradual y de ahí en más, pueden pasar muchos meses más antes de que suba las tasas de interés. Hoy sería totalmente contraproducente una retirada anticipada de los estímulos, ya que la reducción de la liquidez provocaría una caída en los precios de los activos, obstaculizará la confianza del consumidor (ya mermada) y contraerá aún más el crecimiento económico.
4. Los riesgos para la recuperación son otra ronda del virus, que es poco probable dado los avances del proceso de vacunación. Una crisis crediticia en un mundo muy apalancado también aparece como un problema potencial, pero difícil de imaginar dada la liquidez de la economía. Esa liquidez se ve reforzada por el crecimiento de 4 trillones de dólares en la oferta monetaria.
5. ¿Está sobrevalorado el mercado? Sí, pero no tanto como en otros ciclos más especulativos y las acciones todavía ofrecen un alto previo respecto a tasas base. Por lo demás, la visibilidad de resultados corporativos ha mejorado muchísimo, con una recuperación de las utilidades a nivel global (MSCI World) que se acercaría al 45%.

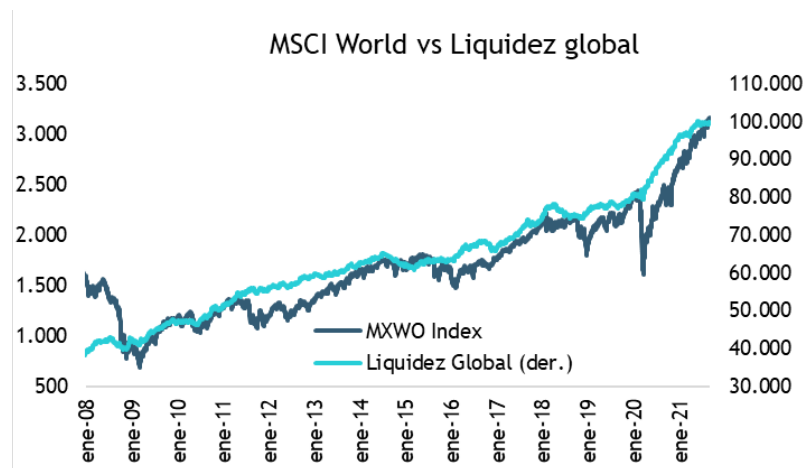
# Propuesta de inversión Internacional

## Buy the Dips

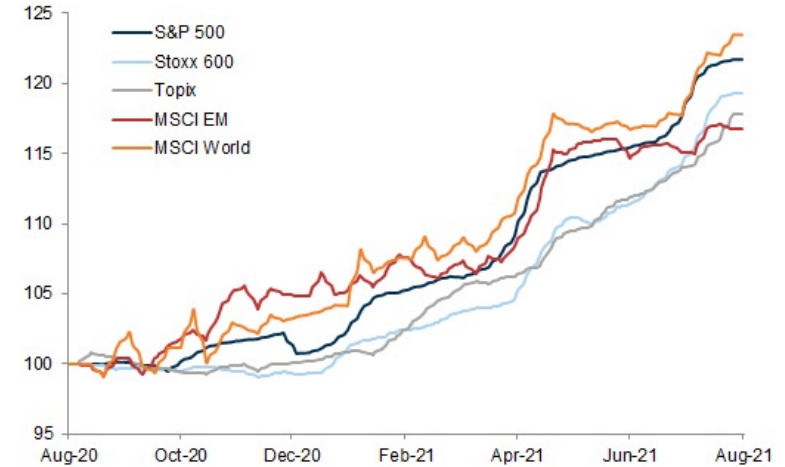
El crecimiento por encima de la tendencia y la amplia liquidez siguen respaldando los mercados de valores



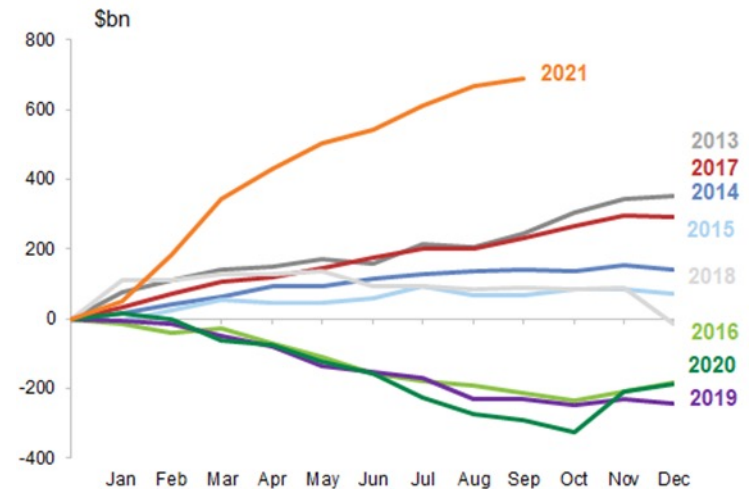
La liquidez sigue siendo abundante y respalda la toma de riesgo



Las utilidades corporativas siguen revisándose al alza



Recuperación respaldada por flujos. Flujos a inversores globales a fondos de acciones de DM y EM In USD bn

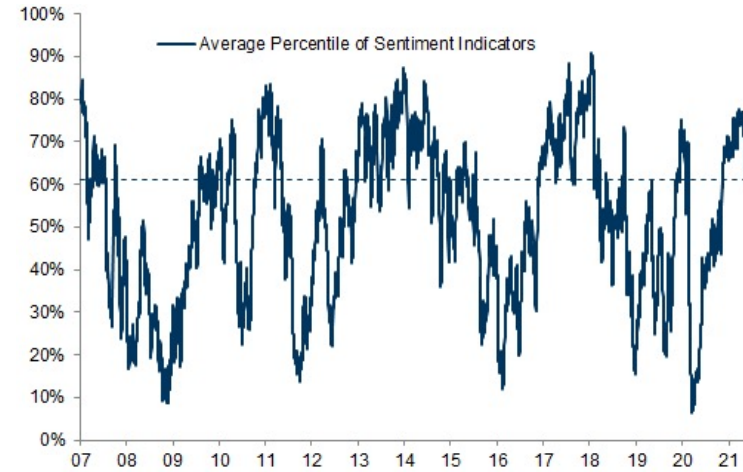
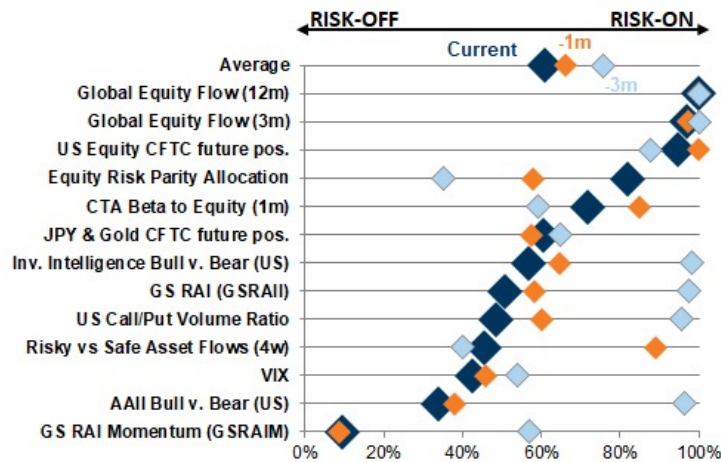


# Propuesta de inversión Internacional

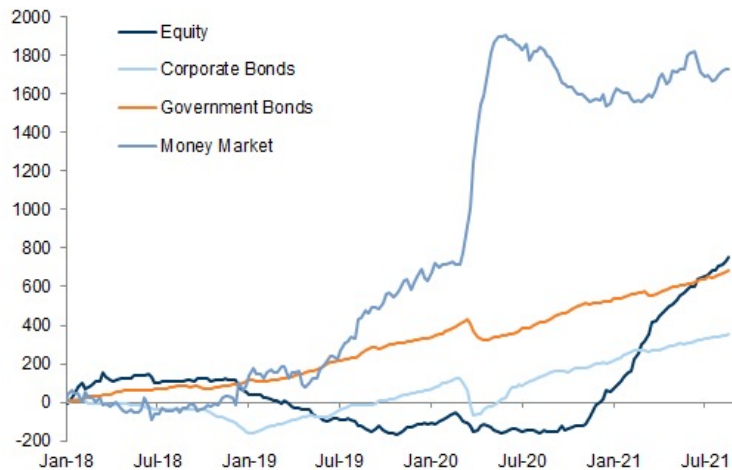
## Sentiment

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.

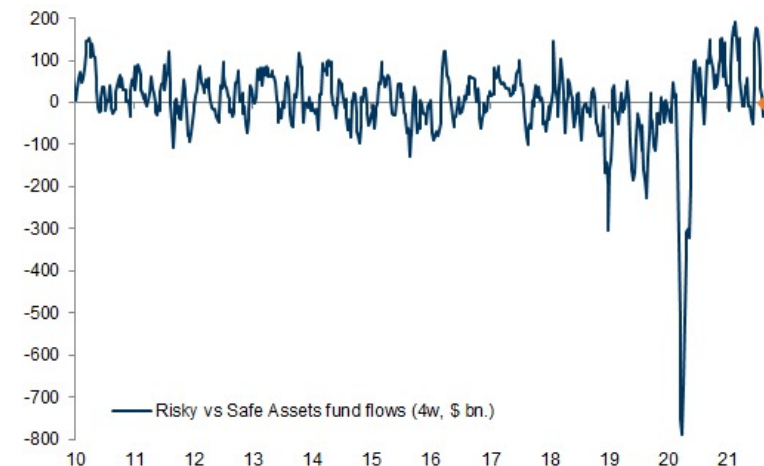
Los indicadores de posicionamiento se mantienen en niveles neutrales. Percentil desde 2007 de indicadores de sentimiento



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)

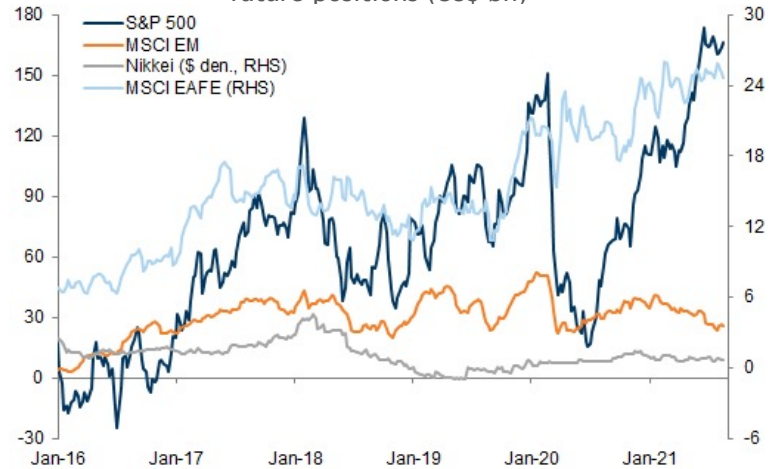


# Propuesta de inversión Internacional

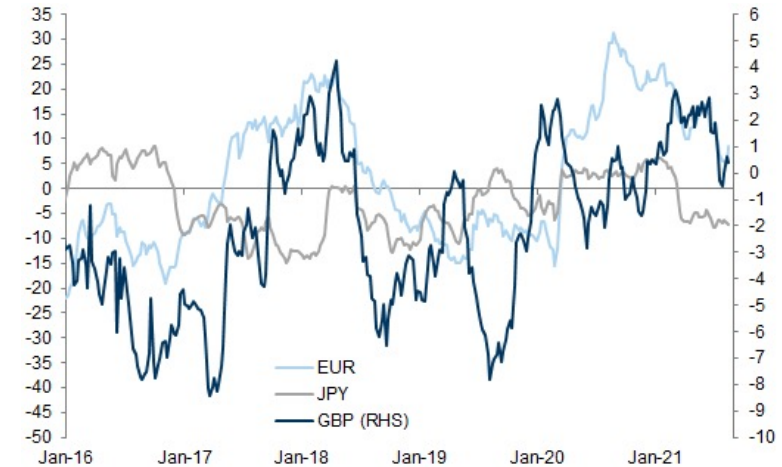
## Posicionamiento

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

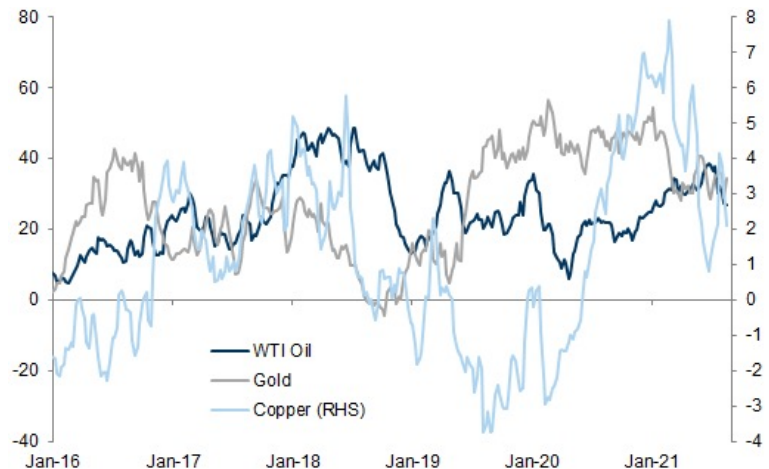
Equity net long positioning. Net leveraged and asset managers future positions (US\$ bn)



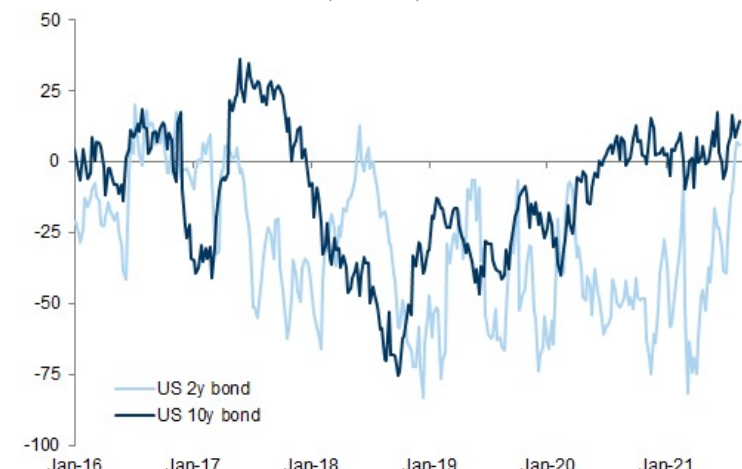
Currency net long positioning  
Net non-commercial positions (US\$ bn)



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



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





# Visión y Estrategia internacional

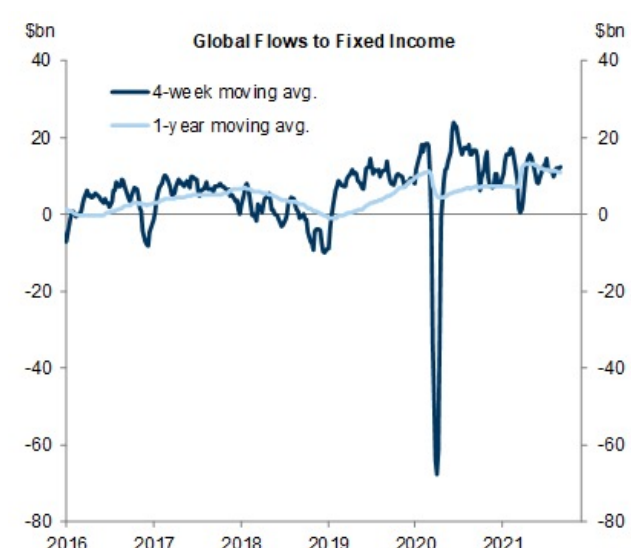
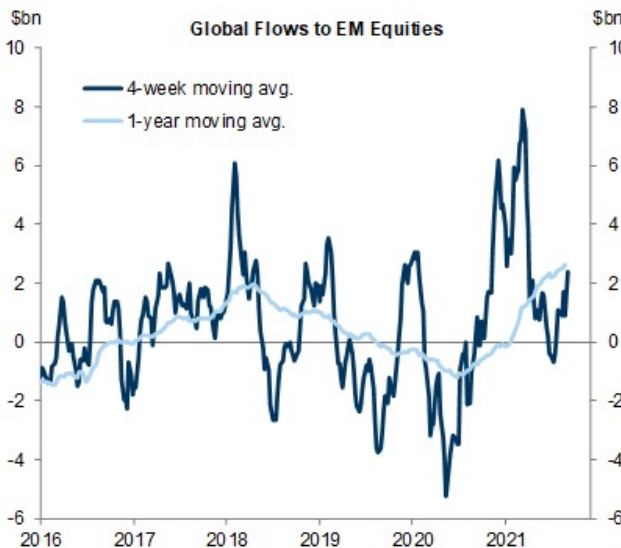
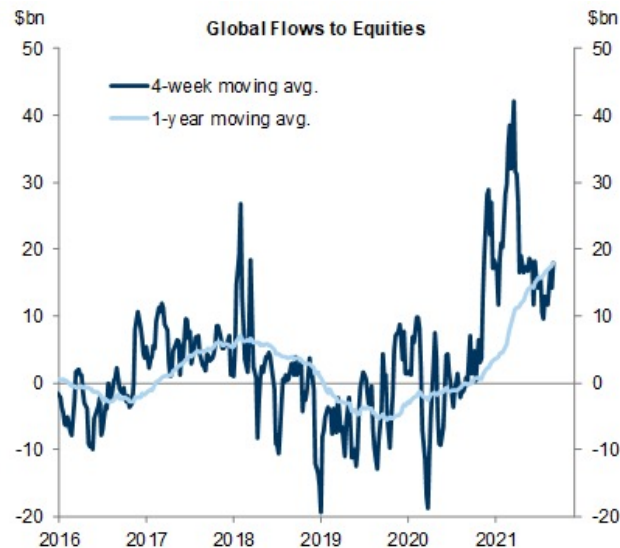
## Flujos de inversión

La entrada de flujos a activos de riesgos persiste. Luego de la caída en las acciones asiáticas, hubo una entrada de flujos a la región.

En la renta fija, a aumentado la demanda a nivel agregado. Principalmente la entrada en el último tiempo se ha visto en fondos de corta duración y en aquellos que te protegen del alza de tasas.

	Global Fund Flows Summary			
	Millions USD		% AUM	
	4wk sum	1-Sep	4wk avg	1-Sep
Equity	71,477	19,238	0.10	0.11
Fixed Income	48,743	12,742	0.16	0.17
of which: EM	480	916	0.02	0.14
Money Markets	-10,643	-22,984	-0.04	-0.36
FX Flows*	49,279	11,305	0.12	0.11

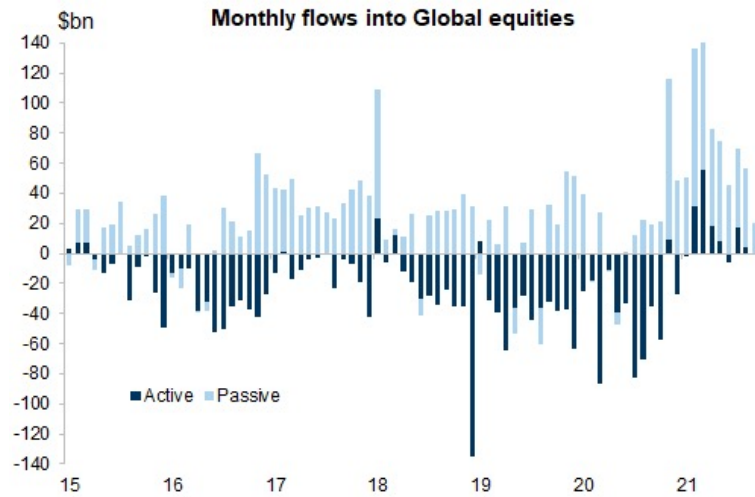
\*Cross-border fund flows, excluding hard currency and FX-hedged funds



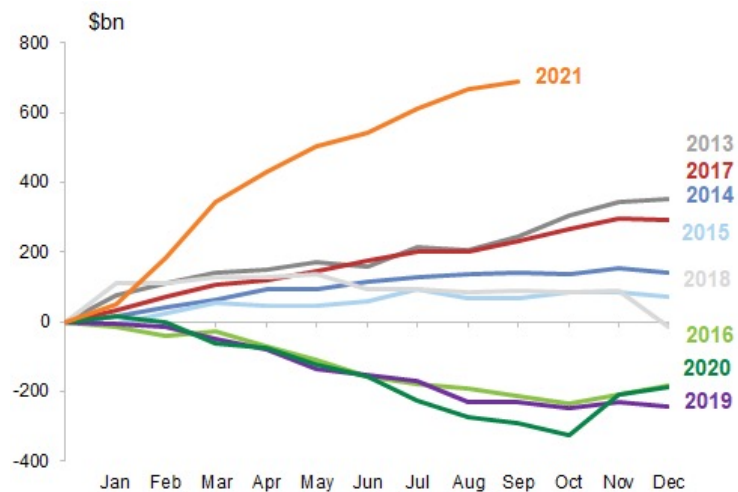
# Visión y Estrategia internacional

## Flujos de inversión

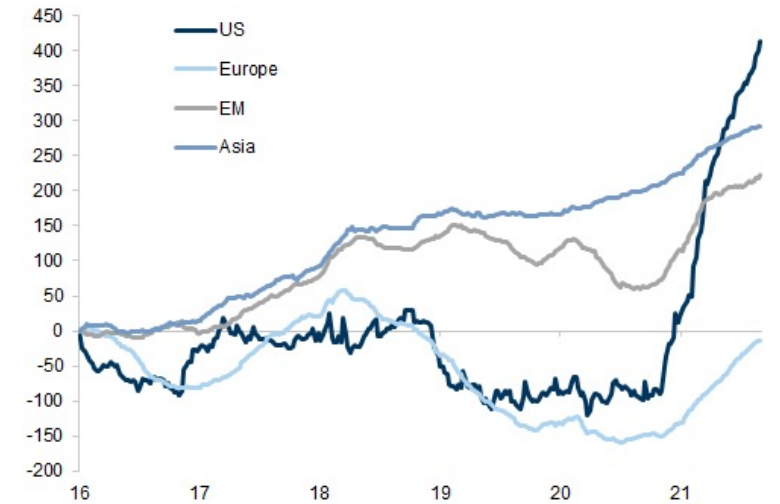
Flujos mensuales de inversores globales a fondos de acciones de DM y EM In USD bn



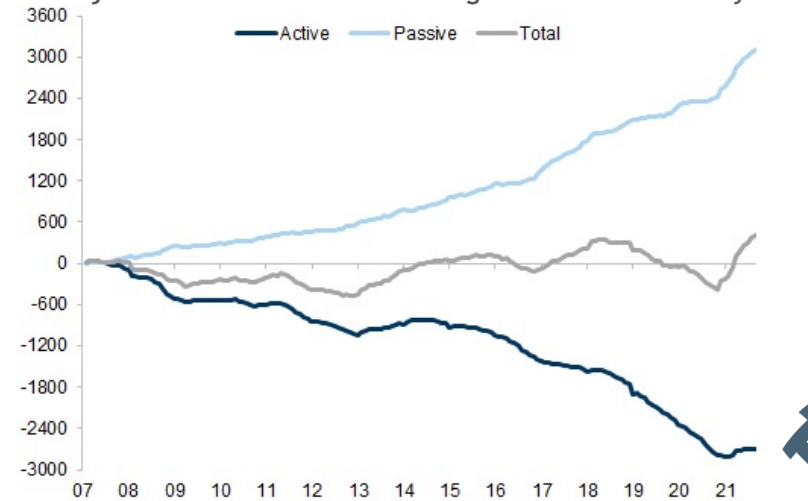
Flujos mensuales de inversores globales a fondos de acciones de DM y EM In USD bn



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



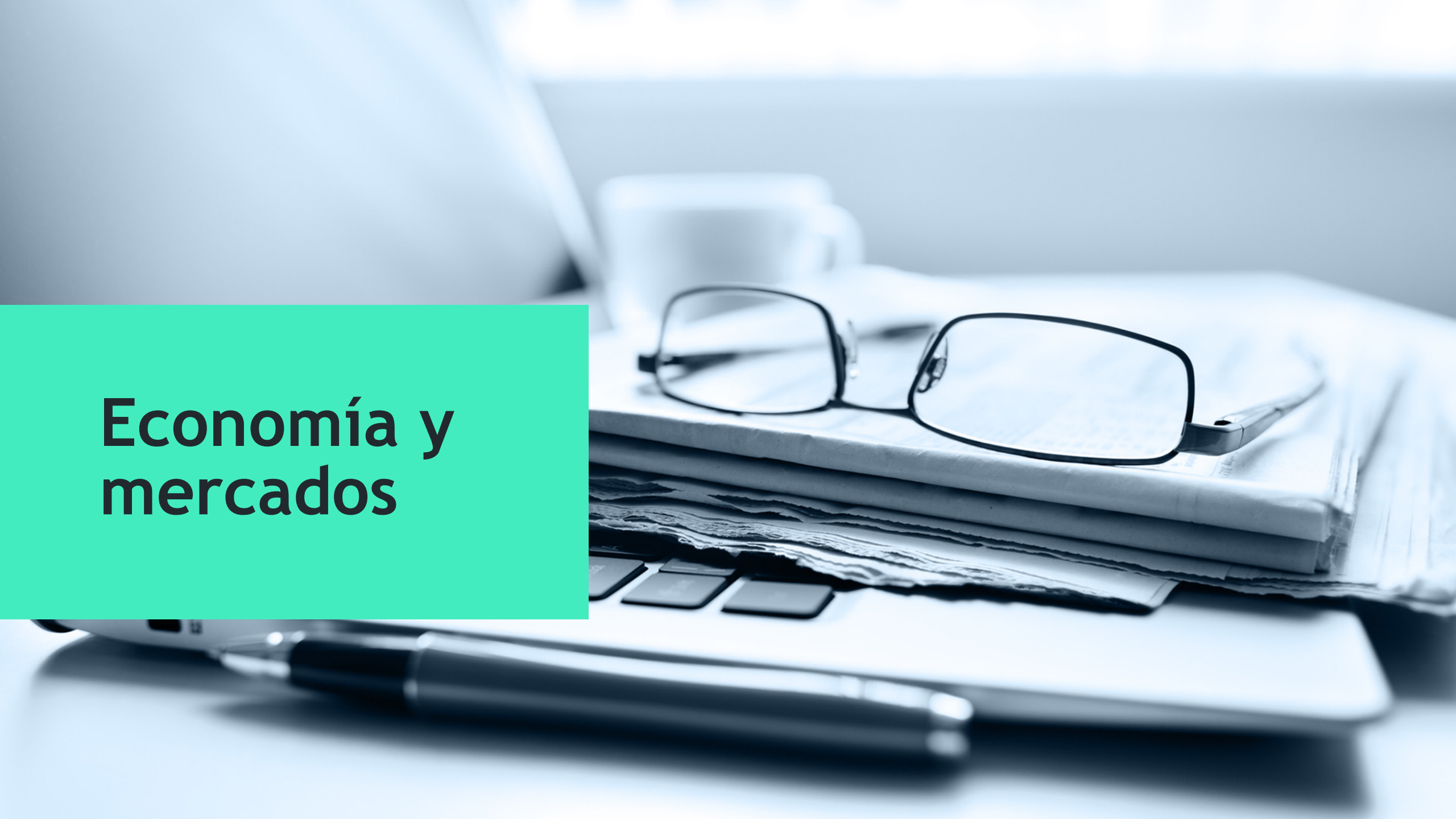
Flujos acumulados de inversores globales a fondos DM y ME



Fuente: Fynsa Estrategia; Goldman Sachs



# Economía y mercados





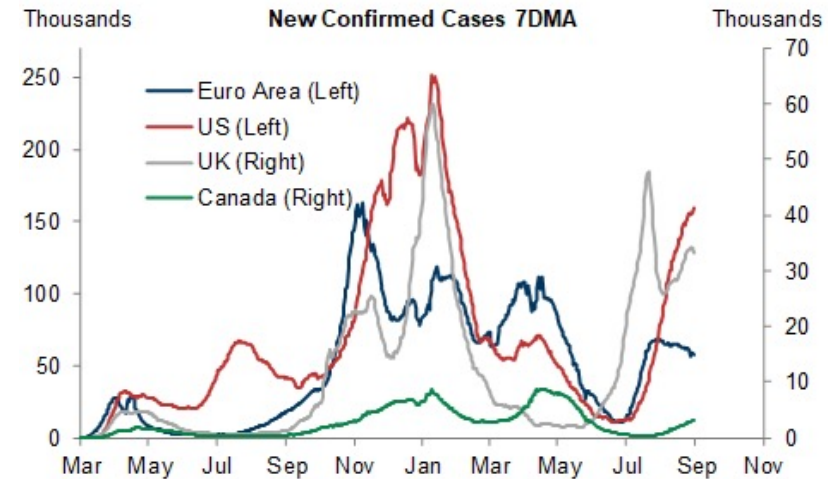
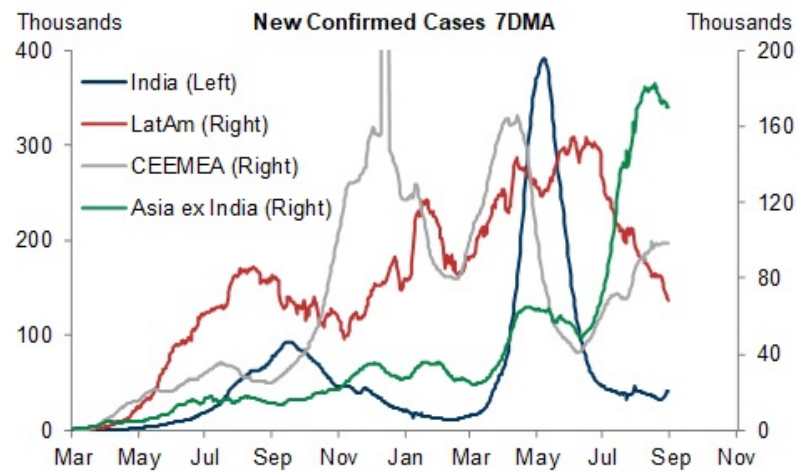
# Seguimiento Covid-19

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

La proporción de la población que ha recibido una primera inyección se sitúa en el 78% en España, el 73% en Canadá, el 71% en Francia, el 70% en Italia y el Reino Unido, el 65% en Alemania, el 61% en los EE. UU., El 57% en Japón y 47% en Australia.

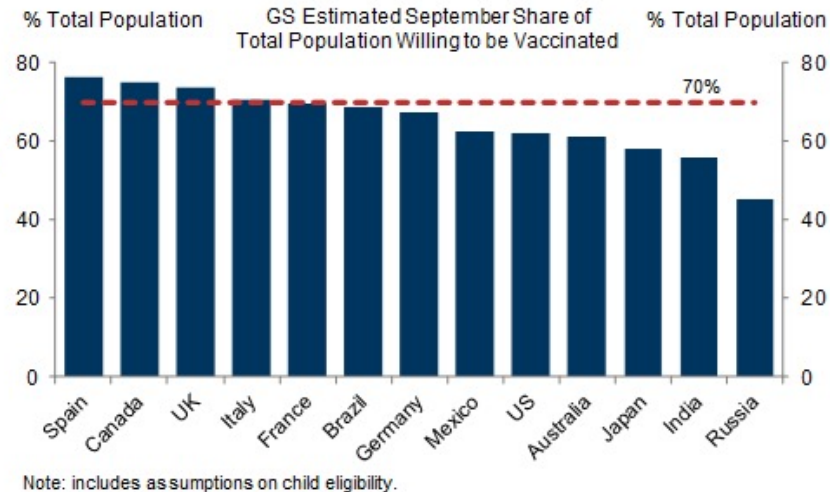
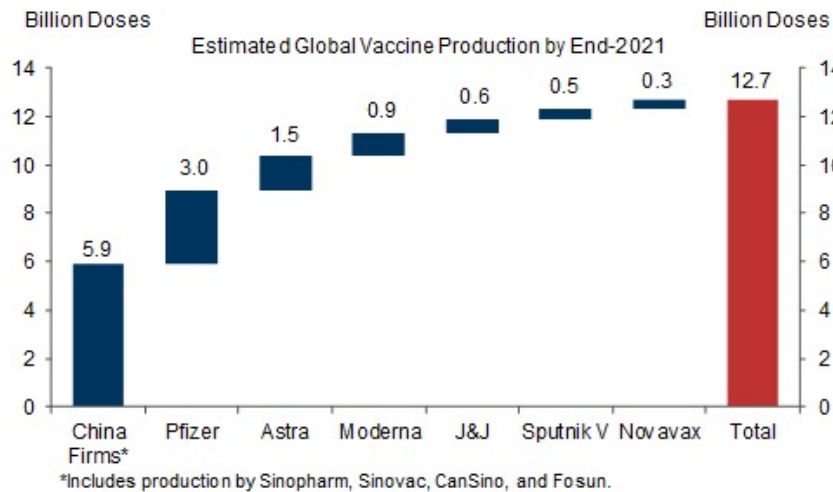
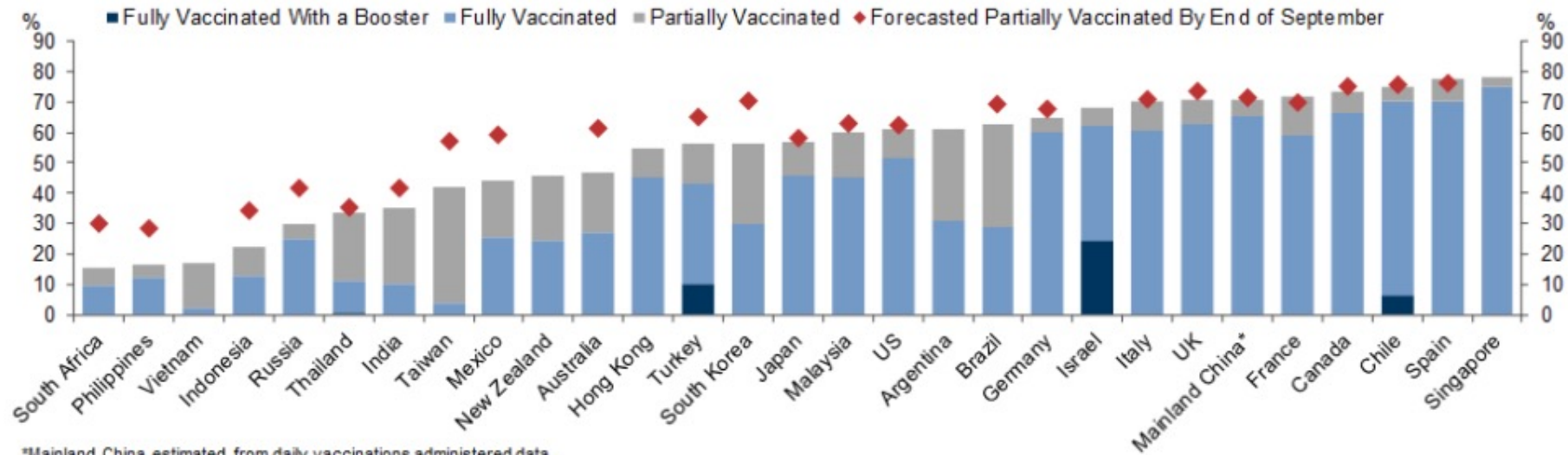
La propagación del virus disminuyó en Indonesia, Brasil, Tailandia, Rusia, México y Argentina, se moderó en Malasia, Corea del Sur, Turquía y Sudáfrica, y aumentó en Filipinas, Nigeria e Israel.

El crecimiento de casos disminuyó en España y Francia, se moderó en Italia, Reino Unido y Japón, y se aceleró en EE. UU., Canadá y Alemania. Las hospitalizaciones permanecen en niveles mucho más bajos que las oleadas anteriores en Europa, Canadá y las regiones del noreste, oeste y medio oeste de EE. UU., Pero han superado el peak anterior en la región del sur de EE. UU.



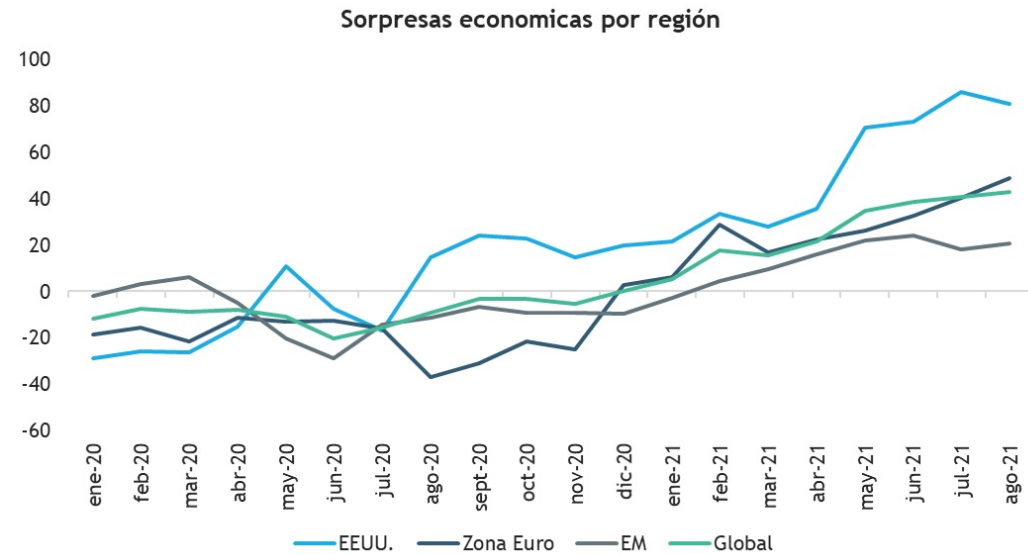
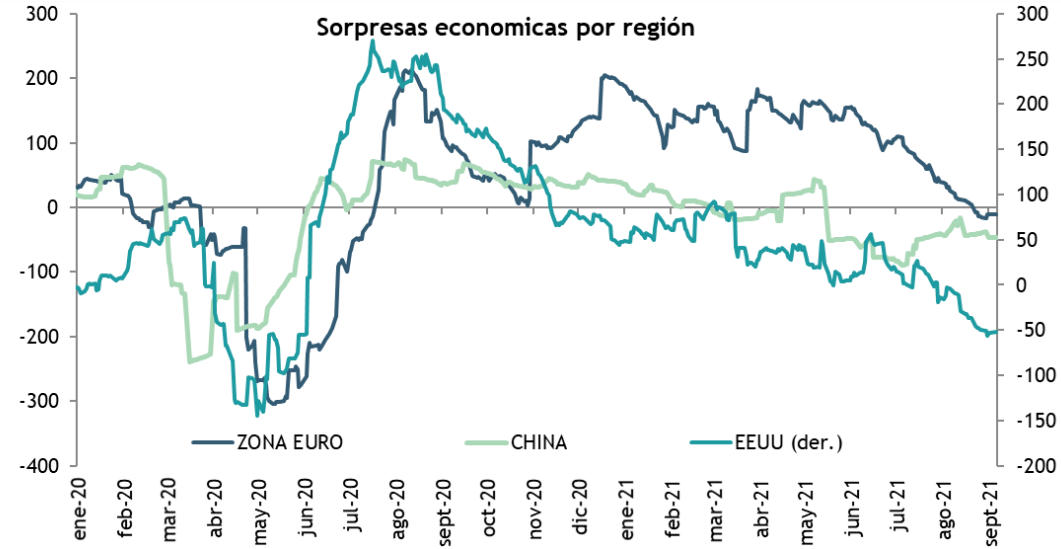
# Seguimiento Covid-19

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



# Propuesta de inversión Internacional

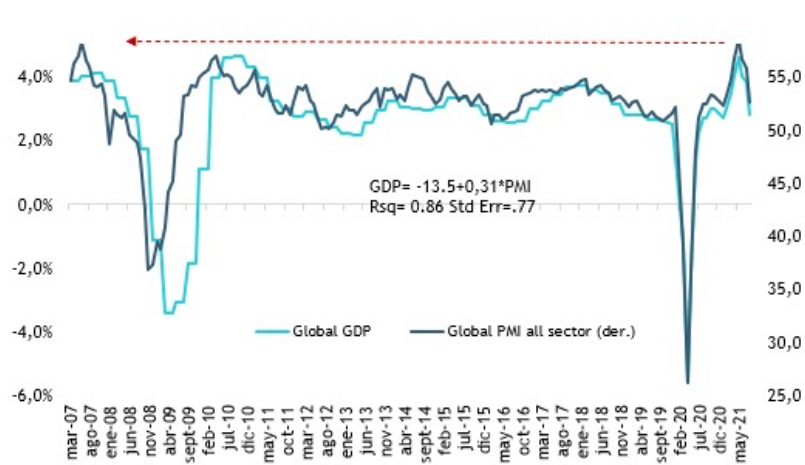
## Sorpresas económicas negativas



# PMI global: la fuerte desaceleración continuó en agosto

Ya sea que la serie de decepciones se deba a restricciones de oferta aún más intensas que las anticipadas o vientos en contra más importantes de la ola delta o simplemente a un perfil menos profundo en la recuperación subyacente, la expansión parece haber perdido fuerza considerable en los últimos meses. Esto está coronado por los últimos datos de la encuesta de agosto. El PMI global de todas las industrias, nuestro mejor rastreador del crecimiento global, siguió dos caídas mensuales hasta julio con una caída aún mayor en agosto. En 52,6, el PMI de producción de todas las industrias es consistente con un crecimiento del 2,8% ar en el PIB mundial.

Es tentador atribuir la caída sustancial de los PMI en los últimos tiempos a las presiones de cuello de botella sin precedentes que paralizan la industria mundial. Sin embargo, quizás más preocupante que el sector manufacturero con oferta limitada, la actividad del sector de servicios se está desacelerando a un ritmo aún más pronunciado. En el informe de hoy, el PMI de producción del sector de servicios global se desplomó 3,4 puntos en agosto y ahora ha bajado la friolera de 6,6 puntos desde mayo.



PMI vs PIB Mundial

## Sensibilizaciones crecimiento PIB Global para distintos niveles de PMI

Máximo PMI década pasada	55,0
promedio PMI 12 meses	54,2
Anterior dato PMI	56,6
<b>Último dato PMI</b>	<b>52,6</b>
PMI mínimo crisis financiera	36,8
Nivel Neutral PMI	50,0
<b>Crecimiento Hoy (%)</b>	<b>2,8</b>
<b>Crecimiento a zona neutral (%)</b>	<b>2,0</b>
Crecimiento al máximo de PMI década pasada (%)	3,5

## J.P Morgan global PMI resumen

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

## J.P Morgan global output PMI resumen

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

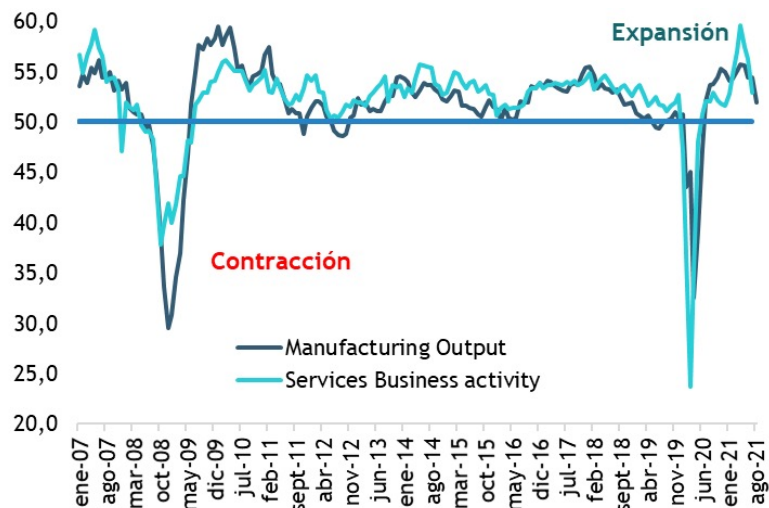
# PMI global: la fuerte desaceleración continuó en agosto

Las presiones de los cuellos de botella son más claras en el sector productor de bienes. Sin embargo, las presiones sobre los precios son generalizadas en todos los sectores, lo que sugiere un impulso más amplio que se extiende a través del complejo global de precios. El componente del precio de los insumos del PMI se mantiene cerca de un máximo de una década tanto para la manufactura como para los servicios. Un modelo simple de la dinámica de la oferta y la demanda muestra que la desaceleración de la actividad junto con el aumento de los precios es un signo revelador de un shock de oferta (es decir, un cambio hacia adentro en la curva de oferta y un movimiento hacia arriba y a lo largo de la curva de demanda: precios al alza, producción a la baja). El hecho de que la fuerte caída en las lecturas de actividad en los PMI de agosto se acompañe de apenas un retroceso en el componente de precios extremadamente elevado sugiere que las restricciones de oferta son el principal culpable por ahora.

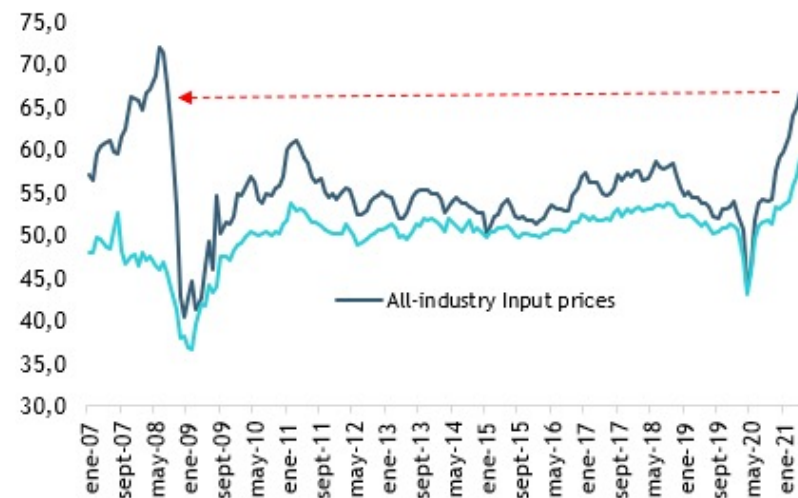
La caída del PMI de actividad de servicios de agosto fue desigual en los subsectores. El PMI del sector de consumo fue el que más cayó con una caída de 5,4 puntos a 51,6. El sector empresarial fuertemente ponderado disminuyó 3.9 pts a 52.3 en su tercer declive mensual consecutivo. El PMI del sector financiero subió 1,1 pts. El nivel de 56,7 está muy por encima del resto de los PMI del sector. Es preocupante ver un deterioro en el PMI del sector de servicios al consumidor. Nuestro llamado para que el crecimiento global se eleve este trimestre se basa en una recuperación en los servicios al consumidor desde un nivel deprimido y los últimos PMI de agosto envían una señal de caída del impulso.

Hay un pequeño lado positivo en un informe del PMI de agosto. El PMI de producción futura solo disminuyó ligeramente en agosto tanto para la industria manufacturera como para los servicios. La brecha entre el producto futuro y el producto actual ha vuelto ahora a niveles más altos que los observados en la segunda mitad de la expansión pasada. Tal resistencia en el componente de expectativas de la encuesta es una señal alentadora de que las empresas están dispuestas a analizar el reciente desaceleración, al menos por ahora

Global output PMI



Global input/output price



# PMI global: el fuerte impulso se reduce aún más en julio, desafiando las perspectivas

Los PMI de servicios de agosto bajaron en todos los ámbitos a nivel nacional. Estados Unidos, Japón, Reino Unido, China y Rusia registraron las mayores caídas. India y Brasil se destacaron como los únicos países que vieron subir su PMI de servicios en agosto. Las caídas generalizadas de agosto se acompañan de la onda delta en curso, que ha afectado especialmente a los mercados emergentes de Asia. El PMI de servicios de Estados Unidos de agosto disminuyó 4.8 pts por segundo mes consecutivo a 55.1. El PMI de servicios de EE. UU. Ha caído 15 pts desde mayo. En el Reino Unido, el PMI cayó 4,7 pts a 55,0. El PMI de la zona euro mostró una resistencia comparativa al bajar 0,8 pts hasta un 59,0 todavía elevado. El PMI de servicios de China de agosto se desplomó 8.2 puntos a un mínimo de 16 meses de 46.7. En India, un salto de 11,2 puntos llevó al PMI de servicios por encima de 50 por primera vez desde abril.

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

	2019					2020												2021								
	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	jul-21	ago-21	
Global	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	55,4	54,1	
Mercados desarrollados	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	59,8	58,3	
Mercados emergentes	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	50,7	49,6	
Desarrollados	EE.UU.	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	63,4	61,1
	Canadá	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	54,9	58,5	57,2	57,0	56,5	56,2	57,2
	Japón	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	53	52,7
	Australia	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	56,9	52,0
	Reino Unido	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	60,4	60,3
	Eurozona	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	62,8	61,4
	Alemania	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	65,9	62,6
	Francia	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	58	57,5
	Italia	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	60,3	60,9
	España	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	59	59,5
	Emergentes	China	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	50,3
Indonesia		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	40,1	43,7
Corea del Sur		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	53	51,2
Taiwán		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	59,7	58,5
India		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	55,3	52,3
Brasil		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	56,7	53,6
México		49,0	49,1	50,4	48,0	47,1	49,0	50,0	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	49,6	47,1
Rusia		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	47,5	46,5

# PMI global: el fuerte impulso se reduce aún más en julio, desafiando las perspectivas

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

		2019					2020											2021								
		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	jul-21	ago-21
Global		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	56,3	52,9
Mercados desarrollados		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	57,5	53,8
Mercados emergentes		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	52,9	50,1
Desarrollados	EE.UU.	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	59,9	55,1
	Japón	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	47,4	42,9
	Reino Unido	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	59,6	55,0
	Eurozona	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	59,8	59,0
	Alemania	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	61,8	60,8
	Francia	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	56,8	56,3
	Italia	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	58	58,0
	España	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	61,9	60,1
Emergentes	China	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	54,9	46,7
	India	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	45,4	56,7
	Brasil	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	54,4	55,1
	Rusia	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	53,5	49,3

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

		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	jul-21	ago-21
Global		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	55,7	52,6
Mercados desarrollados		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	57,5	54,1
Mercados emergentes		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	52,0	49,3
Desarrollados	EE.UU.	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	59,9	55,4
	Japón	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	48,8	45,5
	Reino Unido	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	59,2	54,8
	Eurozona	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	60,2	59,0
	Alemania	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	62,4	60,0
	Francia	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	56,6	55,9
	Italia	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	58,7	59,1
	España	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	61,2	60,6
Emergentes	China	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	53,1	47,2
	India	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	49,2	55,4
	Brasil	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	55,2	54,6
	Rusia	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	51,7	48,2

# Proyecciones

## Desaceleración transitoria

Percent Change yoy	Real GDP Growth					
	2019	2020	2021		2022	2023
	GS	GS	GS	Cons*	GS	GS
USA	2.3	-3.4	6.0	6.2	4.5	1.9
Japan	0.0	-4.6	2.9	2.5	3.2	1.2
Euro area	1.4	-6.5	5.3	4.8	4.6	1.7
UK	1.4	-9.8	7.1	6.8	5.9	1.7
Russia	2.0	-3.0	4.3	3.8	3.7	3.2
India	4.8	-7.0	9.3	-	7.4	5.6
China	6.0	2.3	8.2	8.4	5.6	5.3
Asia Pacific	4.5	-1.2	6.8	6.3	5.4	4.7
BRICS	4.8	-0.9	7.8	7.7	5.5	4.9
Latin America	0.7	-6.9	6.6	6.1	2.7	2.3
Developed Markets	1.6	-5.0	5.5	5.2	4.4	1.8
Emerging Markets	4.0	-1.8	7.1	6.5	5.0	4.4
World	3.0	-3.2	6.4	6.0	4.8	3.3

\*Bloomberg consensus

	Current	Forecast			Upside/ Downside to 12m TP (%)
		3m	6m	12m	
<b>Equities</b>					
S&P 500	4535	4550	4700	4800	5.8
STOXX Europe 600	472	480	500	520	10.2
MSCI Asia-Pacific Ex-Japan	671	670	700	730	8.8
Topix	2015	2050	2100	2175	7.9
<b>10Y Rate (%)</b>					
US	1.2	1.6	1.6	1.6	35.4
Euro area (Germany)	-0.4	-0.1	-0.1	0.0	36.0
Japan	0.0	0.1	0.2	0.2	16.4
<b>Currencies</b>					
€/\$	1.19	1.20	1.23	1.25	5.2
£/\$	1.39	1.41	1.45	1.44	3.8
\$/¥	109.7	110.0	108.0	106.0	-3.3
<b>Commodities</b>					
Brent Crude Oil (\$/bbl)	72.6	80.0	75.0	75.0	3.3
NYMEX Nat. Gas (\$/mmBtu)	4.71	3.50	3.50	3.30	-30.0
London Gold (\$/troy oz)	1824	2000	2000	2000	9.7
LME Copper (\$/mt)	9361	10500	11000	11500	22.9

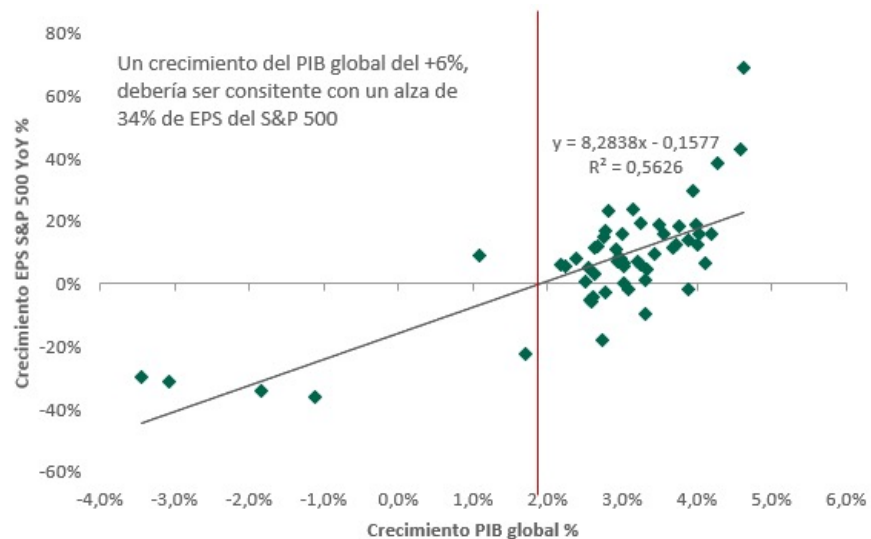
Fuente: Fynsa Estrategia; Goldman Sachs



# Economía

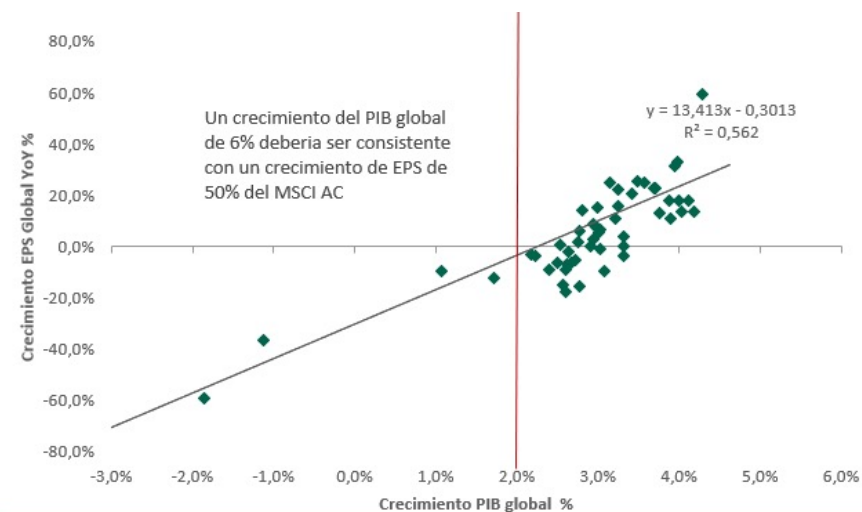
## Y las ganancias corporativas?

Crecimiento de EPS para distintos niveles de crecimiento del PIB mundial



Sensibilizaciones crecimiento EPS % S&P 500 para distintos niveles de GDP

Crecimiento EPS con PIB global del 6%	34
Crecimiento EPS con PIB global del 5%	25
Crecimiento EPS con PIB global del 4%	17
Crecimiento EPS con PIB global del 3%	9



Sensibilizaciones crecimiento EPS % MSCI World para distintos niveles de GDP

Crecimiento EPS con PIB global del 6%	50
Crecimiento EPS con PIB global del 5%	37
Crecimiento EPS con PIB global del 4%	24
Crecimiento EPS con PIB global del 3%	10

# Dólar

## No esta dicha la última palabra respecto a una mayor debilidad proyectada para el dólar a nivel mundial

Más allá de la evidente desaceleración de la economía mundial en los últimos meses, a consecuencia de los rebrotes asociados al Covid-19, creemos que la misma debería ser adecuadamente compensada con un mayor apoyo de políticas, especialmente en China, que pasaría de una represión financiera a algo más amigable, ya sea flexibilizando la política monetaria o bien algún tipo de estímulo fiscal más focalizado, o bien una Reserva Federal que tenga que retrasar cualquier anuncio de reducción de compras de activos a diciembre que sigue siendo nuestro escenario base.

Ahora bien, siempre hemos planteado que esta recuperación post Covid, no estaría exenta de desafíos y que sería desigual entre regiones y que finalmente tomaría la forma de una “recuperación 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.

Estos distintos tiempos de recuperación ayudan a explicar muy bien el desempeño de activos en las distintivas regiones, con un Estados Unidos, excepcionalmente fuerte, que 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. ¿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.

Pero vamos a lo que hoy nos convoca. Estas mismas divergencias en términos económicos también nos permite explicar bastante bien el comportamiento del mercado de divisas. Un EEUU más fuerte, y la expectativa de una pronta normalización por parte de la FED, ha derivado en un dólar más fuerte, llevando al mercado a reducir drásticamente sus expectativas originales de un dólar más a la baja en 2021.

Pues bien, nosotros aun no renunciamos a nuestra tesis de mayor debilidad del dólar y los acontecimientos recientes nos da la suficiente confianza en persistir en aquel llamado. Si bien los datos económicos han estado decepcionando en la mayoría de las regiones, después de China, EEUU es donde se ha hecho más evidente (basta con observar la decepción de los datos de empleo de esta semana y la caída sustancial de la confianza de los consumidores, por nombrar algunos).

Pero, si miramos Europa la pérdida de impulso ha sido más moderada, además con un invitado de piedra nada despreciable.. una mayor inflación, lo que ya llevado incluso a levantar voces dentro del BCE de un retiro anticipado de los estímulos. No creemos que esto ocurra porque a Europa todavía le queda camino por recorrer para recuperar los niveles de actividad previos a la pandemia, y tiene bastante más holgura que EEUU, especialmente en el mercado laboral, pero si creemos que el mejor momentum europeo (vs un EEUU), puede hacer mucho por restarle atractivo relativo al dólar.

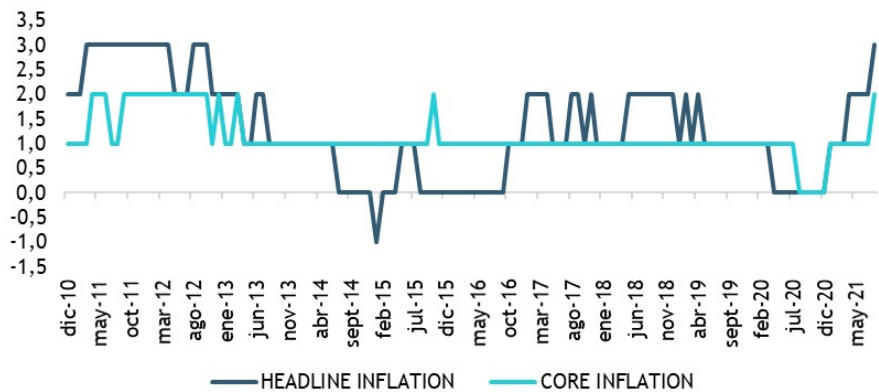
En la práctica, tanto los diferenciales de tasas, como los diferenciales de sorpresas económicas se han ido inclinando a favor del euro (dólar más débil), tendencia que esperamos pueda acentuarse en las próximas semanas, más si en la reunión de Septiembre la FED mantiene un tono más bien cauto.

Si esto es correcto, espere un mejor desempeño relativo de activos Ex - US y mayores precios de commodities (por efecto denominación).

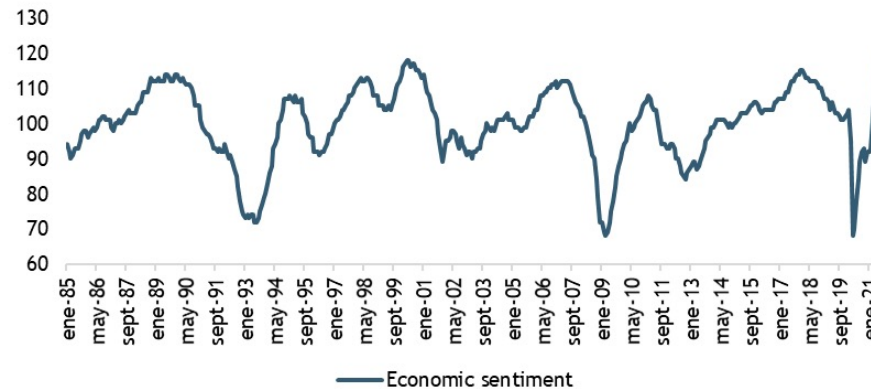
# Dólar

No esta dicha la última palabra respecto a una mayor debilidad proyectada para el dólar a nivel mundial

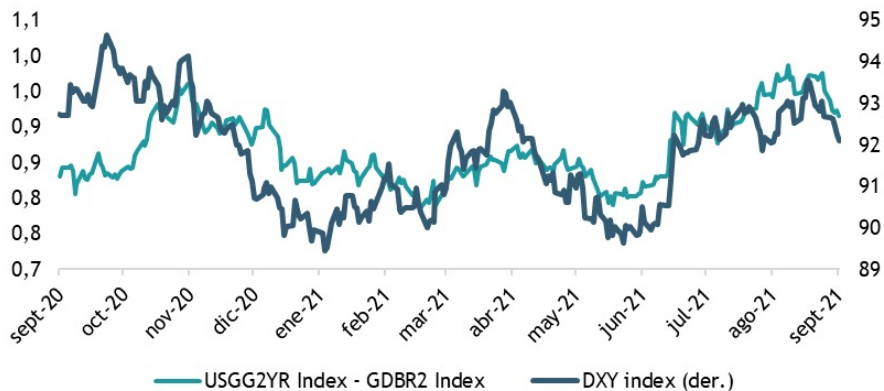
### Europa. Inflación



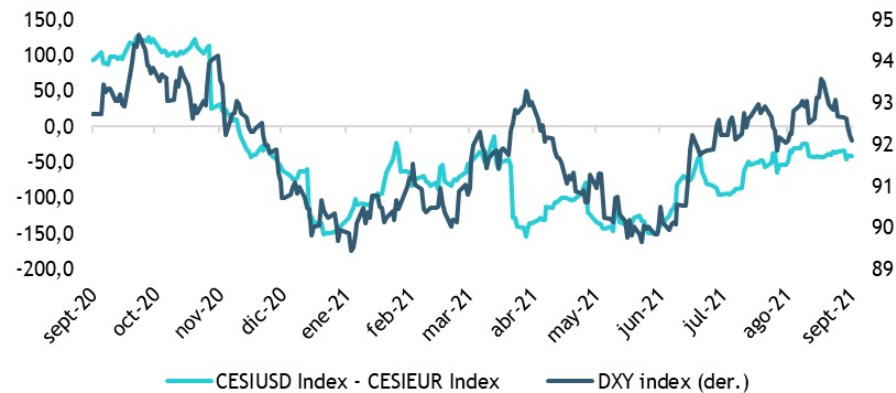
### Europa. Economic sentiment



### Dif. de tasas vs Dólar



### Dif. sorpresas económicas vs Dólar



# Commodities: un mercado fundamentalmente mal valorado

## Un abismo creciente entre lo micro y lo macro

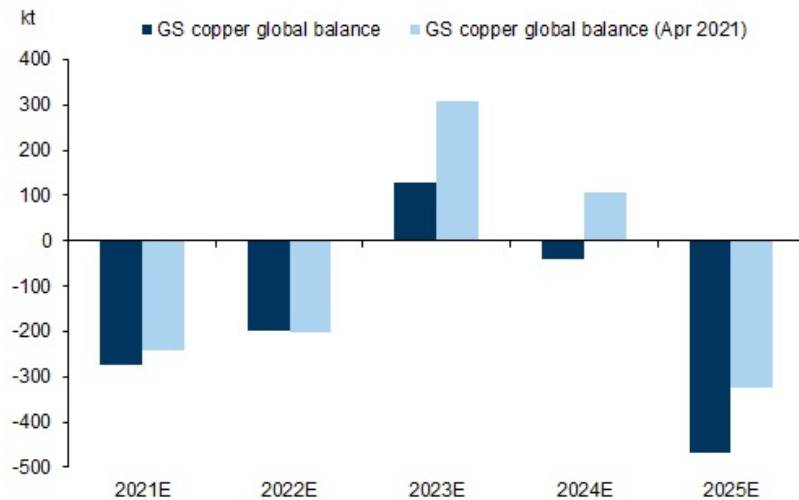
Un tema común en todos los mercados de materias primas hoy en día sigue siendo el enfoque de los inversores en los riesgos macroeconómicos generales a expensas de los microdatos cada vez más optimistas, y los metales básicos no son una excepción.

Desde la reducción gradual de la Fed hasta los casos de COVID de China, estos riesgos macroeconómicos han llevado a lo que vemos como un mercado de metales cada vez más mal valorado, un mercado con un posicionamiento más limpio, fundamentos más ajustados y una mayor ventaja de la que hemos visto desde principios de este año.

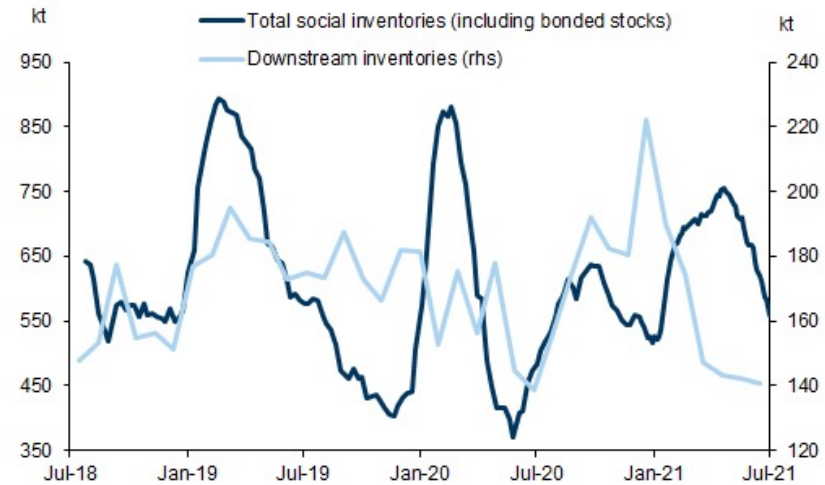
Si bien estos riesgos macroeconómicos son reales, la historia ha demostrado que las materias primas, en particular los metales, obtienen mejores resultados durante las subidas de tasas de la Fed y siguen siendo relativamente inmunes a los riesgos de COVID ; también poseen impulsores estructurales crecientes al actual mercado alcista. Además, en los últimos meses las perspectivas para los metales básicos han seguido endureciéndose, con los saldos de níquel y zinc en déficit para este año y los superávits eliminados para el próximo, mientras que los déficits de aluminio y cobre tanto para este año como para el próximo han aumentado en tamaño.

A medida que los casos de COVID en China continúan disminuyendo y se resuelve la incertidumbre sobre el cronograma de reducción gradual de la Fed, creemos que los inversores se volverán a centrar en las claras tendencias de microajustes en los metales básicos y volverán a fijar el precio del complejo más de cerca con los fundamentos.

Las últimas proyecciones de GS apuntan a balances de cobre actuales y futuros mucho más ajustados, y lo que es más importante, ahora no hay un superávit claro para 2023



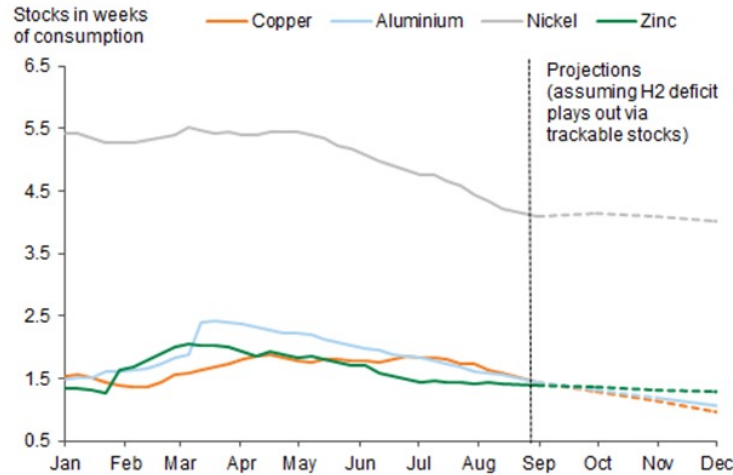
El final del ciclo de reducción de existencias de los consumidores posteriores significa que la extracción de inventario del mercado está ganando ritmo  
China downstream and market copper cathode stocks



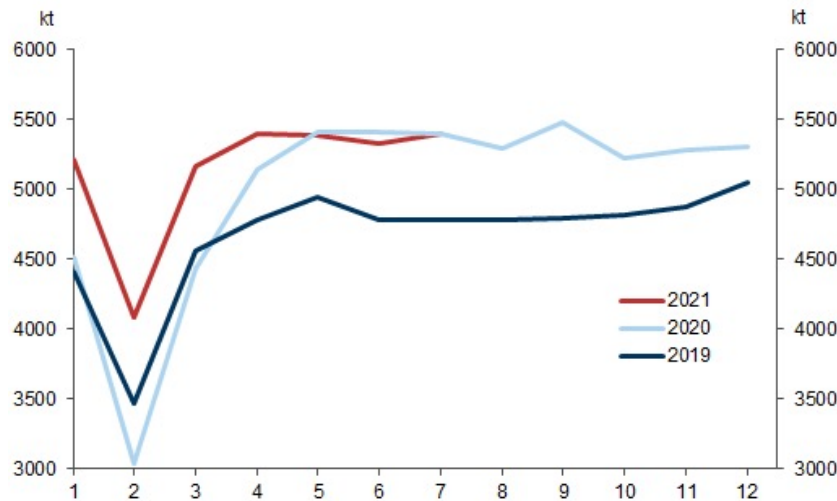
# Commodities: un mercado fundamentalmente mal valorado

## Un abismo creciente entre lo micro y lo macro

Las tendencias de déficit en todos los metales básicos en H2 están configuradas para generar efectos de ajuste sostenidos

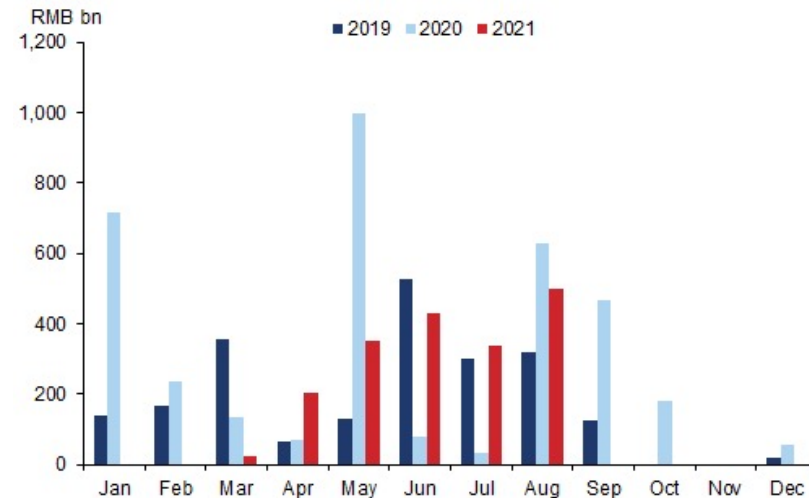


pesar de algunos vientos en contra del crecimiento, la demanda de metales de China sigue siendo sólida y es probable que vuelva a un crecimiento interanual en el segundo semestre.



Es probable que la inversión en infraestructura esté respaldada por un repunte en los canales de financiamiento del gobierno a partir del cuarto trimestre en adelante.

Emisión de bonos especiales



# 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 4% al alza. Las utilidades del MSCI World se recuperarían en torno a un 45% en 2021.

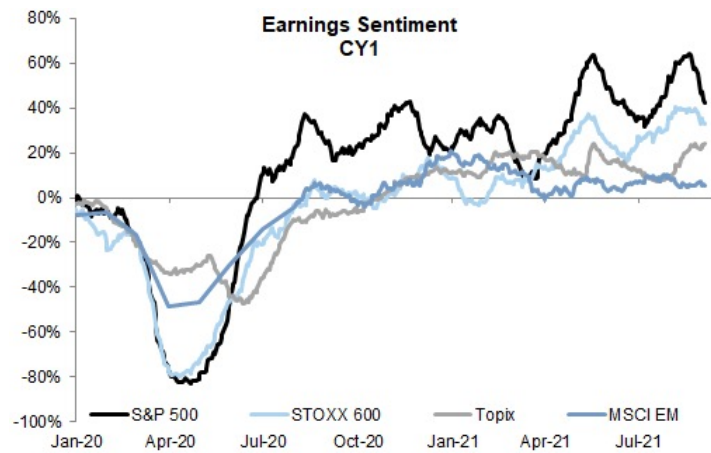
Crecimiento de ventas, crecimiento de EPS y márgenes netos.

Estimaciones de consenso

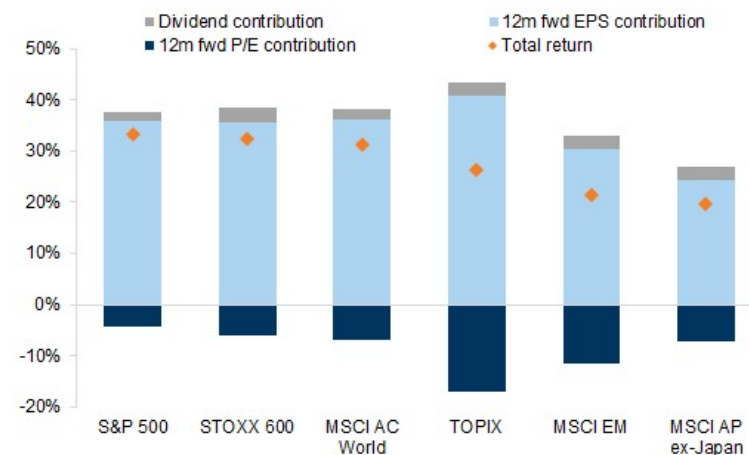
	Sales Growth (%)		EPS Growth (%)		Net Margin (%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
S&P 500	15.8	7.2	42.1	8.5	11.9	12.5
STOXX 600	14.8	5.3	57.1	6.4	8.8	8.9
TOPIX (FY basis)	7.1	3.3	33.0	8.8	5.7	6.2
MSCI AP ex Japan	14.6	8.8	35.8	11.0	10.5	10.5
MSCI EM	21.6	6.6	57.6	7.1	10.7	10.0
<b>MSCI AC World</b>	<b>14.6</b>	<b>5.5</b>	<b>48.5</b>	<b>7.5</b>	<b>11.3</b>	<b>10.7</b>
Cons. Disc	18.8	10.8	75.7	23.6	6.7	7.5
Cons. Staples	7.6	3.9	12.1	8.4	7.1	7.4
Energy	45.0	2.6	735.5	10.8	6.9	7.4
Financials	1.9	2.8	45.3	0.1	18.6	18.2
Real Estate	14.1	9.2	15.8	6.5	15.1	14.8
Health Care	11.9	5.2	19.3	7.3	11.9	12.1
Industrials	11.6	6.5	72.2	16.9	7.8	8.6
I.T	17.2	7.8	32.2	11.0	16.1	16.6
Materials	25.9	0.5	117.5	-8.7	13.4	12.1
Communication	12.4	7.4	36.7	8.3	14.6	14.7
Utilities	7.8	1.9	4.3	7.6	9.0	9.5

Sentimiento de las ganancias

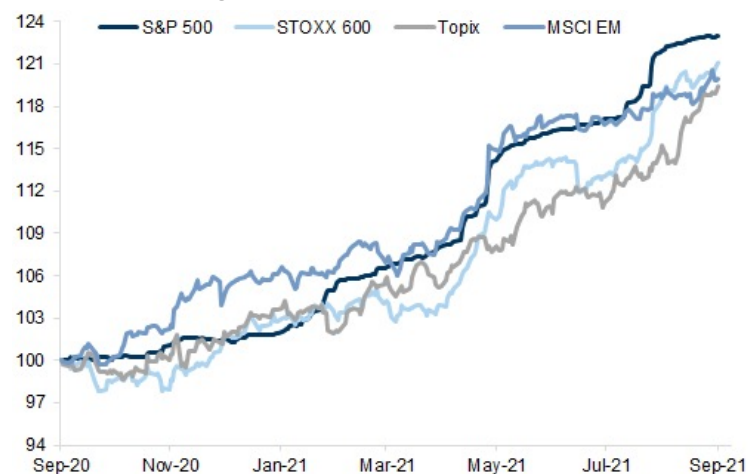
Sentimiento de las ganancias = (actualizaciones - rebajas) / estimaciones totales durante el último mes



Contribución retornos de los últimos 12 meses  
12m return in local currency



Revisiones de EPS de 2021 durante los últimos 12 meses

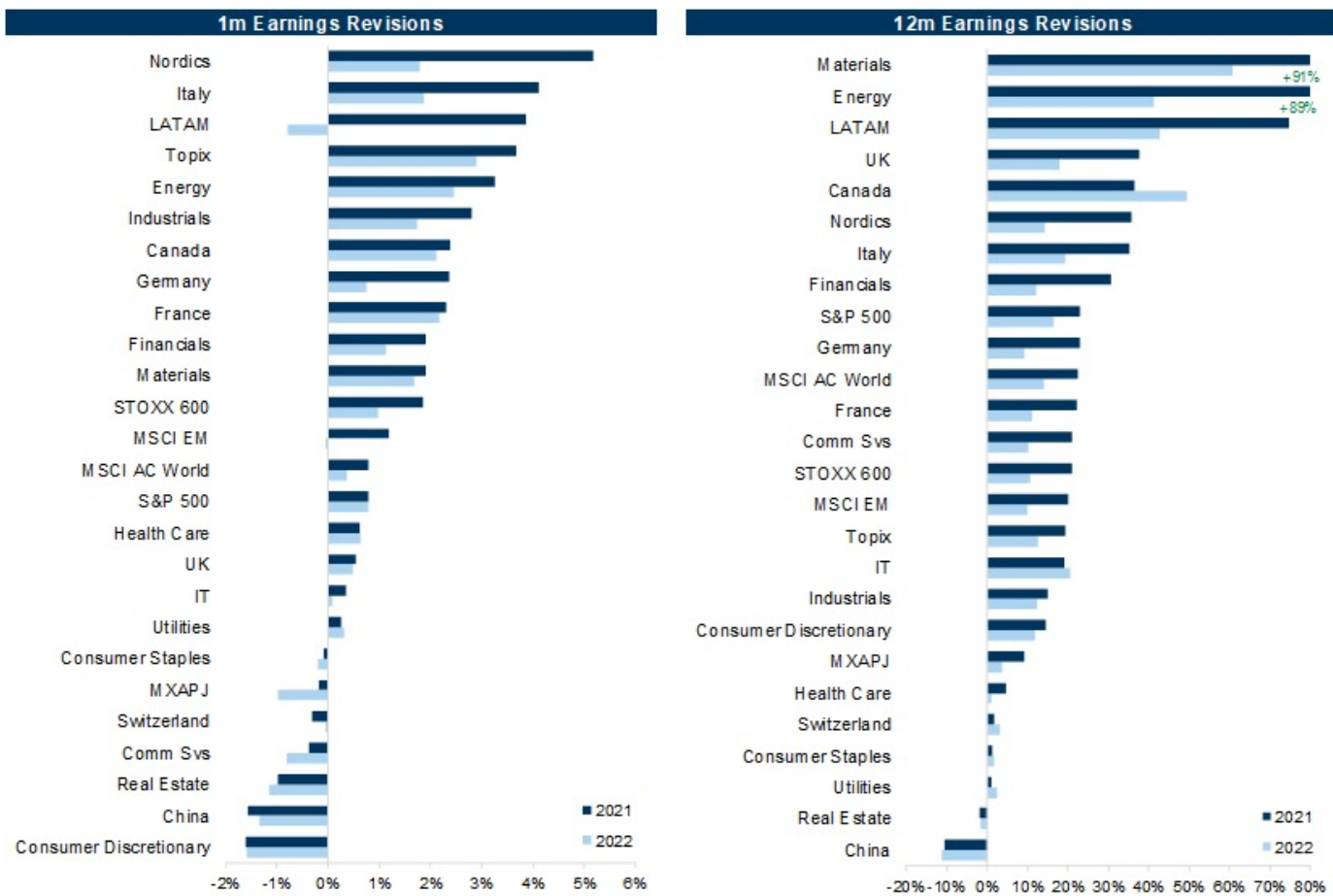


# Estrategia RVI

## 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

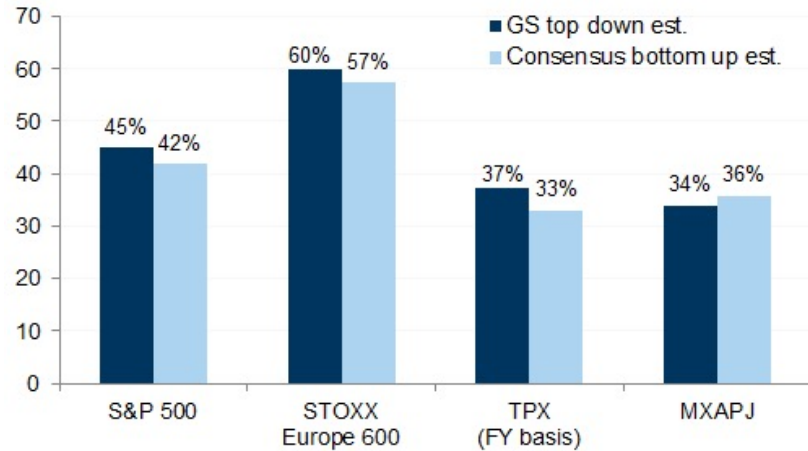


# Estrategia RVI

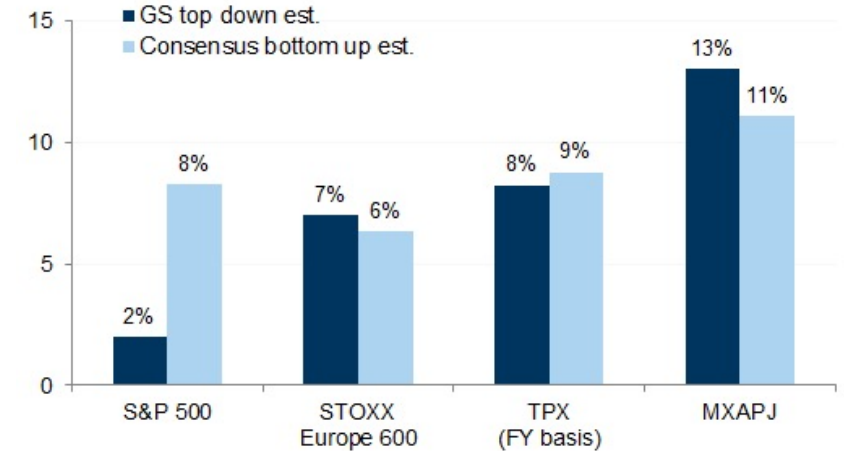
## Renta Variable Global: Proyecciones de utilidades

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





# Tasas base US

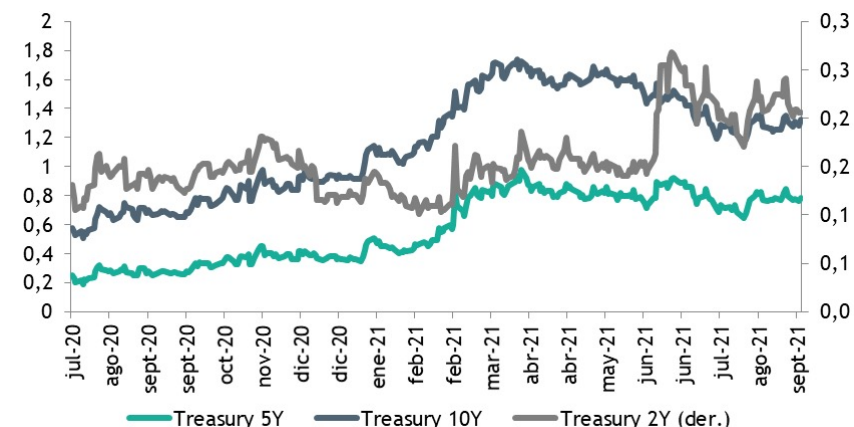
No vemos que las tasas de interés continúen a la baja, todo lo contrario... Esperamos un empinamiento en la curva de rendimientos frente a un robusto escenario de crecimiento económico esperado. Adicionalmente, esperamos un inflación que se mantendría por encima de la meta de largo plazo.

Luego de ver en mínimos las tasas soberanas largas, hemos visto una corrección al alza de éstas en la última semana. Creemos que a fin de año, el tesoro a 10 años debería estar cercano al 1,6% -1,75%

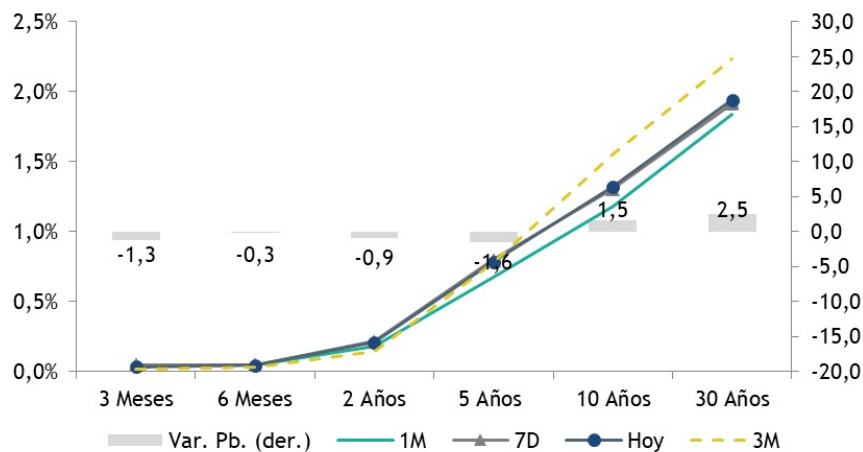
Monitor Treasury

	3 Meses	6 Meses	2 Años	5 Años	10 Años	30 Años
<b>Var 30D Pb.</b>	↓ -1,3	↓ -0,3	↑ 2,6	↑ 10,8	↑ 14,0	↑ 10,3
<b>Var 90D Pb.</b>	↑ 2,0	↑ 1,5	↑ 6,1	↑ 0,5	↓ -23,1	↓ -28,9
<b>Var 7D Pb.</b>	↓ -1,3	↓ -0,3	↓ -0,9	↓ -1,6	↑ 1,5	↑ 2,5
<b>Hoy</b>	0,033%	0,043%	0,206%	0,784%	1,322%	1,942%
<b>7D</b>	0,046%	0,046%	0,215%	0,800%	1,307%	1,917%
<b>1M</b>	0,046%	0,046%	0,180%	0,676%	1,182%	1,839%
<b>3M</b>	0,013%	0,028%	0,145%	0,779%	1,553%	2,231%
<b>12M</b>	0,099%	0,109%	0,133%	0,252%	0,648%	1,379%

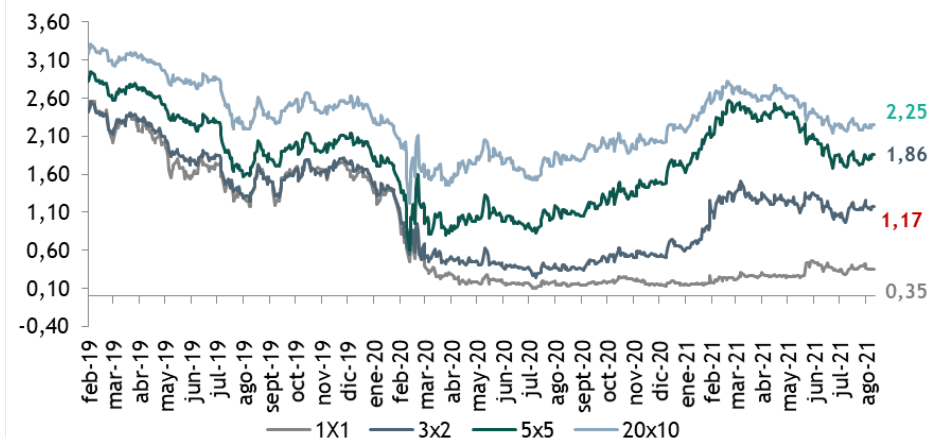
Evolución de tasas



Estructura de tasas



Forward de tasas

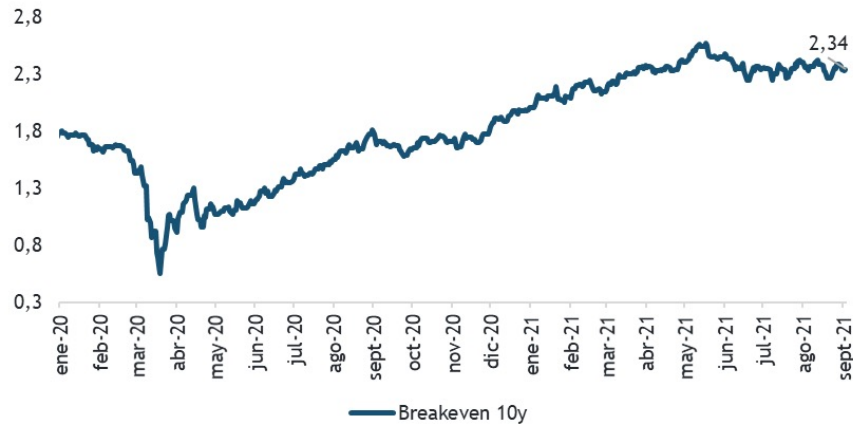


# Tasas base US

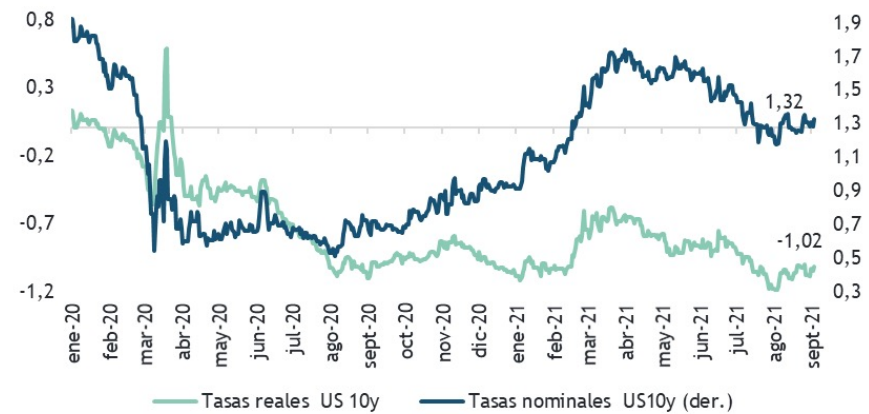
No vemos que las tasas de interés continúen a la baja, todo lo contrario... Esperamos un empinamiento en la curva de rendimientos frente a un robusto escenario de crecimiento económico esperado. Adicionalmente, esperamos un inflación que se mantendría por encima de la meta de largo plazo.

Luego de ver en mínimos las tasas soberanas largas, hemos visto una corrección al alza de éstas en la última semana. Creemos que a fin de año, el tesoro a 10 años debería estar cercano al 1,6% -1,75%

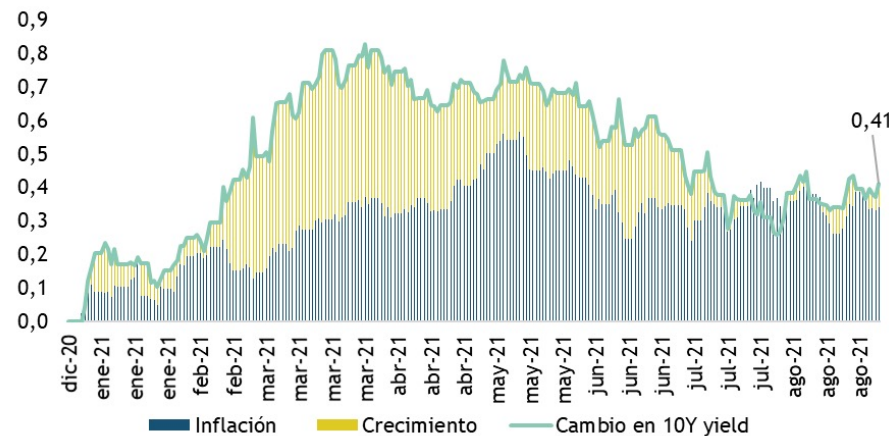
### Breakeven de inflación



### Tasas reales

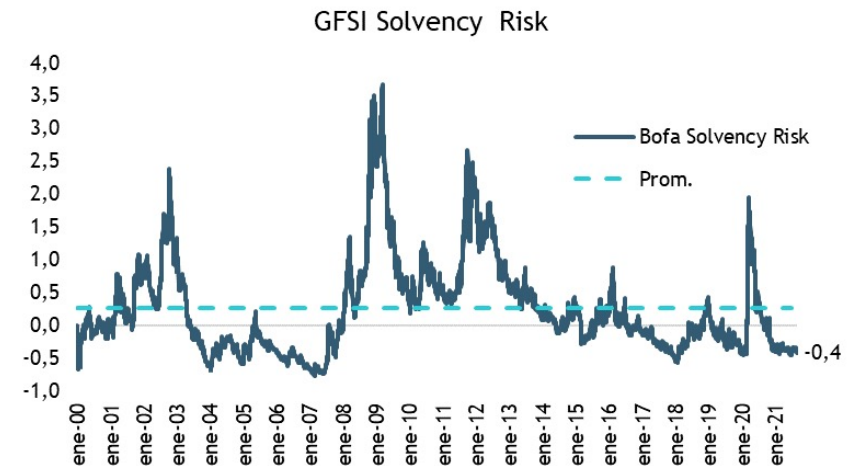
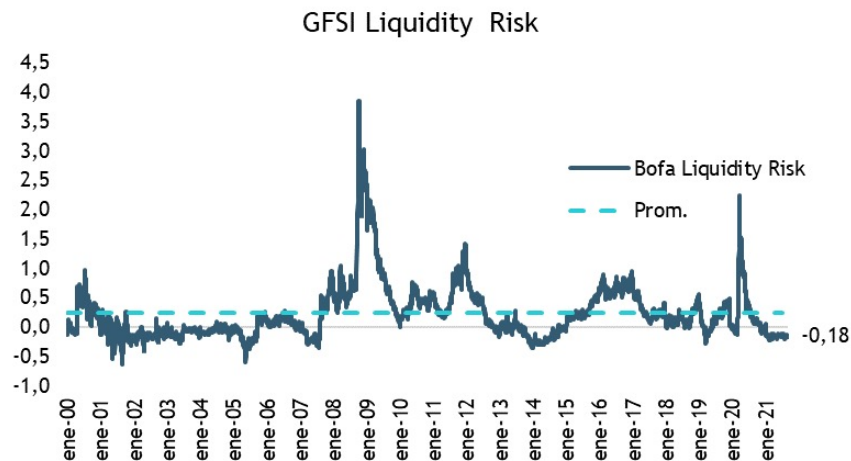
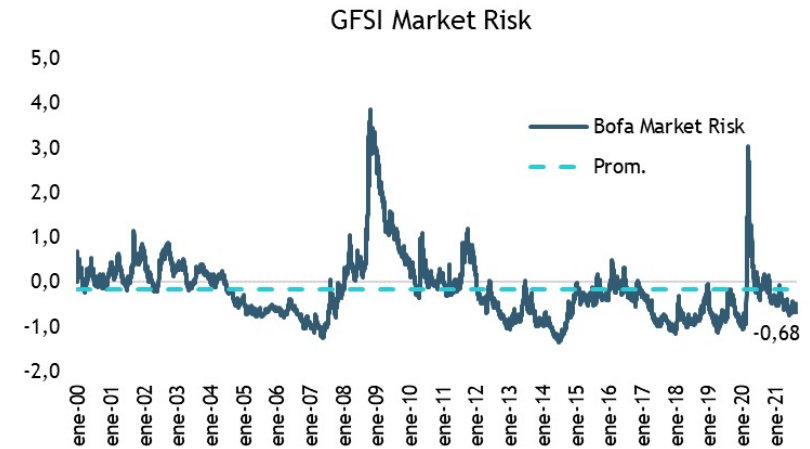
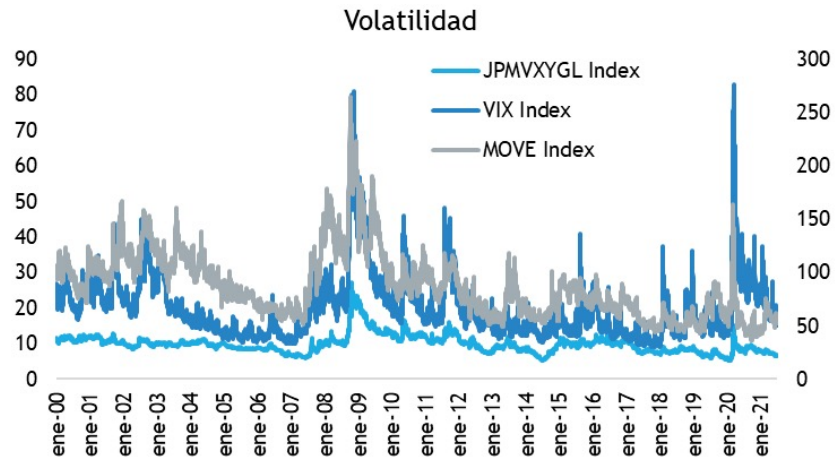


### Composición tasas 10y ytd



# Condiciones financieras

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



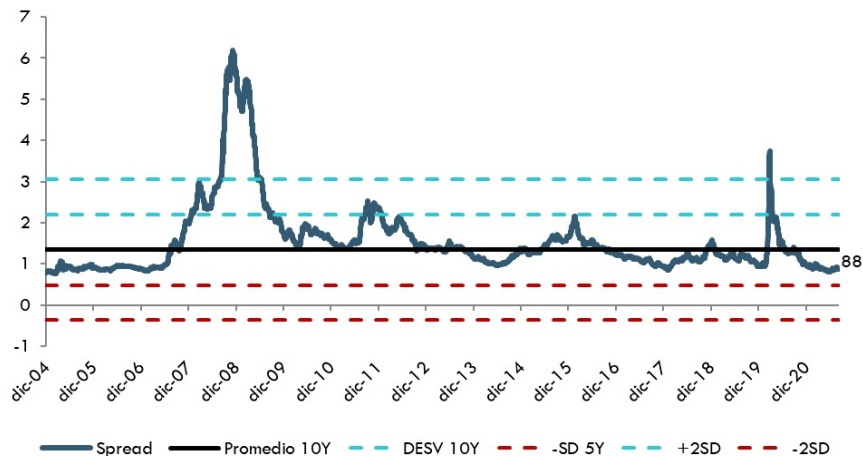
# Renta Fija Internacional: Spread Corporativos

## Spread Corporativos

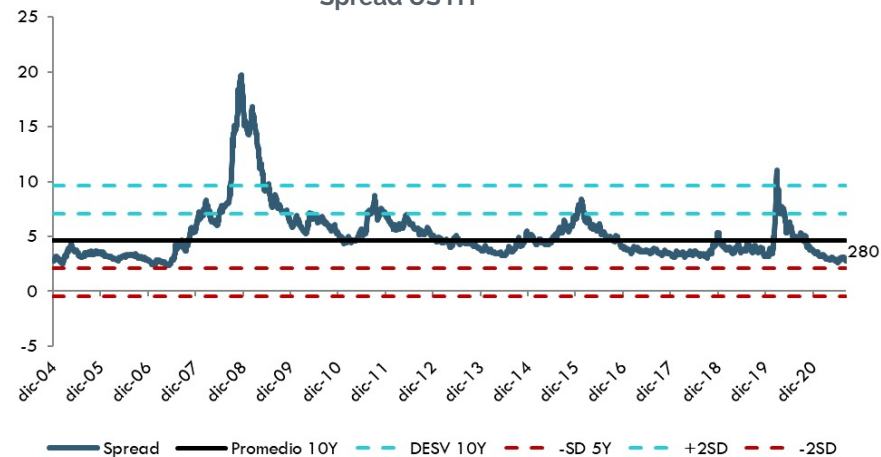
En términos relativos de spreads, US IG versus US HY se encuentran en su promedio, por lo que estamos neutrales en HY IG US. Sin embargo, preferimos estar en la parte IG baja duración con el objetivo de tener una mejor calidad crediticia y bajo riesgo a alzas de tasas.

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.

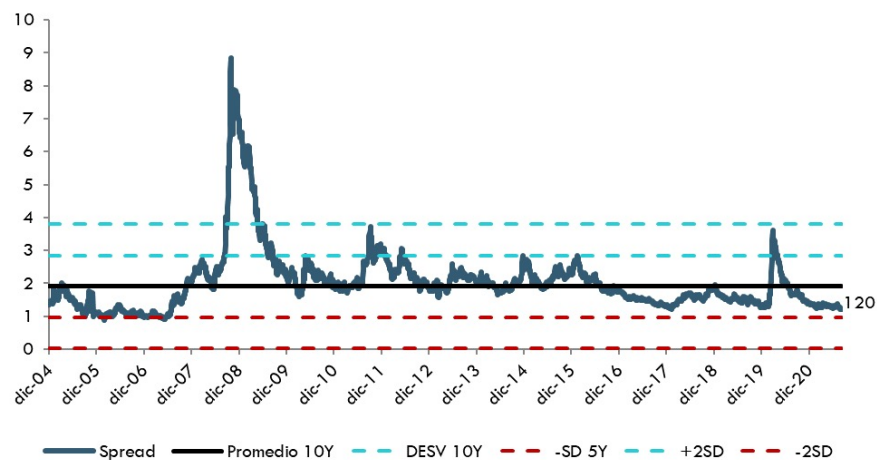
### Spread US IG



### Spread US HY



### Spread EM IG



### Spread EM HY



Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg

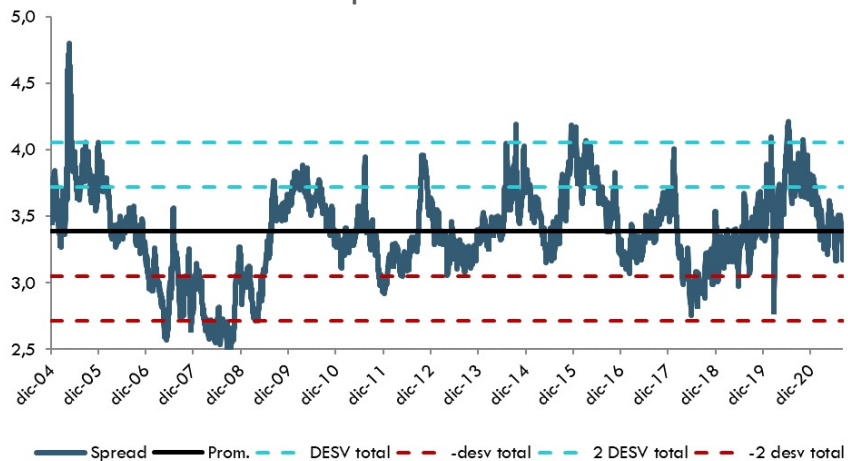
# Renta Fija Internacional: Spread Corporativos

## Spread Corporativos

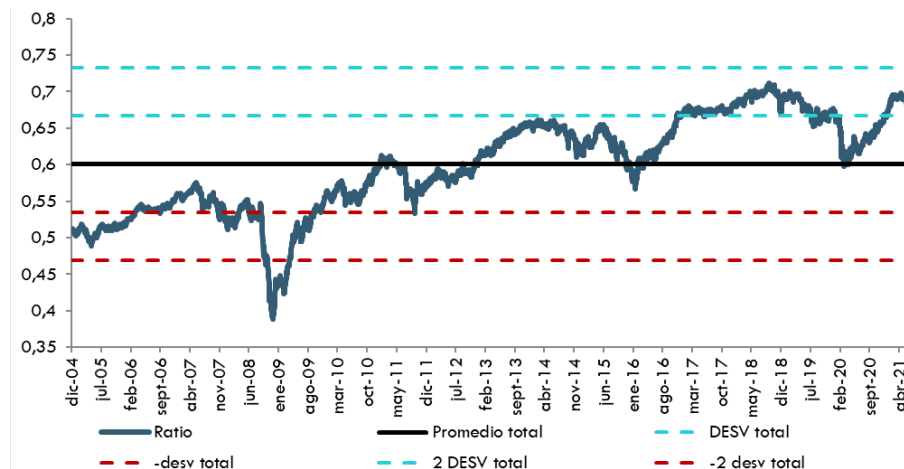
En términos relativos de spreads, US IG versus US HY se encuentran en su promedio, por lo que estamos neutrales en HY IG US. Sin embargo, preferimos estar en la parte IG baja duración con el objetivo de tener una mejor calidad crediticia y bajo riesgo a alzas de tasas.

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



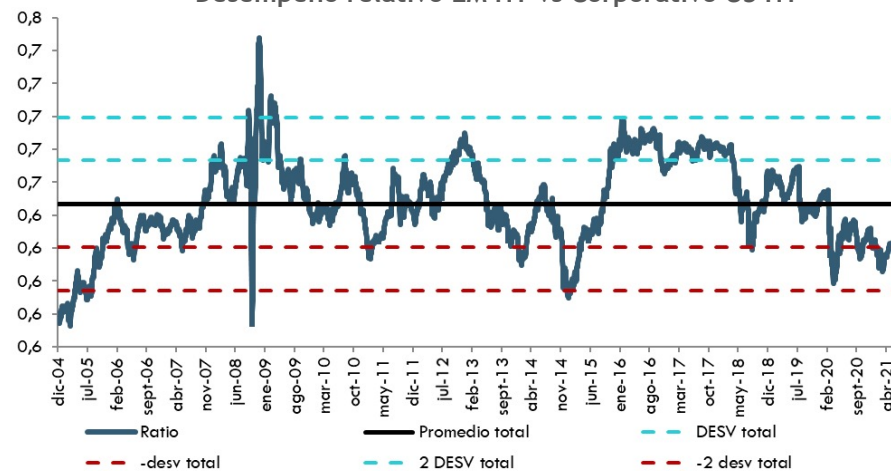
### Desempeño relativo HY IG Corporativo US



### Spread relativo EM HY vs US Corporativo HY



### Desempeño relativo EM HY vs Corporativo US HY



# Propuesta de inversión Internacional

## Buy the Dips

El crecimiento por encima de la tendencia y la amplia liquidez siguen respaldando los mercados de valores

La abundante liquidez significa que existe "mucho efectivo que puede comprar la caída", por lo que dudamos que cualquier corrección en los activos de riesgo vaya demasiado lejos. Una vez que podamos mirar más allá de esta nueva ola de la variante Delta, puede haber aguas más tranquilas por delante y, por lo tanto, este parece un buen momento para construir y mantener posiciones, con la mirada puesta en el mediano plazo en lugar de sobre reaccionar a la volatilidad de los precios a corto plazo.

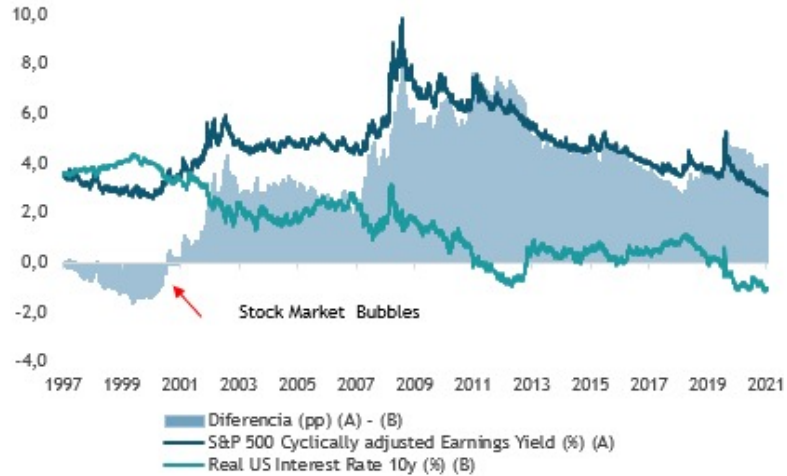
1. Seguimos viendo que la economía mundial se acelera en el segundo semestre de 2021, a medida que se desvanecen los vientos en contra de la pandemia y se normaliza la actividad del sector de servicios.
2. El debate reciente se lo ha tomado el riesgo de inflación. El aumento de los precios de las materias primas, los problemas de las cadenas de suministro (como los semiconductores), la disminución del comercio mundial y las rigideces comerciales resultantes de las restricciones de Covid, (además de un tema de base de comparación), se citan como razones del aumento de la inflación, muchas de las cuales tienen características "transitorias".
3. Si bien es esperable que la Fed se plantee comenzar a reducir su QE en los próximos meses dada la caída de los niveles de desempleo y el aumento de la inflación, este proceso será muy gradual y de ahí en más, pueden pasar muchos meses más antes de que suba las tasas de interés. Hoy sería totalmente contraproducente una retirada anticipada de los estímulos, ya que la reducción de la liquidez provocaría una caída en los precios de los activos, obstaculizará la confianza del consumidor (ya mermada) y contraerá aún más el crecimiento económico.
4. Los riesgos para la recuperación son otra ronda del virus, que es poco probable dado los avances del proceso de vacunación. Una crisis crediticia en un mundo muy apalancado también aparece como un problema potencial, pero difícil de imaginar dada la liquidez de la economía. Esa liquidez se ve reforzada por el crecimiento de 4 trillones de dólares en la oferta monetaria.
5. ¿Está sobrevalorado el mercado? Sí, pero no tanto con en otros ciclos más especulativos y las acciones todavía ofrecen un alto previo respecto a tasas base. Por lo demás, la visibilidad de resultados corporativos ha mejorado muchísimo, con una recuperación de las utilidades a nivel global (MSCI World) que se acercaría al 45%.

# Estrategia RVI

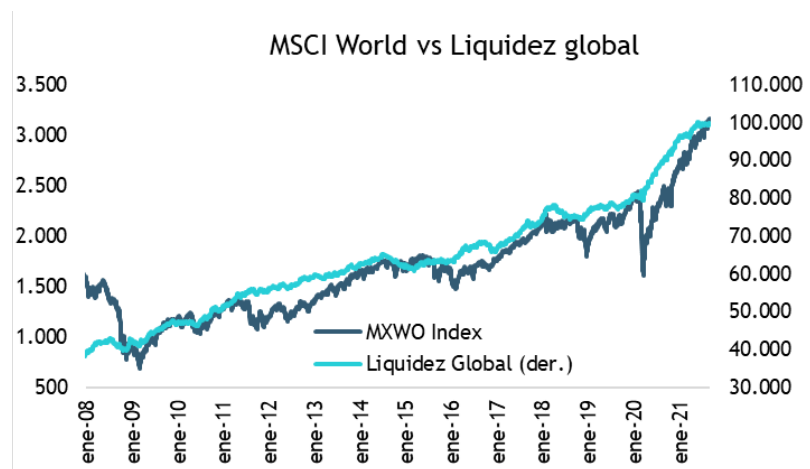
## Buy the Dips

El crecimiento por encima de la tendencia y la amplia liquidez siguen respaldando los mercados de valores

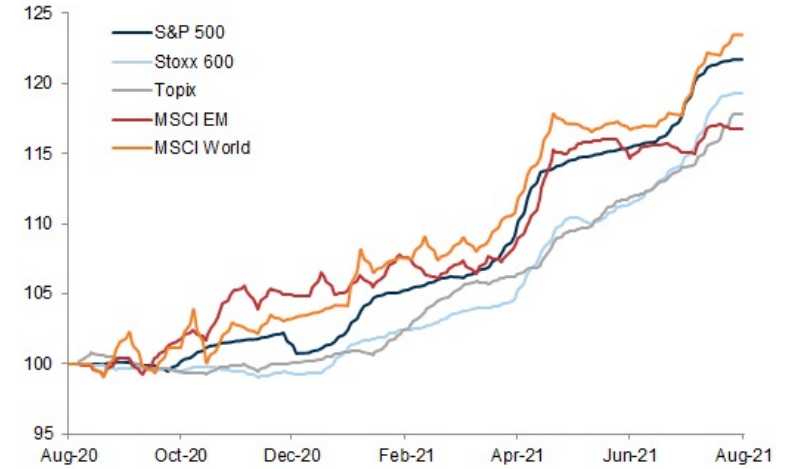
La Valoraciones relativas siguen respaldando las acciones



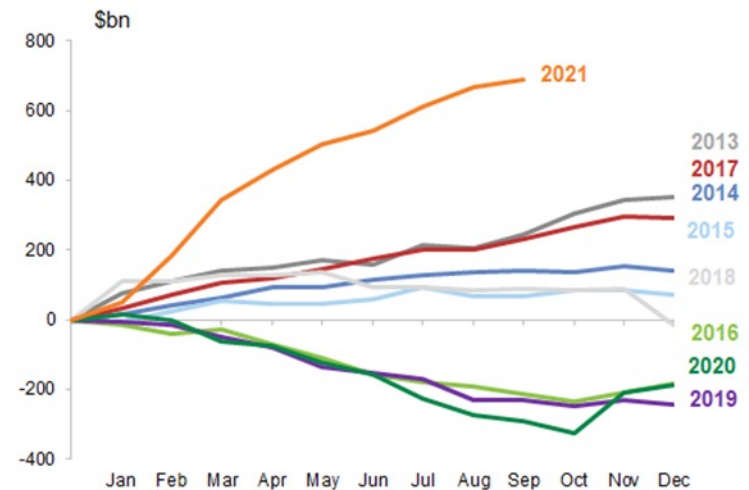
La liquidez sigue siendo abundante y respalda la toma de riesgo



Las utilidades corporativas siguen revisándose al alza



Recuperación respaldada por flujos. Flujos a inversores globales a fondos de acciones de DM y EM In USD bn



# 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.

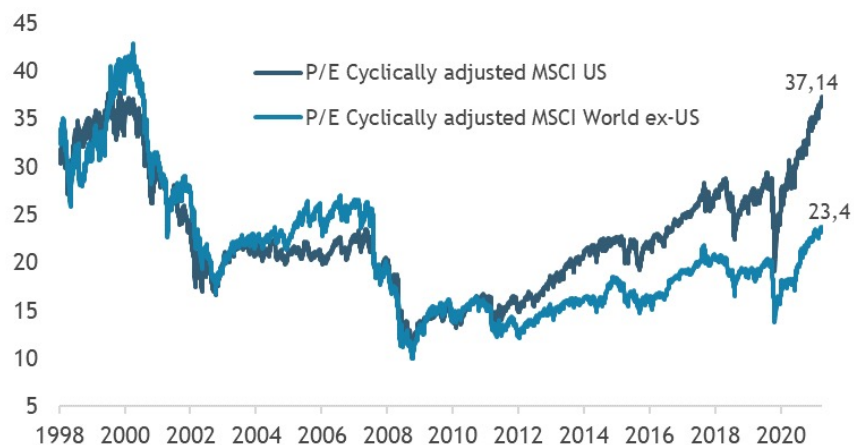
Se espera que los retornos a largo plazo de las acciones en EE. UU. caigan a niveles más bajos en los próximos años, como resultado de la sobrevaloración de las acciones estadounidenses.

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

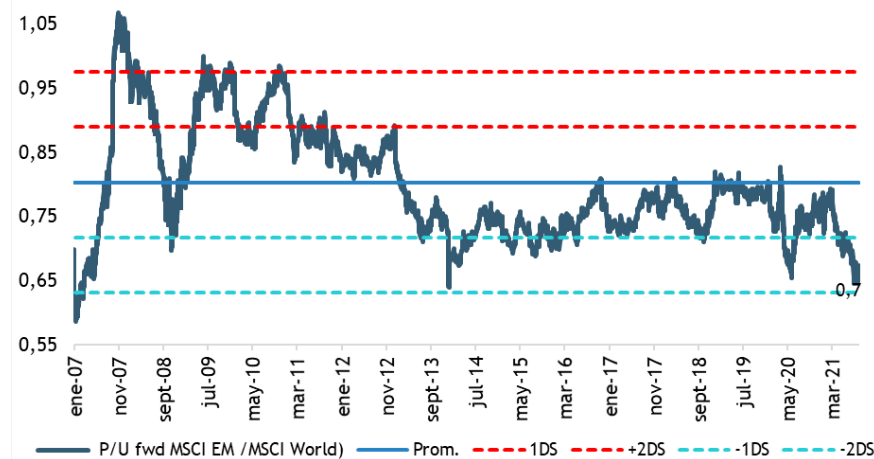
Así, es probable que la rotación de los mercados de EE.UU. cobre impulso. Lo mismo debería ser cierto para la rotación del crecimiento al valor. En el caso de emergentes, todavía cotizan con un descuento de más de 35% respecto al mundo desarrollado.

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 EEUU

## Visión Sectorial: Privilegiar cíclicos

	Valor Actual	Up Side	Blg P.O.	Max 52S	Min 52S	Variacion % en					Precio/Utilidad				EV/EBITDA				Bolsa/Libro			
						7D	30D	3M	6M	YTD	Actual	Prom 15y	FWD	Prom 15y	Actual	Prom 15y	FWD	Prom 15y	Actual	Prom 15y	FWD	Prom 15y
Índices																						
S&P 500	4.535,43	9,0%	4.946	4.537	3.237	0,6%	3,0%	7,3%	18,7%	20,7%	27,1	18,0	22,3	16,2	17,4	10,8	15,2	10,5	4,7	2,7	4,5	2,6
S&P Mid Cap	2.760,55	13,8%	3.143	2.774	1.792	-0,2%	3,0%	1,3%	9,1%	19,7%	22,1	21,1	18,1	18,3	14,3	11,7	12,0	9,7	2,8	2,3	2,6	2,1
S&P Small Cap	1.369,73	17,5%	1.610	1.414	823	-0,4%	3,6%	-2,0%	3,2%	22,4%	21,7	24,3	18,0	19,6	13,0	12,1	11,1	9,7	2,2	2,0	2,0	1,8
Growth	3.184,13	7,8%	3.431	3.184	2.235	1,4%	3,9%	14,1%	28,6%	23,5%	35,6	19,6	29,5	17,7	23,3	11,7	20,0	11,4	11,2	3,8	10,3	3,6
Value	1.489,88	10,6%	1.647	1.497	1.082	-0,4%	2,0%	0,2%	8,8%	17,6%	21,1	15,8	17,3	14,7	13,5	10,5	11,8	9,6	2,8	2,0	2,7	1,9

Sectorios																						
Materials	534,50	11,2%	594	557	387	-0,9%	2,5%	-1,7%	11,9%	17,3%	22,7	18,3	16,8	16,8	13,7	11,2	10,5	9,0	3,3	2,8	3,1	2,6
Industrials	881,86	10,1%	971	892	632	-0,4%	1,7%	0,0%	10,7%	17,7%	36,6	17,9	26,7	16,6	19,5	10,4	15,9	9,4	5,9	3,3	5,8	3,2
Cons. Discre.	1.466,71	12,1%	1.645	1.488	1.156	1,2%	1,7%	7,4%	16,8%	12,6%	38,5	20,6	33,5	19,4	20,9	10,9	19,1	9,6	11,3	4,2	10,6	4,0
Technology	2.796,12	9,0%	3.048	2.802	1.946	0,9%	3,3%	13,9%	26,7%	22,0%	34,6	19,8	28,0	17,1	23,3	11,3	19,6	9,6	11,6	4,1	10,4	3,8
Comunicaciones	286,77	10,8%	318	288	189	1,0%	5,1%	10,3%	22,4%	29,2%	28,6	14,9	15,7	13,3	11,2	7,2	9,8	6,7	3,1	2,8	3,0	2,7
Financials	631,43	7,8%	680	647	386	-2,5%	3,8%	-0,4%	11,6%	28,8%	14,1	14,6	13,6	13,6	-	-	-	-	1,6	1,3	1,6	1,2
Energy	363,88	25,8%	458	420	210	-1,4%	-0,6%	-12,2%	-8,4%	27,2%	38,4	15,2	15,0	14,6	12,5	7,7	6,5	6,3	1,6	1,9	1,6	1,8
Cons. Staples	754,28	6,1%	800	755	639	1,5%	3,2%	3,1%	13,7%	8,3%	22,4	19,4	21,7	18,4	16,1	12,0	15,1	11,1	6,9	4,5	6,5	4,3
Healthcare	1.592,61	5,4%	1.679	1.593	1.182	1,7%	2,3%	11,7%	21,4%	20,3%	23,8	19,3	18,4	16,0	18,7	12,7	13,8	10,8	5,5	3,7	5,2	3,4
Utilities	351,39	4,4%	367	354	290	1,4%	3,6%	6,2%	14,9%	10,1%	21,0	16,4	21,3	16,1	14,6	9,5	13,4	9,0	2,3	1,8	2,2	1,7

S&P 500 Ciclo sectorial (retorno móvil 3 meses)

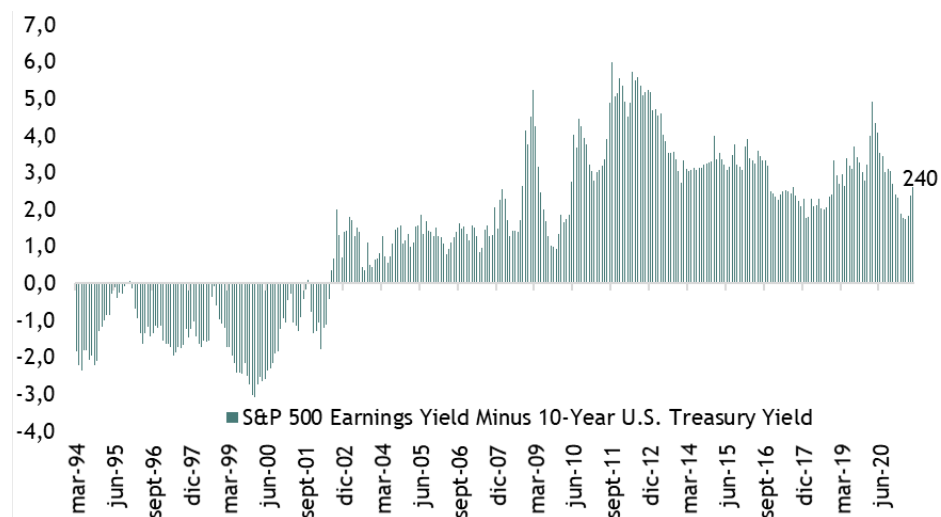
	Fecha	05-10-20	06-11-20	04-12-20	05-01-21	04-02-21	04-03-21	05-04-21	03-05-21	03-06-21	02-07-21	02-08-21	02-09-21
Cyclicals	S&P 500	7,2%	4,7%	7,9%	9,0%	10,3%	1,9%	9,4%	11,1%	9,1%	8,3%	4,6%	7,3%
	Growth	9,0%	7,1%	6,2%	8,1%	8,9%	-1,2%	6,4%	6,8%	8,6%	11,8%	8,6%	13,9%
	Value	4,5%	1,1%	10,7%	10,3%	12,9%	5,0%	12,8%	16,1%	9,7%	4,5%	0,4%	0,3%
Near	Materials	10,3%	10,1%	11,1%	12,4%	6,4%	2,5%	9,5%	17,6%	16,5%	4,2%	-1,5%	-2,2%
	Industrials	12,7%	8,3%	14,7%	9,6%	8,9%	2,4%	14,6%	20,2%	12,3%	4,5%	-0,4%	-0,1%
	Cons. Discre.	11,2%	7,8%	4,5%	5,1%	9,1%	-2,0%	6,6%	6,1%	7,7%	7,3%	1,1%	7,3%
	Technology	9,7%	6,9%	6,7%	9,3%	11,6%	0,2%	7,2%	5,2%	6,5%	10,6%	9,7%	13,4%
	Communication	5,1%	7,1%	8,0%	12,3%	9,8%	5,1%	14,0%	15,2%	7,4%	10,2%	6,3%	10,7%
	Financials	5,5%	0,5%	14,5%	17,5%	23,7%	14,2%	18,9%	24,4%	14,0%	7,2%	0,2%	-0,4%
	Energy	19,5%	-22,1%	16,4%	30,9%	45,6%	26,0%	23,7%	28,1%	4,3%	8,9%	-3,2%	-12,0%
	Cons. Staples	9,2%	2,7%	3,3%	3,3%	0,2%	-6,6%	2,6%	9,2%	10,4%	3,4%	2,3%	3,0%
	Healthcare	3,6%	3,5%	6,4%	6,4%	4,9%	-1,5%	3,1%	6,3%	7,7%	10,2%	7,8%	12,0%
	Utilities	7,5%	4,4%	5,2%	-1,9%	-1,3%	-5,9%	5,8%	6,7%	9,7%	0,1%	-0,4%	7,2%
Defensives													

# Estrategia RVI EEUU

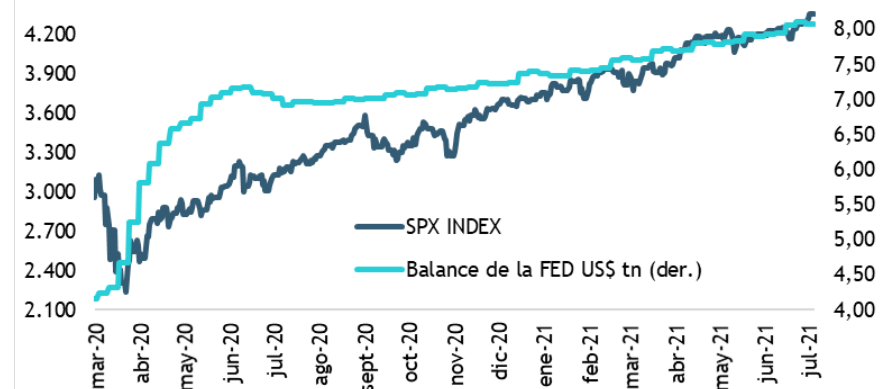
Valorizaciones y liquidez: En términos relativos, la renta variable sigue ofreciendo un premio para su historia

Medida de Valuación	Descripción	Last	25 -años Avg	+SD	-SD	*Std. dev. Over- /under - valued
P/E	Price to earnings	27,0	20,0	24,2	15,9	1,8
Div. Yield	Dividend yield	1,3	1,9	2,3	1,5	-1,4
P/B	Price to book	4,7	3,1	3,8	2,3	2,2
P/CF	Price to cash flow	20,4	11,9	15,0	8,8	2,8
EY	EY menos GT10 Yield	2,4	1,6	3,7	-0,5	0,5

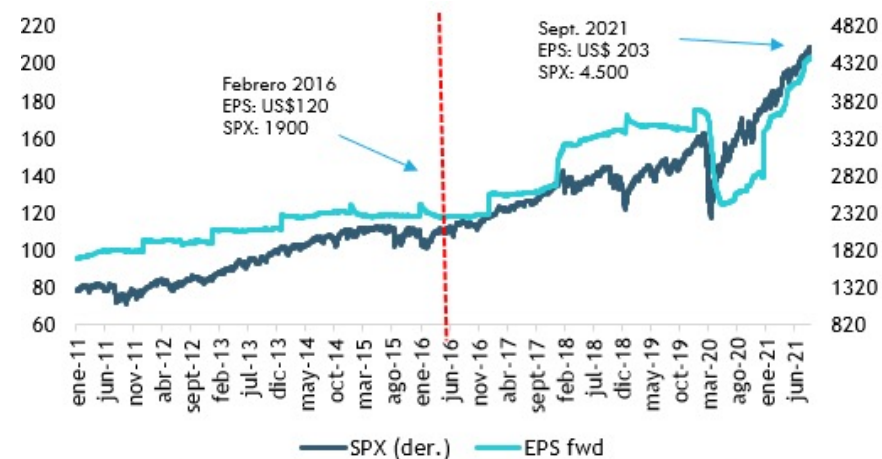
Fed model



S&P 500 vs Balance de la FED



S&P 500 vs EPS fwd



# Renta Variable EM

## ¿Cuándo terminará la ruta regulatoria en China?

Las acciones chinas han estado bajo asedio, primero por la escalada regulatoria del sector de tecnología educativa, seguido de los reguladores antimonopolio que ordenaron a Tencent que abandonara su monopolio de transmisión de música y las empresas de entrega de alimentos como Meituan para aumentar los salarios y los beneficios para sus conductores. Entonces, Tencent tuvo que suspender nuevos registros de cuenta para su aplicación insignia WeChat para una actualización de seguridad.

La avalancha de malas noticias provocó que las acciones A cayeran más de un -6% como primera reacción. Los inversores nacionales han pasado de pensar que los reguladores solo buscaban unas pocas grandes empresas a preocuparse de que ningún sector es seguro y que el daño podría ser duradero. Dichos inversores se habían vuelto complacientes en su visión del riesgo regulatorio, sin embargo, los legisladores odian la volatilidad del mercado interno y se han movido para calmar los nervios. Un comentario en la estatal Shanghai Securities News dijo que la fuerte caída de los precios no continuará y que “la caída trae oportunidades”. Luego amplificó el mensaje con una instrucción, “¡No entre en pánico!”, Señalando que los fondos mutuos nacionales tenían más de RMB850bn disponibles para comprar acciones A.

Detrás de escena, los reguladores se acercaron a las instituciones financieras para ofrecer garantías sobre la política. Estos movimientos estabilizaron los mercados el miércoles, con las acciones de Internet y las entradas de capital recuperándose, pero para que la tranquilidad dure, el ritmo de las acciones regulatorias desestabilizadoras debe disminuir.

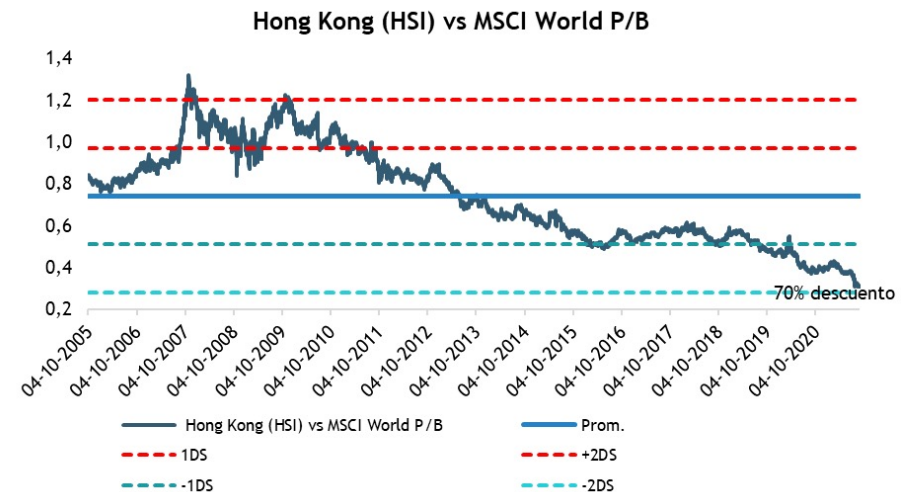
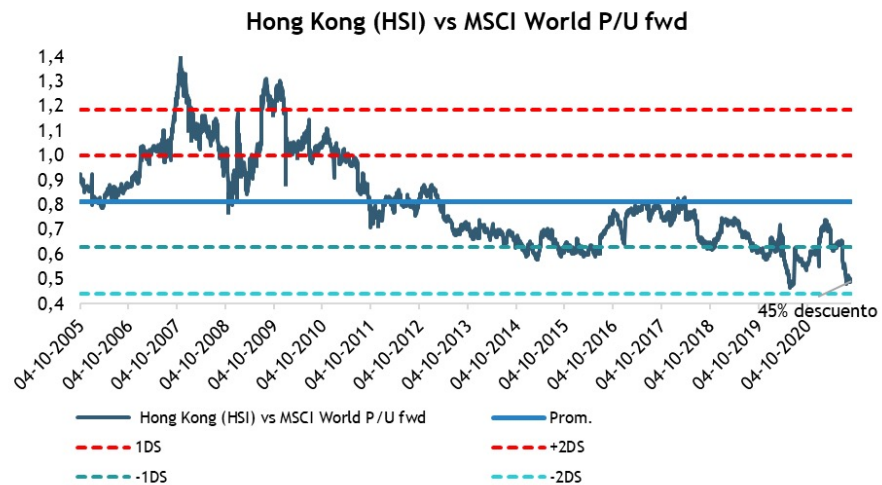
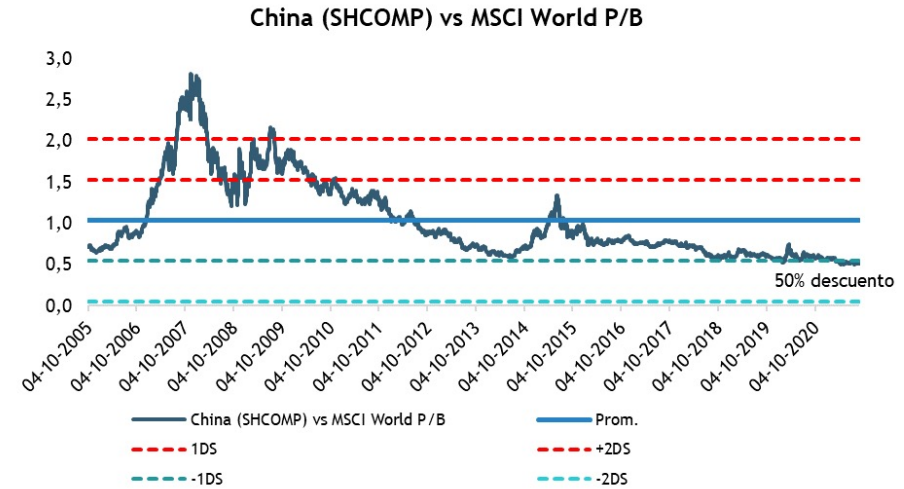
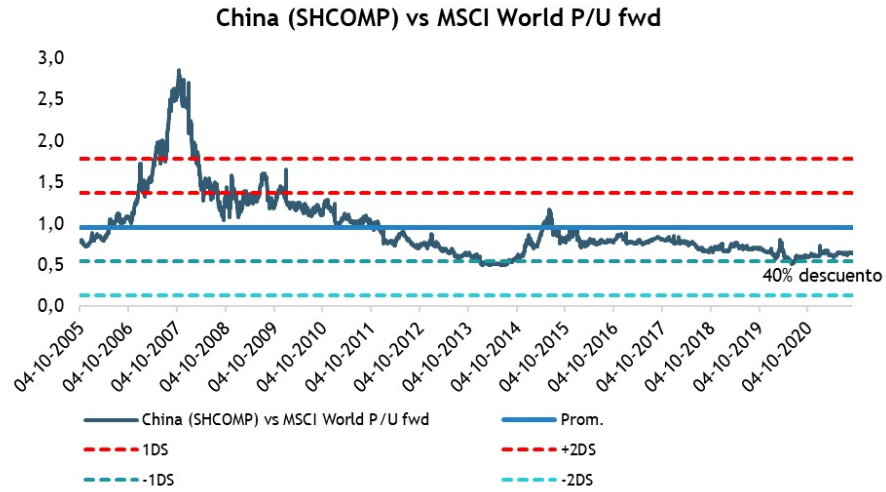
Hay buenas razones para que los legisladores se calmen. Los reguladores de valores de China tienen dos funciones principales: (i) nutrir los mercados de capital, para que las empresas de los sectores favorecidos puedan recaudar fondos, y (ii) evitar la volatilidad desestabilizadora, especialmente a la baja. La represión de las empresas de Internet funciona de acuerdo con el primer objetivo. En lugar de ver el sector de Internet como una vanguardia nacional de innovación, los legisladores lo ven cada vez más como una fuente de problemas sociales y riesgos de seguridad. Alentar a los mercados de capitales a invertir menos dinero en servicios de Internet para el consumidor y más en la fabricación de alta tecnología refleja los objetivos a largo plazo del gobierno. Pero si el mercado de valores nacional se hunde cuando los inversores temen que el gobierno esté castigando a las empresas de forma indiscriminada, la recaudación de fondos para todos los sectores se ve amenazada.

Los formuladores de políticas de China saben que los mercados de capital nacionales deben desarrollarse si se quieren cumplir sus objetivos de política a largo plazo. Después de todo, lograr el liderazgo tecnológico global y gestionar la competencia con los EE. UU. será una tarea costosa. Es posible que estén dispuestos a restringir el acceso de las empresas al capital global (reglas más estrictas han detenido las ofertas de acciones chinas en Nueva York), pero esto hace que los mercados nacionales y de Hong Kong sean aún más importantes.

Por todas estas razones, es probable que disminuyan tanto la intensidad como el tono de la reciente represión regulatoria. Eso no significa que se abandonará la campaña para regular de manera integral las plataformas de Internet, ya que sigue siendo una prioridad política de alto nivel. No hay vuelta atrás a la expansión desenfrenada de años pasados. Pero la tormenta regulatoria puede reducirse a un tamaño más manejable que, dadas las atractivas valoraciones de las empresas tecnológicas chinas, bien podrían ser oportunidades de compra para inversionistas con mayor tolerancia al riesgo y la volatilidad.

# Renta Variable EM

¿Cuándo terminará la ruta regulatoria en China? Las valorizaciones ya dan cuenta de fuerte castigo



# 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.