

Visión y Estrategia

Febrero 2023



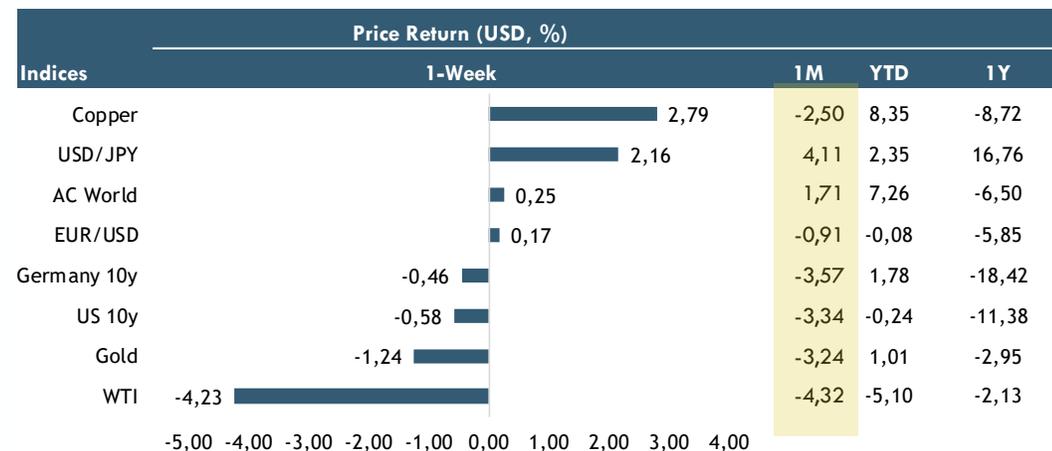
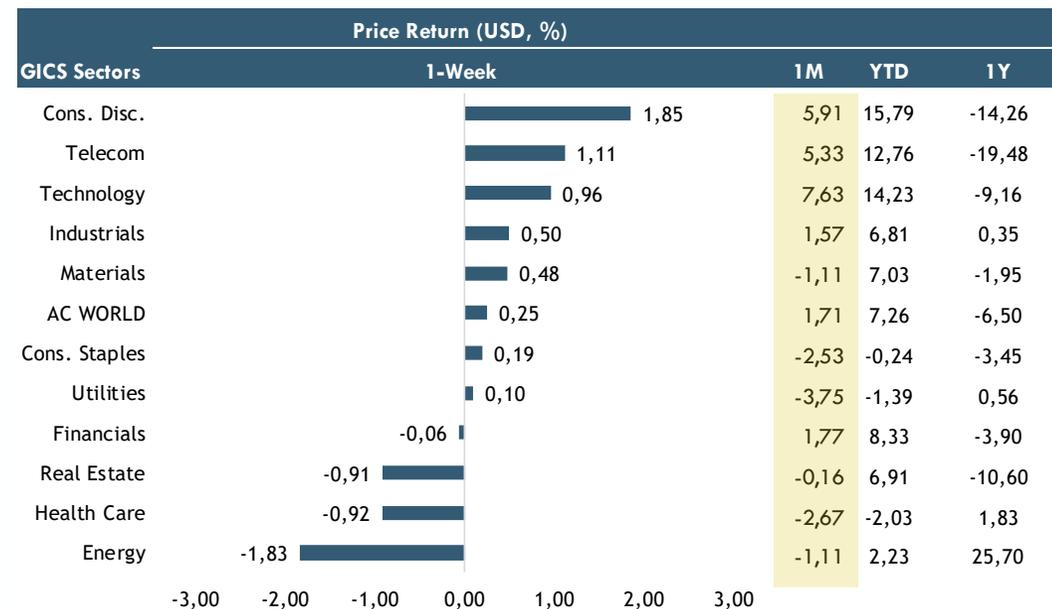
Comité de Activos Internacionales

fynsa 

Monitor de Mercados

El año inicia con mejor tono por mejores presiones inflacionarias de tasas de interés

RESUMEN						
	Actual	1W (%)	MTD (%)	1M (%)	YTD (%)	1Y (%)
Renta Variable						
Mdos. Desarrollados (URTH)	116,8	-0,03	-0,19	1,74	6,90	-5,84
Mdos. Emergentes (EEM)	39,7	-1,33	-4,12	-3,45	4,63	-17,48
Rusell 1000 value (IWD)	158,2	-0,25	-0,77	0,32	4,33	-0,35
Rusell 1000 growth (IWF)	235,0	0,06	1,26	4,92	9,69	-11,22
S&P 500 (SPY)	406,9	-0,29	0,09	2,29	6,39	-5,39
Nasdaq (QQQ)	300,8	0,38	2,11	6,85	12,98	-12,28
Eurozona (EZU)	44,7	2,15	0,90	2,05	13,34	-1,69
Japon (EWJ)	57,0	-1,86	-2,78	-0,47	4,78	-9,42
China (MCHI)	50,1	-2,36	-6,51	-5,88	5,45	-18,53
Latam (ILF)	24,7	2,62	-3,22	-0,80	7,73	5,18
Chile (ECH)	29,3	-0,07	0,00	6,13	8,01	19,42
Commodities						
WTI	76,4	-4,23	-3,20	-4,32	-5,10	-2,13
Copper	412,9	2,79	-2,31	-2,50	8,35	-8,72
Gold	1.842,4	-1,24	-4,46	-3,24	1,01	-2,95
Iron Ore 62%	124,9	-0,16	1,27	3,09	12,28	-13,16
China Lithium Carbonate 99%	57.872,1	-4,33	-11,17	-11,17	-16,23	-4,79
China Lithium Hydroxide 56.5%	65.806,7	-3,32	-6,42	-7,57	-15,28	24,01
Renta Fija Internacional						
Bloomberg Barclays Global	449,7	-0,92	-2,23	-2,28	0,86	-12,90
Bloomberg Barclays EM USD agregado	1.087,7	-0,54	-1,69	-0,87	1,33	-10,50
US Corporate Investment Grade	3.007,2	-0,86	-2,13	-2,04	1,31	-9,49
US Corporate High Yield	2.239,1	-0,64	-1,18	-1,36	2,43	-4,98
Monedas						
Dólar Index (DXY)	103,9	0,23	1,74	1,47	0,34	8,42
Euro (EUR)	1,1	0,17	-1,54	-0,91	-0,08	-5,85
Yen Japonés (JPY)	134,2	-2,13	-3,07	-3,96	-2,31	-14,37
Peso Chileno (CLP)	789,1	1,05	1,04	4,35	7,81	0,82

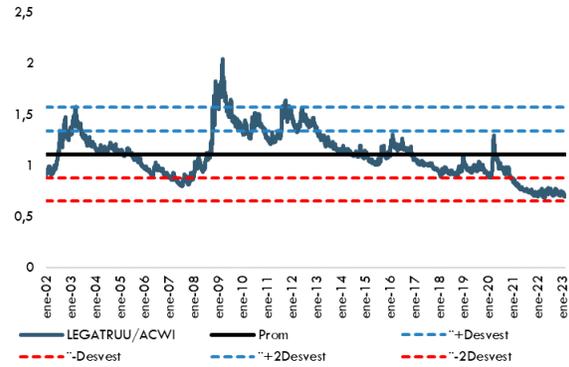


Monitor de Mercados

Desempeño relativo superior en lo reciente de activos ex – US dada la debilidad reciente del dólar

Renta Variable vs Renta Fija

20Y



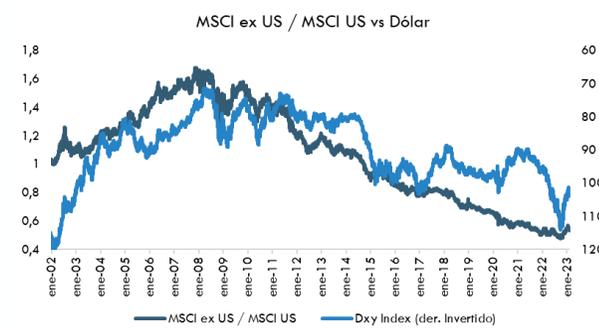
Value vs Growth

20Y



MSCI ex US / MSCI US vs Dólar

20Y

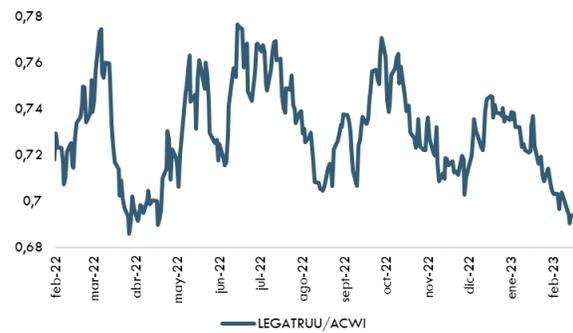


MSCI EM / MSCI WORLD vs Dólar

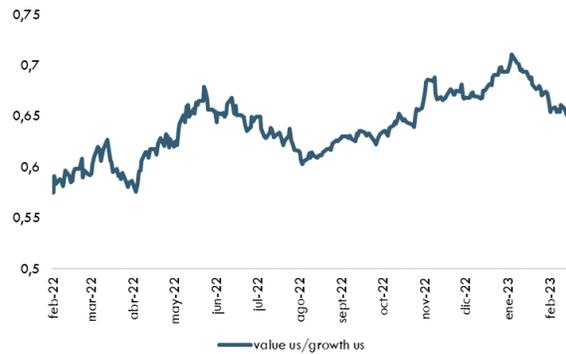
20Y



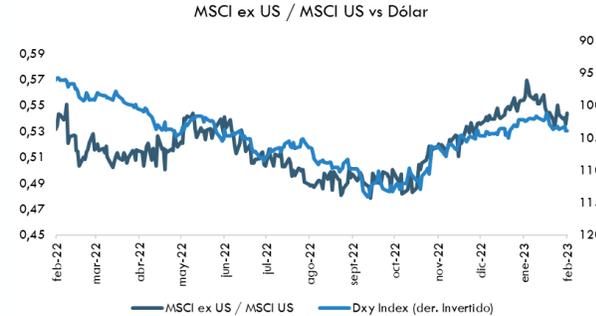
1Y



1Y



1Y



1Y



Economía Proyecciones

Los datos recientes respaldan una disminución de los riesgos de recesión a corto plazo

Enero

Percent Change yoy	Real GDP Growth					
	2022		2023		2024	
	GS	Cons*	GS	Cons*	GS	Cons*
USA	2.0	2.0	1.4	0.5	1.6	1.2
Japan	1.2	1.3	1.4	1.3	1.4	1.1
Euro area	3.4	3.3	0.6	0.0	1.6	1.3
Germany	1.7	1.8	0.1	-0.5	1.7	1.3
France	2.6	2.5	0.7	0.1	1.4	1.1
Italy	3.8	3.8	0.5	0.0	1.2	1.0
Spain	5.3	4.6	1.3	1.0	1.9	1.9
UK	4.1	4.2	-0.5	-0.9	1.0	0.9
China	3.0	2.8	5.5	5.1	5.0	5.0
Developed Markets	2.6	2.6	1.1	0.5	1.6	1.4
Emerging Markets	3.5	3.0	3.8	4.0	4.3	4.4
World	3.0	3.1	2.3	2.1	2.7	2.9

* Bloomberg consensus

Crecimiento del PIB, % interanual: GS frente a consenso

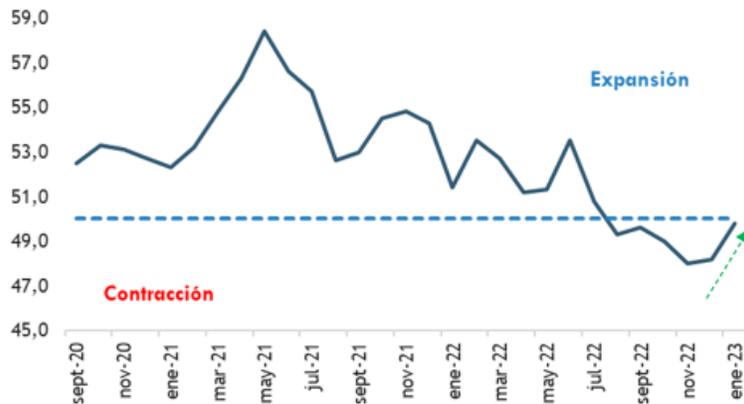


Febrero

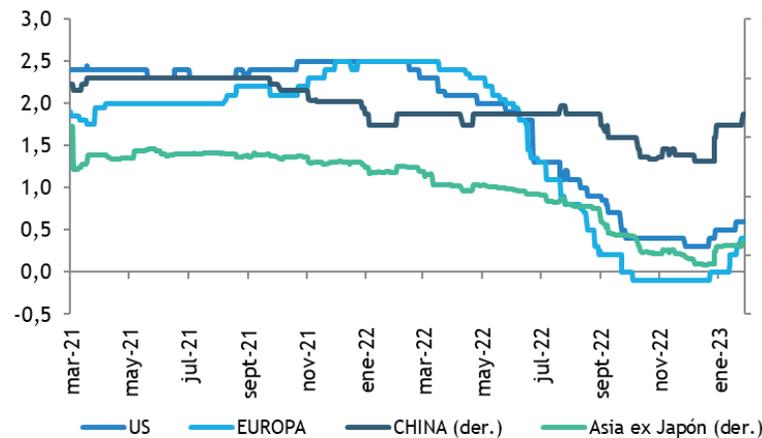
Percent Change yoy	Real GDP Growth					
	2022		2023		2024	
	GS	Cons*	GS	Cons*	GS	Cons*
USA	2.1	2.0	1.7	0.6	1.6	1.2
Japan	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3	1.1
Euro area	3.5	3.3	0.8	0.4	1.6	1.2
Germany	1.9	1.8	0.4	0.0	1.7	1.3
France	2.6	2.5	0.8	0.4	1.4	1.2
Italy	3.9	3.8	0.7	0.3	1.2	1.0
Spain	5.5	4.6	1.4	1.1	1.9	1.9
UK	4.0	4.1	-0.6	-0.7	1.0	0.9
China	3.0	3.0	5.5	5.2	5.0	5.0
Developed Markets	2.6	2.7	1.2	0.7	1.6	1.4
Emerging Markets	3.5	3.1	3.8	4.1	4.3	4.4
World	3.0	3.1	2.4	2.1	2.7	2.9

* Bloomberg consensus

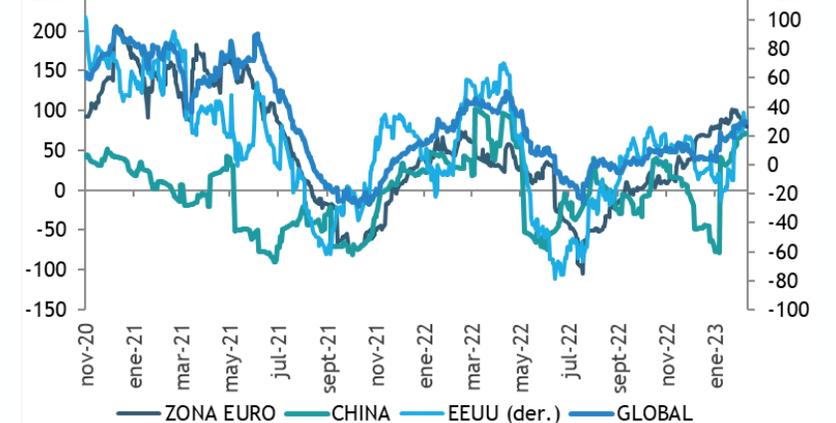
PMI Compuesto Global



Expectativas de crecimiento PIB 2023



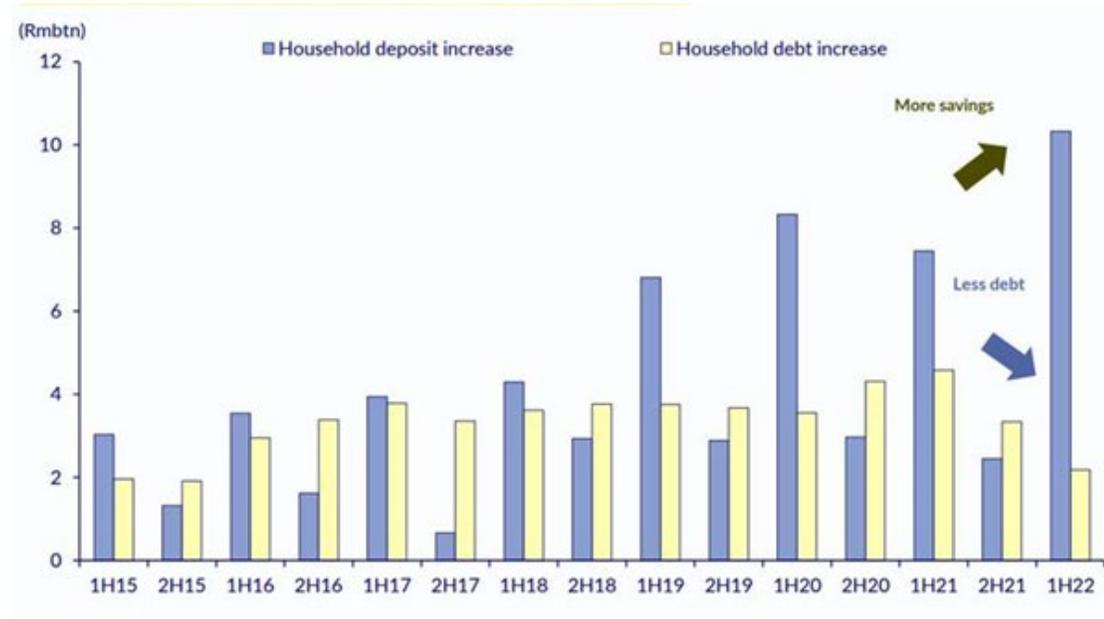
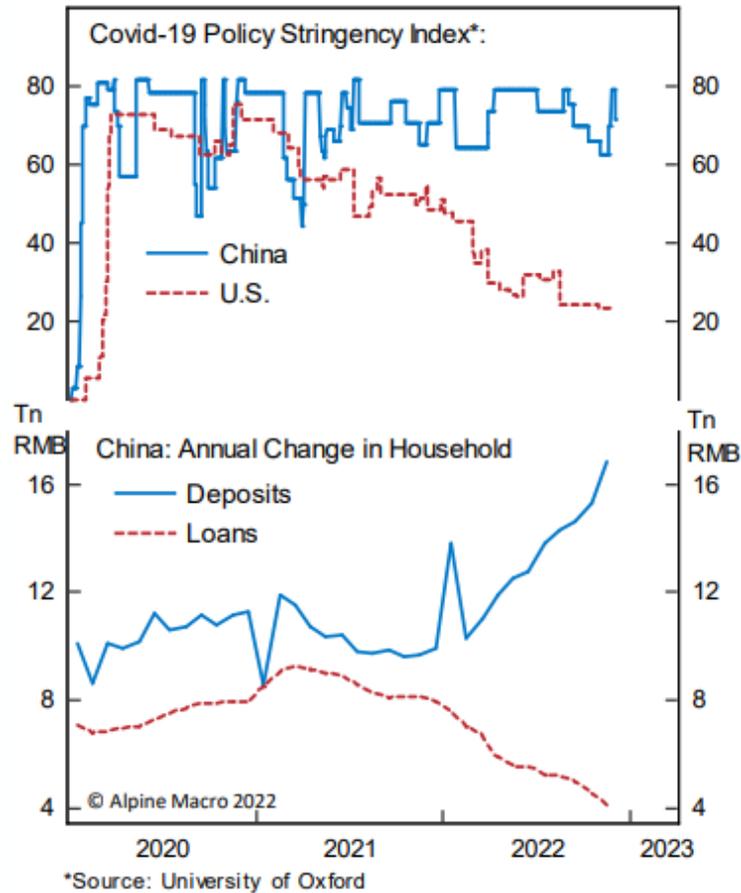
Sorpresa Económicas por Región



China

...Cross check y reportar...

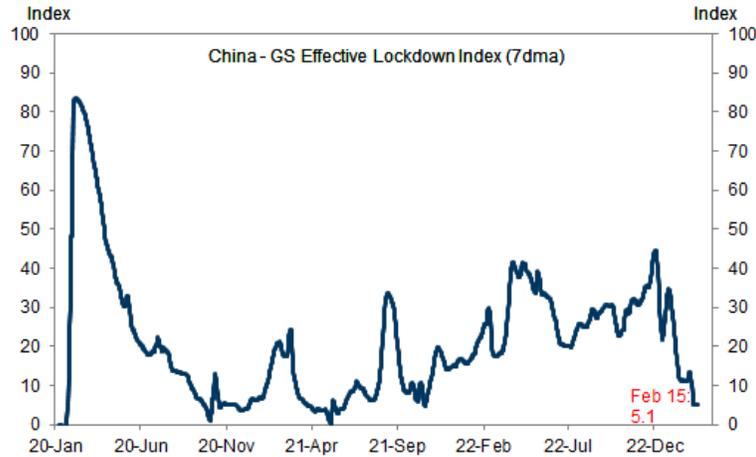
***CHINA TO CUT COVID TO LOWER-THREAT DISEASE CLASS FROM JAN. 8**



China- Avances proceso de reapertura

El presidente Xi instó a tomar medidas más fuertes para impulsar la demanda interna y la inversión

índice de confinamiento efectivo ha caído

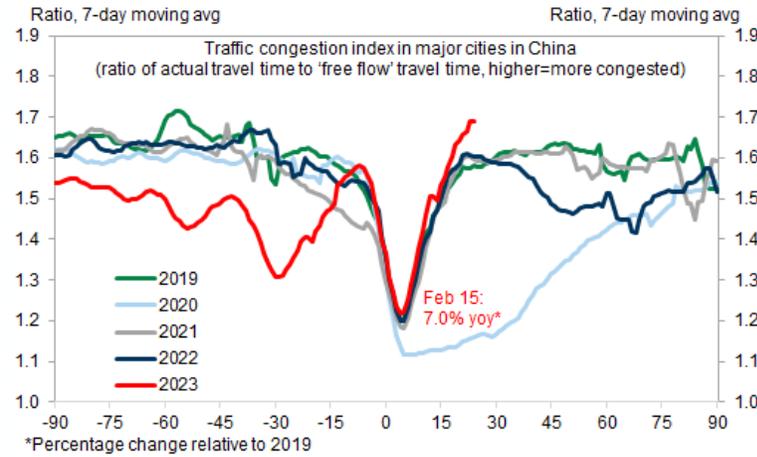


La producción de acero aumentó durante la última semana



*Percentage change relative to the same week in 2022

La congestión del tráfico 7,0 % yoy por encima del nivel de 2019

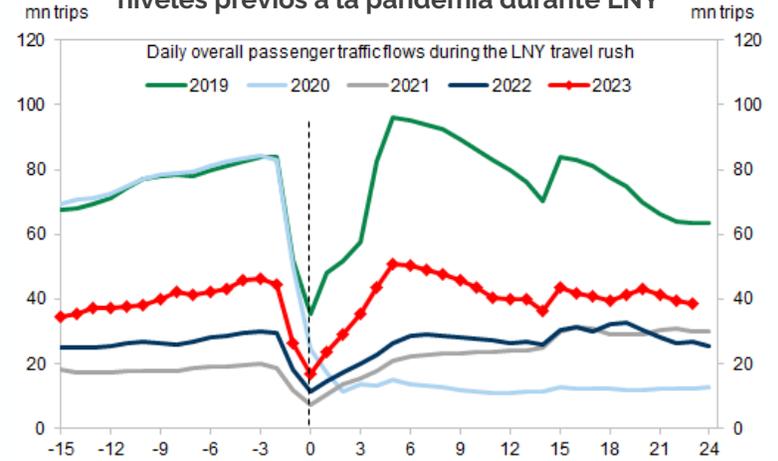


La demanda de acero aumentó durante la última semana debido a la estacionalidad

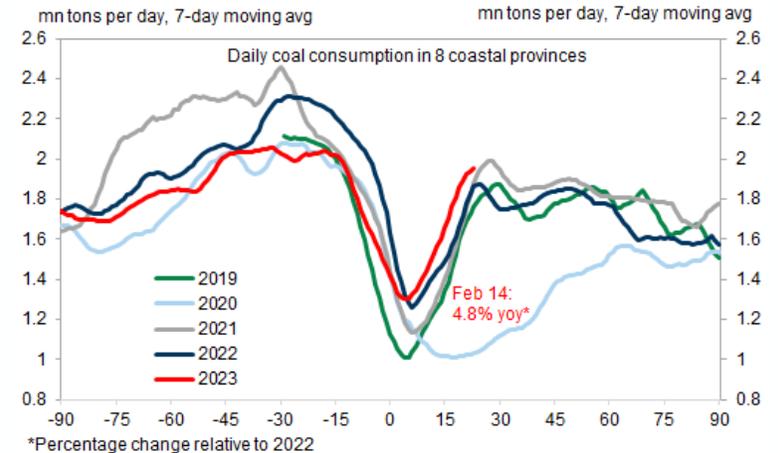


*Percentage change relative to the same week in 2022
If CNY holiday lasts for 2 reporting weeks, assume same inventory changes in both weeks.

Los flujos diarios de tráfico de pasajeros en general (solo cubren el transporte público) estuvieron un 47 % por debajo de los niveles previos a la pandemia durante LNY



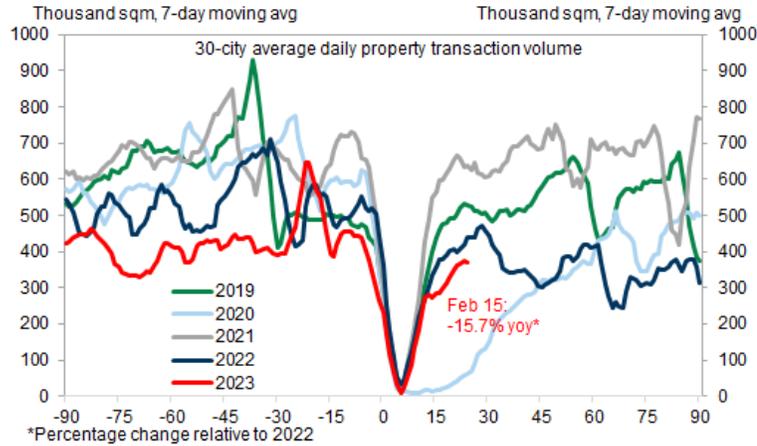
El consumo diario de carbón en las provincias costeras fue un 4,8 % superior al nivel de 2022



China- Avances proceso de reapertura

El presidente Xi instó a tomar medidas más fuertes para impulsar la demanda interna y la inversión

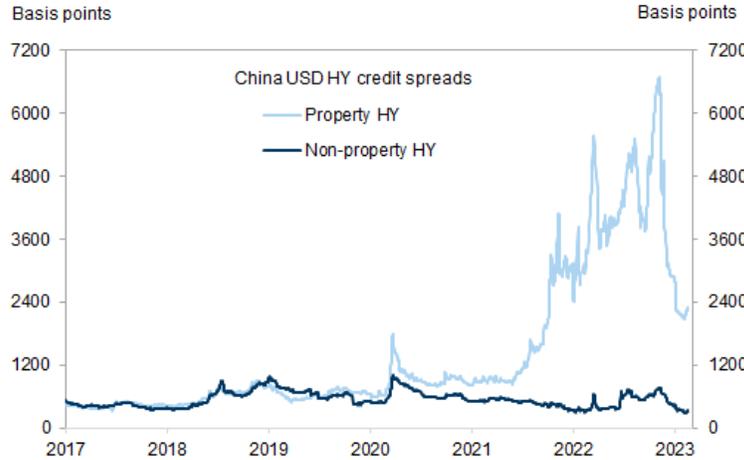
El volumen diario de transacciones inmobiliarias en 30 ciudades estuvo un 15,7 % por debajo del nivel del año pasado



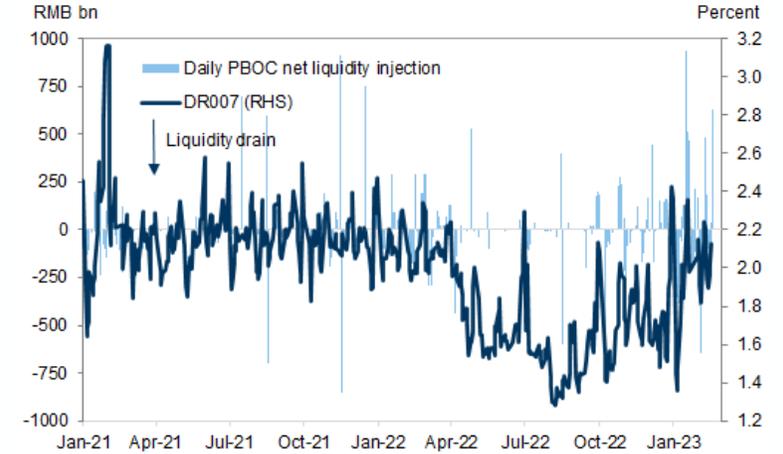
Regulation Barometer



Property HY credit spreads han venido disminuyendo



Hubo una inyección neta de 21.000 millones de RMB durante la semana pasada



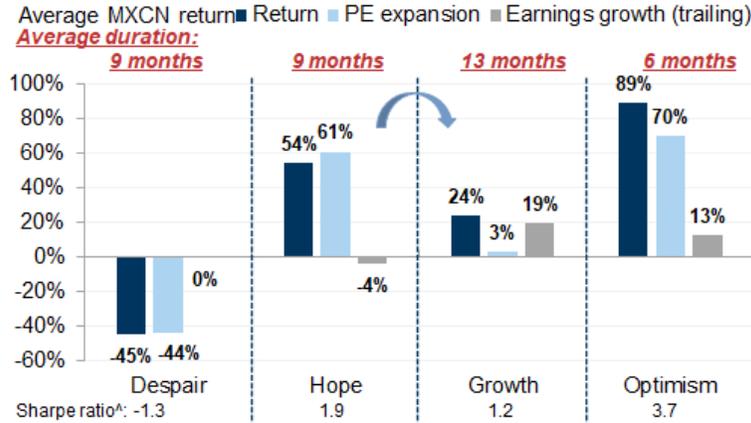
US-China Relations Barometer



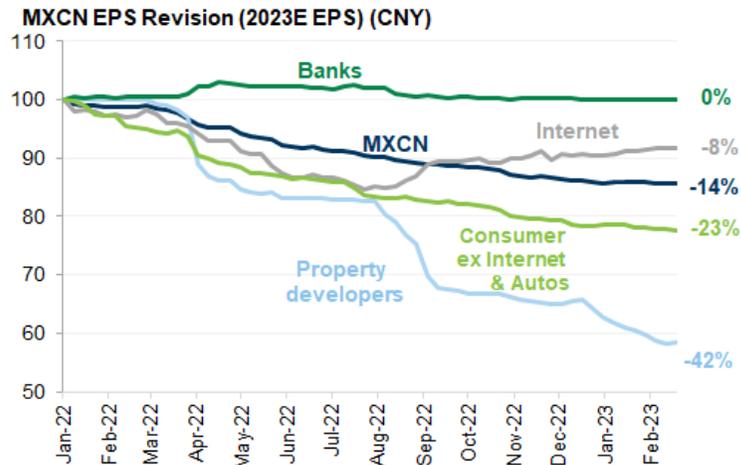
China- Avances proceso de reapertura

El presidente Xi instó a tomar medidas más fuertes para impulsar la demanda interna y la inversión

El ciclo de la renta variable puede pasar a una fase de crecimiento en la que las ganancias suelen ser el principal impulsor de la rentabilidad



Las ganancias del consenso se han estabilizado/tocado fondo en los últimos meses, lideradas por Internet



Los resultados preliminares del cuarto trimestre de las acciones A hasta ahora apuntan a un trimestre decepcionante

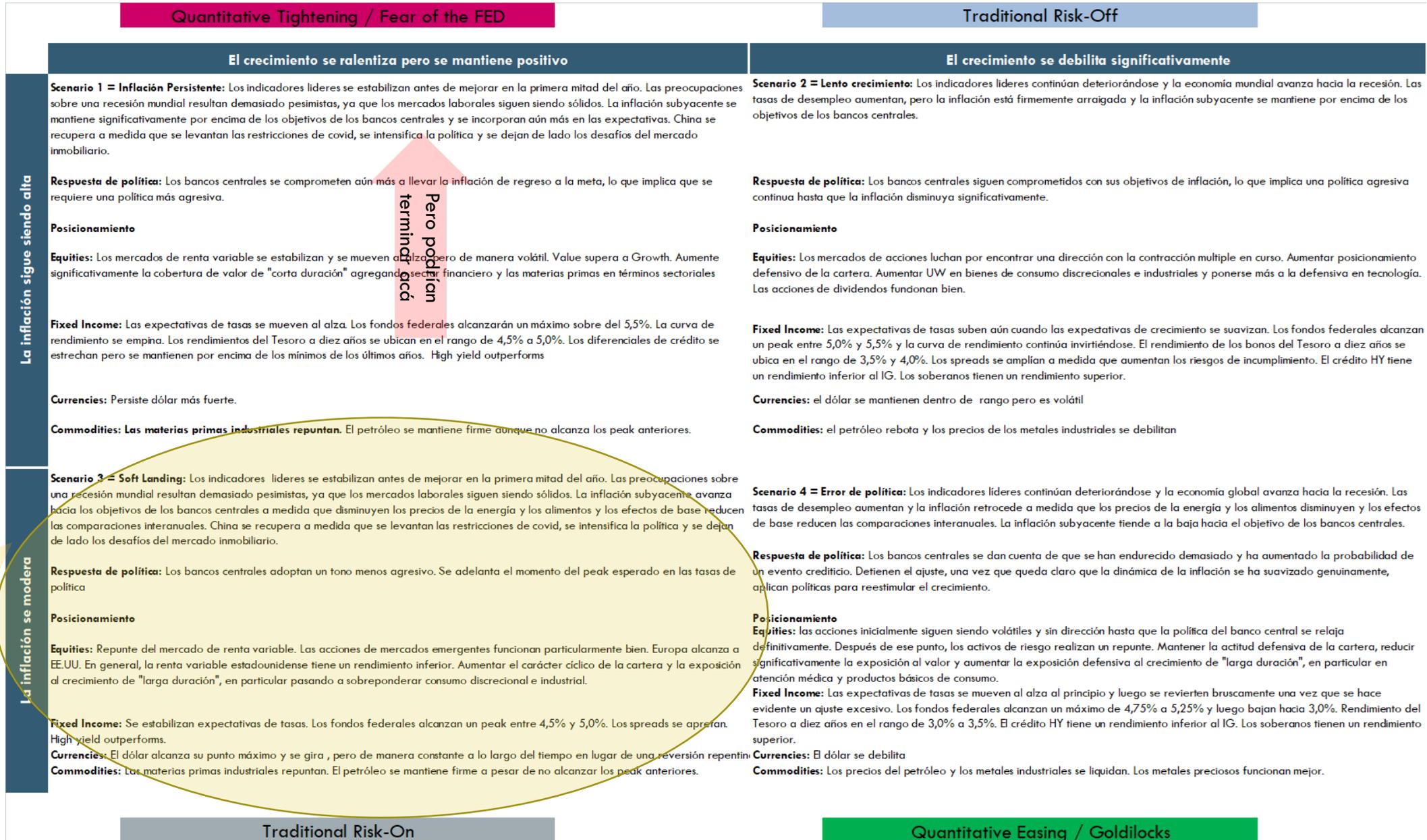
Sectors	China A shares				
	# of cos reported	% mkt cap reported	12M22 earnings growth yoy	% of 22E est.	4Q22 growth yoy
Cons. Disc.	7	2%	-4%	75%	-73%
Cons. Stap.	8	2%	-5%	71%	8%
Comm Svcs	4	2%	0%	67%	-21%
Energy	1	1%	-9%	-	-47%
Financials	27	26%	13%	78%	12%
Banks	19	36%	17%	78%	15%
Brokers	8	10%	-13%	75%	-16%
Health Care	19	7%	36%	82%	36%
Industrials	25	4%	26%	80%	-20%
Info. Tech.	27	5%	28%	78%	-9%
Materials	21	6%	-14%	76%	-41%
Real Estate	3	14%	-3%	58%	-62%
Utilities	10	33%	-1%	75%	-38%
A shares	152	7%	11%	77%	-10%

Las acciones A tuvieron un rendimiento inferior a las off shore, la brecha se ha ido reduciendo después de año nuevo chino

	Index return			
	2022	Since Nov	YTD	After CNY
All A shares	-19%	12%	6%	-1%
A50	-17%	21%	5%	-3%
SHCOMP	-15%	11%	4%	-1%
CSI300	-22%	15%	4%	-4%
ChiNext	-29%	8%	4%	-5%
STAR50	-31%	-2%	3%	-4%
HSCI	-18%	44%	6%	-5%
HSI	-15%	43%	6%	-5%
HSCEI	-19%	44%	6%	-5%
HSTECH	-27%	53%	6%	-4%
MXCN	-22%	45%	7%	-6%
MSCI AC World	-17%	10%	7%	1%

As of Feb 17, 2023

Visión Internacional - Análisis de Escenarios



Pero podrían terminar acá

Hoy los mercados se ubican aquí

Visión Internacional

Internacional - Mercados / Soft Landing

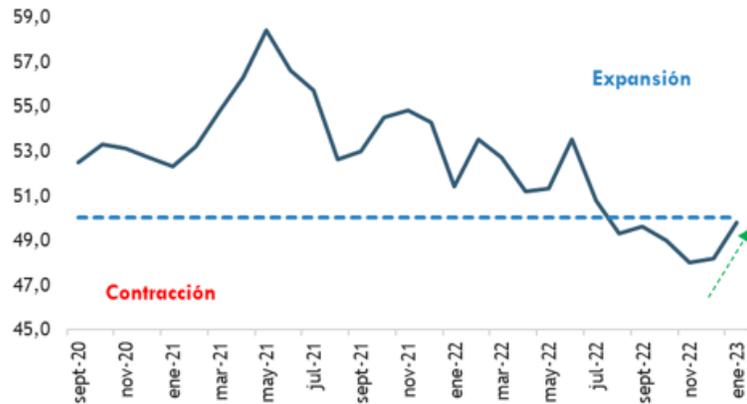
Nuestro mayor cuestionamiento es que un escenario de soft landing ya está en buena medida incorporado en los precios y no vemos muchas razones para que los activos de riesgo sigan subiendo en medio de tasas más altas y el lenguaje todavía agresivo de varios miembros del FOMC

Qué duda cabe.. los mercados vienen operando en los últimos meses en modo "soft landing", que básicamente es un escenario que podemos resumir como:

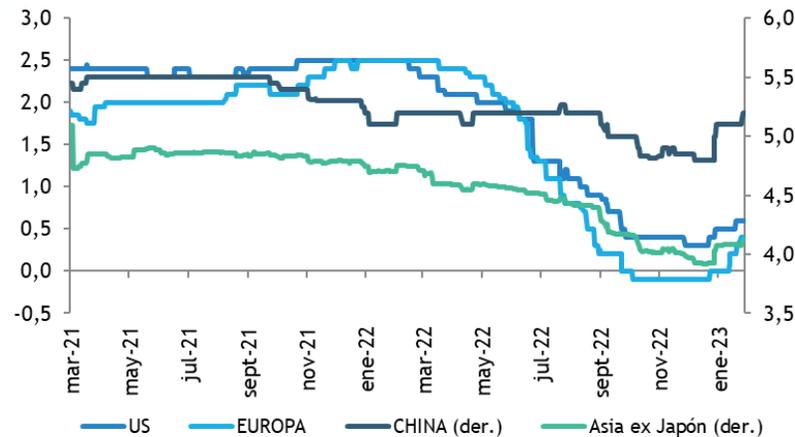
- Los indicadores líderes se estabilizan antes de mejorar en la primera mitad del año.
- Las preocupaciones sobre una recesión mundial resultan demasiado pesimistas, ya que los mercados laborales siguen siendo sólidos.
- La inflación subyacente avanza hacia los objetivos de los bancos centrales a medida que disminuyen los precios de la energía y los alimentos y los efectos de base reducen las comparaciones interanuales.
- China se recupera a medida que se levantan las restricciones de COVID, se intensifica la política (monetaria y fiscal) y se dejan de lado los desafíos del mercado inmobiliario.

Los datos recientes respaldan una **disminución de los riesgos de recesión a corto plazo**, que son visibles por ejemplo a través de las encuestas de PMIs, con una mejora en los pedidos complementada por un aumento del empleo y una caída de la inflación, así también en que los datos económicos en las distintas regiones han estado sorprendiendo en general al alza.

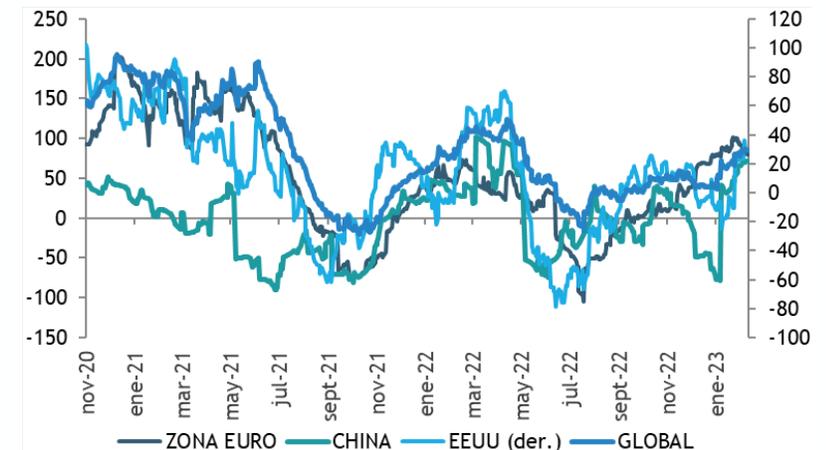
PMI Compuesto Global



Expectativas de crecimiento PIB 2023



Sorpresas Económicas por Región



Visión Internacional

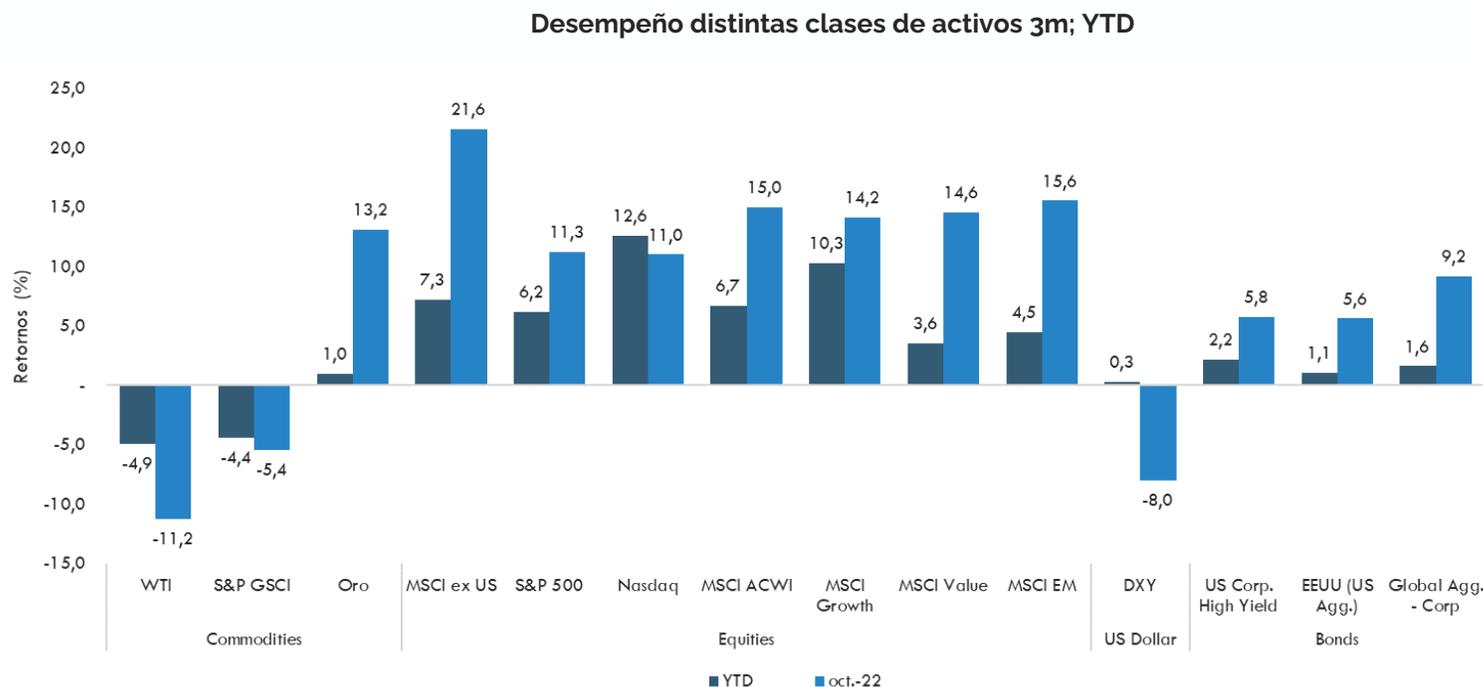
Internacional - Mercados / Soft Landing

En este escenario, la respuesta de política se caracteriza por bancos centrales que adoptan un tono menos agresivo y el mercado adelanta el peak esperado en las tasas de política. ver <https://www.fynsa.com/newsletter/politica-monetaria-ee-uu-mas-cerca-del-fin-del-ciclo-de-ajuste/>

Por cierto, este un escenario positivo para los activos de riesgo:

- Propicia un repunte del mercado accionario, donde los activos emergentes funcionan particularmente bien y los activos ex US superan a los activos US.
- El posicionamiento es más cíclico y los sectores de crecimiento superan a los sectores de valor.
- Los spreads corporativos se comprimen y la deuda HY supera a IG
- El dólar se debilita y los commodities se aprecian

Y si observan el desempeño de los distintos mercados desde los mínimos de octubre y en lo que va de 2023, es justamente lo que hemos obtenido, con la notable excepción de las materias primas que han sorprendido a la baja.



Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg. Datos al 17 de febrero de 2023

Visión Internacional

Internacional – Estrategia / Seguimos recomendando sobre ponderar activos menos sensibles a las tasas, como efectivo, sectores value, acciones internacionales y activos reales.

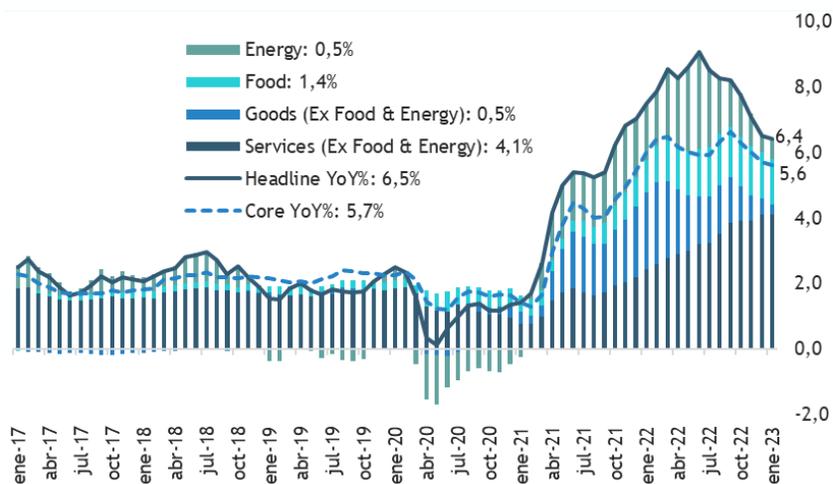
La última semana abordamos lo que significa un escenario de soft landing tanto en términos económicos, como en el desempeño de las distintas clases de activos (ver [AQUÍ](#)) y que, si bien es un escenario pro-riesgo, creemos que buena parte de aquello ya está incorporado en los niveles de valorización actual del mercado.

Nuestras mayores aprehensiones están en una trayectoria esperada todavía al alza en las tasas de interés, un lenguaje todavía “agresivo” por parte de varios miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) y la duda razonable de que tan rápido evolucionará el “proceso des inflacionario” en curso.

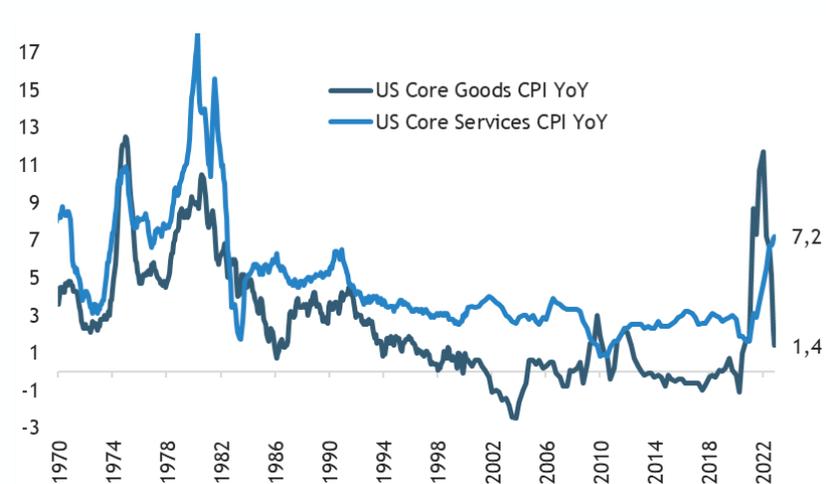
Avancemos hasta esta semana y la serie de datos económicos recientes y nuevas intervenciones de miembros del FOMC, dejan más dudas que certezas respecto al proceso des inflacionario.

Los datos de precios al consumidor de esta semana en EE. UU., si bien siguieron mostrando una moderación en las lecturas interanuales de inflación, también dejan entrever que esa moderación puede estar siendo menos rápida de lo esperado. La tasa general se desaceleró a 6.4% en enero, por debajo del 6.5% en diciembre, pero más alta que el 6.2% esperado y el IPC subyacente, también se desaceleró menos de lo esperado. En términos generales lo que seguimos viendo es una desinflación aun concentrada en el mercado de bienes, pero con una inflación de servicios que sigue siendo fuerte, a la espera de que la inflación de alquileres comience a moderarse más adelante en el año.

EEUU. Componentes IPC (%)



EE. UU. IPC subyacente bienes y servicios (yoy %)



Visión Internacional

Internacional – Estrategia / Seguimos recomendando sobre ponderar activos menos sensibles a las tasas, como efectivo, sectores value, acciones internacionales y activos reales.

Nadie discute que la inflación seguiría mostrando variaciones interanuales más bajas en los próximos meses, favorecidas por altas bases de comparación, **pero entendamos que la lógica del soft landing asume una rápida convergencia de la inflación hacia los objetivos de los bancos centrales y no se llegará de manera sostenible al 2% de inflación cuando se tiene un mercado laboral tan ajustado.**

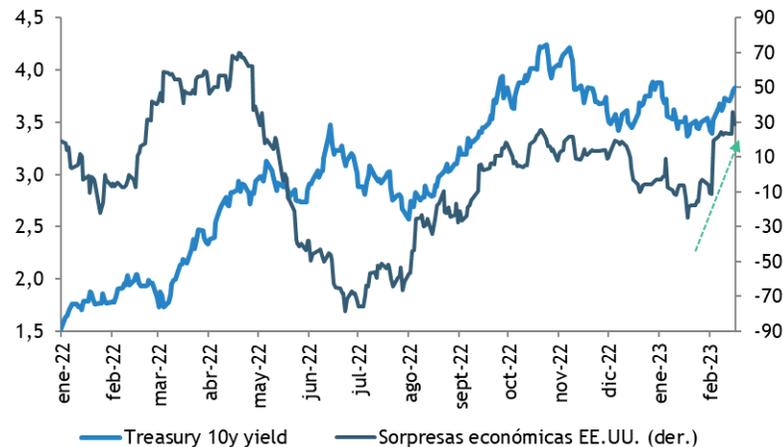
Sumado a los datos de precios al consumidor, los precios al productor sorprendieron al alza, las ventas minoristas del mes de enero fueron particularmente fuertes y los datos del mercado laboral siguen siendo sólidos. **En términos simples, los datos económicos de las últimas semanas han sorprendido mayoritariamente al alza, dando cuenta de una economía y en particular una demanda, que se mantiene bastante resiliente.**

Por supuesto, esto ha seguido ejerciendo presión al alza sobre las tasas de mercado (las tasas del tesoro a 10 años ya se acercan nuevamente al 4%) **y las expectativas de la tasa terminal de fondos federales ya se cotiza cercana a 5,5%, esos son 50 pb más que hace apenas unas semanas**

Una tasa terminal en esos niveles no debería ser tan sorprendente, porque básicamente es lo que ofreció la FED en sus proyecciones de diciembre, **pero para un mercado que venía muy fuera de precio e incluso incorporando recortes de tasas en el segundo semestre de este año, explica el fuerte ajuste al alza en las tasas de mercado en las últimas semanas.**

Y las expectativas de inflación implícitas en el mercado de bonos están comenzando a recuperarse nuevamente.

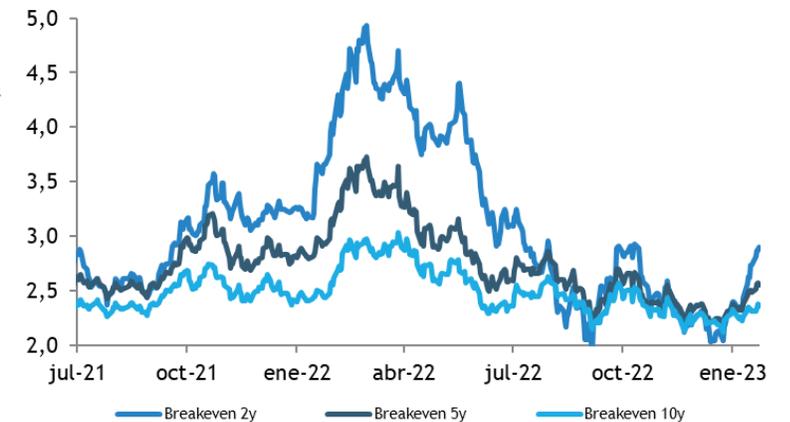
Sorpresas económicas US vs tasas de interés



Fed Terminal Effective Rate (%)



US Breakeven de inflación



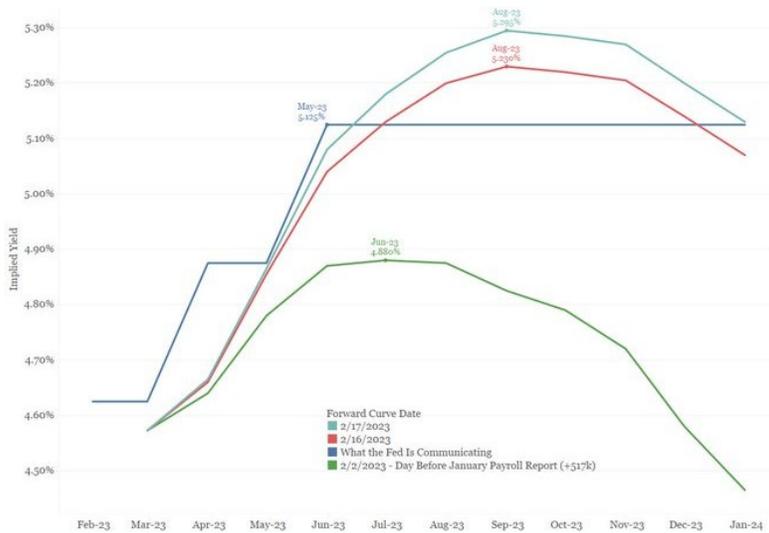
Visión Internacional

Internacional – Estrategia / Seguimos recomendando sobre ponderar activos menos sensibles a las tasas, como efectivo, sectores value, acciones internacionales y activos reales.

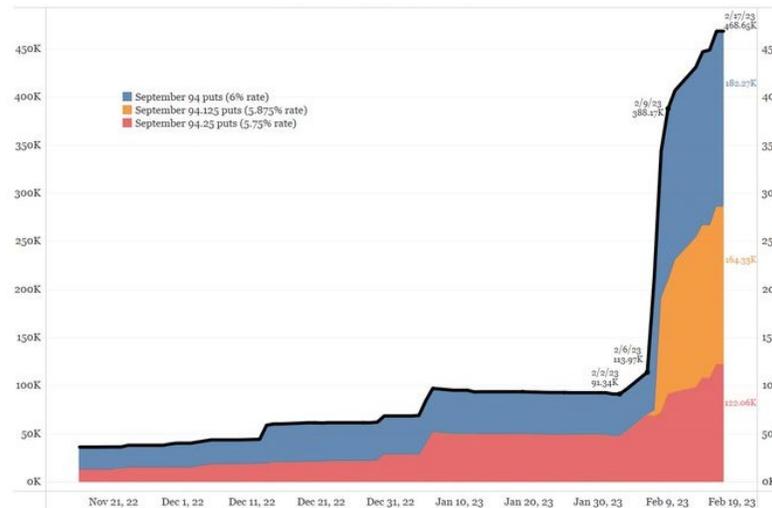
Y por primera vez en este ciclo, el mercado está valorando más aumentos que la Reserva Federal, y los operadores de opciones han estado acumulando apuestas con un objetivo del 6%. Para septiembre.

¿Y por qué cree el mercado que la Fed puede subir muy por encima del 5,25 %? Desde el 2 de febrero, los puntos los breakeven de inflación a 1 año están aumentando, divergiendo con los precios del petróleo, por lo que se trata de algo más que precios más altos de la gasolina. La inflación "persistente" significa que la Fed no es "suficientemente restrictiva" al 5,25%.

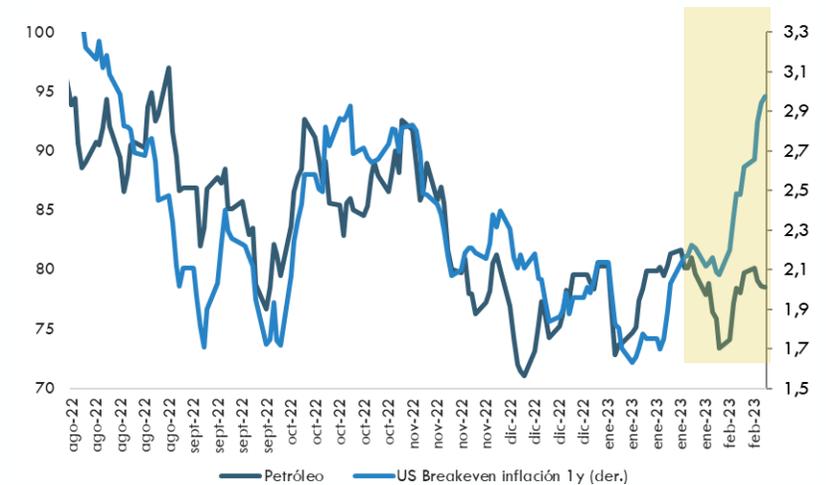
Por primera vez en este ciclo, el mercado está valorando MÁS aumentos que la Reserva Federal.



Los mercados de opciones apuestan a que la Reserva Federal alcance un objetivo del 5,75 % - 6,00 % para SEPTIEMBRE



Expectativas de inflación 1y vs Precios del petróleo



Visión Internacional

Internacional – Estrategia / Seguimos recomendando sobre ponderar activos menos sensibles a las tasas, como efectivo, sectores value, acciones internacionales y activos reales.

¿Dónde pueden entonces empezar a complicarse más las cosas? Que los datos económicos más fuertes y una moderación menos rápida de la inflación pueden terminar inclinando la balanza a un FED más agresiva. Recuerde que el propio presidente Powell a destacado en más de una oportunidad que a la FED le preocupa “el riesgo de hacer muy poco”, mientras que “el riesgo de apretar demasiado” parece menos preocupante, ya que tienen herramientas que funcionarían en ese caso. **Y que el peak de la tasa de fondos federales podría ser mayor, particularmente si el mercado laboral se mantiene fuerte.**

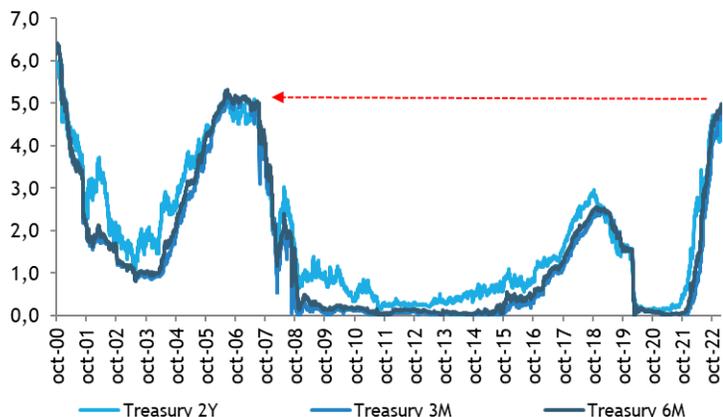
Pues bien, dos intervenciones de miembros de FOMC llamaron la atención esta semana, la presidenta del Banco de la Reserva Federal de Cleveland, Loretta Mester, **que dijo que había visto un “caso económico convincente” para el despliegue de otra alza de 50 puntos básicos en febrero**, y la del presidente de la Reserva Federal de St. Louis, James Bullard, **quien dijo que no descartaba apoyar un aumento de medio punto porcentual en la reunión de la Fed de marzo, en lugar de un cuarto de punto.**

Con todo, dada la incertidumbre que persiste sobre la inflación y tasas de interés, en términos de estrategia seguimos recomendando sobre ponderar activos menos sensibles a las tasas, como efectivo, sectores value, acciones internacionales y activos reales.

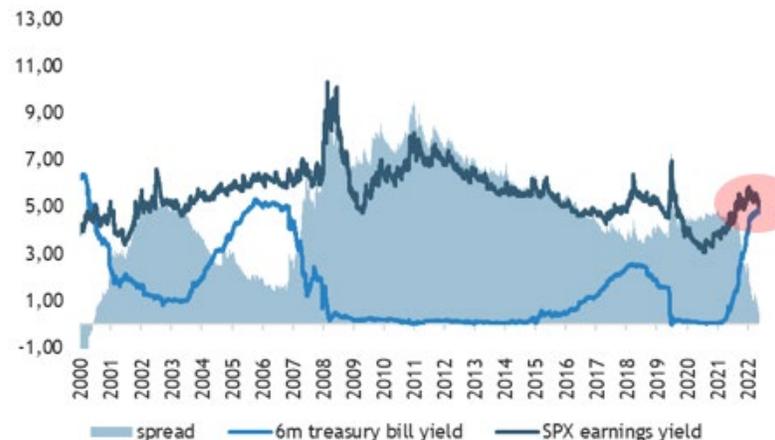
En particular aumentar la exposición a “efectivo” puede ser una buena alternativa. Tasas libres de riesgo en la parte corta de la curva soberana se han vuelto particularmente atractivas y pueden aportar no solo “yield” (un treasury Bill de 6m ya se acerca la 5%), y diversificación, sino también menos volatilidad a la cartera, en momentos en que las valorizaciones no son particularmente atractivas en los activos tradicionales.

Las tasas soberanas en la parte corta de la curva se han vuelto “bastante competitivas” frente a la yield que ofrece tanto la renta variable como la renta fija

Tasas soberanas US hasta 2 años



Tasas soberanas US hasta 2 años



US Corporate IG yield vs Treasury Bill yield 3m (%)

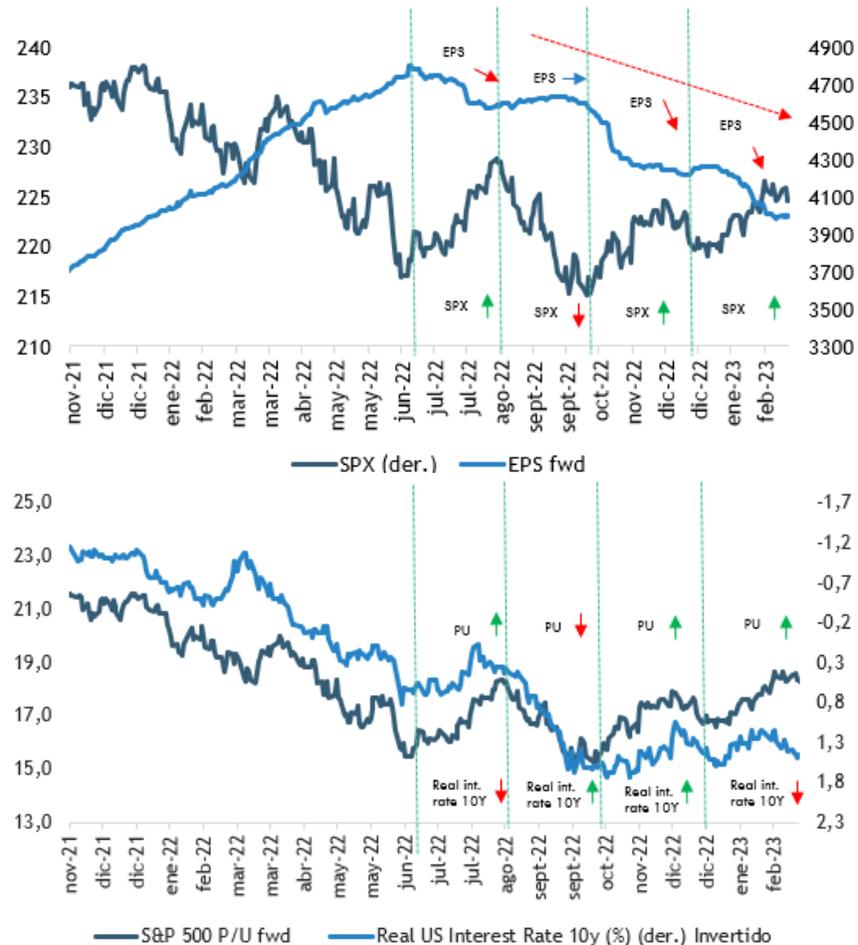


Visión Internacional

Internacional – Estrategia / Seguimos recomendando sobre ponderar activos menos sensibles a las tasas, como efectivo, sectores value, acciones internacionales y activos reales.

Finalmente ... ¿Cuanto puede sostenerse la recuperación de la renta variable en particular en EE.UU., con revisiones más a la baja en las utilidades esperadas y mayores tasas de interés que ponen presión sobre valorizaciones que no son particularmente atractivas?

S&P 500. Precio vs EPS (panel superior); Múltiplo P/U vs Tasas reales (panel inferior)



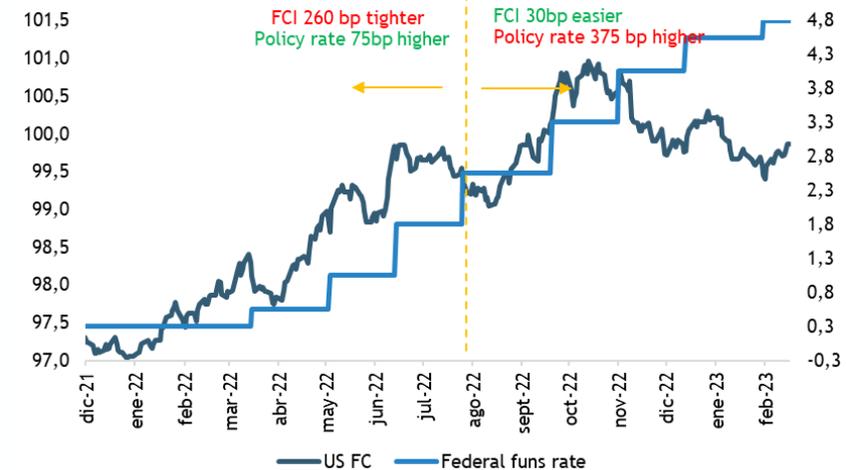
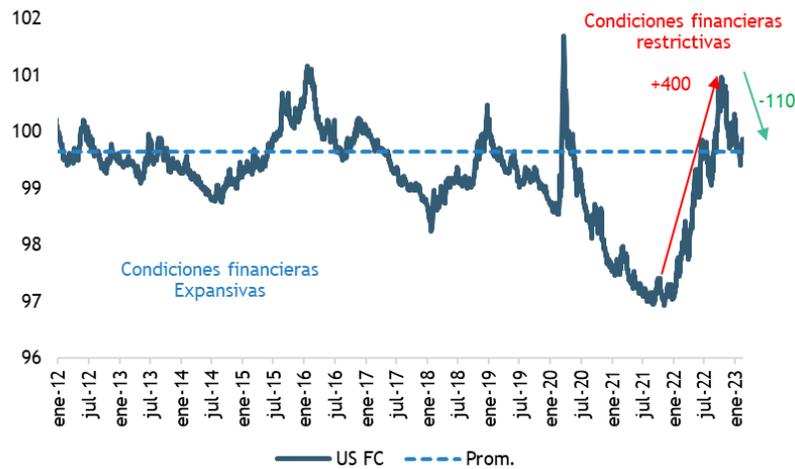
Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg

Condiciones Financieras

Las condiciones financieras se han estado aliviando, lo que conspira con el objetivo de mantener bien ancladas las expectativas de inflación

- Un cambio de índice de 1 punto en el FCI equivale a un cambio inesperado de 100 puntos bases en la tasa de fondos federales, que tiene alrededor de un 1 punto porcentual en el PIB después de un año.
- Los funcionarios de las FED ya se han mostrado reacios a recortar las tasas antes de tiempo debido a la preocupación de un paso en falso como la flexibilización en la década de 1970, como también se han mostrado incómodos con el alivio reciente de las condiciones financieras (que conspira con el objetivo de mantener bien ancladas las expectativas de inflación). Las condiciones financieras en EE. UU. se encuentran en los mismos niveles del mes de julio a pesar de que la FED ha subido 375 pb adicionales las tasas de interés desde entonces.

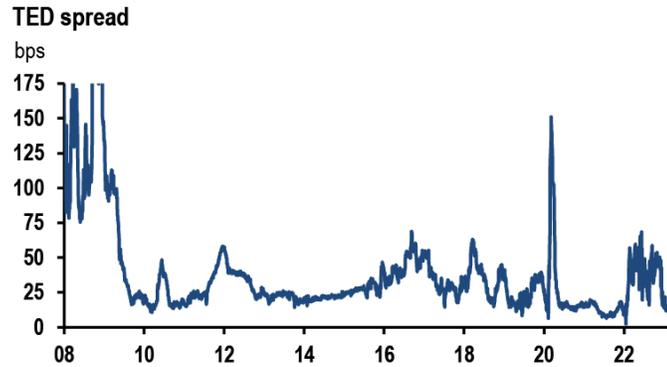
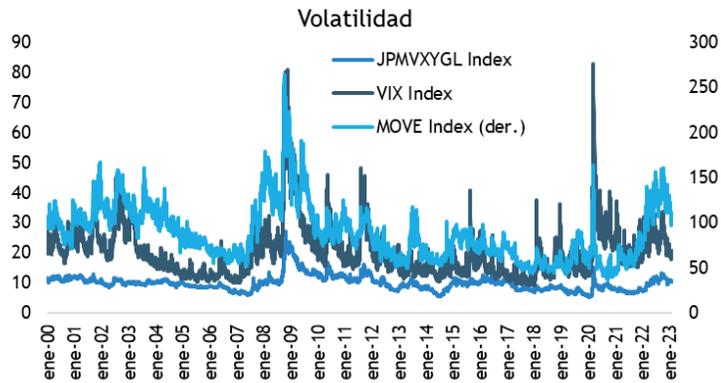
GS US Financial Conditions Index



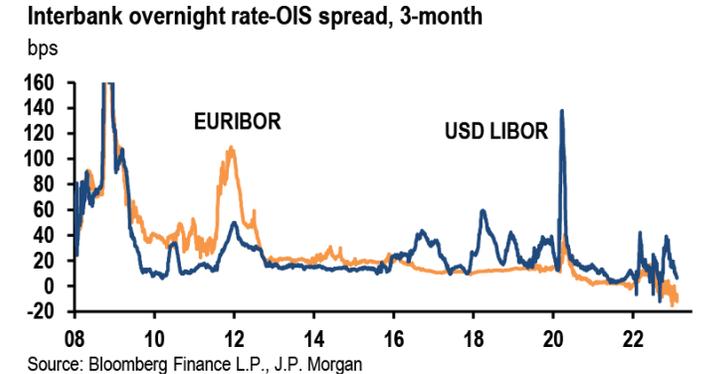
Condiciones Financieras

Las condiciones financieras se han estado aliviando, lo que conspira con el objetivo de mantener bien ancladas las expectativas de inflación

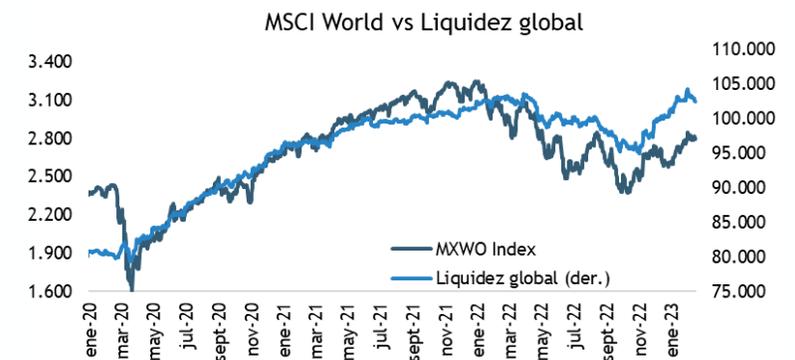
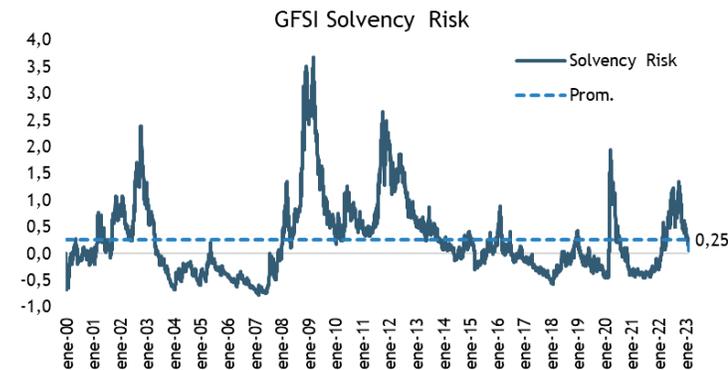
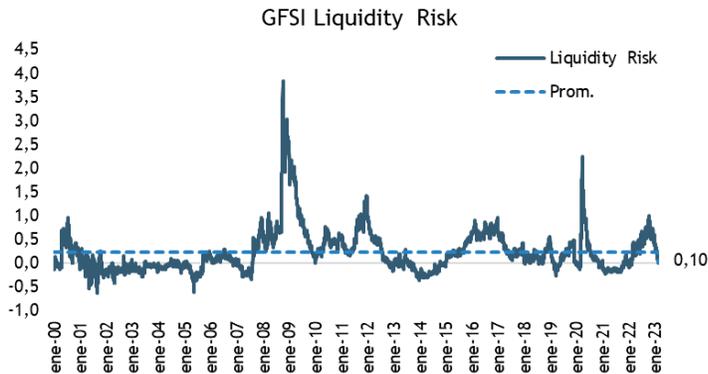
- Las condiciones financieras en EE. UU. se encuentran en los mismos niveles del mes de julio a pesar de que la FED ha subido 375 pb adicionales las tasas de interés desde entonces



Source: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan



Source: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan



Riesgos de recesión

Los datos de la economía real y activos muestran una menor probabilidad de recesión a corto plazo

- La creciente preocupación por los choques inflacionarios persistentes se ha combinado con noticias de una Reserva Federal más agresiva y un sentimiento decreciente, ha llevado al mercado a incorporar una probable recesión. **Aunque esos riesgos han disminuido para el corto plazo**
- En total los riesgos de recesión de EE. UU. A 12 se ubican en torno al 50%
- La probabilidad implícita de recesión en distintos activos se han moderado en los últimos 3 meses

One year recession risk details

Probabilities of US recession within 1 year from economic indicators

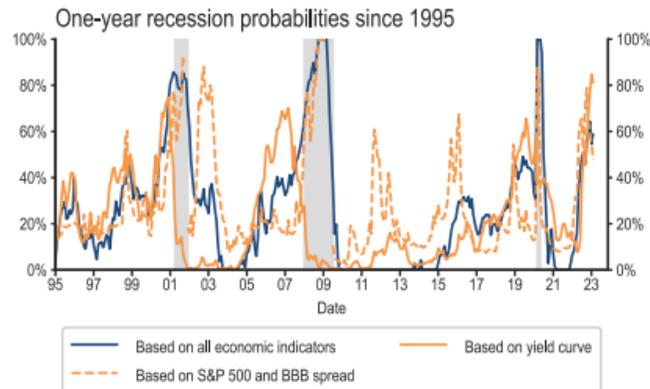
Indicator(s)	Current level	Implied 1-year recession probability	Level at 50% recession probability
Historical average unconditional probability		18%	
Consumer sentiment	53.6	36%	51.3
Nonmanufacturing sentiment	53.0	50%	53.0
Manufacturing sentiment	48.2	61%	51.4
Residential building permits	1317.0	72%	1485.6
Auto sales	15.7	10%	12.6
Payrolls	356.0	33%	296.0
Unemployment rate	3.5	16%	4.5
Initial claims	193.0	2%	309.1
Senior loan officer opinion survey	48.5	100%	15.9
All near-term economic indicators above		51%	
Background risk indicators		43%	
All economic indicators		59%	

Probabilities of US recession within 1 year from financial indicators

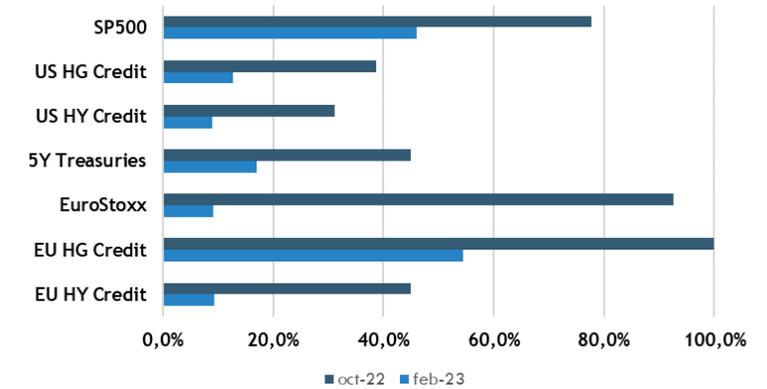
Indicator(s)	Current level	Implied 1-year recession probability	Level at 59% recession probability
S&P 500 drawdown from peak (%)	-12.5	47%	-16.6
A/BBB bond spread (bp)	156.2	28%	257.9
Yield curve (10yr minus 3mo, bp)	-98.0	81%	-13.2
S&P and spread together		48%	
S&P, spread, and yield curve		95%	
All financial and near-term economic		80%	
All financial and all economic		77%	

Source: J.P. Morgan. S&P 500 is drawdown from the peak monthly average. Bond spread enters model as deviation from two-year average.

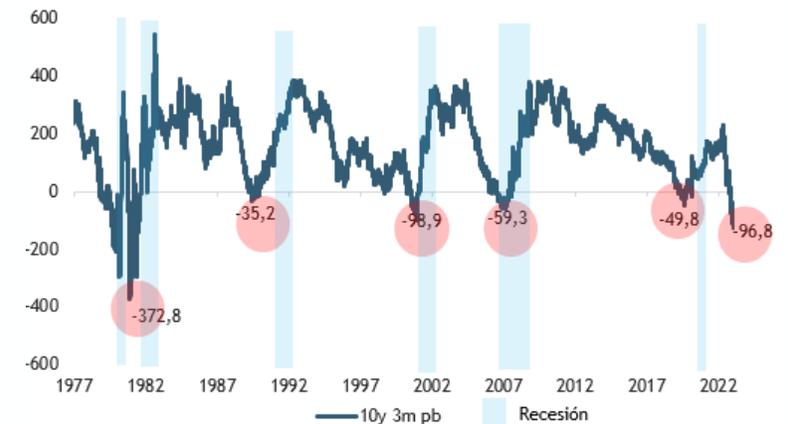
Source: J.P. Morgan. "Historical average unconditional probability" is the historical average probability of a recession starting within 12 months when beginning in an expansion, unconditional on any data. All other probabilities are based on regression models. Indicators enter the models as the deviation from their two-year average, and the sample is 1955-present excluding the periods from 7 months after the beginning of a recession to 18 months after the end, except for the SLOOS, which is a weighted average of the standards indexes for C&I; and CRE loans, 1990-present. Indicators are backcast based on related series where necessary to extend the sample back to 1955. The sentiment indicators are composites of multiple series. "Residential building permits" is single-family permits plus the 3-month average of multi-family permits. "Payrolls" is the 3-month average of nonfarm payroll gains. "All near-term economic indicators above" is the probability from a model based on the first principal component of the indicators in the table. "Background risk indicators" is the one-year probability from a model based on the first principal component of our medium-run recession indicators. "All economic indicators" is the probability from a model including the first principal component of our near-term indicators and the first component of the medium-term indicators.



Probabilidad de Recesión según distintos mercados



Pendiente de la curva de rendimiento

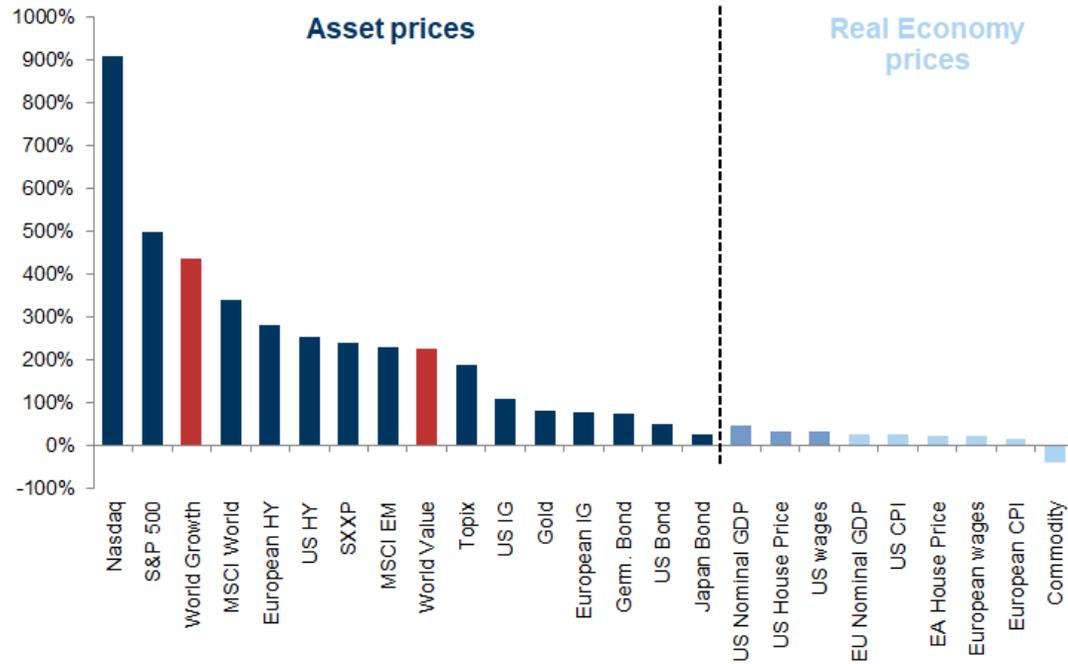


Cambio estructural en términos de posicionamiento

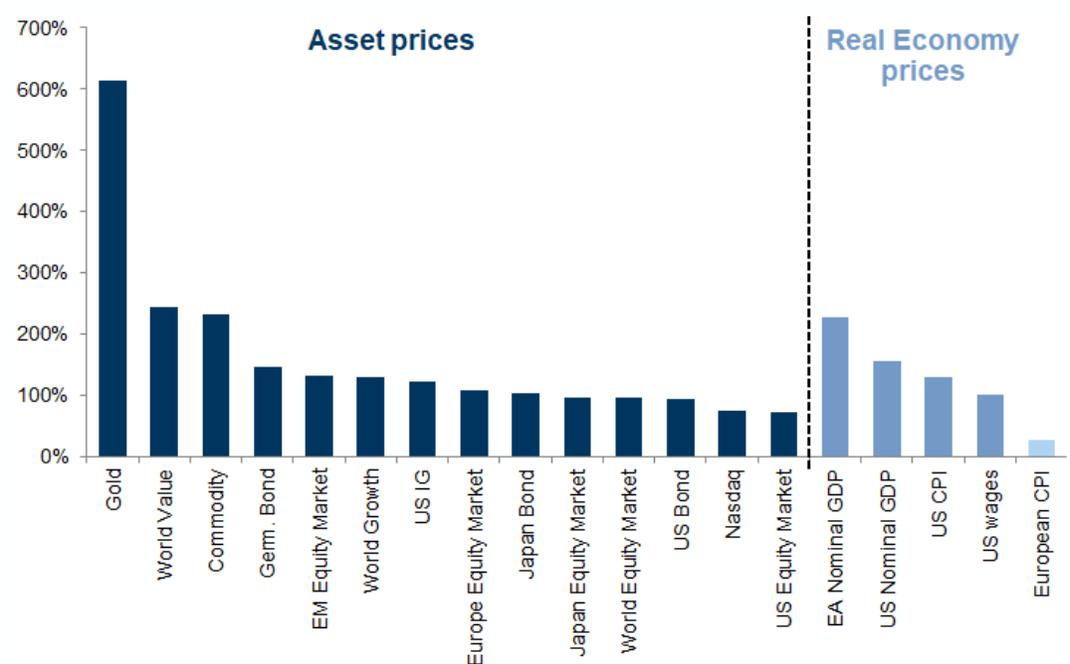
Escenario esperado ¿ en que activos posicionarse?

- El contraste con la década de 1970 es interesante. Como muestra el Gráfico a la derecha, la inflación en la economía real fue más alta que los rendimientos de la mayoría de los activos financieros. Los activos financieros con mejor rendimiento fueron el oro, las acciones "Value", las materias primas y los mercados emergentes. Los activos con el peor rendimiento relativo fueron el Nasdaq y los EE.UU.
- Si bien un cambio hacia la inflación del tipo de la década de 1970 parece poco probable, si vemos que un nuevo aumento gradual de las expectativas de inflación y de la tasa de los bonos a lo largo del ciclo, respalde que las clases de activos "ganadores", tanto en términos sectoriales como regionales, cambien de manera radical con respecto al período entre crisis.

Desempeño de activos y variables económicas en el periodo entre crisis.



Desempeño de activos y variables económicas un período más similar al escenario esperado.



Cambio estructural en términos de posicionamiento

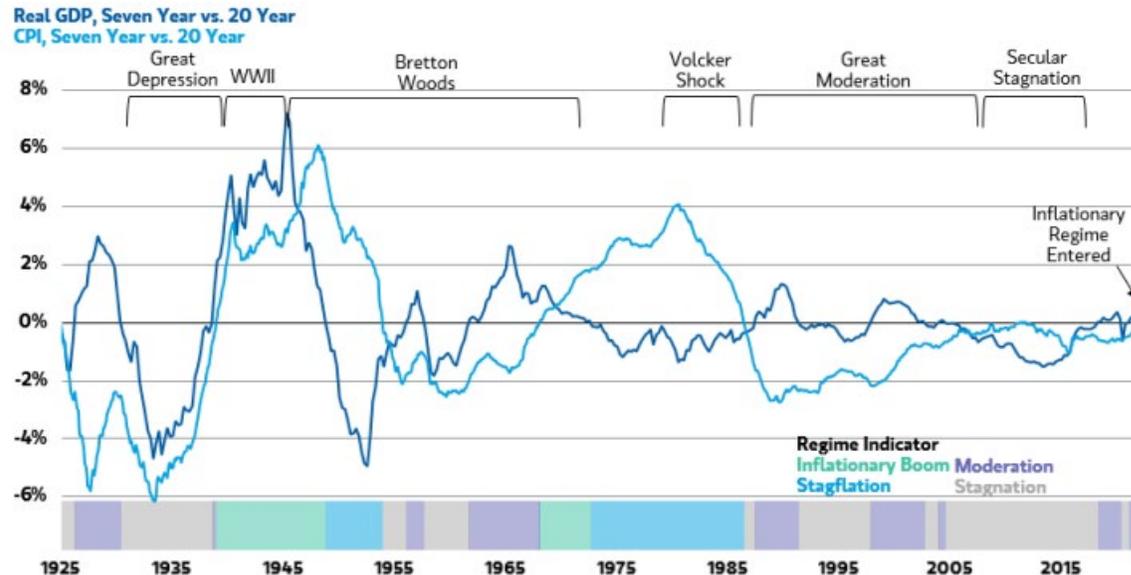
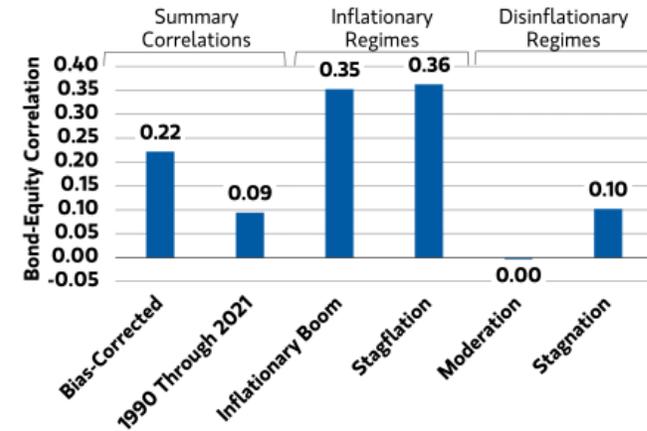
El dominio reciente de los regímenes des inflacionarios no es representativo de la historia

El régimen económico de las últimas décadas se ha caracterizado por un bajo crecimiento y desinflación. Es probable que elaborar suposiciones únicamente a partir de este período genere una serie de distorsiones, **incluida la sobreestimación de la capacidad de la renta fija para reducir el riesgo de la cartera a través de una menor volatilidad y diversificación**

	Accelerating Growth 7 Year > 20 Year	Slowing Growth 7 Year < 20 Year
Accelerating Inflation 7 Year > 20 Year	Inflationary Boom	Stagflation
Slowing Inflation 7 Year < 20 Year	Moderation	Stagnation

Note: Accelerating and slowing trends are identified by comparing the geometric average rate over a seven-year horizon with that over a 20-year horizon.

Source: Morgan Stanley Wealth Management Global Investment Office



Note: CPI as of Dec. 31, 2022; regime indicator and GDP as of Sept. 30, 2022.

Source: Ibbotson, Bloomberg, US Bureau of Labor Statistics, US Federal Reserve, Morgan Stanley Wealth Management Global Investment Office

Fuente: Fynsa Estrategia; Morgan Stanley

Estrategia RFI



Tasas Base y Expectativas

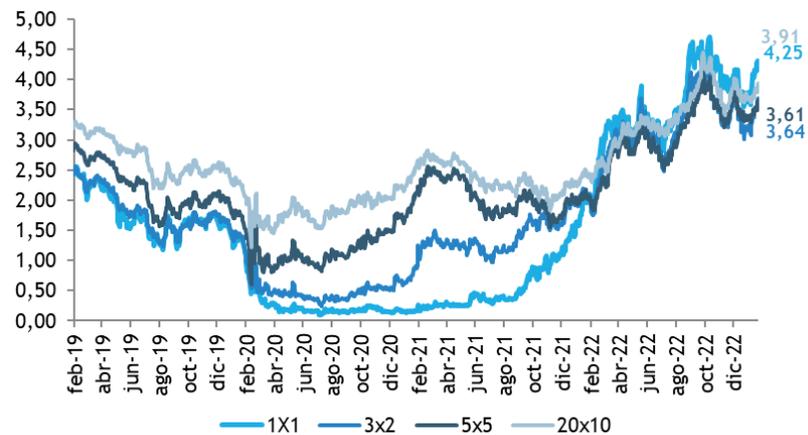
El enfriamiento de la inflación estadounidense aboga por una reducción del ritmo de alzas, no de los niveles de los rendimientos.

- Los rendimientos soberanos se recuperan con fuerza tras los sólidos datos laborales en EE.UU.
- Tasa terminal de fondos federal ya supera el 5,0%
- La curva de rendimiento sigue profundamente invertida

Expectativas para tasa terminal de fondos federales



Fwd de tasas



US Seguimiento Tasas Base

	3 Meses	6 Meses	2 Años	5 Años	10 Años	30 Años
Var 30D Pb.	↑ 15,3	↑ 22,8	↑ 53,4	↑ 59,2	↑ 45,3	↑ 34,4
Var 90D Pb.	↑ 55,9	↑ 40,3	↑ 8,4	↑ 2,2	↓ -0,6	↓ -4,4
Var 7D Pb.	↑ 5,6	↑ 11,6	↑ 10,0	↑ 10,8	↑ 9,0	↑ 6,6
Var 1D Pb.	↑ 0,8	↑ 1,9	↓ -2,3	↓ -4,2	↓ -3,8	↓ -3,2
Hoy	4,791%	5,016%	4,617%	4,031%	3,823%	3,882%
7D	4,735%	4,900%	4,517%	3,923%	3,732%	3,816%
1M	4,638%	4,788%	4,083%	3,439%	3,370%	3,538%
3M	4,232%	4,613%	4,533%	4,009%	3,829%	3,926%
12M	0,365%	0,654%	1,521%	1,919%	2,038%	2,345%

Pendiente de la curva 10y2y

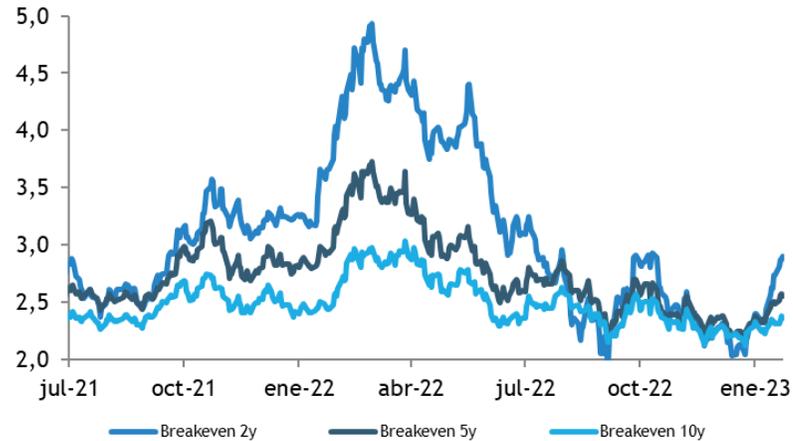


Breakeven de Inflación y Tasas Reales

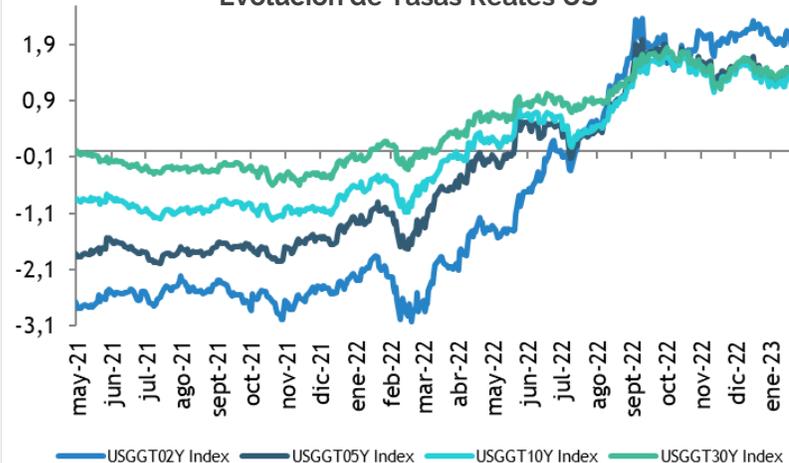
Y las tasas reales se afianzan en terreno positivo.

- Las expectativas de inflación se recuperan
- Tasas reales operan todavía dentro del rango reciente

Evolución de Breakeven de Inflación US



Evolución de Tasas Reales US



US Seguimiento Breakeven Inflación

	1 Año	2 Años	5 Años	10 Años	30 Años
Var 30D Pb.	↑ 134,5	↑ 85,4	↑ 42,2	↑ 24,5	↑ 17,1
Var 90D Pb.	↑ 102,7	↑ 53,5	↑ 24,9	↑ 9,8	↓ -2,0
Var 7D Pb.	↑ 47,5	↑ 16,2	↑ 4,6	↑ 3,0	↑ 3,0
Var 1D Pb.	↑ 12,0	↑ 2,3	↓ -1,9	↓ -1,1	↓ -1,9
Hoy	3,095%	2,898%	2,553%	2,366%	2,335%
7D	2,620%	2,736%	2,507%	2,336%	2,305%
1M	1,750%	2,045%	2,131%	2,121%	2,164%
3M	2,068%	2,363%	2,304%	2,268%	2,355%
12M	4,519%	3,576%	2,915%	2,468%	2,207%

US seguimiento Tasas Reales

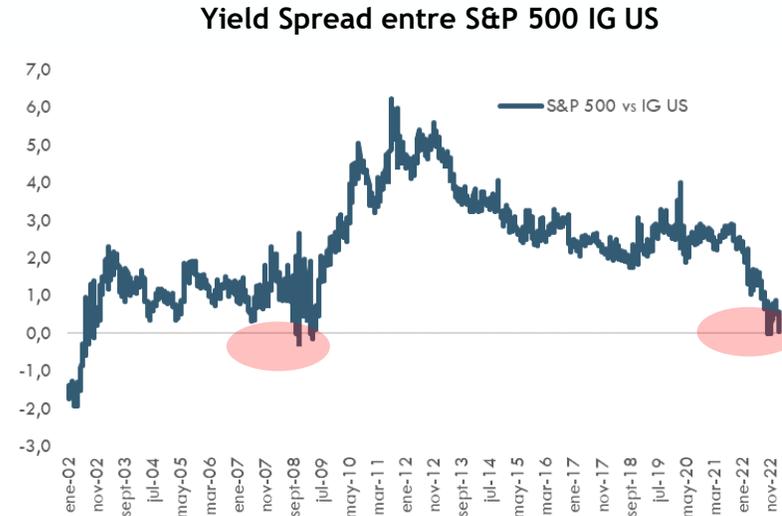
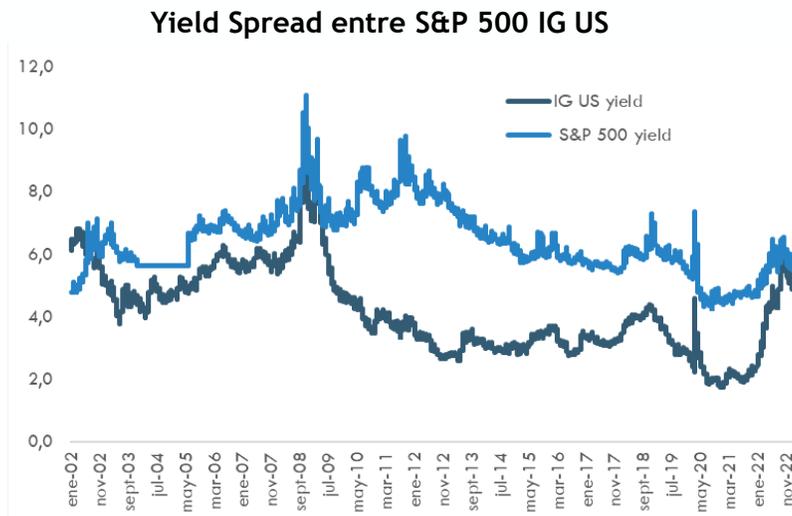
	2 Años	5 Años	10 Años	30 Años
Var 30D Pb.	↓ -25,2	↑ 18,9	↑ 21,6	↑ 14,8
Var 90D Pb.	↓ -30,8	↓ -17,3	↓ -11,2	↓ -8,4
Var 7D Pb.	↓ -6,5	↑ 6,9	↑ 5,6	↑ 2,3
Var 1D Pb.	↓ -4,7	↓ -2,5	↓ -2,9	↓ -2,7
Hoy	1,844%	1,522%	1,453%	1,545%
7D	1,909%	1,453%	1,397%	1,523%
1M	2,096%	1,333%	1,238%	1,397%
3M	2,152%	1,695%	1,565%	1,630%
12M	-2,069%	-0,989%	-0,432%	0,168%

Sobre ponderar RF

Si bien las acciones tienen una ventaja relativa respecto a los bonos en un entorno más inflacionario, a medida que las presiones inflacionarias comienzan a moderarse, un paso intermedio en la toma de riesgo debería hacerse vía renta fija de grado de inversión.

- La mayoría de los escenarios base para 2023, asumen o un soft landing o una recesión leve, bajo el supuesto de que la inflación se desacelerará de manera importante y que la tasa terminal de política estaría en el rango de 5,0% – 5,25%, algo ya incorporado mayormente en los precios (por lo tanto, cualquier cosa mucho más restrictiva que eso, acercaría a la economía a un hard landing). **El problema, es que incluso en un escenario de soft landing, el upside potencial para los activos de riesgo parece limitado, dicho de otra forma, la relación riesgo retorno desde los niveles actuales no es atractiva, que es una de las razones por la que recomendamos aumentar la exposición a renta fija y efectivo (treasuries cortos rentan cerca del 5%) de cara a un 2023 que en primera instancia se presenta bastante incierto.**
- Dicho eso, donde si vemos que las cosas comienzan a verse más atractivas es en el mercado de bonos. La deuda IG en EE. UU. ofrece hoy una tasa en torno 5,3% el nivel más alto en 15 años, que si la ajustamos por la inflación esperada a mediano plazo resulta en una tasa real en torno al 3,0%.
- Y al observar lo que ocurre cuando se compara con la yield implícita que ofrecen hoy las acciones, ¡es prácticamente la misma yield!, o dicho de otra forma el spread entre la yield implícita que ofrecen las acciones (inverso del P/U) y la yield que ofrece la deuda IG es prácticamente cero, el nivel más bajo desde antes de la crisis financiera. **En el mundo deflacionario previo a la pandemia las acciones prácticamente no tenían competencia, “hoy les ha comenzado a salir gente al camino”, y si bien las acciones tienen una ventaja relativa respecto a los bonos en un entorno más inflacionario, a medida que las presiones inflacionarias comienzan a moderarse, un paso intermedio en la toma de riesgo debería hacerse vía renta fija de grado de inversión, especialmente para perfiles de inversión moderados.**

El spread entre la yield implícita que ofrecen las acciones (inverso del P/U) y la yield que ofrece la deuda IG es prácticamente cero, el nivel más bajo desde antes de la crisis financiera.

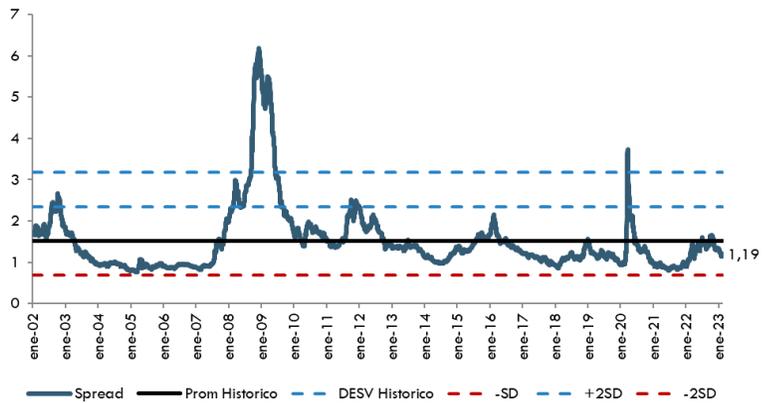


Renta Fija Internacional

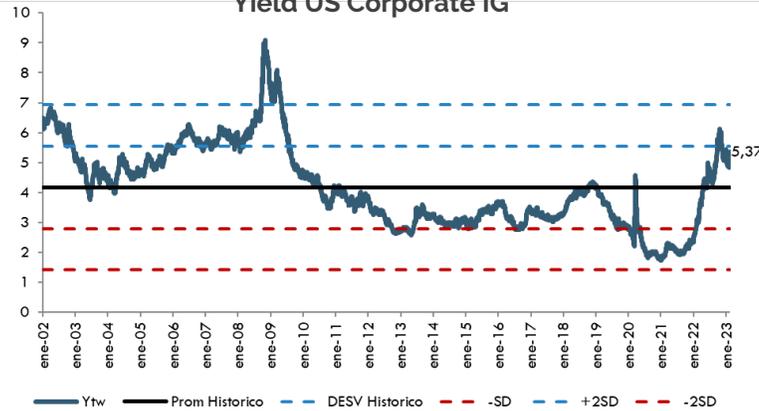
Dado que la volatilidad de las tasas probablemente a tendido a disminuir, esperamos que surjan mejores oportunidades de carry en el crédito con grado de inversión (IG) de EE. UU.

- La renta fija ha vuelto a estar bajo presión por el alza generalizada de las tasas base en las últimas semanas. Seguimos viendo buenas oportunidades a mediano plazo dada los atractivos niveles de tasa.
- Respecto a los Spreads Corporativos, la relación riesgo retorno no es atractiva especialmente en deuda de alto rendimiento.

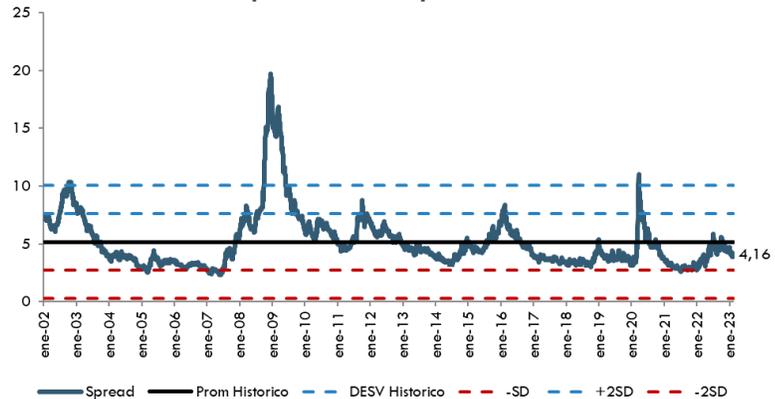
Spread US Corporate IG



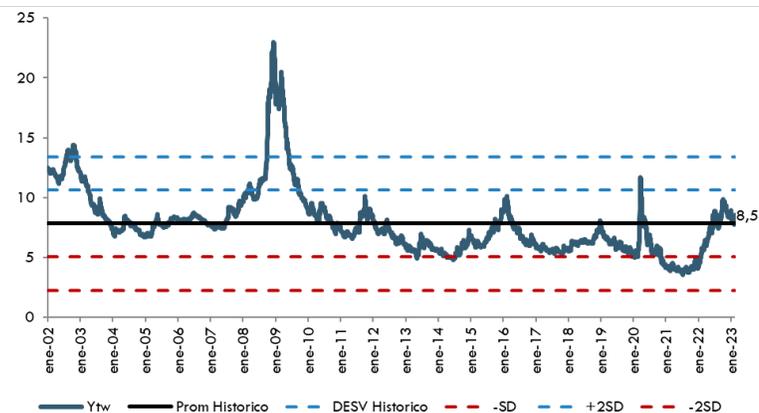
Yield US Corporate IG



Spread US Corporate HY



Yield US Corporate HY



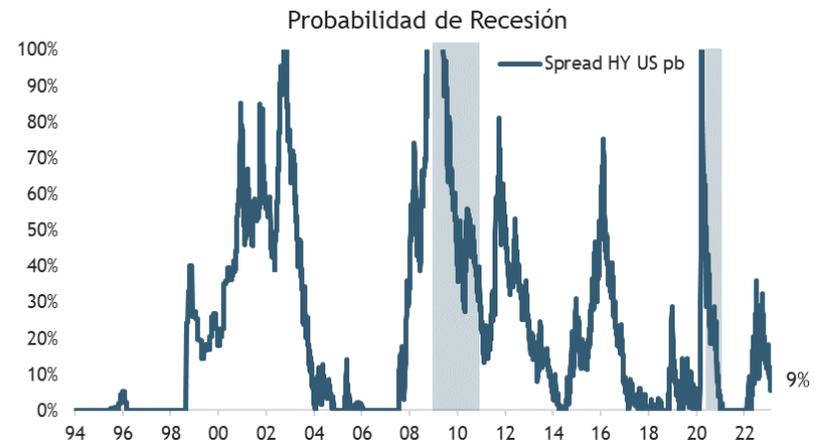
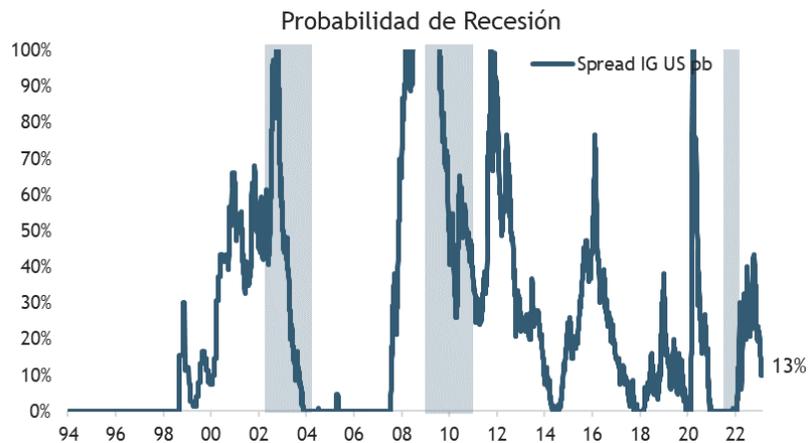
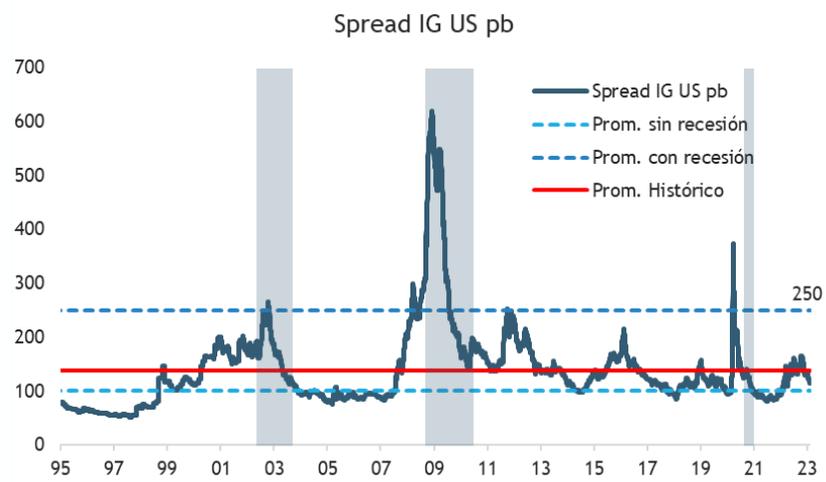
Renta Fija Internacional

	Actual	1M (%)	YTD (%)	1Y (%)
Retornos				
Bloomberg Barclays Global	449,7	-2,28%	0,86%	-12,90%
Bloomberg Barclays EM USD agregado	1.087,7	-0,87%	1,33%	-10,50%
US Corporate Investment Grade	3.007,2	-2,04%	1,31%	-9,49%
Euro Aggregate Corporate Total Return	231,7	-0,40%	1,79%	-9,22%
Emerging Markets Investment Grade	464,4	-0,63%	1,04%	-11,89%
US Corporate High Yield	2.239,1	-1,36%	2,43%	-4,98%
Pan-European High Yield (Euro)	333,6	1,13%	3,82%	-3,98%
Emerging Markets High Yield	1.254,5	-1,28%	1,81%	-8,06%
ABS Credit Card	407,9	-0,56%	0,35%	-4,59%
U.S. Securitized: MBS/ABS/CMBS and C	280,3	-1,70%	1,21%	-7,96%
US MBS Index	2.052,4	-1,76%	1,22%	-8,08%
Tasas				
Bloomberg Barclays Global	3,7	3,5	3,7	1,8
Bloomberg Barclays EM USD agregado	7,4	7,2	7,5	5,0
US Corporate Investment Grade	5,4	5,0	5,4	3,1
Euro Aggregate Corporate Total Return	4,1	3,9	4,3	1,1
Emerging Markets Investment Grade	5,4	5,2	5,5	3,4
US Corporate High Yield	8,5	8,1	9,0	5,7
Pan-European High Yield (Euro)	7,2	7,3	8,0	4,6
Emerging Markets High Yield	10,9	10,5	11,1	7,9
U.S. Securitized: MBS/ABS/CMBS and C	4,7	4,3	4,8	2,5
US MBS Index	4,6	4,3	4,7	2,6
Spreads (puntos base)				
Bloomberg Barclays Global	46	48	51	42
US Corporate Investment Grade	119	124	130	118
Euro Aggregate Corporate Total Return	144	160	167	126
US Corporate High Yield	416	407	469	365
Pan-European High Yield (Euro)	416	451	493	396
Emerging Markets High Yield	671	668	694	603
ABS Credit Card	45	48	53	27
US MBS Index	40	39	51	28

Renta Fija Internacional

La renta fija US incorpora un bajo riesgo de recesión

- La probabilidad de recesión en la deuda IG es del 13%, mientras que en el HY es apenas un 9%

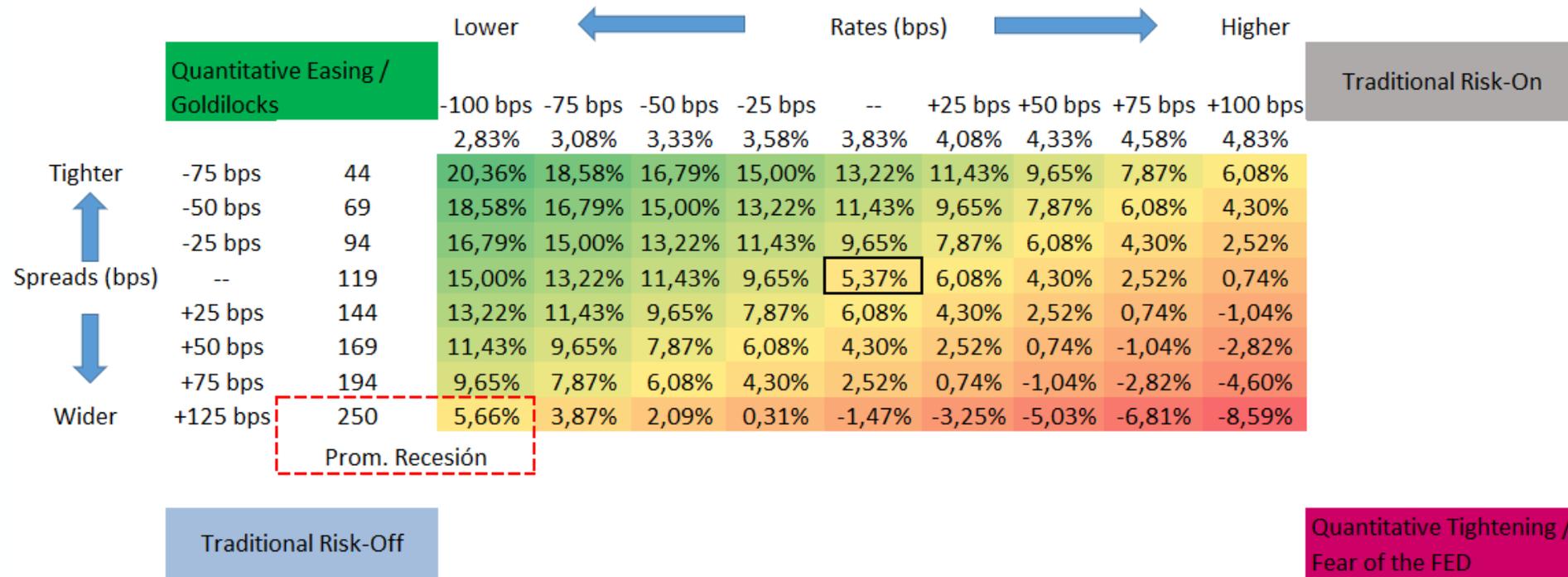


Renta Fija Internacional

Los bonos corporativos de EE. UU. son atractivos en función de los rendimientos iniciales históricamente altos

- En un escenario de recesión la caída de las bases más que compensa el alza en los spreads

US Investment Grade Corporates in different fixed income regimes
Los bonos corporativos de EE. UU. son atractivos en función de los rendimientos iniciales históricamente altos



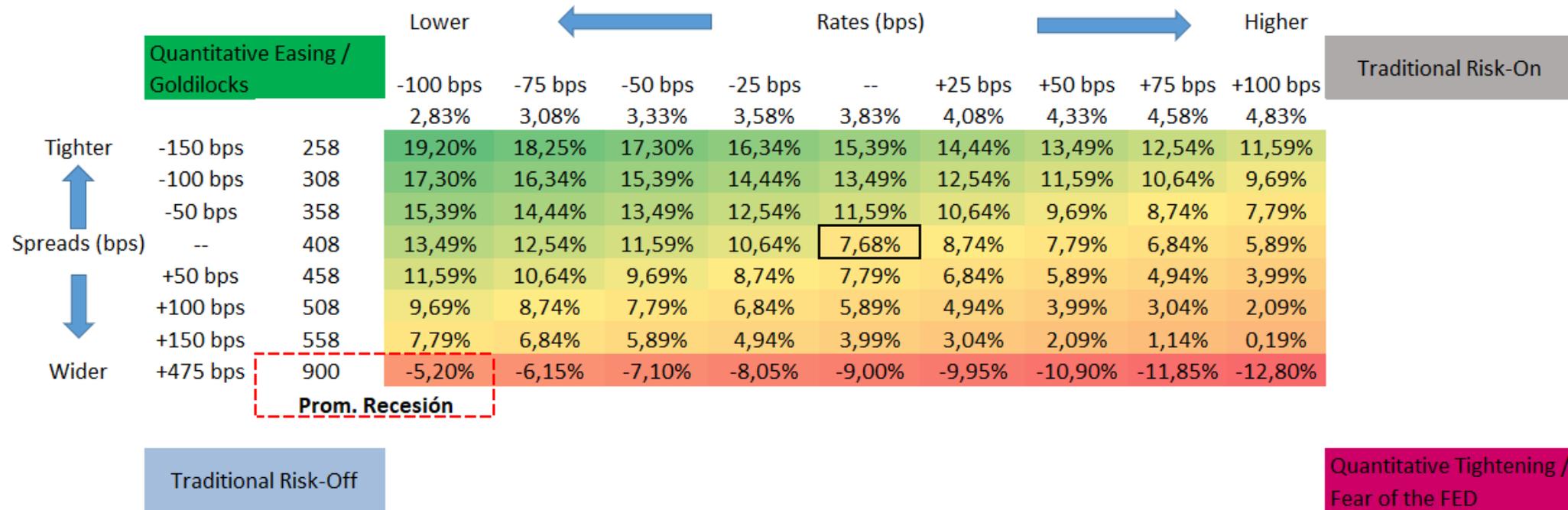
*El recuadro central es la yield-to-worst del índice corporativo de EE. UU. de Bloomberg al 20/01/2023. Si no hubiera cambios en los spreads o las tasas de interés, este rendimiento inicial se aproximaría al rendimiento de 1 año del índice. Este gráfico muestra las posibilidades de rentabilidad del índice a 12 meses utilizando la yield del punto de partida y aplicando cambios incrementales de 25 pb en las tasas, los diferenciales o ambos. Los cambios en las tasas de interés representan un cambio paralelo en la curva de rendimiento que ocurre al final del periodo.

Renta Fija Internacional

Los bonos US High Yield podrían ser atractivos en función de los rendimientos iniciales históricamente altos

- Pero en un escenario de recesión la caída de las bases no compensa el alza en los spreads

US High Yield Corporates in different fixed income regimes
 US High Yield Corporate Bonds podrían ser atractivos en función de los rendimientos iniciales históricamente altos



*El recuadro central es la yield-to-worst del índice HY US de Bloomberg al 20/01/2023. Si no hubiera cambios en los spreads o las tasas de interés, este rendimiento inicial se aproximaría al rendimiento de 1 año del índice. Este gráfico muestra las posibilidades de rentabilidad del índice a 12 meses utilizando la yield del punto de partida y aplicando cambios incrementales de 25 pb en las tasas, los diferenciales o ambos. Los cambios en las tasas de interés representan un cambio paralelo en la curva de rendimiento que ocurre al final del período.

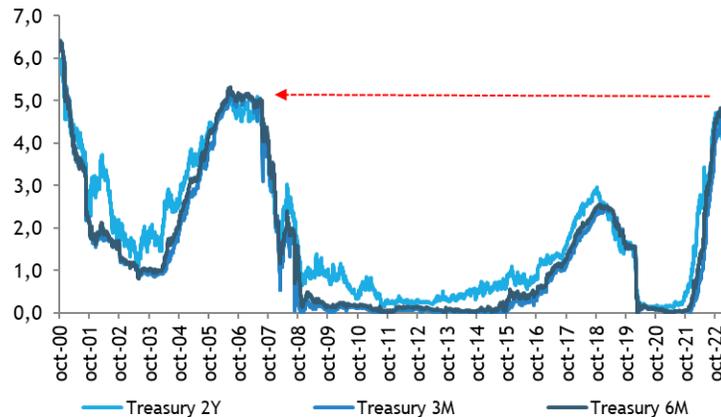
Renta Fija Internacional

Las tasas soberanas en la parte corta de la curva se han vuelto “bastante competitivas” frente a la yield que ofrece tanto la renta variable como la renta fija

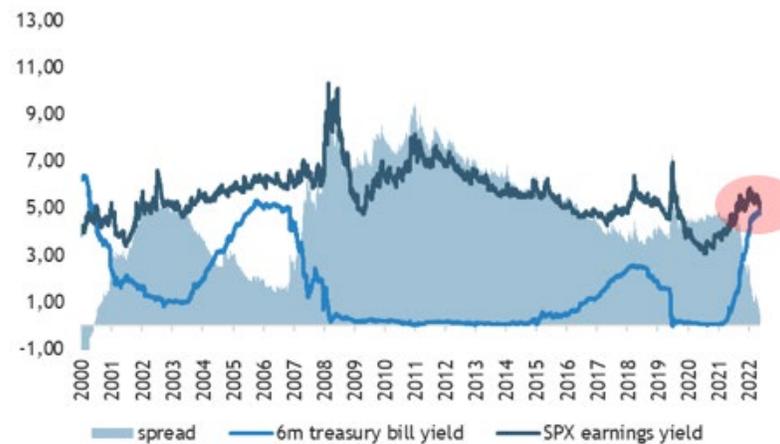
En particular aumentar la exposición a “efectivo” puede ser una buena alternativa. Tasas libres de riesgo en la parte corta de la curva soberana se han vuelto particularmente atractivas y pueden aportar no solo “yield” (un treasury Bill de 6m ya se acerca la 5%), y diversificación, sino también menos volatilidad a la cartera, en momentos en que las valorizaciones no son particularmente atractivas en los activos tradicionales.

Las tasas soberanas en la parte corta de la curva se han vuelto “bastante competitivas” frente a la yield que ofrece tanto la renta variable como la renta fija

Tasas soberanas US hasta 2 años



Tasas soberanas US hasta 2 años



US Corporate IG yield vs Treasury Bill yield 3m (%)



Conclusiones RFI

Las tasas soberanas en la parte corta de la curva se han vuelto “bastante competitivas” frente a la yield que ofrece tanto la renta variable como la renta fija.

- El enfriamiento de la inflación estadounidense aboga por una reducción del ritmo de alzas, no de los niveles de los rendimientos
 - Pendiente negativa, neutrales en duración (en torno a 4 años). **Ir sumando duración a medida que aumentan los rendimientos soberanos**
 - **Sobreponderar IG US.** Los bonos corporativos de EE. UU. son atractivos en función de los rendimientos iniciales históricamente altos. **En un escenario de recesión la caída de las bases más que compensa el alza en los spreads.**
 - **Aumentar la exposición a “efectivo”**. Tasas libres de riesgo en la parte corta de la curva soberana se han vuelto particularmente atractivas y pueden aportar no solo “yield” (los treasury Bill 1y ya se acerca la 5%), y diversificación, sino también menos volatilidad a la cartera, **en momentos en que las valorizaciones no son particularmente atractivas en los activos tradicionales.**
 - Respecto a los Spreads Corporativos, **la relación riesgo retorno no es atractiva especialmente en deuda de alto rendimiento**
 - La renta fija US incorporan un bajo riesgo de recesión

Estrategia RVI



Renta Variable Internacional

Renta Variable Global: El enfoque pronto pasará de la valoración a las utilidades

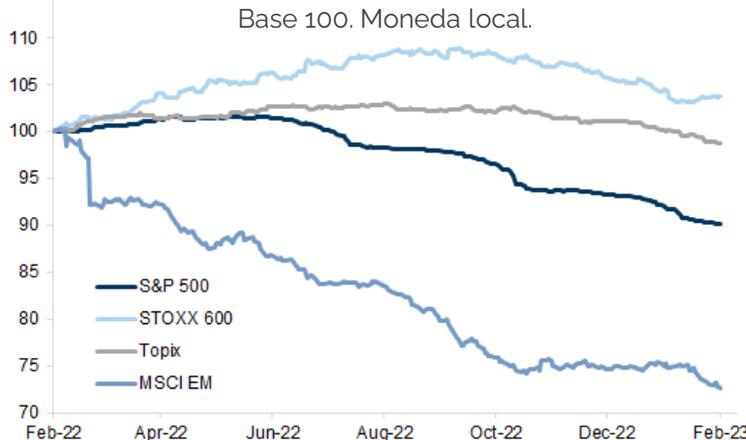
- Mayores tasas de interés ejercieron presión sobre las valorizaciones de la renta variable durante 2022, pero ahora el enfoque pasará de la valoración a las utilidades en un entorno macro cada vez más desafiante
- Valorizaciones no son atractivas para el caso US

Crecimiento de Ventas, Crecimiento de EPS y Márgenes Netos. Estimaciones de Consenso

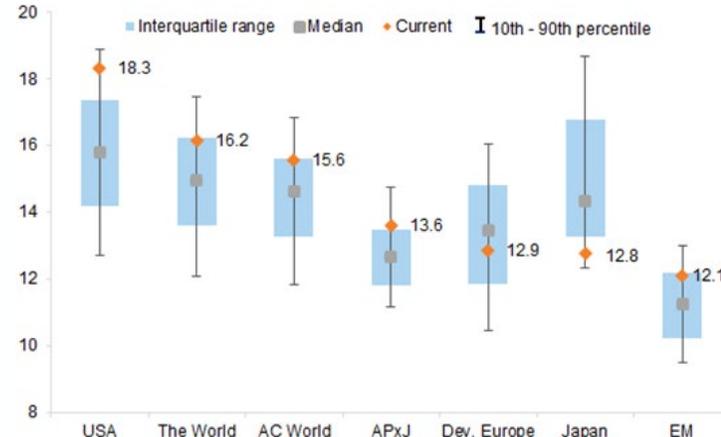
	Enero		Febrero		Enero		Febrero	
	Sales Growth (%)		EPS Growth (%)		Net Margin (%)		Net Margin (%)	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
S&P 500	12.0	3.0	6.0	2.0	12.3	12.6		
STOXX 600	17.9	0.5	16.6	0.1	9.7	9.9		
TOPIX (FY basis)	12.5	1.6	11.0	3.4	6.0	6.1		
MSCI AP ex Japan	10.9	4.9	5.0	3.0	10.3	10.2		
MSCI EM	13.4	5.1	4.6	-1.0	10.5	10.0		
MSCI AC World	12.3	2.5	6.5	2.3	11.1	11.1		
Energy	44.5	-7.2	117.8	-16.2	11.8	10.4		
Materials	11.9	-2.8	-3.1	-15.7	11.6	9.9		
Industrials	14.4	1.9	18.3	-1.2	8.4	8.1		
Cons. Discretionary	12.3	6.5	3.3	16.6	6.2	6.8		
Cons. Staples	10.4	4.3	5.3	5.6	6.8	6.8		
Health Care	8.0	3.1	5.0	-1.1	11.5	11.1		
Financials	3.6	6.7	-10.5	15.0	16.0	18.0		
IT	9.1	2.8	4.2	0.0	17.3	16.6		
Communication Svs	3.7	4.1	-17.3	8.5	11.4	12.4		
Utilities	5.2	3.7	2.8	17.4	7.9	8.9		
Real Estate	5.9	5.0	9.9	3.1	17.4	15.2		

	Enero		Febrero		Enero		Febrero	
	Sales Growth (%)		EPS Growth (%)		Net Margin (%)		Net Margin (%)	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
S&P 500	12.0	3.0	6.0	1.0	12.1	12.3		
STOXX 600	18.4	-0.1	13.1	2.2	9.6	9.9		
TOPIX (FY basis)	12.7	1.3	8.3	4.9	5.9	6.0		
MSCI AP ex Japan	10.7	4.6	5.0	0.8	10.4	10.1		
MSCI EM	13.3	4.8	5.7	-3.7	10.7	9.8		
MSCI AC World	12.6	2.0	6.0	1.1	11.0	11.0		
Energy	46.4	-8.9	117.5	-18.0	11.6	10.2		
Materials	12.1	-3.4	-4.2	-16.7	11.5	9.7		
Industrials	14.5	2.2	16.5	-2.0	8.3	7.9		
Cons. Discretionary	12.7	6.4	2.3	15.5	6.1	6.7		
Cons. Staples	10.5	4.5	5.4	5.0	6.7	6.8		
Health Care	8.4	3.0	5.0	-4.3	11.4	10.7		
Financials	2.8	7.1	-11.9	17.0	16.2	18.3		
IT	8.8	1.4	5.5	-4.4	17.7	16.5		
Communication Svs	3.6	3.6	-20.0	10.6	9.8	12.4		
Utilities	8.8	1.1	6.3	13.1	7.9	8.9		
Real Estate	5.5	5.2	10.0	2.4	17.5	14.9		

Revisiones de EPS de 2023 durante los últimos 12 meses.



Rangos de valoración de los índices MSCI World. P/U fwd a 12 meses relativo a los últimos 10 años

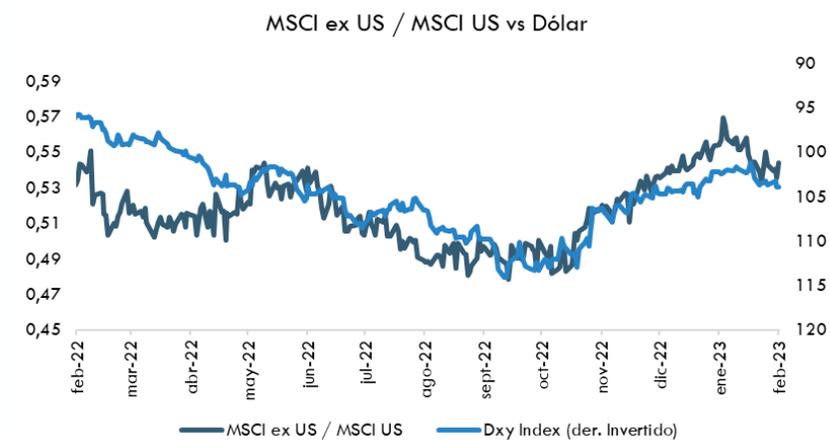
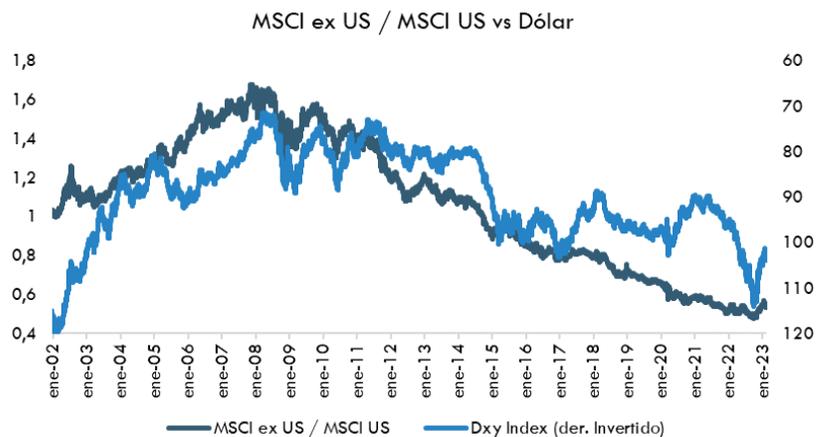
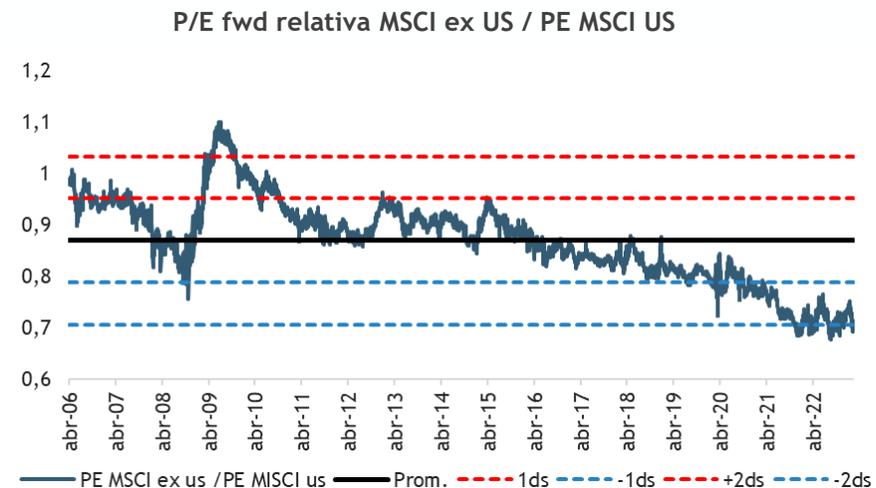
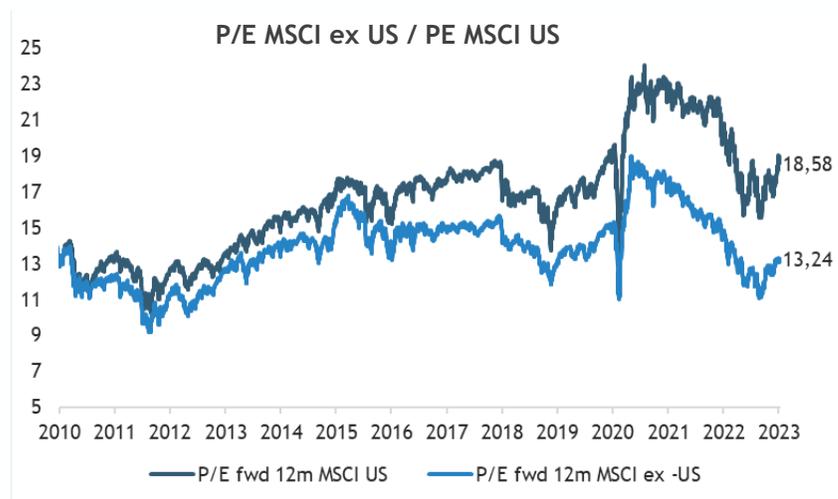


Renta Variable Internacional				
	Actual	1M (%)	YTD (%)	1Y (%)
Mdos. Desarrollados (URTH)	116,8	1,74	6,90	-5,84
Mdos. Emergentes (EEM)	39,7	-3,45	4,63	-17,48
EEUU				
S&P 500 (SPY)	406,9	2,29	6,39	-5,39
Nasdaq (QQQ)	300,8	6,85	12,98	-12,28
Dow Jones (DIA)	338,0	-0,10	2,26	0,44
Russell 1000 value (IWD)	158,2	0,32	4,33	-0,35
Russell 1000 growth (IWF)	235,0	4,92	9,69	-11,22
Europa				
Eurozona Hedged (HEZU)	31,7	3,30	13,97	7,96
Eurozona (EZU)	44,7	2,05	13,34	-1,69
Alemania (EWG)	28,1	1,15	13,75	-8,23
UK (EWU)	32,8	0,41	7,03	-1,12
Francia (EWQ)	37,5	2,82	13,32	3,21
España (EWP)	27,5	4,28	13,77	7,29
Italia (EWI)	30,8	4,09	14,37	0,23
Austria (EWO)	21,4	5,06	12,75	-12,89
Suiza (EWL)	44,9	-0,55	7,06	-5,26
Asia				
Japon (EWJ)	57,0	-0,47	4,78	-9,42
China (MCHI)	50,1	-5,88	5,45	-18,53
India (INDA)	40,3	-5,06	-3,40	-9,60
Australia (EWA)	23,7	-1,86	6,52	3,02
Nueva Zelanda (ENLZ)	51,0	-0,51	5,09	-4,34
Latam				
Latam (ILF)	24,7	-0,80	7,73	5,18
Brasil (EWZ)	28,8	-2,87	2,79	-1,50
México (EWW)	58,6	3,56	18,43	20,21
Chile (ECH)	29,3	6,13	8,01	19,42
Colombia (ICOL)	12.266,5	-8,60	-3,33	-13,57
Peru (EPU)	29,6	-6,08	3,26	-10,20

Renta Variable Internacional

Las valorizaciones son mas atractivas fuera de US

- Tendencia retroalimentada por la debilidad del dólar y la reapertura en China



Renta Variable Internacional

Las valorizaciones son mas atractivas fuera de US

- US continúa transado con premio (4° cuartil) frente a varias de las regiones, excluyendo Emergente, Asia Emergente y China
- Emergentes, USA (vuelve al 4° cuartil), Asia Emergente y China transando sobre promedio.

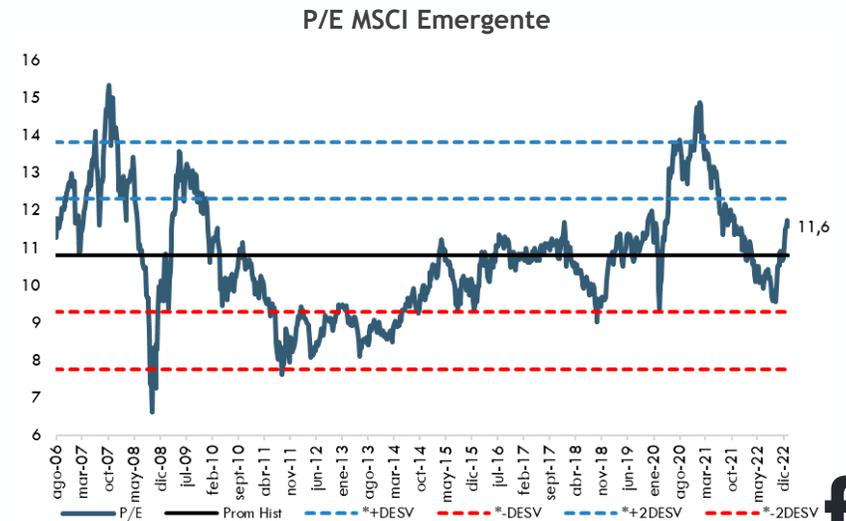
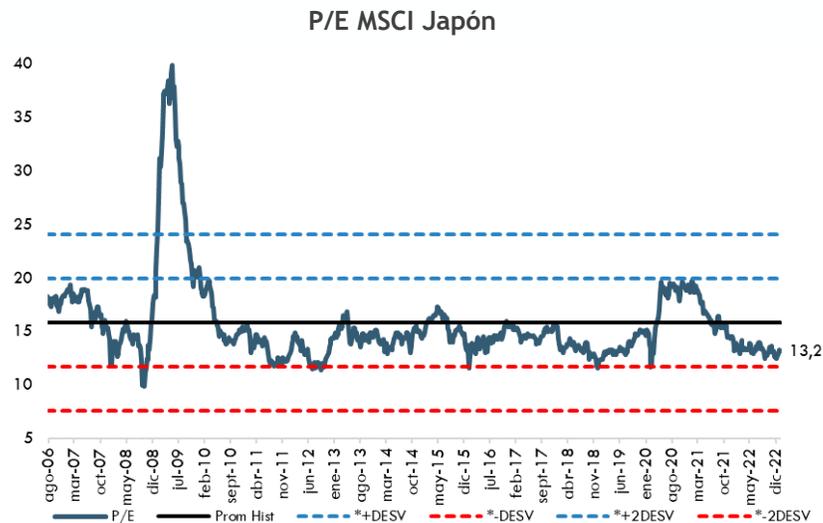
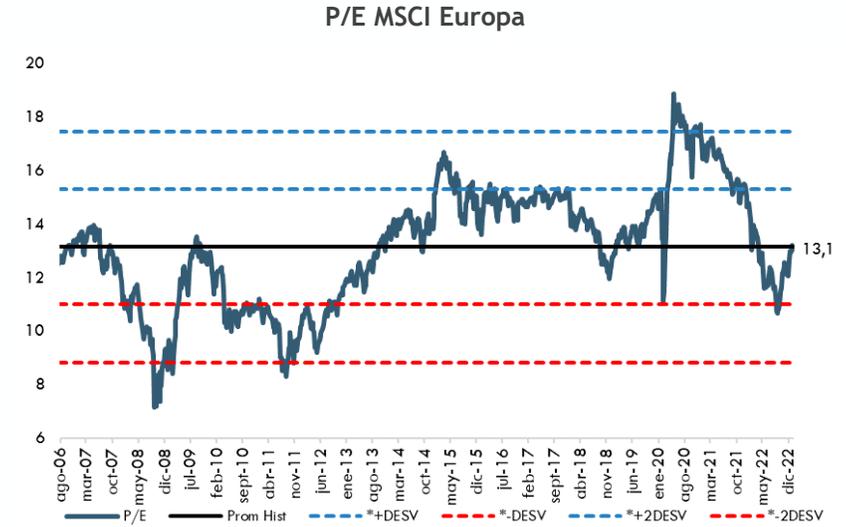
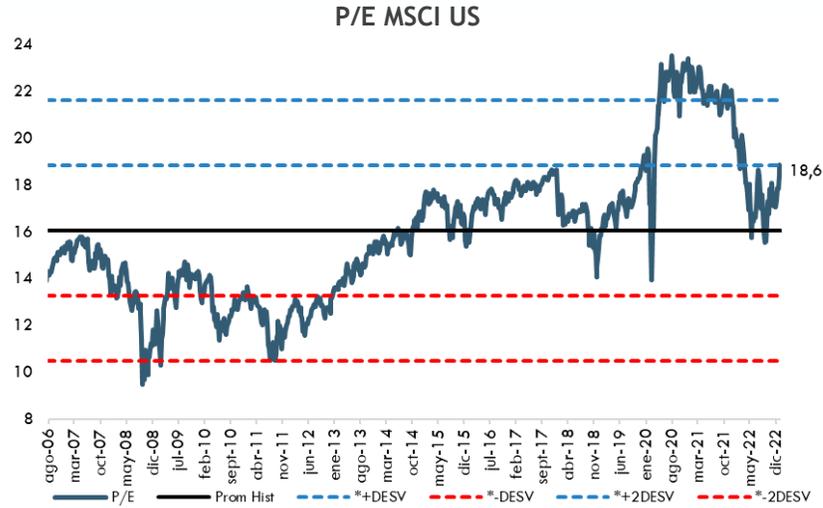
		PE relativo a US					
		US/Emergentes	US/Europa	US/LATAM	US/Japón	US/Asia Emergente	US/China
		PE US/EM	PE US/EU	PE US/LA	PE US/JP	PE US/MS	PE US/CN
PROMEDIO		1,53	1,22	1,36	1,08	1,51	1,47
LAST		1,608	1,42	2,13	1,40	1,52	1,65
	0	1,04	1,07	0,98	0,35	0,92	0,93
	1	1,37	1,14	1,14	0,93	1,35	1,33
	2	1,60	1,21	1,25	1,13	1,58	1,49
	3	1,67	1,27	1,37	1,25	1,68	1,66
	4	1,92	1,50	2,49	1,54	1,82	2,12

		P/U						
		Emergentes	Europa	LATAM	USA	Japón	Asia Emergente	China
		MXEF Index	MXEU Index	MXLA Index	MXUS Index	MXJP Index	MXMS Index	MXCN Index
PROMEDIO		10,56	13,17	12,11	16,07	15,49	10,70	11,08
LAST		11,48	12,98	8,67	18,46	13,17	12,136	11,21
	0	7,8	8,3	6,76	10,51	11,09	8,05	7,31
	1	9,6	11,4	11,2	13,4	13,4	9,6	9,3
	2	10,6	13,5	12,4	16,2	14,5	10,6	11,1
	3	11,1	14,9	13,3	17,7	15,3	11,4	12,4
	4	14,1	17,9	17,1	23,5	37,5	15,1	16,7
Percentil		80	43	7	85	17	83	54

Renta Variable Internacional

Las valorizaciones son mas atractivas fuera de US

- En términos absolutos, USA y Emergente transan sobre promedio.

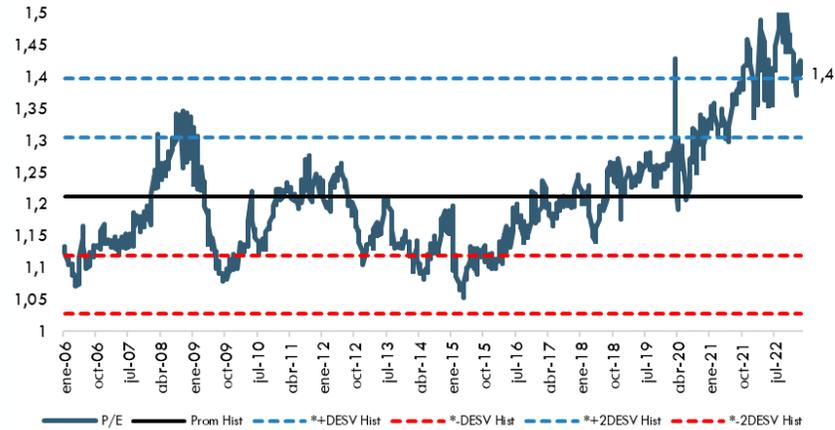


Renta Variable Internacional

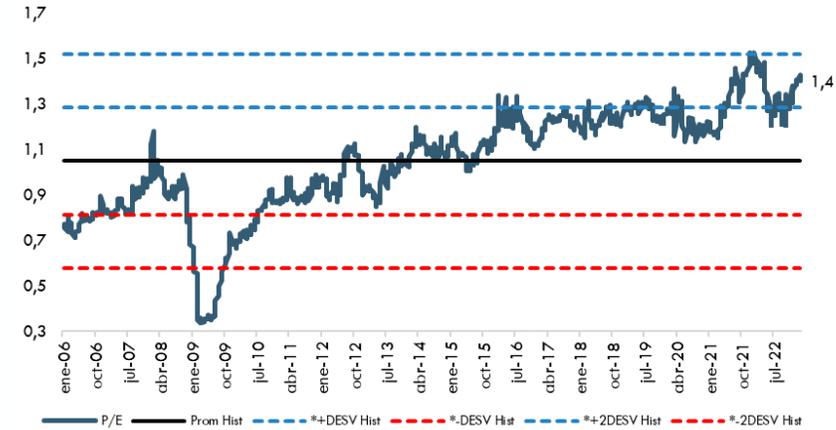
Las valorizaciones son mas atractivas fuera de US

- En términos relativos, US se encuentra con un gran premio frente a las principales regiones

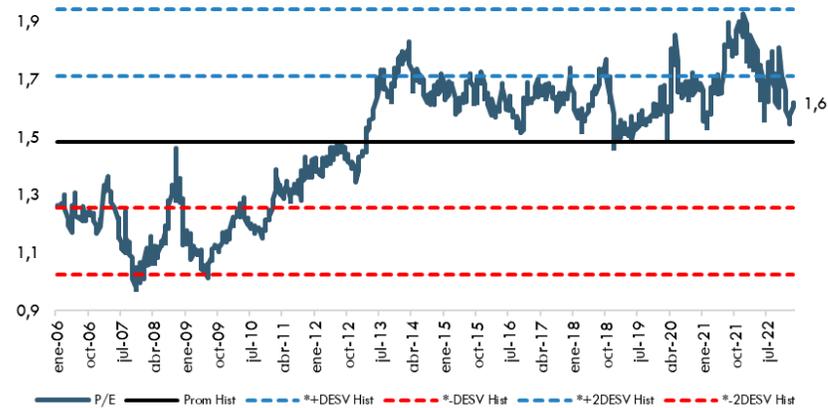
P/E relativo MSCI US / MSCI Europa



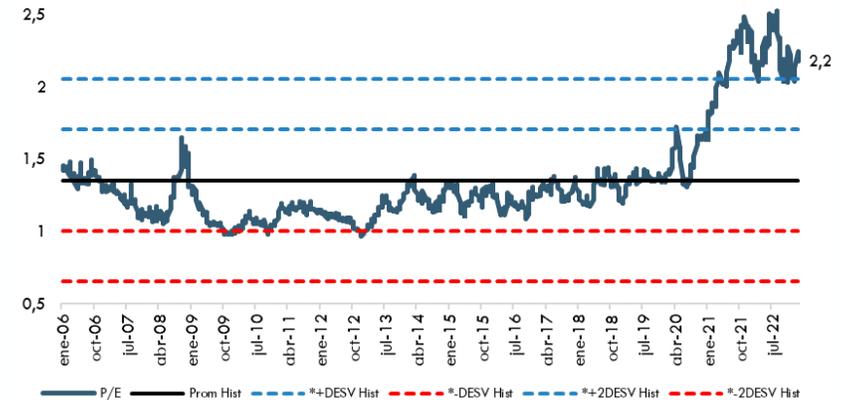
P/E relativo MSCI US / MSCI Japón



P/E relativo MSCI US / MSCI Emergente



P/E relativo MSCI US / MSCI Latam



Renta Variable Internacional

Las Valorizaciones son mas atractivas fuera de US y en sectores value

- US continúa transado con premio (4º cuartil) frente a varias de las regiones, excluyendo Emergente, Asia Emergente y China
- En términos de sectoriales y de estilos las valorizaciones siguen siendo más atractivas en el value.

Value transa bajo su promedio en toda la muestra menos US

P/E relativo Value US / Growth US

	Value RLV Index	Growth RLG Index
PROMEDIO	14,33	18,95
LAST	15,42	22,95
0	9,6	11,6
1	12,7	14,9
2	14,4	18,3
3	16,0	20,9
4	18,7	31,8
Percentil	66	84

Emergentes

	Value MXEF000V Index	Growth MXEF000G Index
PROMEDIO	8,41	14,38
LAST	8,15	18,97
0	6,6	8,5
1	7,6	11,8
2	8,1	13,9
3	8,9	15,9
4	12,4	23,4
Percentil	51	88

Europa

	Value MXEU000V Index
PROMEDIO	10,89
LAST	9,42
0	7,0
1	9,4
2	10,9
3	12,5
4	14,2
Percentil	25

China

	Growth MXEU000G Index	Value MXCN000V Index	Growth MXCN000G Index
PROMEDIO	16,94	8,17	18,54
LAST	21,44	7,0	24,37
0	10,0	4,9	8,6
1	13,3	7,1	13,2
2	17,0	7,8	15,7
3	18,7	8,7	23,2
4	26,7	14,4	38,6
Percentil	86	24	80

P/E relativo Value US / Growth US



P/E relativo Value Europa / Growth Europa



P/E relativo Value Emergente / Growth Emergente

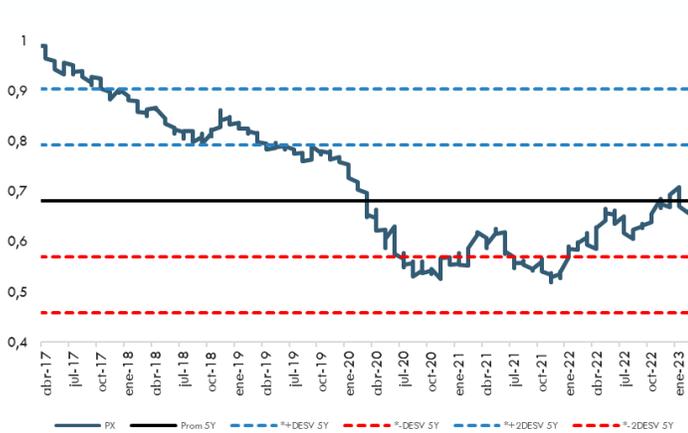


Renta Variable Internacional

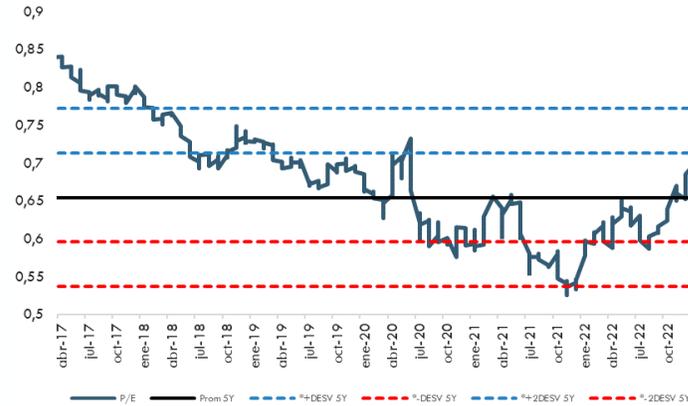
Value US vs Growth US

- El value en el último tiempo había logrado un performance superior al growth, pero en este inicio de año esa tendencia no se ha consolidado, donde el growth ha superado al value. **Una inflación más persistente y mayores tasas de interés abogan por un desempeño superior del value en el mediano plazo.**

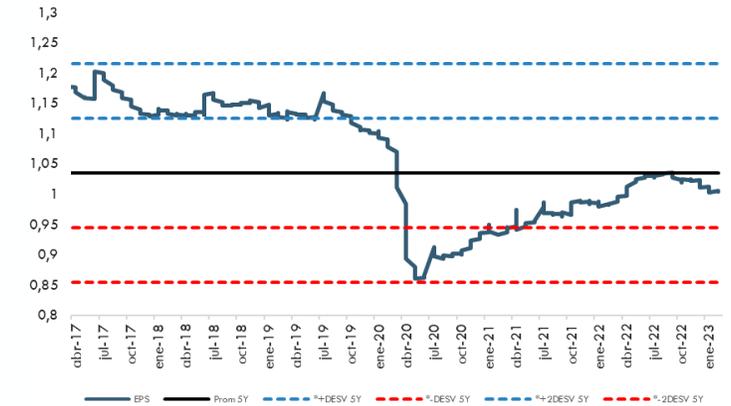
PX LAST relativo Value US / Growth US 5Y



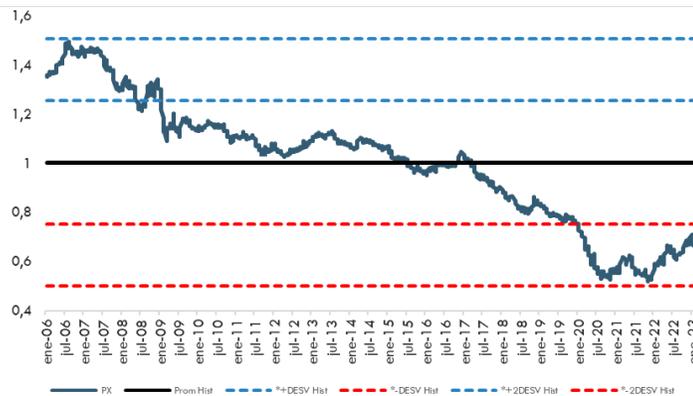
P/E fwd relativo Value US / Growth US 5Y



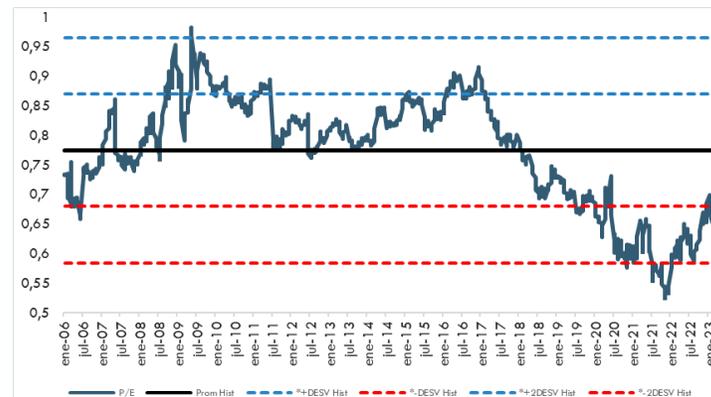
EPS relativo Value US / Growth US 5Y



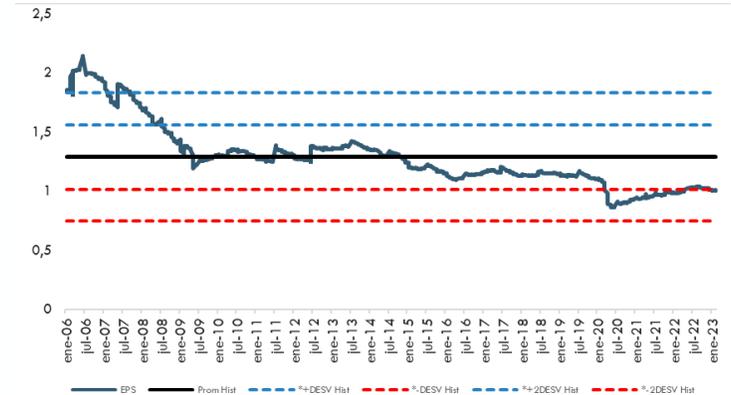
PX LAST relativo Value US / Growth US 15Y



P/E fwd relativo Value US / Growth US 15Y



EPS relativo Value US / Growth US 15Y



Renta Variable Internacional

Utilidades comienzan a corregirse a la baja (con la excepción de China) dado en entono corporativo más desafiante de cara a 2023

Crecimiento EPS por regiones

- LATAM y USA: Tendencia bajista (último dato es menor a la media móvil de 3 meses y 12 meses)
- En lo va de febrero se observan importante revisiones al alza para China, en línea con el proceso de reapertura económica en curso

	Emergentes MXEF Index	Europa MXEU Index	LATAM MXLA Index	USA MXUS Index	Japón MXJP Index	Asia Emergente MXMS Index	China MXCN Index
VAR EPS							
1M	0,5%	-0,9%	2,2%	-1,6%	-0,6%	0,3%	4,4%
3M	1,6%	-3,0%	-5,3%	-2,1%	1,2%	2,2%	10,0%
12M	-18,1%	10,7%	9,4%	-0,7%	3,6%	-16,7%	-7,5%
EPS							
LAST	89,85	11,72	269,24	209,99	91,41	45,99	6,46
3 MA	89,15	11,93	274,16	213,42	91,01	45,60	6,02
12 MA	98,24	11,58	283,11	216,60	89,06	50,84	6,41
% 3 MA	0,8%	-1,8%	-1,8%	-1,6%	0,4%	0,9%	7,3%
% 12 MA	-8,5%	1,2%	-4,9%	-3,1%	2,6%	-9,5%	0,7%
TRAIL_12M_EPS	93,68	11,99	512,38	208,82	83,79	42,84	5,15
Crecimiento EPS NTM	-4,08%	-2,26%	-47,45%	0,56%	9,10%	7,35%	25,30%

Momentum EPS (MOVIL 3 MESES)

	18-03-2022	15-04-2022	13-05-2022	10-06-2022	08-07-2022	05-08-2022	02-09-2022	30-09-2022	28-10-2022	25-11-2022	23-12-2022	20-01-2023	17-02-2023
Emergente	-5,3%	-6,2%	-9,5%	-1,1%	-4,9%	-2,0%	-4,7%	-6,4%	-9,2%	-6,7%	-2,0%	1,4%	-1,6%
Europa	4,3%	7,2%	7,7%	7,0%	4,7%	4,4%	3,9%	3,3%	0,7%	-1,6%	-3,2%	-2,9%	-1,1%
Latam	18,0%	22,7%	15,5%	15,0%	-1,3%	0,5%	-6,4%	-4,4%	-5,6%	-6,8%	-5,3%	-3,7%	-3,8%
USA	3,6%	3,7%	3,2%	2,8%	1,7%	0,3%	-0,6%	-0,8%	-2,2%	-3,4%	-3,0%	-1,4%	-1,9%
Japon	0,6%	-0,3%	-0,3%	0,4%	-0,5%	3,4%	2,7%	2,6%	0,9%	1,8%	2,0%	1,3%	1,4%
Asia Emergente	0,9%	-1,3%	-4,5%	-3,9%	-6,0%	-2,9%	-5,4%	-8,2%	-11,1%	-7,7%	-2,1%	1,8%	-2,2%
China	2,4%	-1,0%	-8,5%	-10,1%	-7,6%	-2,0%	-3,1%	-4,8%	-6,3%	-3,3%	1,9%	8,8%	8,2%

Renta Variable Internacional

Utilidades comienzan a corregirse a la baja (con la excepción de China) dado en entono corporativo más desafiante de cara a 2023

Crecimiento EPS por regiones/sectorial

- USA Value/Growth, Emergente Growth y China Value: Tendencia bajista al largo plazo (último dato es menor a la media móvil de 3 meses y 12 meses)
- En los va de febrero se observan importante revisiones al alza para China (sobre todo en el sector value), en línea con el proceso de reapertura económica en curso

EPS Estilos

	USA		Emergentes		Europa		China	
	Value	Growth	Value	Growth	Value	Growth	Value	Growth
	RLV Index	RLG Index	MXEF000V Index	MXEF000G Index	MXEU000V Index	MXEU000G Index	MXCN000V Index	MXCN000G Index
VAR EPS								
1M	-2,0%	-1,0%	0,3%	0,3%	-1,2%	-0,5%	2,7%	5,7%
3M	-3,2%	-1,1%	3,3%	-4,4%	-3,3%	-4,1%	1,5%	-0,5%
12M	0,5%	-1,9%	-17,9%	-16,0%	14,9%	5,7%	-5,1%	0,8%
EPS	RLV Index	RLG Index	MXEF000V Index	MXEF000G Index	MXEU000V Index	MXEU000G Index	MXCN000V Index	MXCN000G Index
LAST	101,99	101,82	22,25	13,13	12,74	8,36	27,63	1,84
3 MA	104,53	102,54	21,85	13,59	13,00	8,62	26,82	1,81
12 MA	105,82	104,36	24,09	14,68	12,44	8,40	27,54	1,80
% 3 MA	-2,4%	-0,7%	1,8%	-3,4%	-2,0%	-3,0%	3,0%	1,6%
% 12 MA	-3,6%	-2,4%	-7,7%	-10,6%	-2,4%	-0,5%	0,3%	2,1%
TRAIL_12M_EPS	132,95	92,69	23,74	13,43	13,91	7,37	24,05	1,46
Crecimiento EPS NTM	-23,29%	9,85%	-6,28%	-2,24%	-8,43%	13,41%	14,89%	26,28%

18-03-2022 15-04-2022 13-05-2022 10-06-2022 08-07-2022 05-08-2022 02-09-2022 30-09-2022 28-10-2022 25-11-2022 23-12-2022 20-01-2023 17-02-2023

Value USA	4,1%	4,3%	5,1%	4,3%	3,4%	0,7%	-0,3%	-1,2%	-2,4%	-3,6%	-3,6%	-2,3%	-2,6%
Growth USA	3,1%	3,2%	1,1%	0,4%	0,2%	-0,4%	-0,5%	-0,8%	-1,6%	-2,3%	-2,3%	-0,7%	-0,8%
Value Emergente	-6,3%	-6,7%	-9,6%	-1,5%	-5,8%	-3,6%	-6,2%	-7,1%	-8,7%	-6,0%	0,5%	3,3%	-0,4%
Growth Emergente	-3,0%	-4,4%	-9,0%	3,6%	0,3%	4,0%	-2,0%	-5,0%	-8,6%	-7,1%	-8,2%	-5,1%	-6,8%
Value Europa	4,8%	6,9%	8,8%	11,3%	9,7%	7,4%	3,6%	3,4%	0,7%	-1,8%	-3,4%	-3,2%	-1,0%
Growth Europa	4,1%	4,9%	3,2%	3,3%	3,1%	5,3%	4,5%	3,2%	1,0%	0,4%	-4,0%	-4,0%	-4,0%
Value China	-4,3%	-0,2%	-3,5%	-1,0%	-2,2%	0,1%	-0,3%	-1,4%	-3,4%	-2,8%	-2,1%	1,6%	4,8%
Growth China	2,5%	-2,1%	-3,1%	-7,6%	1,4%	5,6%	11,2%	5,2%	1,2%	-2,3%	-9,1%	-1,5%	1,4%

Renta Variable Internacional

Tres factores explican el retorno de una acción: Dividendos, ganancias de capital (expansión de múltiplos) y retorno por FX

Nivel de tasas limita expansión de múltiplos. Dividendos y retorno por FX serán los factores más relevantes para explicar el desempeño de los mercados de equity.

- EPS de EE.UU. se contrae ~13% en promedio durante una recesión, por lo que una caída del 10% del EPS para el 2023 es el escenario base que estimamos dado que se avecina una recesión en EE.UU. Asumimos misma caída de EPS para todas las regiones.
- El Upside/Downside de cada una de las regiones está compuesto por 3 grandes factores: Primero, que el múltiplo Precio Utilidad de la región vuelva a su promedio de los últimos 15 años; Segundo, sumamos el dividendo proyectado para el año 2023 de la región; Por último, agregamos una reversión a la media histórica (mismo periodo de tiempo que con el múltiplo PU) del Tipo de Cambio Real.
- Es interesante observar cuanto aporta cada uno de estos inputs al Upside/Downside total. Por ejemplo, en el caso de LATAM se puede ver que gran parte del upside proviene por el lado de valorización, mientras que para Japón prácticamente todo el upside proviene de la moneda.
- Bajo esta metodología US no se ve particularmente atractiva.

	Castigo de EPS 10%				Fair Value
	EPS	PU ajustada	PU promedio	Upside/Downside	
Latinoamérica	242,2	9,6	12,1	44,7%	3377,0
Japon	82,4	14,6	15,5	42,8%	1719,1
EU VALUE	11,4	10,5	10,9	11,1%	133,3
China VALUE	24,8	7,8	8,2	3,7%	201,6
Europa	10,5	14,4	13,2	-3,0%	147,5
Emergente VALUE	19,7	9,2	8,4	-5,9%	170,7
China	5,8	12,5	11,1	-13,7%	62,4
US VALUE	91,6	17,2	14,3	-14,2%	1349,3
Emergente	79,9	12,9	10,6	-17,1%	854,7
US	188,6	20,5	16,1	-20,0%	3099,1
Asia Emergente	40,8	13,7	10,7	-21,3%	439,3
US GROWTH	91,6	25,5	19,0	-24,6%	1762,4
EU GROWTH	7,5	23,9	16,9	-24,6%	135,1
Emergente GROWTH	11,7	21,2	14,4	-32,6%	167,9
China GROWTH	1,7	27,1	18,5	-35,9%	28,8

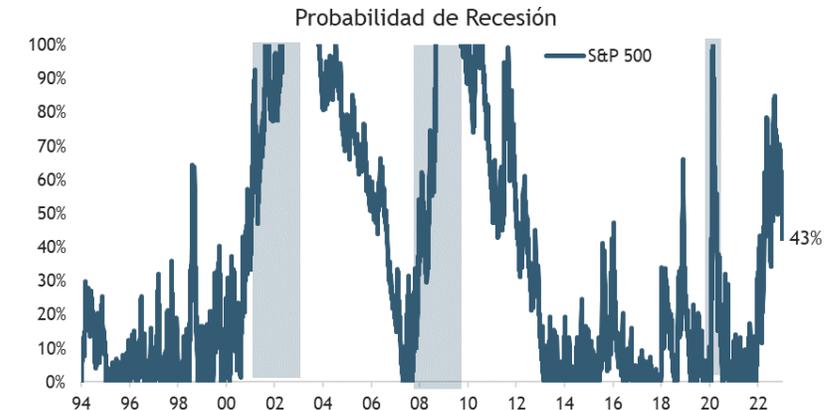
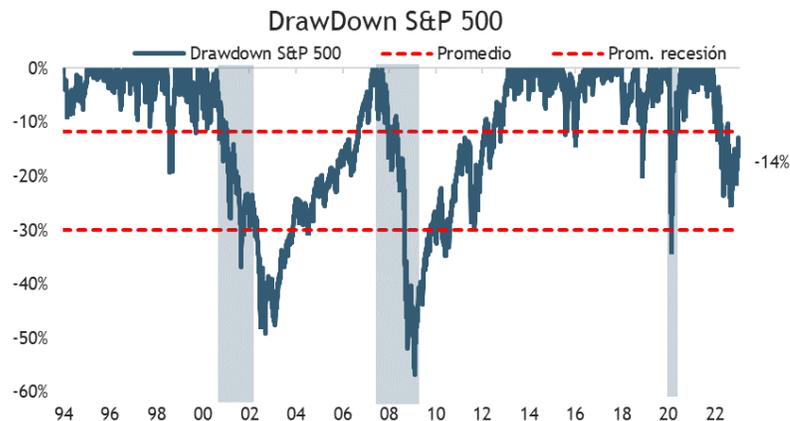
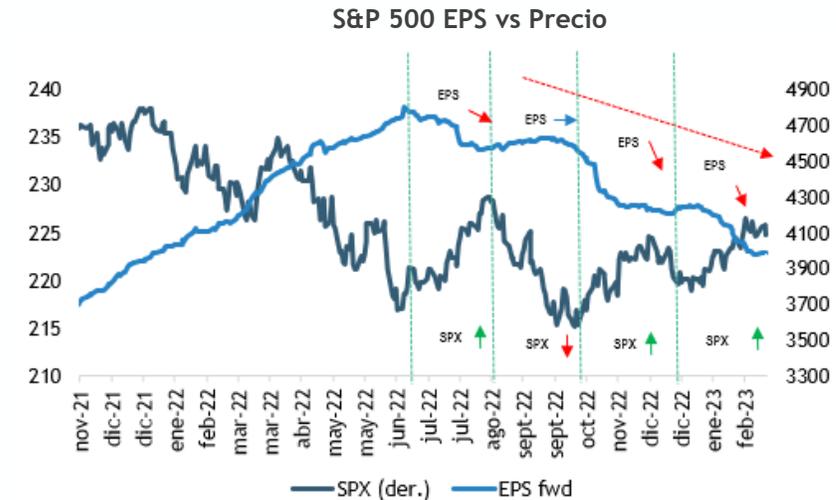
	Reversión a la media PU	Dividendo	Reversión a la media TC
Latinoamérica	25,6%	6,0%	13,1%
Japon	6,17%	2,67%	33,91%
EU VALUE	3,83%	4,94%	2,33%
China VALUE	4,46%	4,14%	-4,89%
Europa	-8,87%	3,52%	2,33%
Emergente VALUE	-8,46%	4,76%	-2,19%
China	-11,14%	2,33%	-4,89%
US VALUE	-16,52%	2,33%	-
Emergente	-18,19%	3,24%	-2,19%
US	-21,8%	1,72%	-
Asia Emergente	-21,85%	2,7%	-2,2%
US GROWTH	-25,68%	1,10%	-
EU GROWTH	-29,0%	2,1%	2,3%
Emergente GROWTH	-32,15%	1,77%	-2,19%
China GROWTH	-31,68%	0,69%	-4,89%

*Todos los índices son MSCI

Renta Variable EEUU.

Los mercados de renta variable cotizan un mayor riesgo de recesión (pero ya bajo el 50%) diferencia de los mercados de crédito,

- Gran parte del ajuste de la renta variable durante 2022 se puede atribuir a una "compresión de múltiplos", a propósito de las mayores tasas de interés derivadas de las presiones inflacionarias, mientras que las expectativas de utilidades corporativas se mantuvieron relativamente resilientes.
- De cara a 2023, **el foco pasara de las valorizaciones a las utilidades. Todo sigue siendo un delicado equilibrio entre menores presiones de inflación y tasas vs el deterioro de las perspectivas de utilidades**
- La probabilidades de recesión implícitas en la caída del S&P 500 hoy alcanza al 43% , vs el 80% de hace 3 meses



Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg. Datos al 17 de Febrero 2023

Renta Variable EEUU.

Dinámica sectorial se vuelve más cíclica a media que “disminuyen los riesgos de recesión”

	Valor Actual	Up Side	Blg P.O.	Max 52S	Min 52S	Variacion % en					Precio/Utilidad				EV/EBITDA				Bolsa/Libro				
						7D	30D	3M	6M	YTD	1Y	Actual	Prom 15y	FWD	Prom 15y	Actual	Prom 15y	FWD	Prom 15y	Actual	Prom 15y	FWD	Prom 15y
Índices																							
S&P 500	4.077,62	12,6%	4.590	4.632	3.577	-0,3%	3,8%	3,2%	-1,5%	2,0%	-6,2%	19,4	18,0	18,2	15,9	12,9	11,1	12,1	9,6	4,0	2,8	3,6	2,5
S&P Mid Cap	2.665,97	10,4%	2.944	2.774	2.201	1,0%	4,8%	6,4%	5,7%	3,3%	1,3%	15,2	21,0	15,3	17,0	9,9	12,0	10,2	7,4	2,5	2,3	2,1	2,0
S&P Small Cap	1.280,81	14,3%	1.464	1.357	1.064	1,2%	5,4%	5,5%	3,3%	3,4%	-1,3%	15,1	24,8	14,2	17,8	9,1	12,4			1,9	2,0		
Growth	2.511,52	12,7%	2.831	3.167	2.287	-0,2%	4,9%	2,1%	-8,3%	3,5%	-14,0%	19,9	21,0	19,7	18,0	13,2	12,8	12,9	10,7	6,8	4,4	5,8	3,9
Value	1.530,85	11,7%	1.709	1.575	1.270	0,2%	3,3%	5,1%	6,1%	1,0%	2,4%	19,1	15,5	17,1	14,0	12,6	10,4	11,4	8,7	2,8	2,0	2,5	1,8
Sectores																							
Materials	511,56	10,9%	567	569	424	-1,0%	-0,7%	1,4%	4,5%	-3,1%	-2,9%	14,7	18,2	17,5	16,0	9,8	11,3	9,9	8,6	2,9	2,8	2,7	2,5
Industrials	870,33	6,6%	928	886	701	0,7%	3,1%	3,4%	6,4%	0,4%	4,8%	22,2	17,5	19,2	16,1	14,2	10,5	12,5	10,4	5,2	3,6	4,6	3,3
Cons. Discre.	1.166,11	12,9%	1.317	1.515	983	1,4%	8,6%	8,1%	-8,9%	7,2%	-17,7%	29,5	20,6	23,1	18,1	15,5	11,1	12,6	9,5	8,9	4,7	7,1	4,3
Technology	2.434,95	11,2%	2.708	2.879	2.042	-0,5%	7,9%	6,7%	-3,3%	6,9%	-8,8%	26,6	19,9	23,4	16,2	18,1	11,5	16,0	9,2	8,4	4,2	7,1	3,6
Comunicaciones	180,06	24,5%	224	243	150	0,1%	6,7%	9,2%	-6,0%	4,7%	-21,3%	16,5	14,9	15,7	13,3	11,2	7,2	9,8	6,7	3,1	2,8	3,0	2,7
Financials	604,22	10,4%	667	658	503	-0,3%	3,2%	2,6%	6,5%	0,6%	-7,2%	14,7	14,3	13,2	13,0	-	-	-	-	1,7	1,3	1,6	1,2
Energy	645,18	20,4%	777	720	507	-6,8%	-5,0%	-6,4%	7,2%	-6,5%	25,3%	7,9	15,8	10,1	13,5	4,8	7,8	5,4	5,8	2,3	1,9	2,1	1,8
Cons. Staples	768,85	9,3%	840	842	693	0,8%	1,1%	-2,2%	-2,7%	-1,6%	-3,1%	21,3	19,2	20,2	17,8	15,9	13,0	13,9	12,0	6,5	4,9	5,9	4,6
Healthcare	1.537,53	14,0%	1.753	1.665	1.393	-0,4%	-0,8%	-1,8%	0,8%	-2,7%	3,6%	18,1	19,2	17,2	15,4	13,4	13,3	12,7	10,7	4,7	3,8	4,2	3,3
Utilities	347,60	10,9%	386	395	312	1,1%	-1,7%	-0,6%	-10,4%	-4,1%	3,7%	20,6	16,5	17,8	16,0	14,1	9,9	12,0	9,2	2,2	1,8	1,9	1,6

S&P 500 Ciclo Sectorial (Retorno Móvil 3 meses)

	Fecha	23-03-22	21-04-22	20-05-22	21-06-22	20-07-22	18-08-22	19-09-22	19-10-22	17-11-22	16-12-22	17-01-23	16-02-23
S&P 500		-5,1%	-3,1%	-10,3%	-16,6%	-9,9%	9,8%	6,1%	-6,7%	-7,9%	-0,5%	7,3%	3,6%
Growth		-9,6%	-7,0%	-14,9%	-20,8%	-9,3%	14,9%	7,5%	-9,1%	-13,2%	-5,2%	1,7%	1,2%
Value		-0,1%	5,6%	-5,7%	-12,2%	-10,4%	5,2%	4,9%	-4,4%	-2,5%	3,8%	13,0%	6,0%
Materials		-1,0%	1,8%	-1,8%	-13,0%	-16,1%	-2,3%	-1,0%	-5,5%	-1,4%	8,6%	16,6%	3,5%
Industrials		-0,4%	-2,4%	-8,8%	-16,0%	-10,7%	10,4%	5,7%	-2,2%	-1,4%	9,9%	14,6%	3,9%
Cons. Discre.		-8,9%	-5,0%	-22,5%	-25,1%	-15,5%	20,6%	17,6%	-7,0%	-18,7%	-15,9%	-3,3%	6,8%
Technology		-10,2%	-7,8%	-14,4%	-19,1%	-7,0%	15,6%	4,4%	-11,7%	-12,6%	-1,4%	7,6%	7,1%
Communication		-13,2%	-16,6%	-15,3%	-20,8%	-7,8%	3,2%	-3,6%	-14,9%	-16,8%	-9,0%	1,7%	3,5%
Financials		0,2%	-5,0%	-16,1%	-20,4%	-12,3%	8,2%	8,0%	-2,9%	-1,7%	1,9%	11,2%	3,7%
Energy		40,5%	21,1%	20,2%	1,2%	-6,3%	-2,1%	7,4%	16,4%	16,9%	7,4%	9,7%	-5,2%
Cons. Staples		-1,5%	5,4%	-7,6%	-6,2%	-10,4%	9,7%	4,7%	-4,8%	-3,8%	5,1%	5,5%	-1,4%
Healthcare		-3,4%	5,3%	1,8%	-10,2%	-7,5%	3,4%	5,7%	-2,8%	0,3%	6,4%	6,6%	-1,6%
Utilities		1,8%	9,6%	8,2%	-7,5%	-9,6%	8,8%	16,5%	-6,7%	-13,3%	-5,4%	10,4%	0,6%

Cyclicals

Near

Defensives

Renta Variable EEUU.

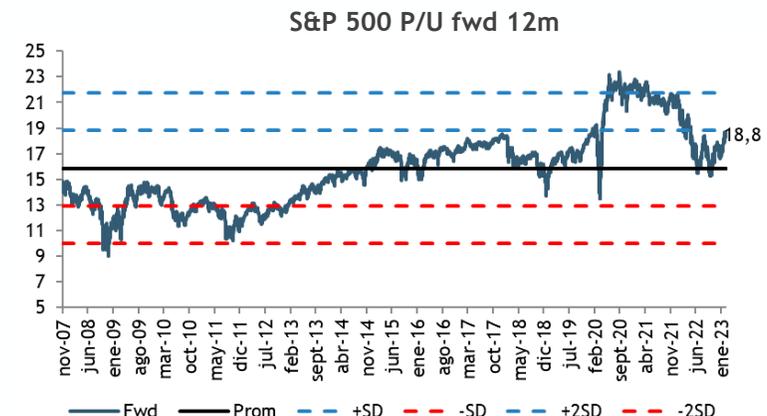
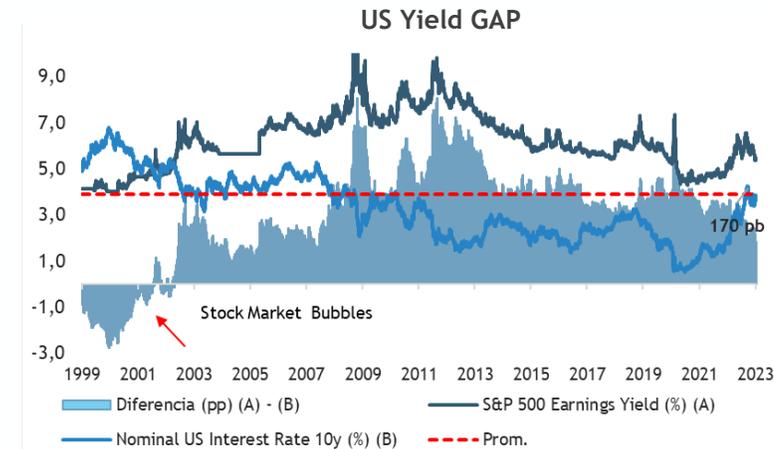
S&P 500: Potencial más bajo por mayores tasas de interés, incertidumbre política (monetaria) y ajustes de EPS

Escenario Solft landing

- El aumento de tasas de interés y una mayor incertidumbre política representan un lastre incremental en valoraciones y ganancias, lo que resulta en un objetivo de S&P 500 más bajo.
- Reafirmamos nuestras proyecciones de que la renta variable en EE. UU., cotiza en niveles fair value,** que podrían exagerarse, por cierto, pero limita el potencial de recuperación adicional, dado que las valoraciones tanto absolutas como relativas respecto a los bonos no son particularmente atractivas.
- El S&P 500 transa a 18,5x las utilidades futuras (+1DS sobre sus promedios de largo plazo), **mientras que el premio que ofrecen las acciones respecto a los bonos se ha reducido a 170 pb, esos son 150 pb menos que sus promedios de largo plazo y el nivel más bajo en 15 años.**

Pronóstico del S&P 500 basado en ganancias por acción estimadas para 2023, rendimiento del Tesoro a 10 años; yield gap del 2,5 %

	10-Year US Treasury Yield							
	2,50%	2,70%	3,00%	3,20%	3,50%	3,70%	4,00%	4,50%
\$180	3600	3462	3273	3158	3000	2903	2769	2571
\$195	3900	3750	3545	3421	3250	3145	3000	2786
\$225	4500	4327	4091	3947	3750	3629	3462	3214
	4413			3849			3338	
\$230	4600	4423	4182	4035	3833	3710	3538	3286
\$235	Caso alcista			Caso base			Caso Bajista	
	4700	4519	4273	4123	3917	3790	3615	3357
	4610			4020			3486	
\$240	4800	4615	4364	4211	4000	3871	3692	3429
\$245	4900	4712	4455	4298	4083	3952	3769	3500
\$250	5000	4808	4545	4386	4167	4032	3846	3571
\$255	5100	4904	4636	4474	4250	4113	3923	3643



Renta Variable EEUU.

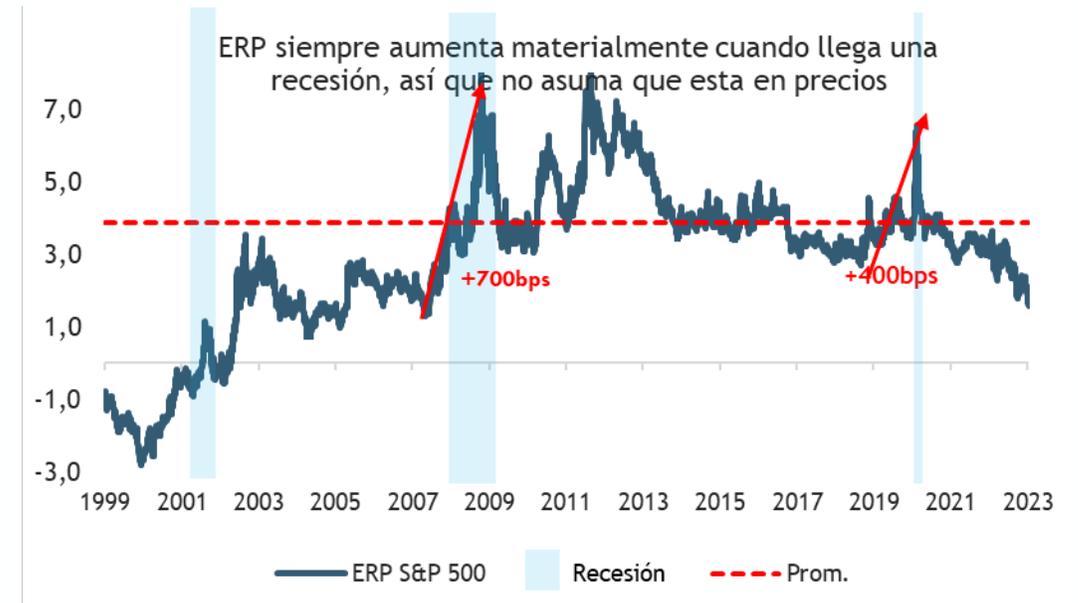
S&P 500: Potencial más bajo por mayores tasas de interés, incertidumbre política (monetaria) y ajustes de EPS

Escenario Hard Landing

- Hoy el premio que ofrecen las acciones sobre la RF está en mínimos de más de 15 años y **típicamente eso se expande en torno a 400 pb en recesiones (cuando se sinceran las utilidades (a la baja) y los múltiplos se ajustan (comprimen para reflejar el mayor riesgo).**
- Incluso asumiendo un escenario más conservador entre 200 – 250 pb existe una desventaja por delante.
- **Poniendo algunos números en esto, si el ERP sube 250 pb en una recesión, y el rendimiento UST de 10 rendimientos cae posteriormente a 2.5%, el múltiplo P/E caería a 13x, 20% por debajo de los niveles actuales.** Es probable que las previsiones de EPS también sean más bajas si esto sucede, lo que significa que los precios de las acciones podrían caer incluso más del 20% en los mínimos. En resumidas cuentas, no creemos que un S&P 500 de 3.500-3.600 sea consistente con la visión de consenso de una recesión leve, sino más bien con un softlanding. Esa es una forma en que el consenso podría ser correcto en la dirección, pero incorrecto en términos de magnitud.

Pronóstico del S&P 500 basado en ganancias por acción estimadas para 2023, rendimiento del Tesoro a 10 años; yield gap del 5,0 %

		10-Year US Treasury Yield							
		2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%	3,50%	4,00%
S&P 500 2023 EPS	\$180	2571	2483	2400	2323	2250	2182	2118	2000
			2527	14,0					
	\$190	2714	2621	2533	2452	2375	2303	2235	2111
			2667	14,0					
	\$200	2857	2759	2667	2581	2500	2424	2353	2222
			2808	14,0					
	\$210	3000	2897	2800	2710	2625	2545	2471	2333
			2948	14,0					
	\$220	3143	3034	2933	2839	2750	2667	2588	2444
	\$230	3286	3172	3067	2968	2875	2788	2706	2556
\$240	3429	3310	3200	3097	3000	2909	2824	2667	
\$250	3571	3448	3333	3226	3125	3030	2941	2778	
\$260	3714	3586	3467	3355	3250	3152	3059	2889	

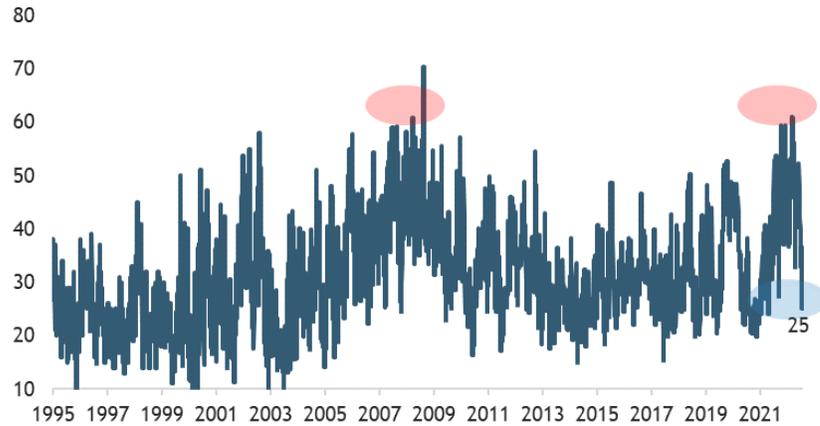


Renta Variable EEUU.

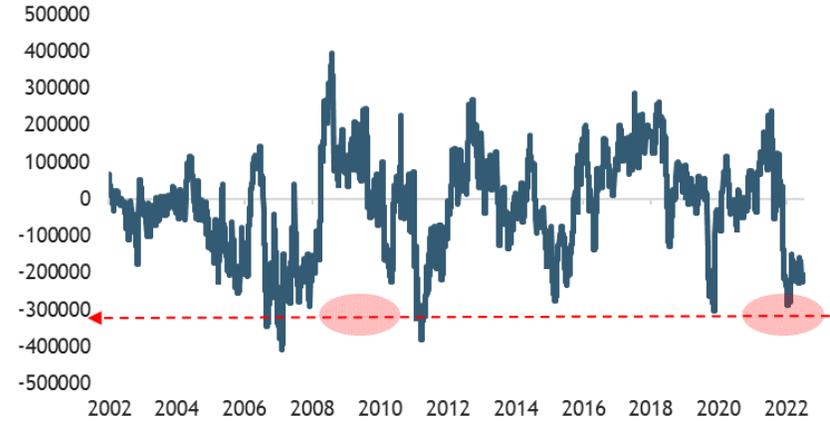
S&P 500: El sentimiento y el posicionamiento se aleja de niveles pesimistas

- Cuando el posicionamiento y el sentimiento se desequilibran, pequeños cambios en las opiniones de los inversores pueden generar grandes movimientos de precios.
- Los Hedges Fund siguen siendo bajistas en el S&P 500
- Indicadores técnicos en general se acercan a sobrecompra

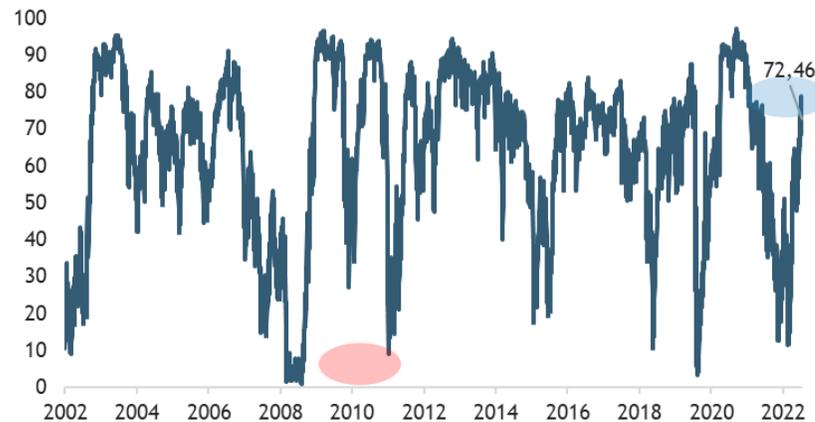
AAll US Investor Sentiment Bearish



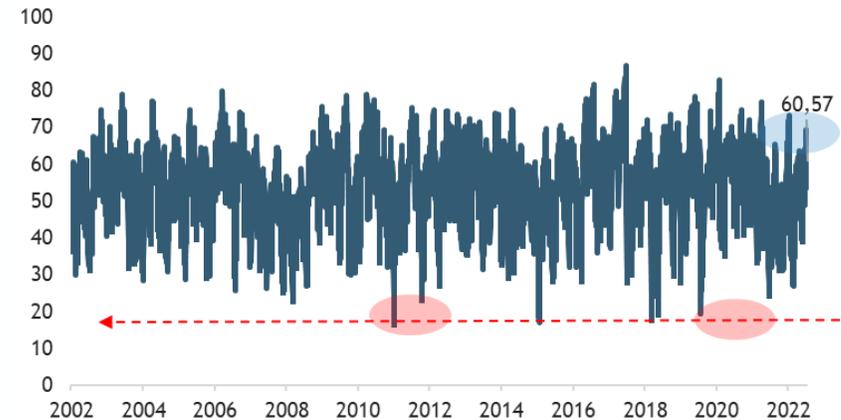
CME E Mini S&P 500 Idx NCL Fut



PCT MEMB ABOVE MOV AVG 200D



S&P 500 RSI



Conclusiones RVI

Seguimos recomendando sobre ponderar activos menos sensibles a las tasas, como efectivo, sectores value, acciones internacionales y activos reales.

- Gran parte del ajuste de la renta variable durante 2022 se puede atribuir a una "compresión de múltiplos", a propósito de las mayores tasas de interés derivadas de las presiones inflacionarias, mientras que las expectativas de utilidades corporativas se mantuvieron relativamente resilientes.
- De cara a 2023, el foco pasará de las valorizaciones a las utilidades. Todo sigue siendo un delicado equilibrio entre menores presiones de inflación y tasas vs el deterioro de las perspectivas de utilidades.
- **Nivel de tasas limita expansión de múltiplos.** Dividendos y retorno por FX serán los factores más relevantes para explicar el desempeño de los mercados de equity.
- Sobreponderar mercados ex - US en términos tácticos. Tendencia retroalimentada por la debilidad del dólar y la reapertura en China
 - Las valorizaciones son más atractivas fuera de US
 - **Buen punto de entrada en acciones china, tras las correcciones recientes.**
- Utilidades comienzan a corregirse más a la baja (con la excepción de China) dado el entorno corporativo más desafiante de cara a 2023.
- **El desempeño superior de sectores growth en lo que va del año no se sustentaría en un contexto de presiones inflacionarias más persistentes y mayores tasas de interés.**
- La renta variable en particular US no incorpora una recesión

Dólar



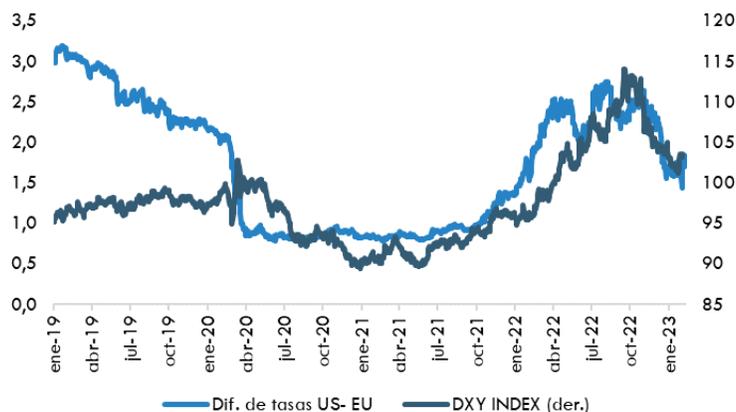
fynsa 

Dólar

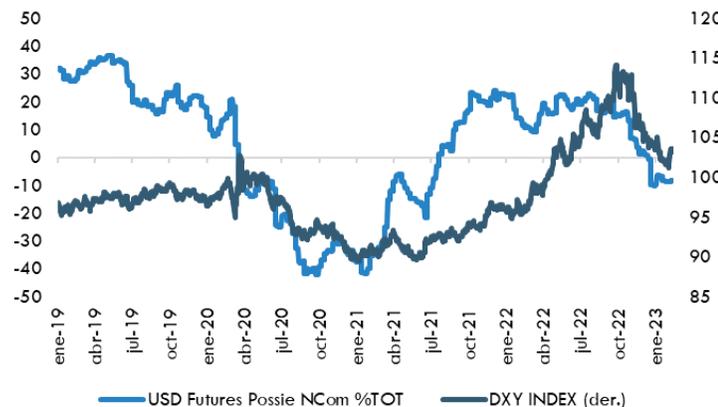
Diferenciales se vuelven menos favorables hacia el dólar dada la caída mayor en tasas US

- La tendencia del dólar a nivel global se ha ido consolidando a la baja, dadas las perspectivas de una menor inflación y menores tasas de interés en EE.UU. **Si bien reconocemos los progresos de la inflación, son todavía insuficientes para alejar a la FED de seguir subiendo las tasas de interés, por lo que después de una caída de 12% desde lo máximos de octubre el dólar ya es una moneda sobrevendida.**

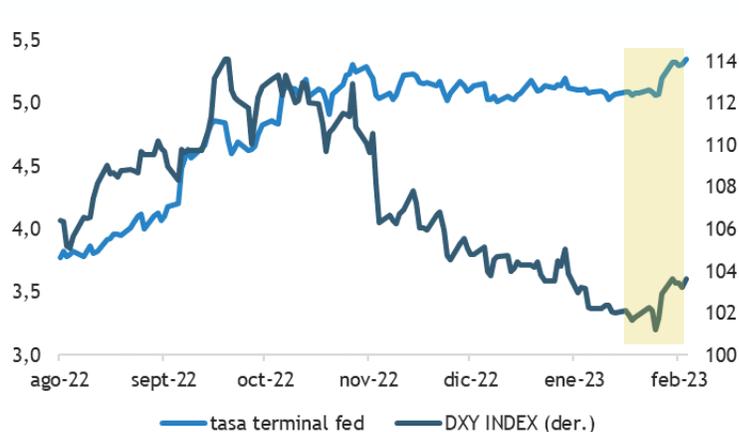
Dólar vs Diferencial de Tasas US-EU



Dólar vs Posiciones Especulativas



Dólar vs tasas terminal FED



Dólar Tasa Real



	Monedas			
	Actual	1M (%)	YTD (%)	1Y (%)
Dólar Index (DXY)	103,9	1,47	0,34	8,42
Euro (EUR)	1,1	-0,91	-0,08	-5,85
Libra Esterlina (GBP)	1,2	-2,46	-0,32	-11,55
Corona Sueca (SEK)	10,4	-1,06	-0,17	-10,62
Yen Japonés (JPY)	134,2	-3,96	-2,31	-14,37
Dólar Vanadiense (CAD)	1,3	0,15	0,60	-5,68
Dólar Neozelandés (NZD)	0,6	-3,07	-1,65	-6,64
Dólar Australiano (AUD)	0,7	-0,91	0,98	-4,27
Latam				
Real Brasileño (BRL)	5,2	0,36	2,38	0,21
Peso Mexicano (MXN)	18,4	2,91	6,24	10,60
Sol Peruano (PEN)	3,8	-0,07	-0,99	-2,98
Peso Colombiano (COP)	4.905,1	-4,20	-1,11	-19,82
Peso Chileno (CLP)	789,1	4,35	7,81	0,82
Peso Argentino (ARS)	193,2	-5,45	-7,14	-44,68
Otros Emergentes				
China Yuan (CNH)	6,9	-1,49	0,76	-7,85
Rupia India (RUPEE)	82,8	-1,91	-0,12	-9,33
Rand Sudafricano (ZAR)	18,0	-5,18	-5,57	-16,90
Lira Turca (TYR)	18,9	-0,54	-0,82	-28,02
Rublo Ruso (RUB)	73,7	-6,15	0,89	3,35
Baht Tailandés (THB)	34,6	-4,09	0,56	-6,74
Rupia Indonesia (IDR)	15.203,0	0,76	-2,34	6,18
Dólar Singapur (SGD)	1,3	-1,16	0,25	0,52
Ringgit Malayo (MYR)	4,4	-2,67	-0,66	-5,53
Won Surcoreano (KRW)	1.299,7	-4,80	-3,05	-7,83
Dólar Taiwanés (TWD)	30,4	-0,36	1,02	-8,40
Otras				
BITCOIN	24.804,9	19,37	49,97	-39,06

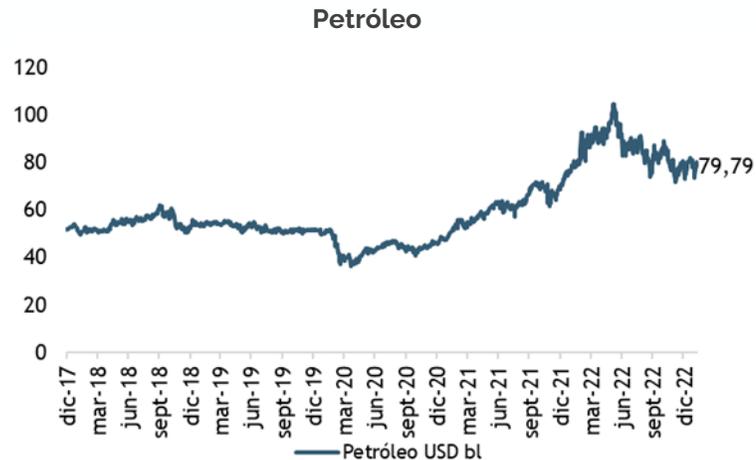
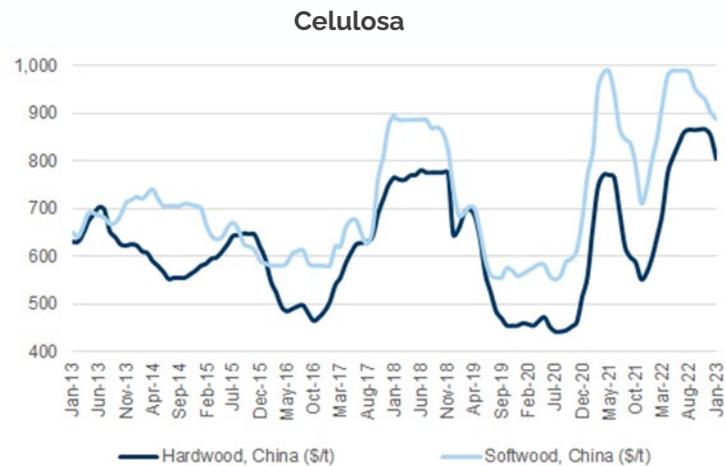
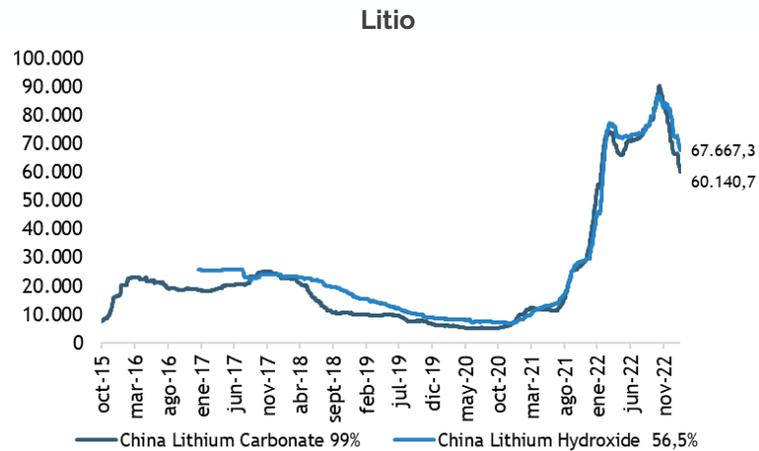
Commodities



Commodities

Reapertura de China mejora las perspectivas de demanda

- Mercados de materias primas permanecen en general estrechos



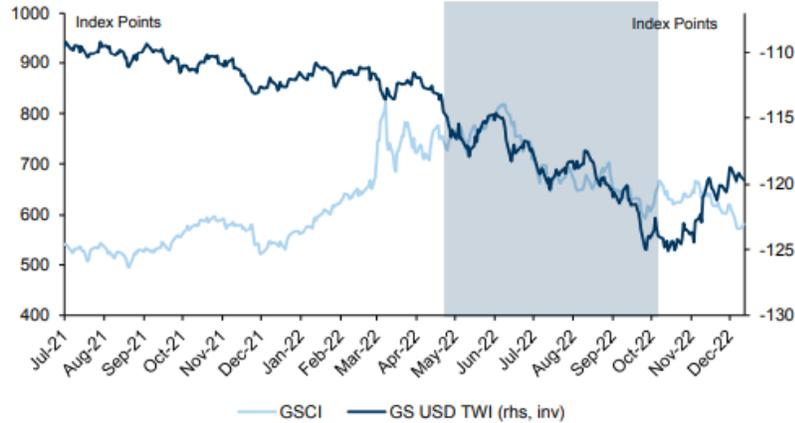
Commodities				
	Actual	1M (%)	YTD (%)	1Y (%)
Energy				
WTI	76,4	-4,32	-5,10	-2,13
BRENT	83,1	-2,57	-3,02	2,16
Gasoline	240,9	-4,94	-2,81	5,44
Nat Gas	2,3	-26,87	-44,57	-47,23
Metals				
Gold	1.842,4	-3,24	1,01	-2,95
Silver	21,8	-7,27	-9,17	-8,72
Iron Ore 62%	124,9	3,09	12,28	-13,16
Copper	412,9	-2,50	8,35	-8,72
China Lithium Carbonate 99%	57.872,1	-11,17	-16,23	-4,79
China Lithium Hydroxide 56.5%	65.806,7	-7,57	-15,28	24,01
Madera USD board feet	383,4	-10,04	2,60	-70,29
Agriculture				
Corn	677,8	-0,22	-0,04	11,66
Wheat	775,8	3,40	-2,88	-3,36
Soybeans	1.521,3	-0,02	-0,57	7,26
Cofee	185,8	19,30	11,26	-22,20
Sugar	19,8	6,80	5,77	12,95
Cotton	81,5	-4,32	-2,34	-15,16
ETFs				
ISHARES GLOBAL TIMBER & FORE	75,0	-0,69	3,07	-18,46
GLOBAL X LITHIUM & BATTERY T	65,7	2,42	12,11	-13,25
ISHARES MSCI GLOBAL METALS &	44,3	-2,40	8,10	-4,34
ISHARES S&P GSCI COMMODITY I	20,3	-3,61	-4,29	2,78

Commodities

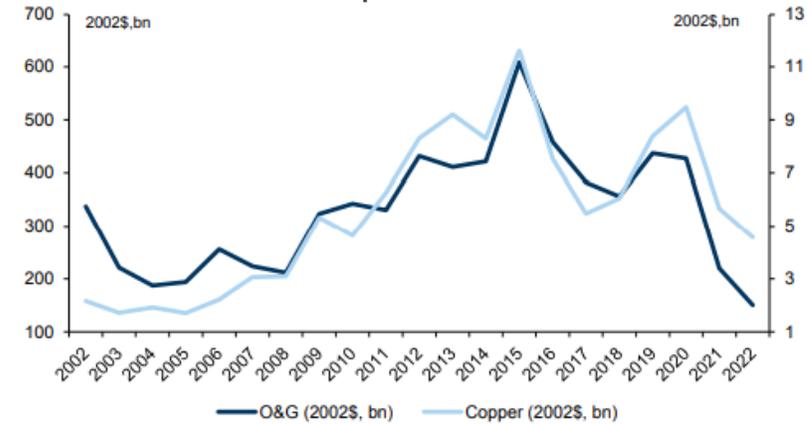
Un superciclo subinvertido

- Así como los mercados de productos básicos han estado dominados por el dólar en 2022, se espera que estén determinados por la falta de inversión en 2023. Desde una perspectiva fundamental, la configuración para la mayoría de las materias primas en 2023 es alcista

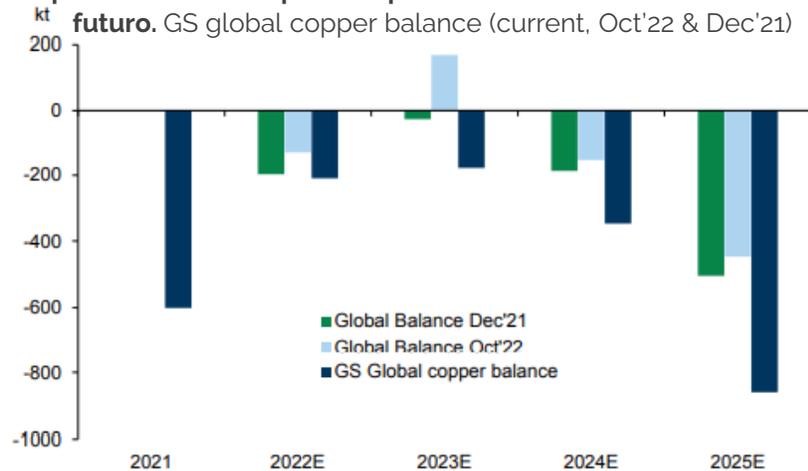
Las materias primas han estado dominadas por el dólar en 2022



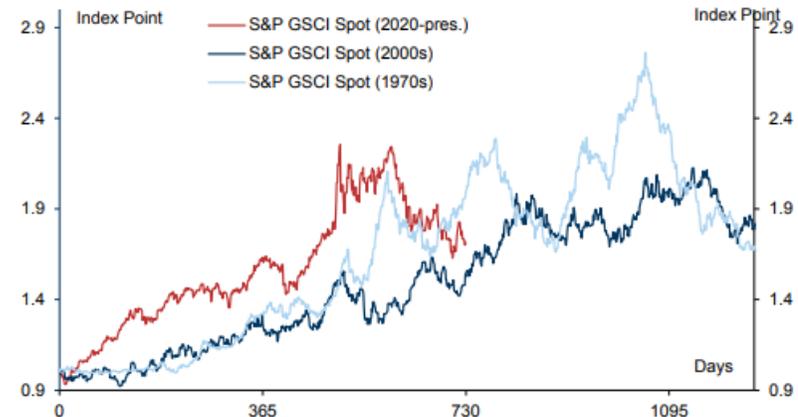
El gasto de capital en materias primas continuó cayendo en términos reales a pesar de los precios más altos. Oil & Gas and Metals and Mining (rhs) real capex in 2002 dollars



Se espera que el mercado del cobre permanezca en déficit el próximo año, sin que ahora se anticipe un superávit en el horizonte fundamental a futuro. GS global copper balance (current, Oct'22 & Dec'21)



Los superciclos son una serie de picos de precios, no una tendencia suave al alza



Flujos de inversión



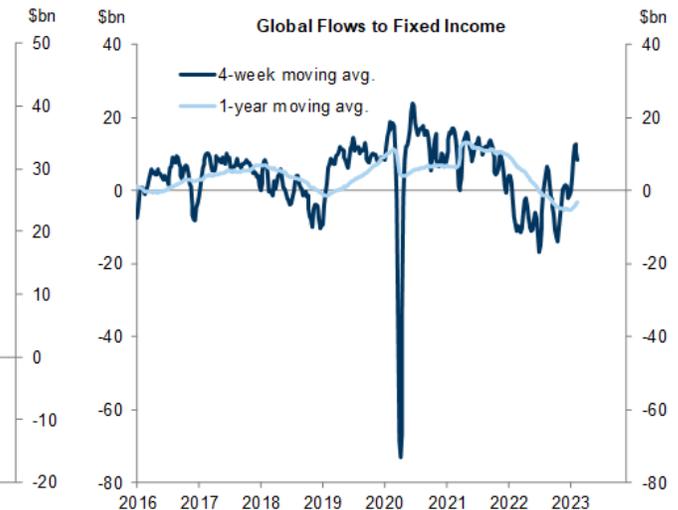
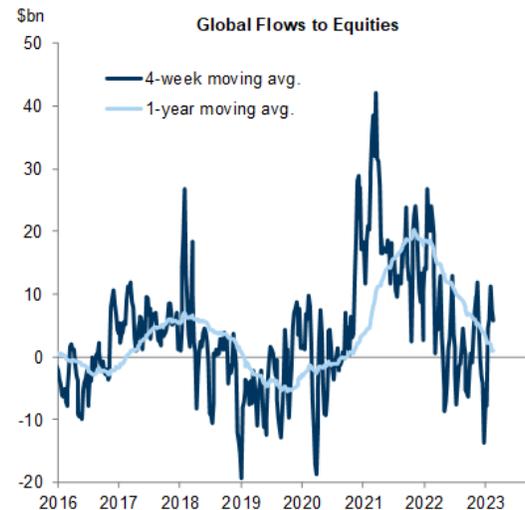
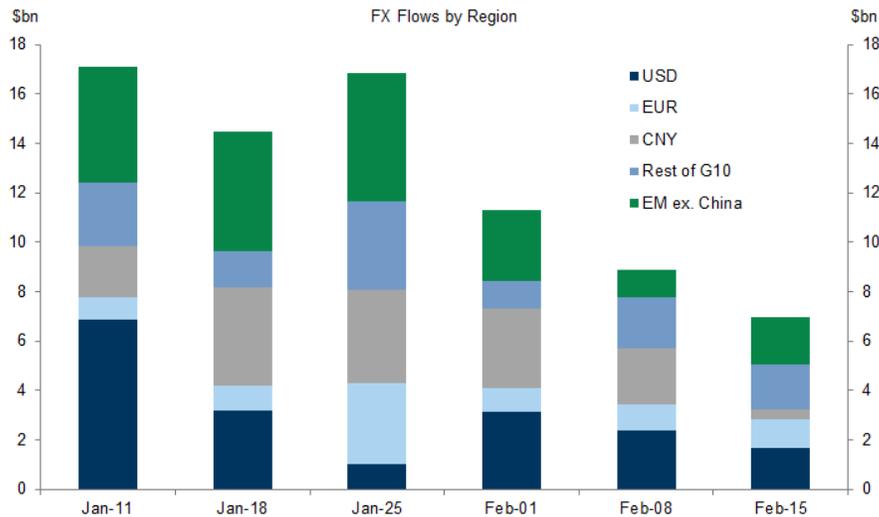
Flujos de Inversión

Un mejor sentimiento impulsa los flujos extranjeros

- Los flujos hacia fondos mutuos y productos de inversión relacionados muestran una mayor demanda en acciones y renta fija en lo reciente.
- Los flujos de divisas transfronterizos son más fuertes probablemente reflejando un impulso en el sentimiento de riesgo global.

	Global Fund Flows Summary			
	Millions USD		% AUM	
	4wk sum	15-Feb	4wk avg	15-Feb
Equity	22,879	324	0.04	0.00
Fixed Income	32,883	5,352	0.12	0.08
of which: EM	4,259	-721	0.22	-0.15
Money Markets	-11,686	1,008	-0.04	0.01
FX Flows*	52,441	8,109	0.14	0.09

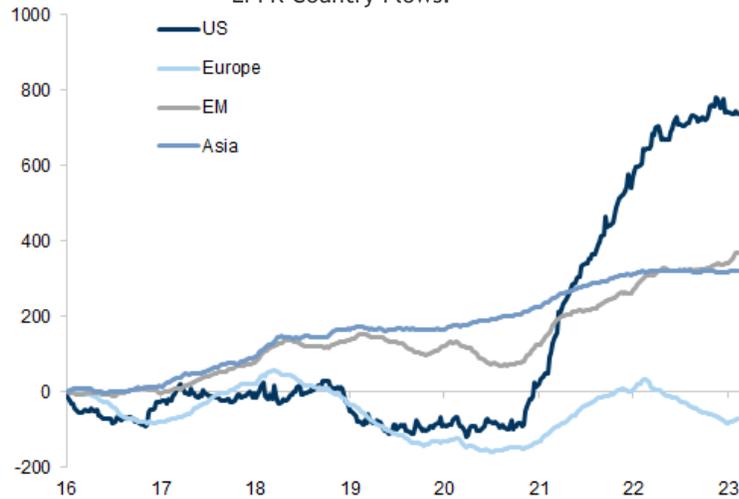
*Cross-border fund flows, excluding hard currency and FX-hedged funds



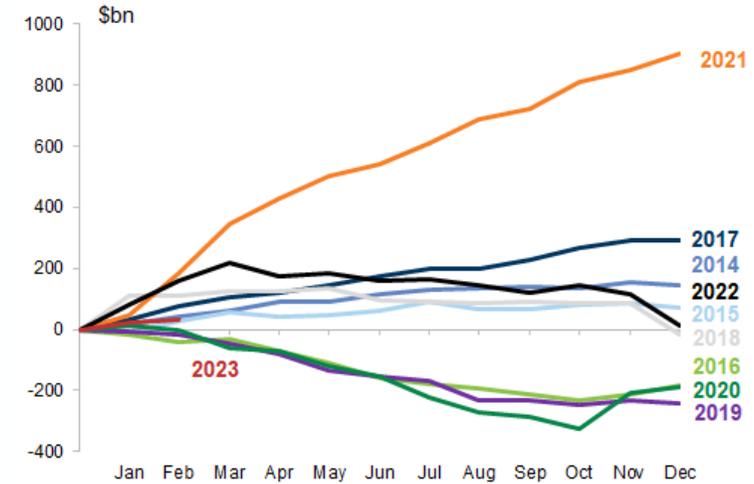
Flujos de Inversión

En una perspectiva de mas mediano plazo, la dinámica de flujos se a vuelto más defensiva

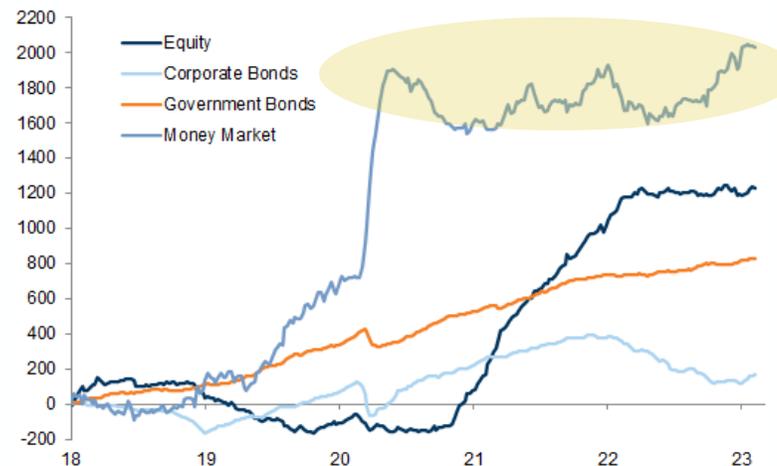
Flujos acumulados en acciones por regiones. Weekly flows, USD bn.
EPFR Country Flows.



Flujos acumulados de inversores globales a fondos de renta variable de mercados emergentes y mercados emergentes. In USD bn.



Flujos de fondos acumulados entre activos



Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg; Goldman Sachs. Datos al 17 de Febrero 2023



Isidora Goyenechea 3477, Piso 11,
Las Condes, Santiago, Chile

+56 22 499 1500

fyinsa@fyinsa.cl

www.fyinsa.cl



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.