

Visión y Estrategia Internacional

Mayo 2023

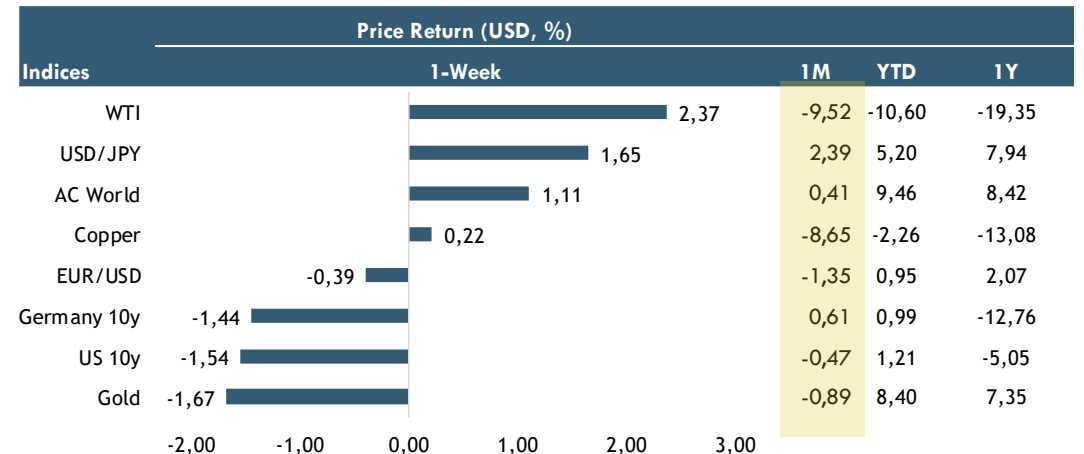
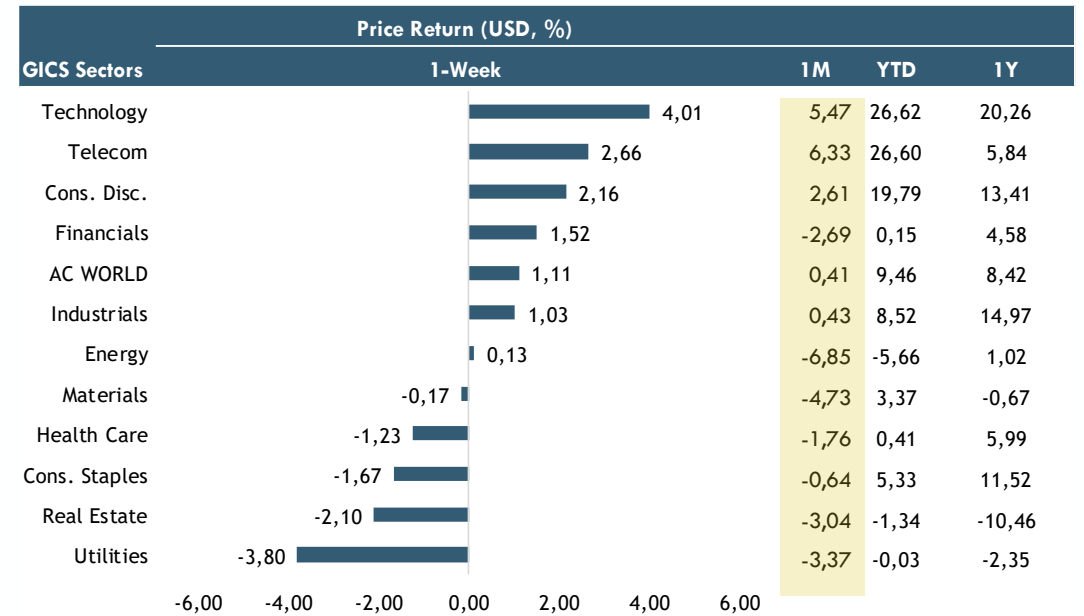


Comité de Activos Internacionales

Monitor de Mercados

Mayor apetito por riesgo

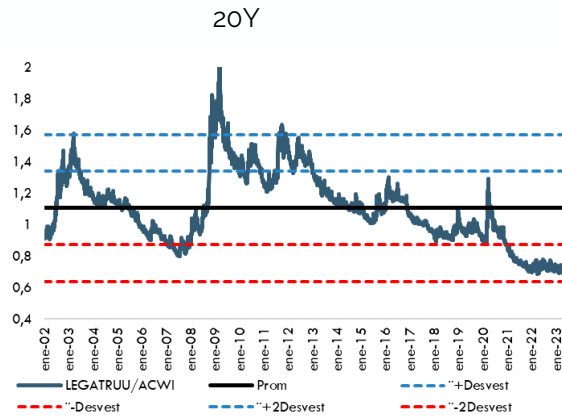
	RESUMEN					
	Actual	1W (%)	MTD (%)	1M (%)	YTD (%)	1Y (%)
Renta Variable						
Mdos. Desarrollados (URTH)	120,4	1,38	0,50	0,80	10,20	9,24
Mdos. Emergentes (EEM)	39,0	1,12	-0,38	-1,17	2,85	-2,58
Rusell 1000 value (IWD)	151,6	0,85	-1,93	-2,23	0,52	2,43
Rusell 1000 growth (IWF)	254,7	2,53	3,19	3,89	19,15	14,88
S&P 500 (SPY)	418,6	1,71	0,65	1,08	9,89	9,32
Nasdaq (QQQ)	336,5	3,53	4,32	5,59	26,57	17,10
Eurozona (EZU)	46,2	1,05	-0,71	-0,52	17,01	19,61
Japon (EWJ)	61,0	1,26	3,60	4,22	11,98	9,44
China (MCHI)	46,3	0,09	-3,06	-5,88	-2,61	-4,74
Latam (ILF)	25,4	-0,24	3,42	4,65	11,10	7,69
Chile (ECH)	29,9	-1,38	5,32	2,50	10,45	14,25
Commodities						
WTI	71,7	2,37	-6,62	-9,52	-10,60	-19,35
Copper	372,5	0,22	-3,76	-8,65	-2,26	-13,08
Gold	1.977,2	-1,67	-0,64	-0,89	8,40	7,35
Iron Ore 62%	107,1	1,84	-7,78	-10,94	-3,76	-18,81
China Lithium Carbonate 99,5%	41.642,9	20,66	63,13	62,22	-42,97	-36,73
China Lithium Hydroxide 56.5%	39.432,4	21,54	47,47	25,11	-48,17	-40,86
Renta Fija Internacional						
Bloomberg Barclays Global	453,1	-1,48	-1,79	-0,87	1,61	-4,07
Bloomberg Barclays EM USD agregado	1.089,5	-1,09	-1,04	-0,78	1,49	0,59
US Corporate Investment Grade	3.032,4	-1,29	-2,05	-0,98	2,16	-1,09
US Corporate High Yield	2.266,6	-0,45	-0,88	-0,55	3,68	3,50
Monedas						
Dólar Index (DXY)	103,2	0,49	1,50	1,19	-0,33	0,45
Euro (EUR)	1,1	-0,39	-1,92	-1,35	0,95	2,07
Yen Japonés (JPY)	137,9	-1,63	-1,20	-2,34	-4,96	-7,34
Peso Chileno (CLP)	798,5	-1,67	1,09	-0,56	6,52	4,87



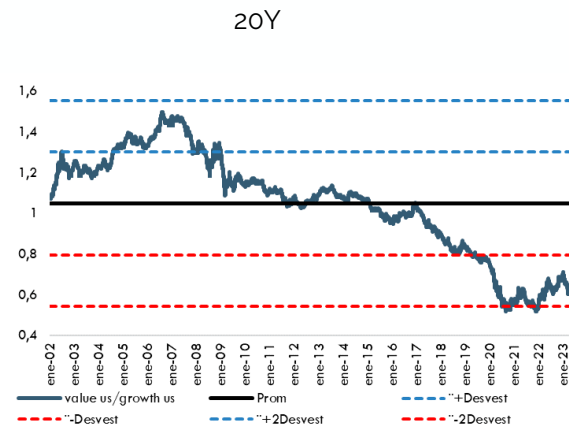
Monitor de Mercados

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

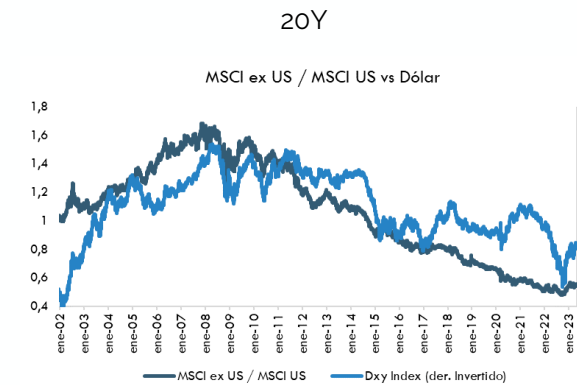
Renta Variable vs Renta Fija



Value vs Growth



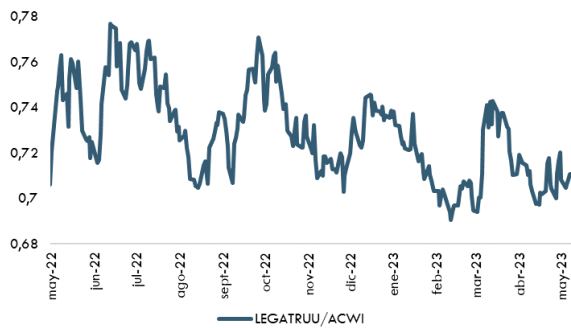
MSCI ex US / MSCI US vs Dólar



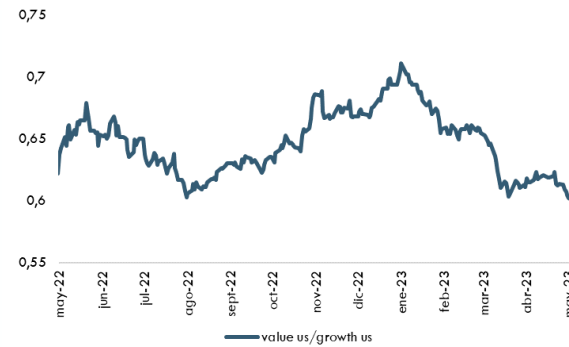
MSCI EM / MSCI WORLD vs Dólar



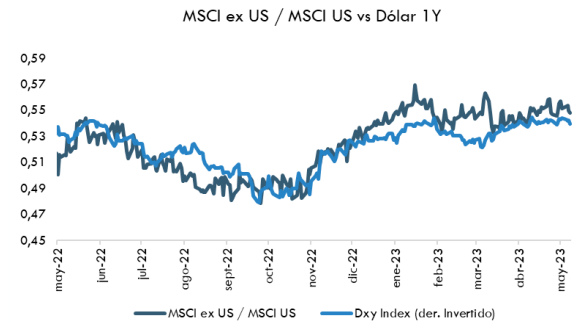
1Y



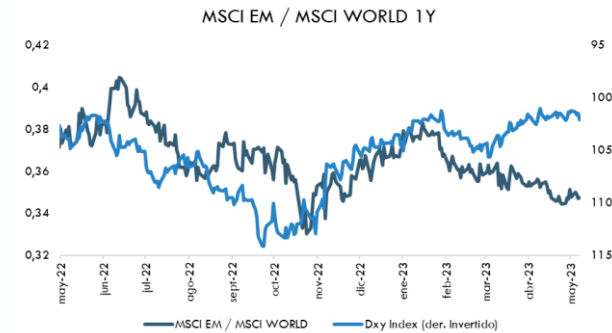
1Y



1Y



1Y



Visión Internacional

Resumen Visión: factores que impulsan nuestras opiniones para el 2Q23

Se recomienda una exposición global más equilibrada y una gestión activa para hacer frente al riesgo de concentración de los índices pasivos.

Driver	Impacto	Principales supuestos	Desarrollos recientes
Crecimiento global	Negativo	La recesión de EE. UU., un caso base	El PMI global compuesto está en 54,2
La política monetaria	Neutral	Es poco probable que la Fed gire, a menos que el contexto macroeconómico se deteriore significativamente	Mercado comienza a incorporar recortes de tasas a partir del 2S23
Tasas	Neutral	Los rendimientos están muy por debajo de los máximos del ciclo, pero con el ciclo alcista acercándose al final, es probable que los rendimientos hayan tocado techo y la demanda es sólida	Agregar duración a mayor debilidad
Crédito	Neutral	Spreads se han reducido y operan bajos sus promedios, pero los rendimientos del crédito de alta calidad siguen siendo atractivos.	Mayores riesgos en HY, CMBS
Dólar	Neutral	USD podría estabilizarse después de la reciente debilidad	Los diferenciales de tasa y crecimiento se han vuelto menos desfavorables hacia el dólar
Utilidades	Negativo	Se acerca la compresión de márgenes y el apalancamiento operativo negativo	Los resultados del primer trimestre fueron mejores de lo esperado por el consenso
Valorizaciones	Neutral	EE. UU. en particular no es atractivo frente a los rendimientos de los bonos, pero los mercados ex-US se perfilan mejor	MSCI World en 15,8x Fwd P/E ; MSCI EM 12,8x Fwd P/E; MSCI EU 13x fwd
Tecnico	Neutral		Los indicadores de sentimiento y posicionamiento están lejos de ser extremos, en ambos extremos, pero la amplitud es baja.
Flujos	Neutral	Una dinámica todavía cautelosa. (money market en máximos)	Los flujos hacia fondos mutuos y productos de inversión relacionados en renta variable se han estancado

Economía Proyecciones

Los datos recientes respaldan una disminución de los riesgos de recesión a corto plazo, aunque han aumentado las sorpresas negativas

Abril

Percent Change yoy	Real GDP Growth				
	2022		2023		2024
	GS	GS	Cons*	GS	Cons*
USA	2.1	1.6	1.1	1.5	1.0
Japan	1.0	1.0	1.0	1.3	1.1
Euro area	3.5	0.7	0.6	1.3	1.1
Germany	1.9	0.2	0.0	1.5	1.0
France	2.6	0.6	0.5	1.2	1.0
Italy	3.8	0.5	0.5	1.0	0.9
Spain	5.5	1.3	1.3	1.7	1.5
UK	4.1	0.1	-0.4	0.7	0.9
China	3.0	6.0	5.3	4.6	5.0
Developed Markets	2.6	1.2	0.9	1.4	1.3
Emerging Markets	3.6	4.1	4.1	4.1	4.3
World	3.0	2.4	2.4	2.6	2.8

* Bloomberg consensus

Crecimiento del PIB, % interanual: GS frente a consenso

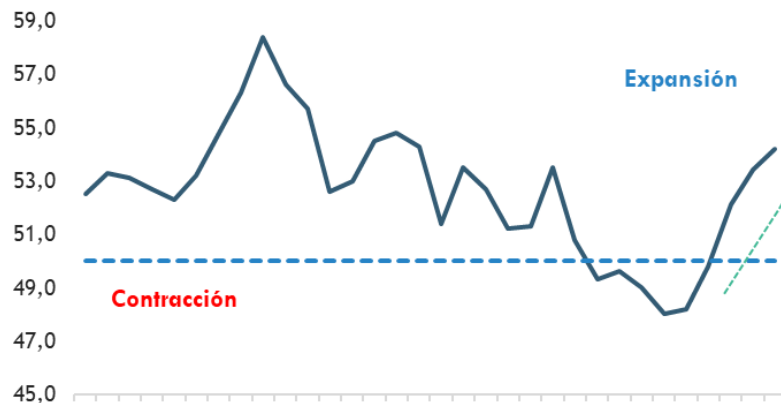


Mayo

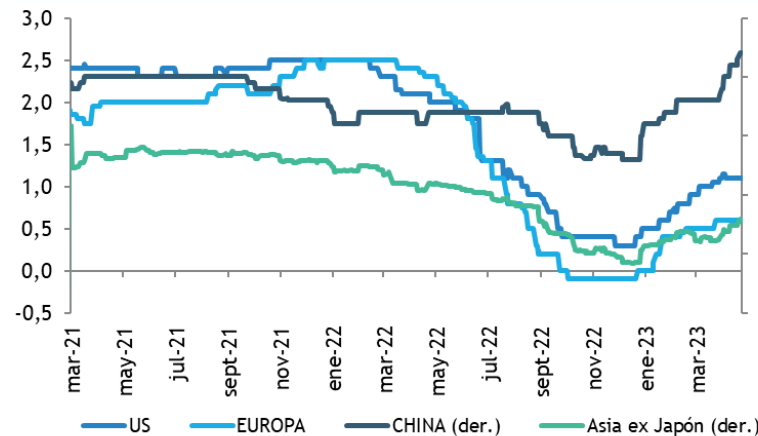
Percent Change yoy	Real GDP Growth				
	2022		2023		2024
	GS	GS	Cons*	GS	Cons*
USA	2.1	1.6	1.1	1.6	0.8
Japan	1.0	1.0	1.0	1.3	1.1
Euro area	3.5	0.7	0.6	1.3	1.0
Germany	1.9	0.1	0.0	1.5	1.0
France	2.6	0.7	0.6	1.2	1.0
Italy	3.8	0.9	0.9	1.0	0.9
Spain	5.5	1.9	1.7	1.7	1.4
UK	4.1	0.2	0.0	0.7	0.9
China	3.0	6.0	5.7	4.6	5.0
Developed Markets	2.6	1.2	1.0	1.4	1.1
Emerging Markets	3.5	4.3	4.3	4.0	4.3
World	3.0	2.5	2.6	2.5	2.8

* Bloomberg consensus

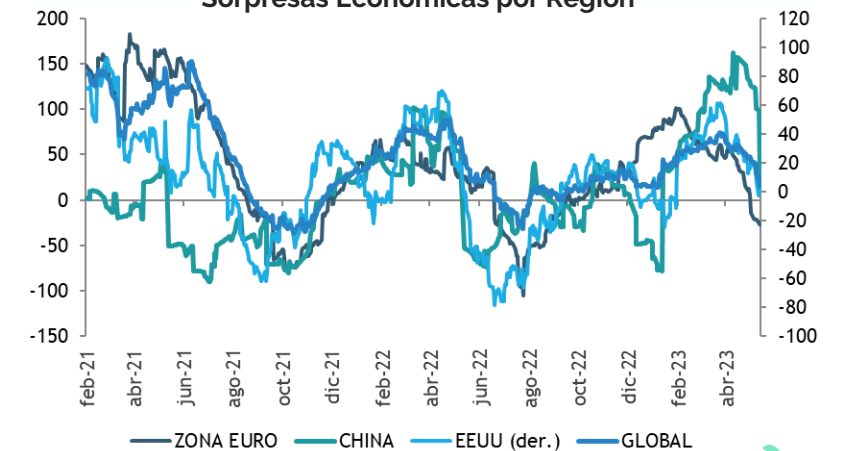
PMI Compuesto Global



Expectativas de crecimiento PIB 2023



Sorpresas Económicas por Región



Economía Proyecciones

Manufactura en contracción

Momentum PMI de Manufactura

		2020			2021								2022								2023												
		sept-20	oct-20	nov-20	dic-20	ene-21	feb-21	mar-21	abr-21	may-21	jun-21	jul-21	ago-21	sept-21	oct-21	nov-21	dic-21	ene-22	feb-22	mar-22	abr-22	may-22	jun-22	jul-22	ago-22	sept-22	oct-22	nov-22	dic-22	ene-23	feb-23	mar-23	abr-23
	Global	52,4	53,0	53,7	53,8	53,5	53,9	55,0	55,8	56,0	55,5	55,4	54,1	54,1	54,3	54,2	54,2	53,2	53,7	52,9	52,3	52,4	52,2	51,1	50,3	49,8	49,4	48,8	48,6	49,1	49,9	49,6	49,6
	Mercados desarrollados	52,2	52,8	53,8	54,8	55,2	56,4	58,5	59,3	59,8	59,5	59,8	58,3	57,1	56,6	56,9	56,6	56,3	56,6	56,5	56,3	55,0	52,5	51,3	50,3	50,1	48,8	47,8	47,3	48,1	48,1	48,4	48,5
	Mercados emergentes	52,8	53,4	53,9	52,8	52,1	51,5	51,3	52,2	52,2	51,3	50,7	49,6	50,8	51,6	51,2	51,7	50	50,9	49,2	48,1	49,5	51,7	50,8	50,2	49,4	49,8	49,7	49,8	49,9	51,6	50,7	50,5
Desarrollados	EE.UU.	53,2	53,4	56,7	57,1	59,2	58,6	59,1	60,5	62,1	62,1	63,4	61,1	60,7	58,4	58,3	57,7	55,5	57,3	58,8	59,2	57,0	52,7	52,2	51,5	52,0	50,4	47,7	46,2	46,9	47,3	49,2	50,2
	Canadá	56	55,5	55,8	57,9	54,4	54,89	58,5	57,2	57,0	56,5	56,2	57,2	57	57,7	57,2	56,5	56,2	56,6	58,9	56,2	56,8	54,6	52,5	48,7	49,8	48,8	49,6	49,2	51,0	52,4	48,6	50,2
	Japón	47,7	48,4	49	50,0	49,8	51,4	52,7	53,6	53,0	52,4	53	52,7	51,5	53,2	54,5	54,2	55,4	52,7	54,1	53,5	53,3	52,7	52,1	51,5	50,8	50,7	49,0	48,9	48,9	47,7	49,2	49,5
	Australia	55,4	54,2	55,8	55,7	57,2	56,9	56,8	59,6	60,4	58,6	56,9	52,0	56,8	58,2	59,2	57,7	55,1	57,0	57,7	58,8	55,7	56,2	55,7	53,8	53,5	52,7	51,3	50,2	50,0	50,5	49,1	48
	Reino Unido	54,1	53,7	55,6	57,5	54,1	55,1	58,9	60,9	65,6	63,9	60,4	60,3	57,1	57,8	58,1	57,6	57,3	58,0	55,2	55,8	54,6	52,8	52,1	47,3	48,4	46,2	46,5	45,3	47,0	49,3	47,9	47,8
	Eurozona	53,7	54,8	53,8	55,2	54,8	57,9	62,5	62,9	63,1	63,4	62,8	61,4	58,6	58,3	58,4	58	58,7	58,2	56,5	55,5	54,6	52,1	49,8	49,6	48,4	46,4	47,1	47,8	48,8	48,5	47,3	45,8
	Alemania	55,6	58,2	57,8	58,3	57,1	60,7	66,6	66,4	64,4	65,1	65,9	62,6	58,4	57,8	57,4	57,4	59,8	58,4	56,9	54,6	54,8	52,0	49,3	49,1	47,8	45,1	46,2	47,1	47,3	46,3	44,7	44,5
	Francia	51,2	51,3	49,6	51,1	51,6	56,1	59,3	59,2	59,4	59	58	57,5	55	53,6	55,9	55,6	55,5	57,2	54,7	55,7	54,6	51,4	49,5	50,6	47,7	47,2	48,3	49,2	50,5	47,4	47,3	45,6
	Italia	53,2	53,8	51,5	52,8	55,1	56,9	59,8	60,7	62,3	62,2	60,3	60,9	59,7	61,1	62,8	62	58,4	58,3	55,8	54,5	51,9	50,9	48,5	48,0	48,3	46,5	48,4	48,5	50,4	52,0	51,1	46,8
	España	50,8	52,5	49,8	51,0	49,3	52,9	56,9	57,7	59,4	60,4	59	59,5	58,1	57,4	57,1	56,2	56,2	56,9	54,2	53,3	53,8	52,6	48,7	49,9	49,0	44,7	45,7	46,4	48,4	50,7	51,3	49,0
Emergentes	China	53	53,6	54,9	53,0	51,5	50,9	50,6	51,9	52,0	51,3	50,3	49,2	50	50,6	49,9	50,9	49,1	50,4	48,1	46,0	48,1	51,7	50,4	49,5	48,1	49,2	49,4	49,0	49,2	51,6	50,0	49,5
	Indonesia	47,2	47,8	50,6	51,3	52,2	50,9	53,2	54,6	55,3	53,5	40,1	43,7	52,2	57,2	53,9	53,5	53,7	51,2	51,3	51,9	50,8	50,2	51,3	51,7	53,7	51,8	50,3	50,9	51,3	51,2	51,9	52,7
	Corea del Sur	49,8	51,2	52,9	52,9	53,2	55,3	55,3	54,6	53,7	53,9	53	51,2	52,4	50,2	50,9	51,9	52,8	53,8	51,2	52,1	51,8	51,3	49,8	47,6	47,3	48,2	49,0	48,2	48,5	48,5	47,6	48,1
	Taiwán	55,2	55,1	56,9	59,4	60,2	60,4	60,8	62,4	62,0	57,6	59,7	58,5	54,7	55,2	54,9	55,5	55,1	54,3	54,1	51,7	50,0	49,8	44,6	42,7	42,2	41,5	41,6	44,6	44,3	49,0	48,6	47,1
	India	56,8	58,9	56,3	56,4	57,7	57,5	55,4	55,5	50,8	48,1	55,3	52,3	53,7	55,9	57,6	55,5	54	54,9	54,0	54,7	54,6	53,9	56,4	56,2	55,1	55,3	55,7	57,8	55,4	55,3	56,4	57,2
	Brasil	64,9	66,7	64	61,5	56,5	58,4	52,8	52,3	53,7	56,4	56,7	53,6	54,4	51,7	49,8	49,8	47,8	49,6	52,3	51,8	54,2	54,1	54,0	51,9	51,1	50,8	44,3	44,2	47,5	49,2	47,0	44,3
	México	42,1	43,6	43,7	42,4	43,0	44,2	45,6	48,4	47,6	48,8	49,6	47,1	48,6	49,3	49,4	49,4	46,1	48,0	49,2	49,3	50,6	52,2	48,5	48,5	50,3	50,3	50,6	51,3	48,9	51,0	51,0	51,1
	Rusia	48,9	46,9	46,3	49,7	50,9	51,5	51,1	50,4	51,9	49,2	47,5	46,5	49,8	51,6	51,7	51,6	51,8	48,6	44,1	48,2	50,8	50,9	50,3	51,7	52,0	50,7	53,2	53,0	52,6	53,6	53,2	52,6

Economía Proyecciones

Actividad de servicios soporta expansión global

		Momentum PMI de Servicios																															
		2020					2021					2022					2023																
		sept-20	oct-20	nov-20	dic-20	ene-21	feb-21	mar-21	abr-21	may-21	jun-21	jul-21	ago-21	sept-21	oct-21	nov-21	dic-21	ene-22	feb-22	mar-22	abr-22	may-22	jun-22	jul-22	ago-22	sept-22	oct-22	nov-22	dic-22	ene-23	feb-23	mar-23	abr-23
	Global	52,0	52,9	52,2	51,8	51,6	52,8	54,7	56,6	59,4	57,5	56,3	52,9	53,4	55,6	55,6	54,6	51,3	54,0	53,4	52,2	51,9	53,9	51,1	49,2	50,0	49,2	48,1	48,1	50,1	52,6	54,4	55,4
	Mercados desarrollados	51,7	52,4	51,4	51,1	51,6	53,2	55,4	58,1	61,8	59,8	57,5	53,8	53,9	56,1	56,6	55,1	50,8	55,1	56,5	55,9	53,9	53,1	49,2	46,8	49,6	48,8	47,5	47,2	48,6	51,8	53,4	54,6
	Mercados emergentes	53,2	54,5	54,4	53,9	51,6	51,7	52,9	54	53,2	50,9	52,9	50,2	53,6	54,2	53	53,4	51,5	51,6	46,2	43,6	47,2	55,5	55,4	54,8	50,7	49,9	49,2	50,1	53,1	54,5	56,7	57,3
Desarrollados	EE.UU.	54,6	56,9	58,4	54,8	58,3	59,8	60,4	64,7	70,4	64,6	59,9	55,1	54,9	58,7	58	57,5	51,2	56,5	58,0	55,6	53,5	52,7	47,3	43,7	49,3	47,8	46,2	44,7	46,8	50,6	52,6	53,6
	Japón	46,9	47,7	47,8	47,7	46,1	46,3	48,3	49,5	46,5	48	47,4	42,9	47,8	50,7	53	51,1	47,6	44,2	49,4	50,7	52,6	54,2	50,3	49,5	52,2	53,2	50,3	51,1	52,3	54,0	55,0	55,4
	Reino Unido	56,1	51,4	47,6	49,4	39,5	49,5	56,6	61	62,9	62,4	59,6	55	55,4	59,1	58,5	53,2	54,1	60,5	62,6	58,9	53,3	54,3	52,6	50,9	50,0	48,8	48,8	49,9	48,7	53,5	52,9	55,9
	Eurozona	48,0	46,9	41,7	46,4	45,4	45,7	49,6	50,5	55,2	58,3	59,8	59	56,4	54,6	55,9	53,3	51,1	55,5	55,6	57,7	56,3	52,8	51,2	49,8	48,8	48,6	48,5	49,8	50,8	52,7	55,0	56,2
	Alemania	50,6	49,5	46	47,7	46,7	45,7	51,5	49,9	52,8	57,5	61,8	60,8	56,2	52,4	52,7	48,4	52,2	55,8	56,1	57,6	56,3	52,4	49,7	47,7	45,0	46,5	46,1	49,2	50,7	50,9	53,7	56,0
	Francia	47,5	46,5	38,8	49,1	47,3	45,6	48,2	50,3	56,6	57,8	56,8	56,3	56,2	56,6	57,4	57,1	53,1	55,5	57,4	58,9	58,4	53,9	53,2	51,2	52,9	51,7	49,3	49,5	49,4	53,1	53,9	54,6
	Italia	48,8	46,7	39,4	39,7	44,7	48,8	48,6	47,3	53,1	56,7	58	58	55,5	52,4	55,9	53	48,5	52,8	52,1	55,7	53,7	51,6	48,4	50,5	48,8	46,4	49,5	49,9	51,2	51,6	55,7	57,6
	España	42,4	41,4	39,5	48,0	41,7	43,1	48,1	54,6	59,4	62,5	61,9	60,1	56,9	56,6	59,8	55,8	46,6	56,6	53,4	57,1	56,5	54,0	53,8	50,6	48,5	49,7	51,2	51,6	52,7	56,7	59,4	57,9
Emergentes	China	54,8	56,8	57,8	56,3	52,0	51,5	54,3	56,3	55,1	50,3	54,9	46,7	53	53,8	52,1	53,1	51,4	50,2	42,0	36,2	41,4	54,5	55,5	55,0	49,3	48,4	46,7	48,0	52,9	55,0	57,8	56,4
	India	49,8	54,1	53,7	52,3	52,8	55,3	54,6	54	46,4	41,2	45,4	56,7	55,2	58,4	58,1	55,5	51,5	51,8	53,6	57,9	58,9	59,2	55,5	57,2	54,3	55,1	56,4	58,5	57,2	59,4	57,8	62,0
	Brasil	50,4	52,3	50,9	51,1	47,0	47,1	44,1	42,9	48,3	53,9	54,4	55,1	54,6	54,9	53,6	53,6	52,8	54,7	58,1	60,6	58,6	60,8	55,8	53,9	51,9	54,0	51,6	51,0	50,7	49,8	51,8	54,5
	Rusia	53,7	46,9	48,2	48,0	52,7	52,2	55,8	55,2	57,5	56,5	53,5	49,3	50,5	48,8	47,1	49,5	49,8	52,1	38,1	44,5	48,5	51,7	54,7	49,9	51,1	43,7	48,3	45,9	48,7	53,1	58,1	55,9
		Momentum PMI Compuesto																															
	Global	52,5	53,3	53,1	52,7	52,3	53,2	54,8	56,3	58,4	56,6	55,7	52,6	53,0	54,5	54,8	54,3	51,4	53,5	52,7	51,2	51,3	53,5	50,8	49,3	49,6	49,0	48,0	48,2	49,8	52,1	53,4	54,2
	Mercados desarrollados	51,9	52,7	52,2	52,0	52,4	53,8	55,9	58,2	61,2	59,3	57,5	54,1	53,8	55,2	55,8	54,8	51,2	54,7	56,0	55,5	53,7	52,5	49,0	46,9	49,3	48,5	47,3	47,1	48,4	51,1	52,6	53,7
	Mercados emergentes	53,7	54,5	54,9	54,1	52,1	52	52,6	53,5	52,8	50,9	52	49,3	52,3	52,8	52,5	53,3	50,8	51,3	46,8	43,4	46,9	55,2	54,0	53,4	50,1	49,8	49,0	50,1	51,9	53,9	54,6	54,9
Desarrollados	EE.UU.	54,3	56,3	58,6	55,3	58,7	59,5	59,7	63,5	68,7	63,7	59,9	55,4	55,0	57,6	57,2	56,9	51,1	55,9	57,7	56,0	53,6	52,3	47,7	44,6	49,5	48,2	46,4	45,0	46,8	50,1	52,3	53,4
	Japón	46,6	48,0	48,1	48,5	47,1	48,2	49,9	51	48,8	48,9	48,8	45,5	47,9	50,7	53,3	51,8	49,9	45,8	50,3	51,1	52,3	53,0	50,2	49,4	51,0	51,8	48,9	49,7	50,7	51,1	52,9	52,9
	Reino Unido	56,5	52,1	49	50,4	41,2	49,6	56,4	60,7	62,9	62,2	59,2	54,8	54,9	57,8	57,6	53,2	54,2	59,9	60,9	58,2	53,1	53,7	52,1	49,6	49,1	48,2	48,2	49,0	48,5	53,1	52,2	54,9
	Eurozona	50,4	50,0	45,3	49,1	47,8	48,8	53,2	53,8	57,1	59,5	60,2	59	56,2	54,2	55,4	53,3	52,3	55,5	54,9	55,8	54,8	52,0	49,9	48,9	48,1	47,3	47,8	49,3	50,3	52,0	53,7	54,1
	Alemania	54,7	55,0	51,7	52,0	50,8	51,1	57,3	55,8	56,2	60,1	62,4	60	55,5	52	52,2	50	53,8	55,6	55,1	54,3	53,7	51,3	48,1	46,9	45,7	45,1	46,3	49,0	49,9	50,7	52,6	54,2
	Francia	48,8	47,5	40,6	49,5	47,7	47	50	51,6	57	57,4	56,6	55,9	55,3	54,7	56,1	55,6	52,7	55,5	56,3	57,6	57,0	52,5	51,7	50,4	51,2	50,2	48,7	49,1	49,1	51,7	52,7	52,4
	Italia	50,4	49,2	42,7	43,0	47,2	51,4	51,9	51,2	55,7	58,3	58,7	59,1	56,6	54,2	57,6	54,7	50,1	53,6	52,1	54,5	52,4	51,3	47,7	49,6	47,6	45,8	48,9	49,6	51,2	52,2	55,2	55,3
	España	44,3	44,1	41,7	48,7	43,2	45,1	50,1	55,2	59,2	62,4	61,2	60,6	57,0	56,2	58,3	55,4	47,9	56,5	53,1	55,7	55,7	53,6	52,7	50,5	48,4	48,0	49,6	49,9	51,6	55,7	58,2	56,3
Emergentes	China	54,5	55,7	57,5	55,8	52,2	51,7	53,1	54,7	53,8	50,6	53,1	47,2	51,7	51,5	51,2	53	50,1	50,1	43,9	37,2	42,2	55,3	54,0	53,0	48,5	48,3	47,0	48,3	51,1	54,2	54,5	53,6
	India	54,6	58,0	56,3	54,9	55,8	57,3	56	55,4	48,1	43,1	49,2	55,4	55,3	58,7	59,2	56,4	53	53,5	54,3	57,6	58,3	58,2	56,6	58,2	55,1	55,5	56,7	59,4	57,5	59,0	58,4	61,6
	Brasil	53,6	55,9	53,8	53,5	48,9	49,6	45,1	44,5	49,2	54,6	55,2	54,6	54,7	53,4	52	52	50,9	53,5	56,6	58,5	58,0	59,4	55,3	53,2	51,9	53,4	49,8	49,1	49,9	49,7	50,7	51,8
	Rusia	53,7	47,1	47,8	48,3	52,3	52,6	54,6	54	56,2	55,0	51,7	48,2	50,5	49,5	48,4	50,2	50,3	50,8	37,7	44,4	48,2	50,4	52,2	50,4	51,5	45,8	50,0	48,0	49,7	53,1	56,8	55,1

Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg

Economía Proyecciones

La inflación subyacente se está inclinando en una dirección más cómoda, aunque sigue siendo demasiado elevada

La inflación general de EE. UU. del mes de abril se ubicó por debajo de las expectativas, aunque la inflación subyacente estuvo más en línea con las previsiones del mercado.

Ahora bien, el indicador más observado de inflación por la FED actualmente, el llamado 'Super-Core': Core Services Ex-Shelter, se desaceleró a 5,16% interanual, el más bajo desde junio de 2022 (ver gráfico n°3), lo que ofrece cierta evidencia de que la tendencia en la inflación subyacente se está inclinando en una dirección más cómoda, por lo que podría ser razonable concluir que la Fed podría adoptar un enfoque de esperar y ver en su próxima reunión,

Weights		31-01-2022	28-02-2022	31-03-2022	30-04-2022	31-05-2022	30-06-2022	31-07-2022	31-08-2022	30-09-2022	31-10-2022	30-11-2022	31-12-2022	31-01-2023	28-02-2023	31-03-2023	30-04-2023
		ene-22	feb-22	mar-22	abr-22	may-22	jun-22	jul-22	ago-22	sept-22	oct-22	nov-22	dic-22	ene-23	feb-23	mar-23	abr-23
100,00	All items	0,6	0,8	1,2	0,3	1,0	1,3	0,0	0,2	0,4	0,5	0,2	0,1	0,5	0,4	0,1	0,4
13,47	Food	0,9	1,0	1,0	0,9	1,2	1,0	1,1	0,8	0,8	0,7	0,6	0,4	0,5	0,4	0,0	0,0
8,66	Food at home	1,0	1,4	1,5	1,0	1,4	1,0	1,3	0,8	0,7	0,5	0,6	0,5	0,4	0,3	-0,3	-0,2
4,81	Food away from home(1)	0,7	0,4	0,3	0,6	0,7	0,9	0,7	0,9	0,9	0,9	0,5	0,4	0,6	0,6	0,6	0,4
6,91	Energy	0,9	3,5	11,0	-2,7	3,9	7,5	-4,7	-3,9	-1,7	1,7	-1,4	-3,1	2,0	-0,6	-3,5	0,6
3,59	Energy commodities	-0,6	6,7	18,1	-5,4	4,5	10,4	-7,9	-8,0	-4,1	3,7	-2,1	-7,2	1,9	0,5	-4,6	2,7
3,30	Gasoline (all types)	-0,8	6,6	18,3	-6,1	4,1	11,2	-8,1	-8,4	-4,2	3,4	-2,3	-7,0	2,4	1,0	-4,6	3,0
0,13	Fuel oil(1)	9,5	7,7	22,3	2,7	16,9	-1,2	-11,0	-5,9	-2,7	19,8	1,7	-16,6	-1,2	-7,9	-4,0	-4,5
3,32	Energy services	2,9	-0,4	1,8	1,3	3,0	3,5	0,0	1,8	1,2	-0,7	-0,6	1,9	2,1	-1,7	-2,3	-1,7
2,54	Electricity	4,2	-1,1	2,2	0,7	1,3	1,7	1,5	1,2	0,8	0,5	0,5	1,3	0,5	0,5	-0,7	-0,7
0,78	Utility (piped) gas service	-0,5	1,5	0,6	3,1	8,0	8,2	-3,8	3,5	2,2	-3,7	-3,4	3,5	6,7	-8,0	-7,1	-4,9
79,62	All items less food and energy	0,6	0,5	0,3	0,6	0,6	0,7	0,3	0,6	0,6	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4
21,34	Commodities less food and energy commodities	1,0	0,4	-0,4	0,2	0,7	0,8	0,1	0,4	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,6
4,29	New vehicles	0,0	0,3	0,2	1,1	1,0	0,7	0,5	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,2	0,2	0,4	-0,2
2,57	Used cars and trucks	1,5	-0,2	-3,8	-0,4	1,8	1,6	-0,8	-0,2	-1,1	-1,7	-2,0	-2,0	-1,9	-2,8	-0,9	4,4
2,61	Apparel	1,1	0,7	0,6	-0,8	0,7	0,8	-0,1	0,3	0,0	-0,2	0,1	0,2	0,8	0,8	0,3	0,3
1,46	Medical care commodities(1)	0,9	0,3	0,2	0,1	0,3	0,4	0,6	0,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	1,1	0,1	0,6	0,5
58,27	Services less energy services	0,4	0,5	0,6	0,7	0,6	0,7	0,4	0,6	0,8	0,5	0,5	0,6	0,5	0,6	0,4	0,4
34,59	Shelter	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,8	0,7	0,8	0,6	0,4
5,87	Transportation services	1,0	1,4	2,0	3,1	1,3	2,1	-0,4	1,0	1,9	0,6	0,3	0,6	0,9	1,1	1,4	-0,2
6,47	Medical care services	0,6	0,1	0,6	0,5	0,4	0,7	0,4	0,7	0,8	-0,4	-0,5	0,3	-0,7	-0,7	-0,5	-0,1

Gráfico N°1: EE. UU. IPC, IPC subyacente

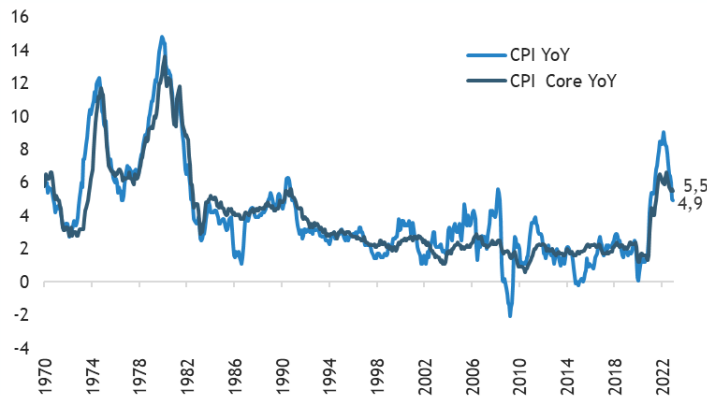


Gráfico N°2: EE. UU. IPC subyacente de bienes y servicios

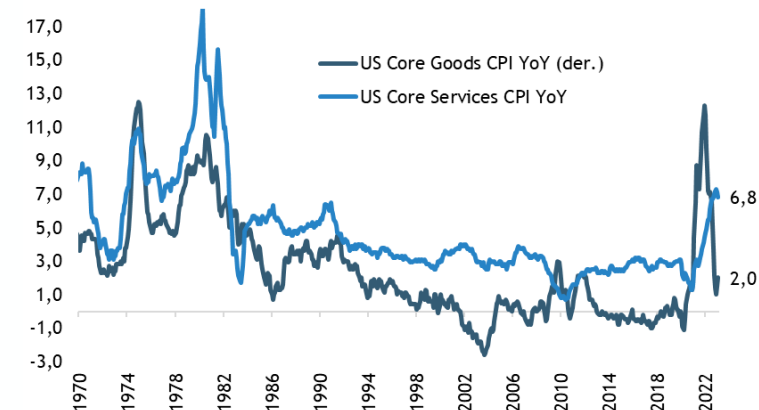
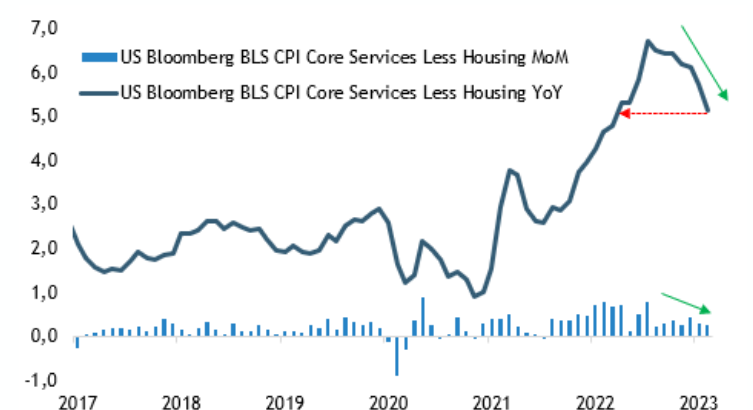


Gráfico N°3: EE. UU. IPC subyacente de servicios ex - Shelter



Economía Proyecciones

La inflación subyacente se está inclinando en una dirección más cómoda

Como complemento, un elemento central que se desprende de las últimas encuestas de PMIs (Purchasing Managers Index), es que el poder de fijación de precios de las empresas se desvanece este año en relación con las tasas de inflación subyacente de varias décadas observadas durante el año pasado. Los PMIs muestran que las presiones extremas de los precios del año pasado se están desvaneciendo rápidamente. Sin embargo, el declive de los servicios se está produciendo a un ritmo mucho más lento que el de las manufacturas. En términos netos, el PMI de precios de toda la industria se mantiene por encima de los máximos registrados en la expansión anterior. **Esto es consistente con la opinión de que la inflación subyacente se desliza este año, pero no regresa completamente a la zona de confort del banco central, lo que mantiene altas las tasas de política monetaria por más tiempo, eso bajo el supuesto de que la FED logra un "soft-landing".**

Y observe lo que muestra el gráfico n° 5, que mide las sorpresas de inflación en distintas regiones. **El mercado subestimó la inflación global durante prácticamente todo 2021. Pues bien, titulares más titulares menos, lo que tenemos en la práctica es que en los últimos 12 meses el mercado ha sobrestimado la inflación, y seguramente lo seguirá haciendo bajo la lógica de una "demanda más resiliente" a propósito de mercados laborales todavía en buena forma.**

Finalmente, un reciente estudio de Bank of América, muestra **que el crecimiento salarial, como los salarios reales, están en caída libre: "el crecimiento en los sueldos y salarios después de impuestos, según los datos de depósito de BofA, se desaceleró a solo 2% interanual en marzo, sobre una base de 3MMA, por debajo del peak del 8% en abril de 2022, el más bajo desde junio de 2020".** (ver gráfico n°6).

Gráfico N°4: Global PMI, input prices

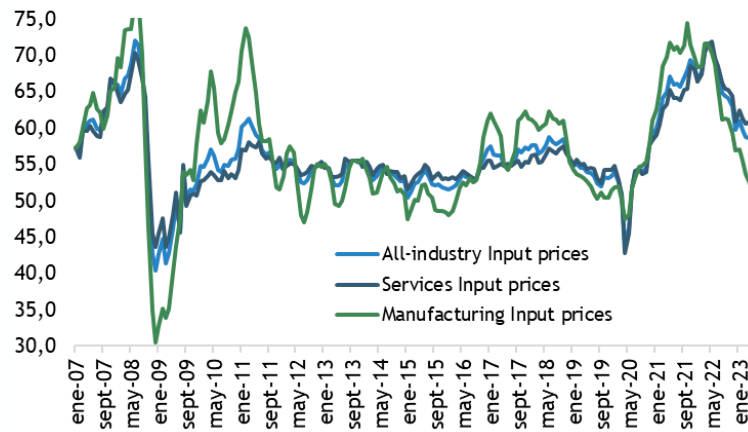


Gráfico N°5: Sorpresas de inflación

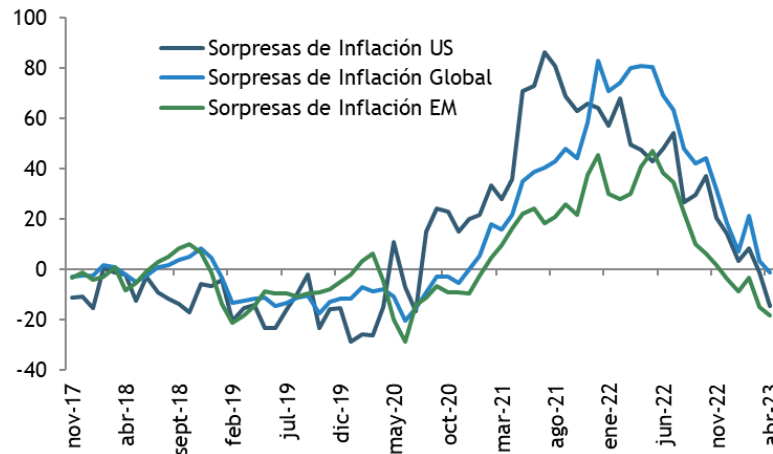
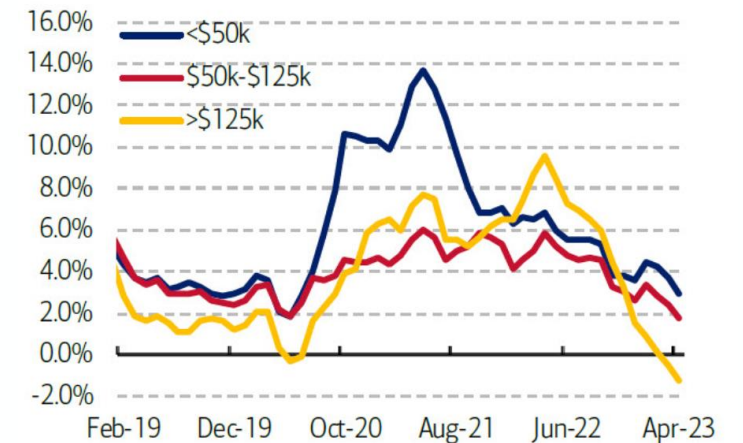


Gráfico N°6: El crecimiento de los sueldos y salarios después de impuestos, según los datos agregados de depósitos de consumo del Bank of América, se desaceleró a solo un 2 % interanual. (% interanual. Promedio móvil de 3 meses)



Visión Internacional - Análisis de Escenarios

Quantitative Tightening / Fear of the FED

Traditional Risk-Off

El crecimiento se ralentiza pero se mantiene positivo

El crecimiento se debilita significativamente

La inflación sigue siendo alta

La inflación se modera

Scenario 1 = Inflación Persistente: 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 se mantiene significativamente por encima de los objetivos de los bancos centrales y se incorporan aún más en las expectativas. China se recupera a medida que se levantan las restricciones de covid, se intensifica la política y se dejan de lado los desafíos del mercado inmobiliario.

Respuesta de política: Los bancos centrales se comprometen aún más a llevar la inflación de regreso a la meta, lo que implica que se requiere una política más agresiva.

Posicionamiento

Equities: Los mercados de renta variable se estabilizan y se mueven al alza, pero de manera volátil. Value supera a Growth. Aumente significativamente la cobertura de valor de "corta duración" agregando sector financiero y las materias primas en términos sectoriales

Fixed Income: Las expectativas de tasas se mueven al alza. Los fondos federales alcanzarán un máximo sobre del 5,5%. La curva de rendimiento se empina. Los rendimientos del Tesoro a diez años se ubican en el rango de 4,5% a 5,0%. Los diferenciales de crédito se estrechan pero se mantienen por encima de los mínimos de los últimos años. High yield outperforms

Currencias: Persiste dólar más fuerte.

Commodities: Las materias primas industriales repuntan. El petróleo se mantiene firme aunque no alcanza los peak anteriores.

Scenario 3 = Soft Landing: 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 y se dejan de lado los desafíos del mercado inmobiliario.

Respuesta de política: Los bancos centrales adoptan un tono menos agresivo. Se adelanta el momento del peak esperado en las tasas de política

Posicionamiento

Equities: Repunte del mercado de renta variable. Las acciones de mercados emergentes funcionan particularmente bien. Europa alcanza a EE.UU. En general, la renta variable estadounidense tiene un rendimiento inferior. Aumentar el carácter cíclico de la cartera y la exposición al crecimiento de "larga duración", en particular pasando a sobreponderar consumo discrecional e industrial.

Fixed Income: Se estabilizan expectativas de tasas. Los fondos federales alcanzan un peak entre 4,5% y 5,0%. Los spreads se aprietan. High yield outperforms.

Currencias: El dólar alcanza su punto máximo y se gira, pero de manera constante a lo largo del tiempo en lugar de una reversión repentina

Commodities: Las materias primas industriales repuntan. El petróleo se mantiene firme a pesar de no alcanzar los peak anteriores.

Scenario 2 = Lento crecimiento: Los indicadores líderes continúan deteriorándose y la economía mundial avanza hacia la recesión. Las tasas de desempleo aumentan, pero la inflación está firmemente arraigada y la inflación subyacente se mantiene por encima de los objetivos de los bancos centrales.

Respuesta de política: Los bancos centrales siguen comprometidos con sus objetivos de inflación, lo que implica una política agresiva continua hasta que la inflación disminuya significativamente.

Posicionamiento

Equities: Los mercados de acciones luchan por encontrar una dirección con la contracción múltiple en curso. Aumentar posicionamiento defensivo de la cartera. Aumentar UW en bienes de consumo discrecionales e industriales y ponerse más a la defensiva en tecnología. Las acciones de dividendos funcionan bien.

Fixed Income: Las expectativas de tasas suben aún cuando las expectativas de crecimiento se suavizan. Los fondos federales alcanzan un peak entre 5,0% y 5,5% y la curva de rendimiento continúa invirtiéndose. El rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años se ubica en el rango de 3,5% y 4,0%. Los spreads se amplían a medida que aumentan los riesgos de incumplimiento. El crédito HY tiene un rendimiento inferior al IG. Los soberanos tienen un rendimiento superior.

Currencias: el dólar se mantiene dentro de rango pero es volátil

Commodities: el petróleo rebota y los precios de los metales industriales se debilitan

Scenario 4 = Error de política: Los indicadores líderes continúan deteriorándose y la economía global avanza hacia la recesión. Las tasas de desempleo aumentan y la inflación retrocede a medida que los precios de la energía y los alimentos disminuyen y los efectos de base reducen las comparaciones interanuales. La inflación subyacente tiende a la baja hacia el objetivo de los bancos centrales.

Respuesta de política: Los bancos centrales se dan cuenta de que se han endurecido demasiado y ha aumentado la probabilidad de un evento crediticio. Detienen el ajuste, una vez que queda claro que la dinámica de la inflación se ha suavizado genuinamente, aplican políticas para reestimar el crecimiento.

Posicionamiento

Equities: las acciones inicialmente siguen siendo volátiles y sin dirección hasta que la política del banco central se relaja definitivamente. Después de ese punto, los activos de riesgo realizan un repunte. Mantener la actitud defensiva de la cartera, reducir significativamente la exposición al valor y aumentar la exposición defensiva al crecimiento de "larga duración", en particular en atención médica y productos básicos de consumo.

Fixed Income: Las expectativas de tasas se mueven al alza al principio y luego se revierten bruscamente una vez que se hace evidente un ajuste excesivo. Los fondos federales alcanzan un máximo de 4,75% a 5,25% y luego bajan hacia 3,0%. Rendimiento del Tesoro a diez años en el rango de 3,0% a 3,5%. El crédito HY tiene un rendimiento inferior al IG. Los soberanos tienen un rendimiento superior.

Currencias: El dólar se debilita

Commodities: Los precios del petróleo y los metales industriales se liquidan. Los metales preciosos funcionan mejor.

Traditional Risk-On

Quantitative Easing / Goldilocks

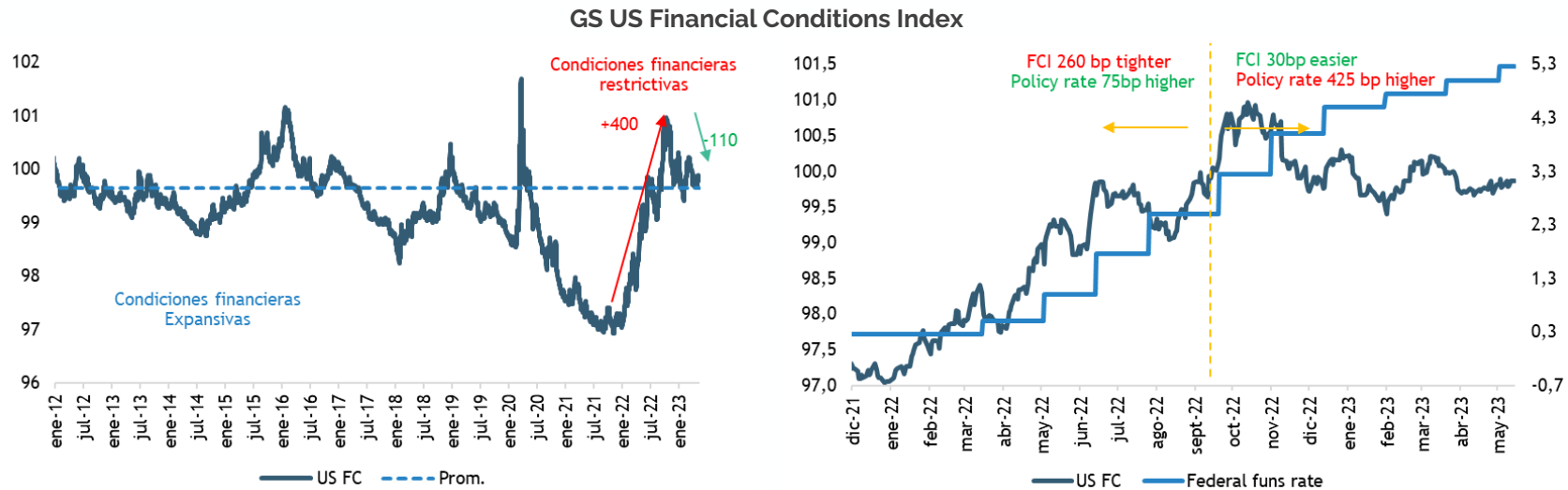
Hoy los mercados se ubican aquí

Pero podrían terminarse

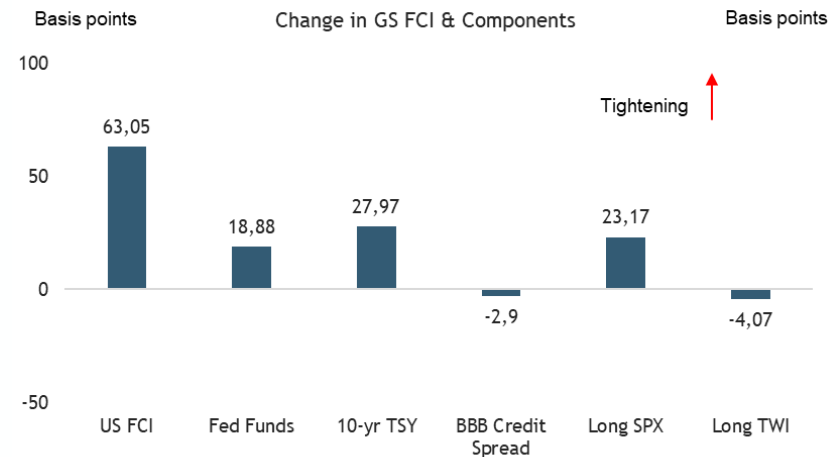
Condiciones Financieras

Las condiciones financieras se alivian en el margen

- 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.



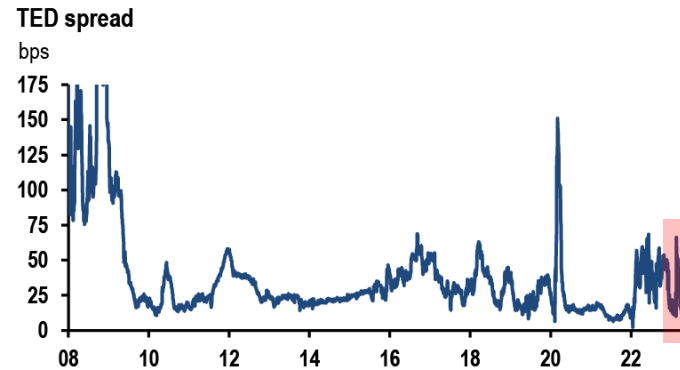
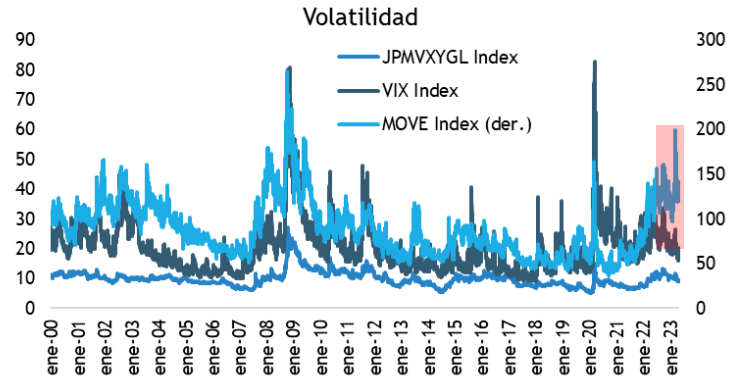
Contribuciones al cambio en GS US FCI 1Y



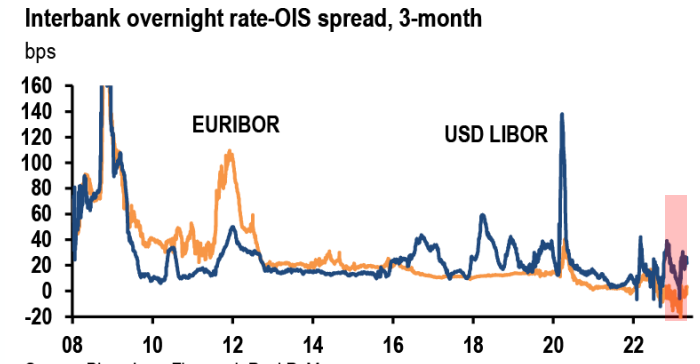
Condiciones Financieras

Las condiciones financieras se alivian en el margen

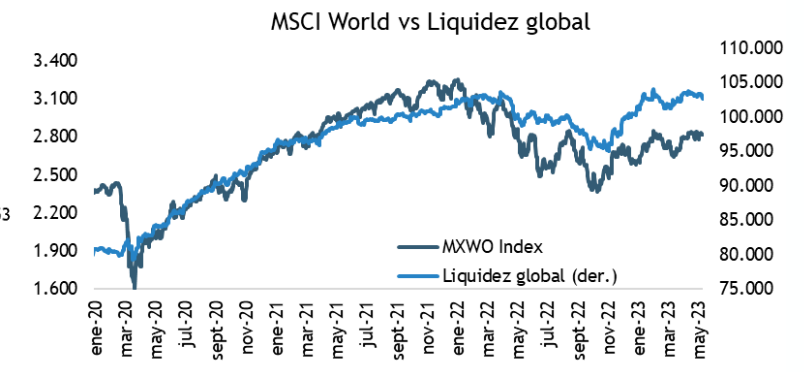
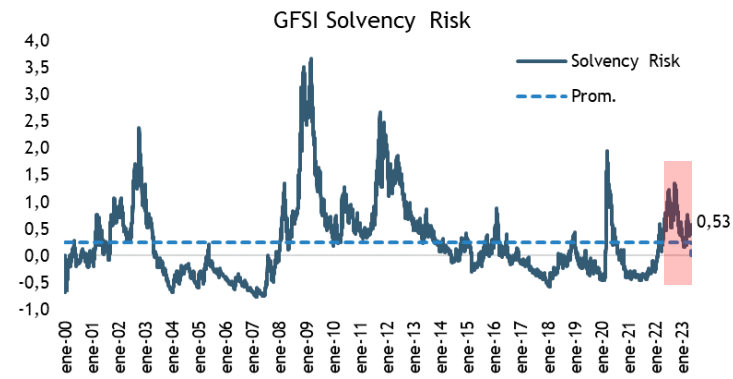
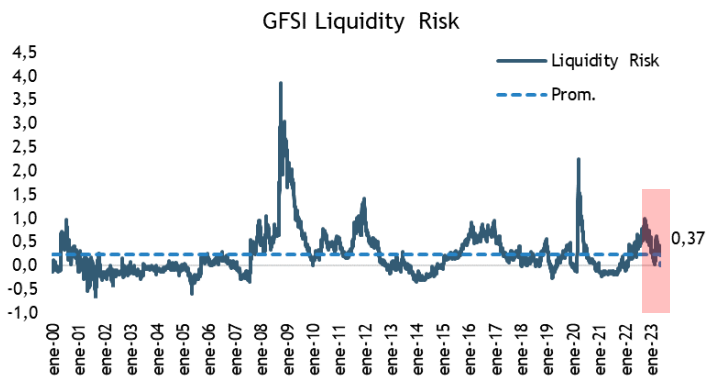
- Un cambio de índice de 1 punto en el FCI equivale a un cambio inesperado de 100 puntos bases en la tasa de fondos federales, que tiene alrededor de un 1 punto porcentual en el PIB después de un año.



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



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



Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg; JP Morgan

Riesgos de recesión

Los datos de la economía real y activos muestran una mayor probabilidad de recesión

- La creciente preocupación por los choques inflacionarios persistentes se ha combinado con noticias de una Reserva Federal más agresiva y un sentimiento decreciente, ha levado al mercado a incorporar una probable recesión.
- En total los riesgos de recesión de EE. UU. A 12m se ubican en 70%
- La probabilidad implícita de recesión en distintos activos ha aumentado en las últimas semanas

One year recession risk details

Probabilities of US recession within 1 year from economic indicators

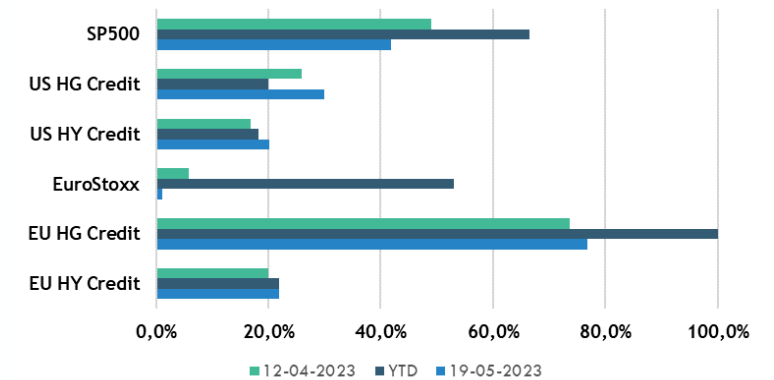
Indicator(s)	Current level	Implied 1-year recession probability	Level at 50% recession probability
Historical average unconditional probability		18%	
Consumer sentiment	52.2	36%	49.8
Nonmanufacturing sentiment	53.6	38%	51.0
Manufacturing sentiment	46.4	57%	48.3
Residential building permits	1483.0	45%	1461.0
Auto sales	15.9	12%	12.4
Payrolls	222.0	47%	247.0
Unemployment rate	3.5	31%	4.1
Initial claims	269.3	94%	261.9
Senior loan officer opinion survey	51.8	100%	15.9
All near-term economic indicators above		61%	
Background risk indicators		45%	
All economic indicators		70%	

Probabilities of US recession within 1 year from financial indicators

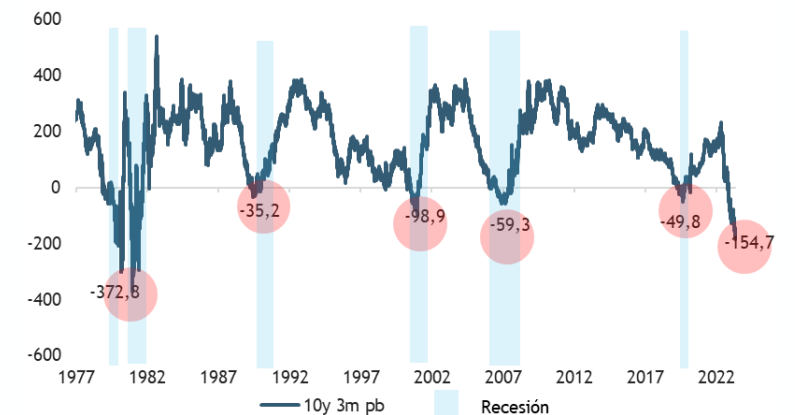
Indicator(s)	Current level	Implied 1-year recession probability	Level at 70% recession probability
S&P 500 drawdown from peak (%)	-11.5	45%	-20.6
A/BBB bond spread (bp)	170.1	30%	297.9
Yield curve (10yr minus 3mo, bp)	-181.0	94%	-49.8
S&P and spread together		48%	
S&P, spread, and yield curve		99%	
All financial and near-term economic		91%	
All financial and all economic		88%	

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

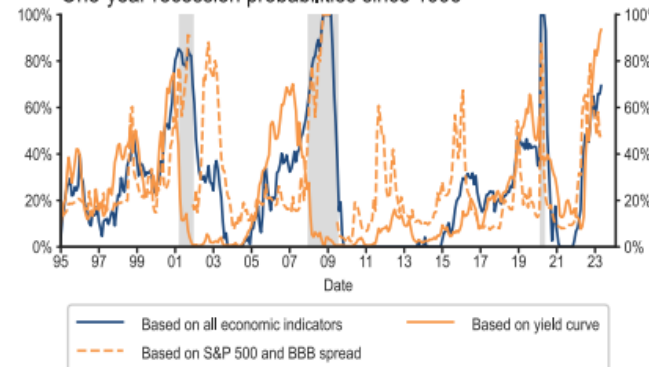
Probabilidad de Recesión según distintos mercados



Pendiente de la curva de rendimiento



One-year recession probabilities since 1995

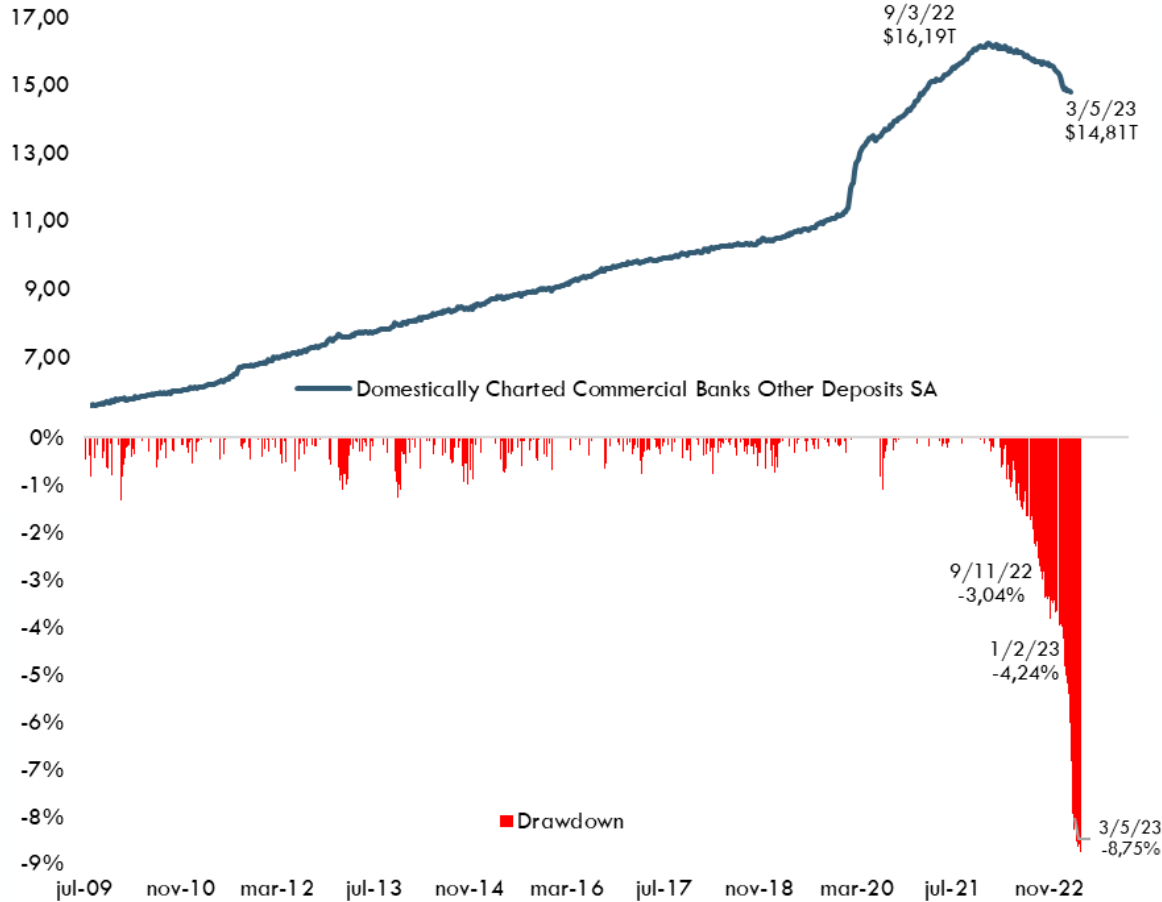


Source: J.P. Morgan. "Historical average unconditional probability" is the historical average probability of a recession starting within 12 months when beginning in an expansion, unconditional on any data. All other probabilities are based on regression models. Indicators enter the models as the deviation 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.

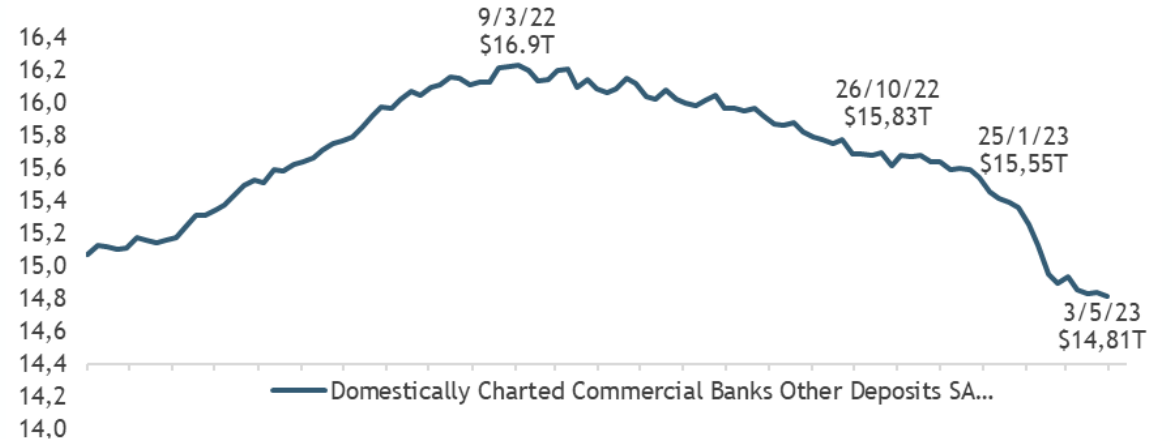
Depósitos

Las salidas de depósitos se han ralentizado estas semanas con respecto a la gran fuga anterior al colapso de SVB

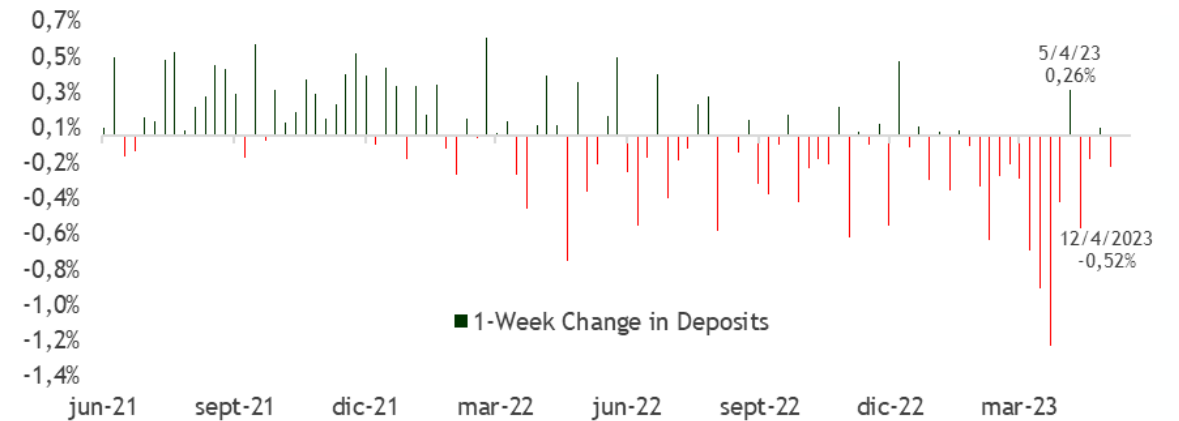
Domestically Chartered Commercial Banks Other Deposits SA



Domestically Chartered Commercial Banks Other Deposits SA (US\$ tn)



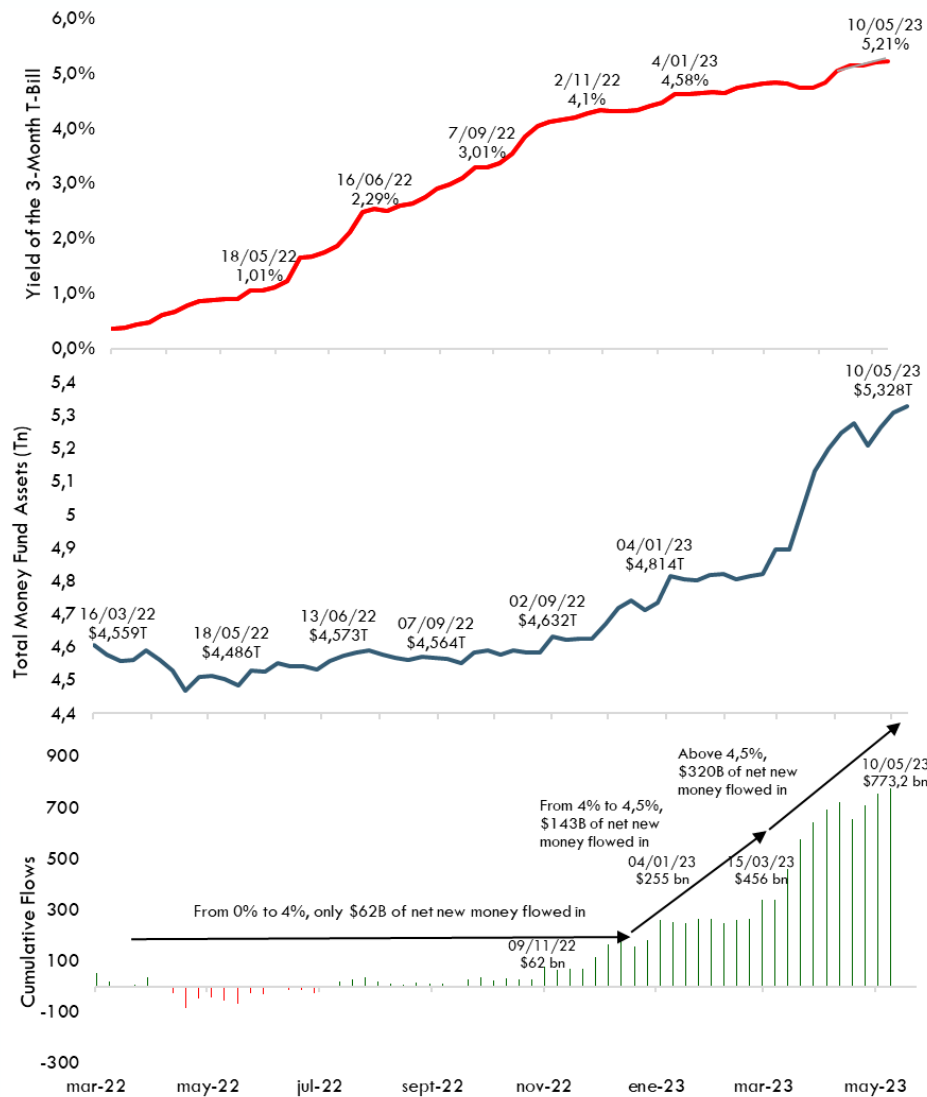
1-Week Change in Deposits



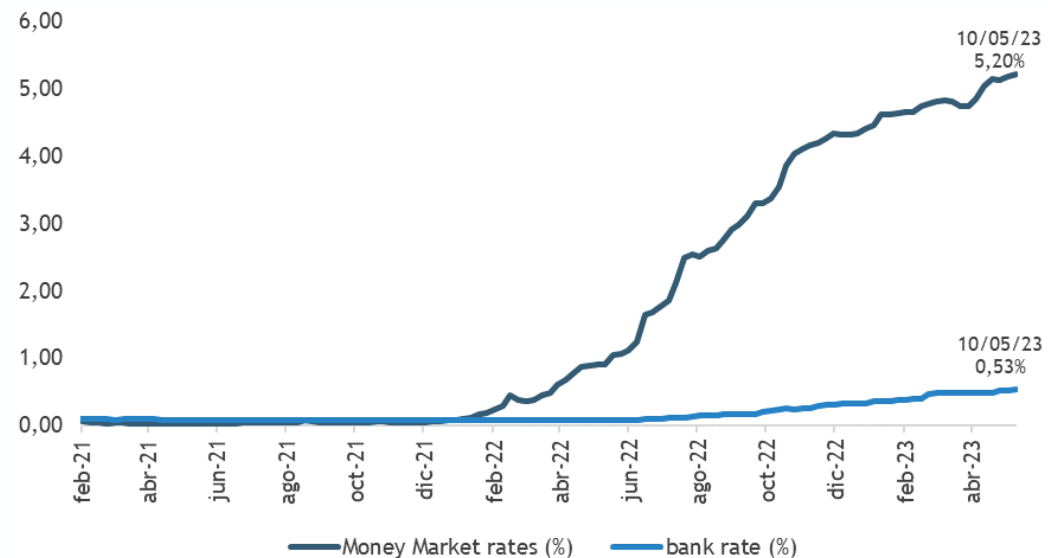
Money Market

La diferencia de tasas sigue siendo considerablemente alta; por lo que se mantiene el riesgo de nuevas salidas de depósitos.

Money Market Fund Assets



Spread entre Money Market rate & Bank Deposit Rates (%)



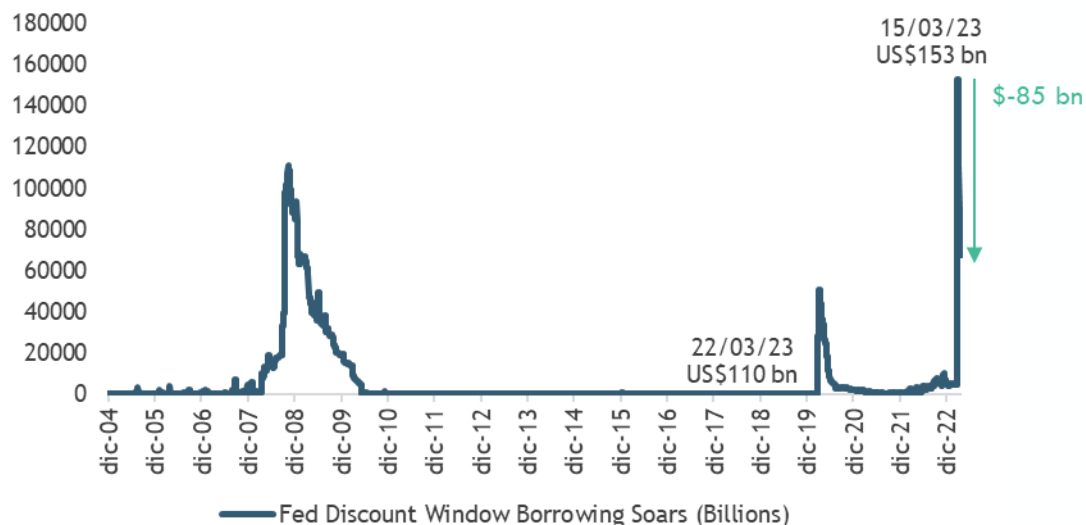
Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg; JP Morgan

Programas FED

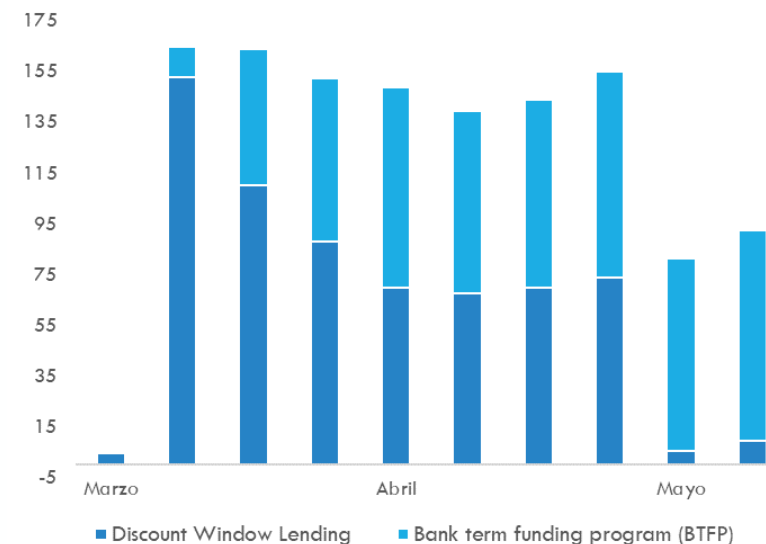
El endeudamiento en las facilidades de la FED disminuyó casi a la mitad durante las últimas semanas debido principalmente a la adquisición de First Republic Bank por parte de JPMorgan. First Republic representaba aproximadamente el 60% de la ventana de descuento y el uso de BTFP

Uso de cada instalación de la Fed; US\$ bn										
Facility	Niveles									
	8-Mar	15-Mar	22-Mar	29-Mar	5-Apr	12-Apr	19-Apr	26-Apr	3-May	10-May
Loans to FDIC bridge bank	0	143	180	180	175	173	173	170	228	213
Discount Window Lending	5	153	110	88	70	68	70	74	5	9
Bank term funding program (BTFP)	0	12	54	64	79	72	74	81	76	83
PPP Liquidity Facility	11	11	10	10	9	9	9	9	8	8
TOTAL	5	318	354	343	332	321	325	334	318	313

Discount Window Lending



Federal Reserve lending outstanding, selected programs



Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg; JP Morgan

Condiciones crediticias en EE. UU.

Condiciones crediticias en EE. UU.

Los bancos mencionan una perspectiva económica menos favorable o más incierta, tolerancia reducida al riesgo, deterioro en los valores de las garantías e inquietudes sobre los costos de financiamiento y las posiciones de liquidez de los bancos.

La encuesta Senior Loan Officer Opinion Survey (SLOOS) de la Reserva Federal de EE. UU. realizada en abril (ver más <https://www.federalreserve.gov/data/sloos/sloos-202304.htm>), ofrece información sobre la actividad de préstamos bancarios durante el primer trimestre de este año. **Según los resultados, los estándares crediticios se endurecieron en términos netos, y la demanda de préstamos comerciales e industriales, así como de préstamos de bienes raíces comerciales, se debilitó para empresas de todos los tamaños.**

En lo que respecta a los hogares, los bancos informaron estándares más estrictos en todas las categorías de préstamos de consumo. Además, se observó una demanda más débil de préstamos para automóviles y otros préstamos de consumo, mientras que la demanda de préstamos para tarjetas de crédito se mantuvo básicamente sin cambios.

Los bancos mencionaron diversas razones para este endurecimiento de estándares y la debilitación de la demanda. **Entre ellas se encuentran una perspectiva económica menos favorable o más incierta, una tolerancia reducida al riesgo, un deterioro en los valores de las garantías y preocupaciones sobre los costos de financiamiento y las posiciones de liquidez de los bancos.**

Aunque en general el informe no muestra un empeoramiento significativo en comparación con el informe anterior (ya que los estándares crediticios más estrictos ya venían de niveles casi récord), **los detalles son levemente peores (por ejemplo, en las categorías multifamily residencial y CRE (Commercial real estate)).**

En particular, la demanda de préstamos C&I (comercial and industrial) de empresas grandes y medianas se debilitó considerablemente en el primer trimestre. El 56% de los bancos en términos netos informó una demanda más débil de préstamos C&I para empresas grandes y medianas del mercado, en comparación con el 31% en la encuesta anterior. El 53% de los bancos informó una demanda más débil de préstamos comerciales e industriales de pequeñas empresas, en comparación con el 42% del trimestre anterior.

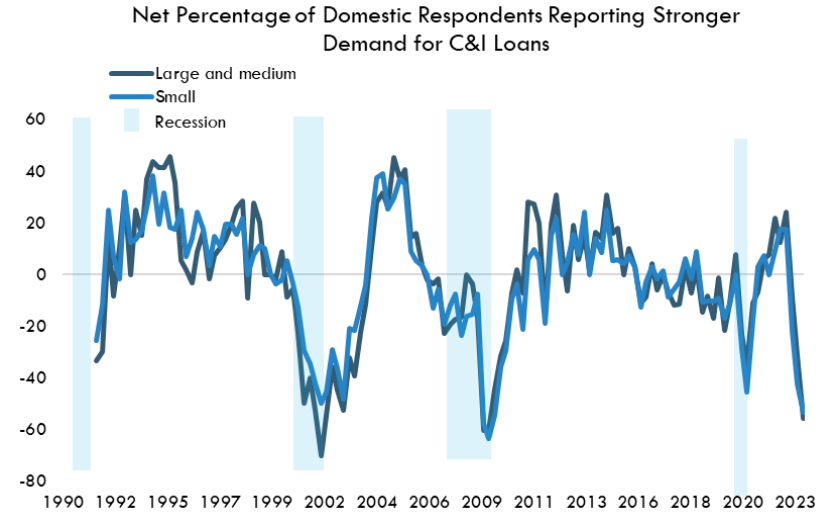
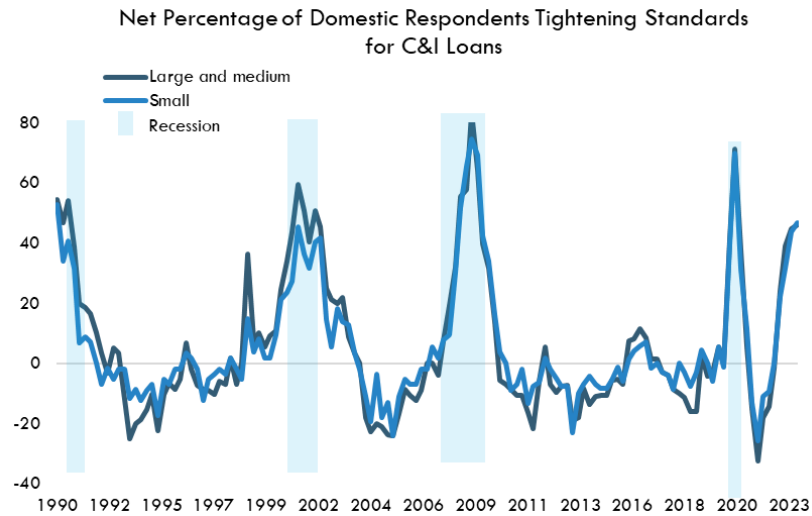
En cuanto a los estándares para los préstamos de commercial real estate (CRE), estos se endurecieron en el primer trimestre. El 74% (+5 pp) de los bancos en términos netos reportaron estándares crediticios más estrictos para préstamos de construcción y desarrollo inmobiliario, mientras que el 65% (+8 pp) informaron estándares crediticios más estrictos para préstamos garantizados por propiedades residenciales multifamily. Además, el número de bancos que reportaron estándares más estrictos para préstamos garantizados por propiedades no residenciales no agrícolas aumentó a 67% (+9pp).

Finalmente, en las preguntas especiales, **ninguno de los bancos esperaba que sus estándares crediticios para préstamos C&I (y la mayoría de los otros tipos de préstamos) se relajaran durante el resto de 2023, mientras que el 33% esperaba que se endurecieran aún más, lo que sugiere que los estándares crediticios pueden continuar endureciéndose.**

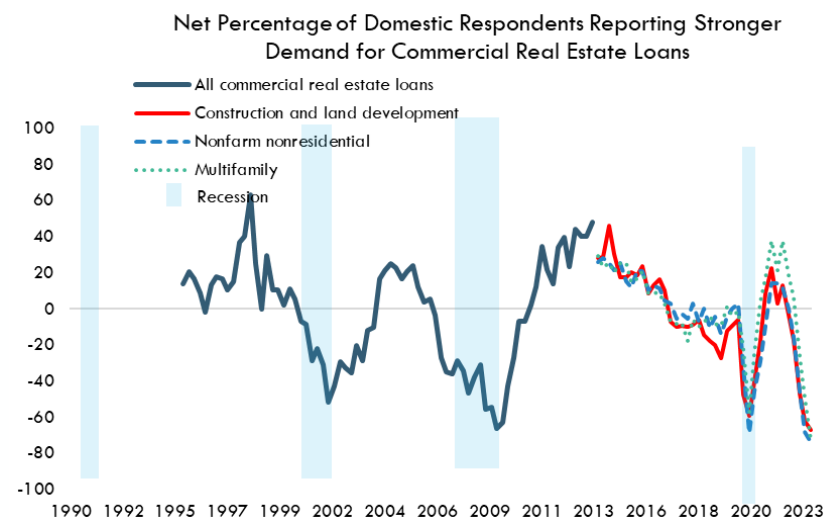
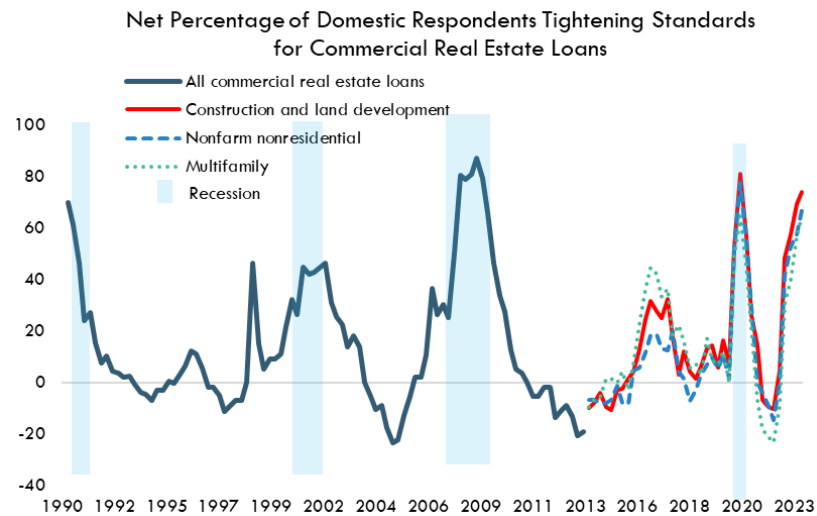
Condiciones crediticias en EE. UU.

Condiciones crediticias en EE. UU.

Medidas de oferta y demanda de préstamos C&I por tamaño de empresa que solicita préstamos



Medidas de oferta y demanda de préstamos CRE

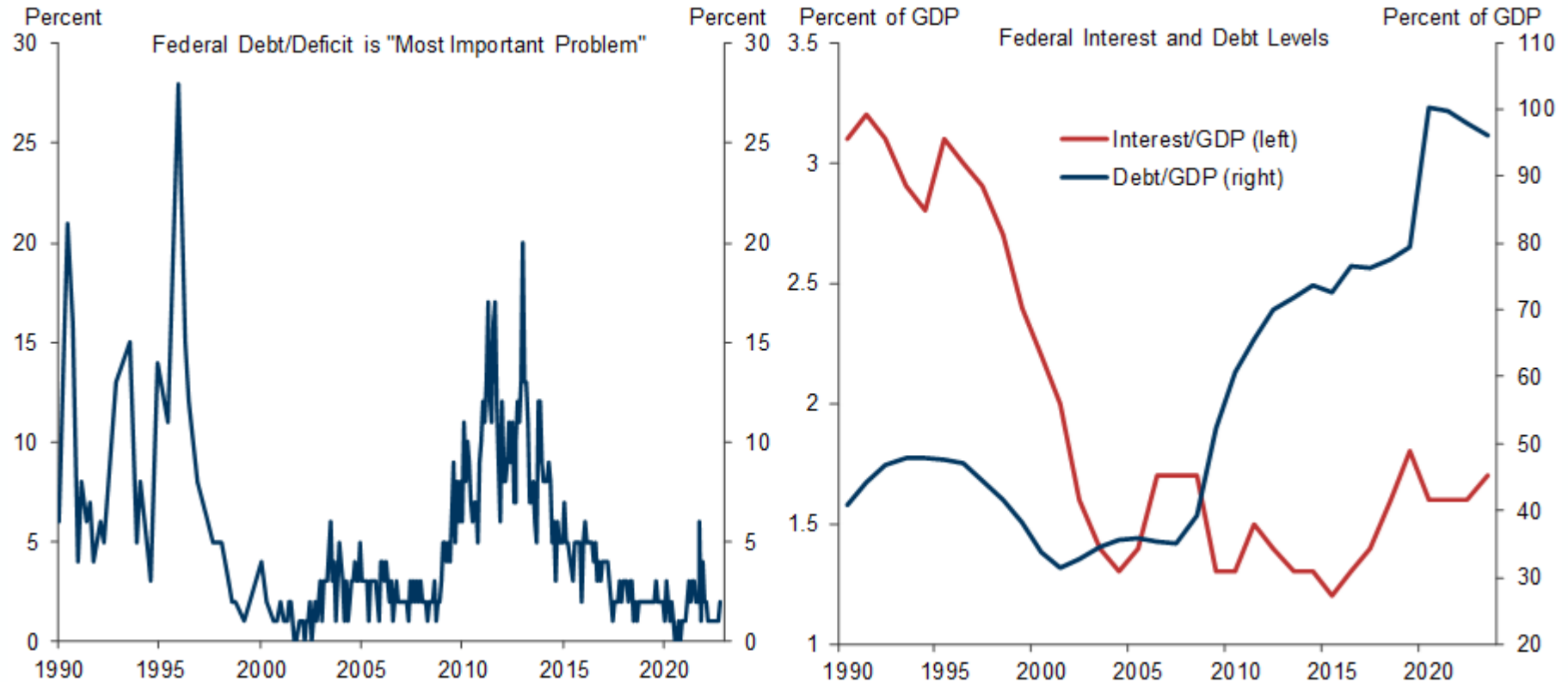


Techo de la deuda

Techo de la deuda US

- Las experiencias más perturbadoras de las últimas tres décadas también siguieron a un aumento sustancial de la deuda pública como porcentaje del PIB y/o un nivel elevado de gastos de intereses federales, lo que condujo a una mayor atención pública en la deuda y los déficits. En 2011, luego de un gran aumento en la deuda pública, una mayoría republicana recién elegida en la Cámara se enfrentó a un Senado controlado por demócratas y una Casa Blanca demócrata que ingresaba a su tercer año y presionó para que se incluyeran recortes sustanciales de gastos con el aumento del límite de deuda. En ese caso, los republicanos obtuvieron mucho de lo que buscaban. El debate sobre el límite de la deuda de 1995-96, que fue el más disruptivo hasta la fecha límite del límite de la deuda de 2011, ocurrió en circunstancias similares (los republicanos también acababan de ganar el control del Senado, no solo de la Cámara), pero después de varios meses de batallas presupuestarias, los republicanos habían asegurado sólo cambios menores de política en el aumento del límite de la deuda en marzo de 1996.

La deuda pública es alta, pero la preocupación pública es baja



Techo de la deuda

Techo de la deuda US

Históricamente, los enfrentamientos tensos por el límite de la deuda han ocurrido cuando los republicanos controlan al menos una cámara durante una presidencia demócrata y el problema es políticamente relevante

Case	Senate Control	House Control	WH	Debt/GDP 5y Chg. (pp)	Debt Interest Expense/GDP (%)	Deficit Salience*	Accompanying Legislation
1993	D	D	D	14.5	2.9	10.0	Clean Increase
1996	R	R	D	11	3.1	19.5	Contract with America Advancement Act (changes to Social Security earnings limitation and small business regs)
1997	R	R	D	0.8	2.9	5.3	Balanced Budget Act (included spending reductions and changes to Medicare & Medicaid)
2002	D	R	R	-6.6	1.6	1.3	Clean Increase
2003	D	R	R	-1.8	1.4	3.2	Clean Increase
2004	R	R	R	1.6	1.3	2.9	Clean Increase
2006	R	R	R	7.2	1.7	2.7	Clean Increase
2007	D	D	R	5.5	1.7	2.3	Clean Increase
2008	D	D	R	7.7	1.7	2.0	Housing and Economic Recovery Act (authorized Treasury to extend credit to Freddie Mac/Fannie Mae; created FHFA)
2009	D	D	D	21	1.3	5.9	American Recovery and Reinvestment Act (GFC stimulus, including tax incentives, household transfers, and infrastructure, healthcare, and education spending)
2010	D	D	D	29.3	1.3	7.9	Statutory Pay-As-You-Go Act (PAYGO and Comptroller General spending investigations)
2011	D	R	D	33.2	1.5	12.3	Budget Control Act (discretionary spending caps, sequestration; committee on deficit reduction; proposed balanced budget constitutional amendment)
2013	D	R	D	32.6	1.3	10.3	CR
2014	D	R	D	20.3	1.3	6.3	Clean Increase
2015	R	R	D	9.3	1.2	4.7	Bipartisan Budget Act (increased discretionary spending limits)
2017	R	R	R	5.5	1.4	2.4	CR and Supplemental Appropriations for Disaster Relief Requirements Act
2018	R	R	R	5.6	1.6	2.2	Bipartisan Budget Act
2019	R	D	R	4.8	1.8	2.1	Bipartisan Budget Act
2021	D	D	D	21.6	1.6	2.6	Clean Increase
2023	D	R	D	15	1.7		Potential R requests: Social Security/Medicare eligibility, spending caps, safety net program work requirements, tax extenders, energy

*Share of respondents who cite the debt or deficit as the "most important problem" for politicians to address.

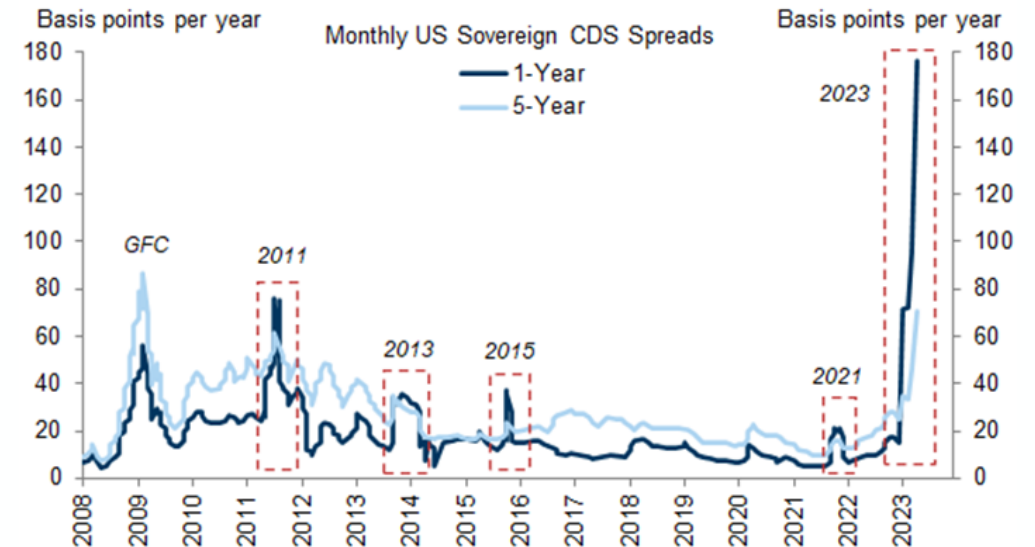
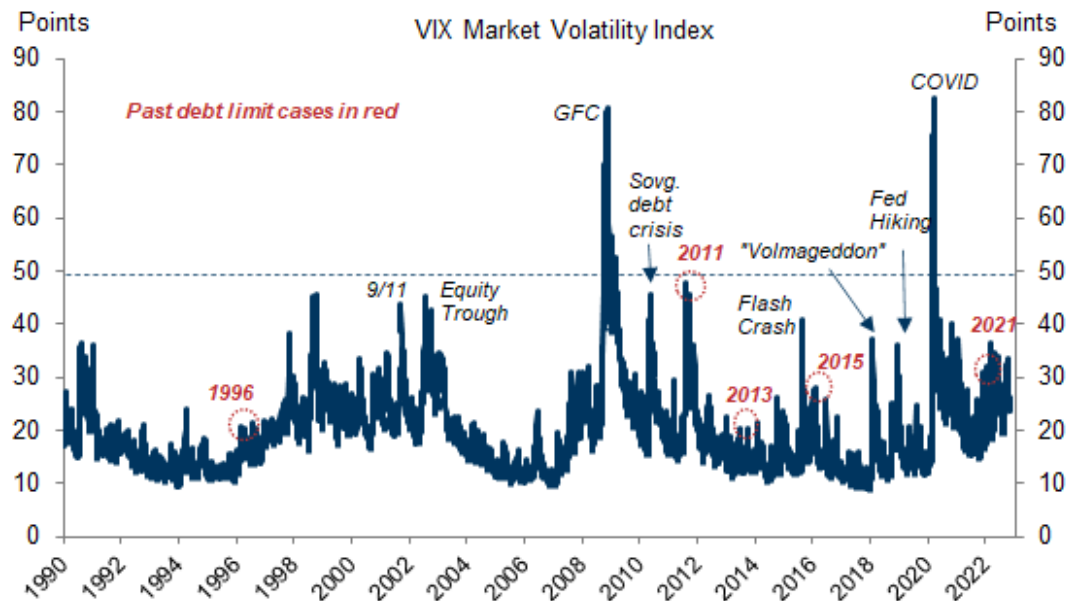
Note: Given the timeline of the 1996 case, we use 1995 economic values.

Techo de la deuda

Techo de la deuda US

- Algunos rincones del mercado financiero han comenzado a reflejar riesgos relacionados con el límite de deuda. La curva de Letras del Tesoro parece implicar riesgo de disrupción en junio, julio y octubre. Sin embargo, la volatilidad implícita de las acciones muestra poco efecto de límite de deuda. Esto puede cambiar una vez que el Tesoro anuncie una fecha límite específica para que el Congreso eleve el límite de la deuda.
- El impacto en el mercado de las crisis del techo de deuda anteriores incluye movimientos en los diferenciales de tasas. Específicamente, las letras a corto plazo que vencen cerca de la fecha límite a menudo se abaratan a medida que se acerca la fecha límite.
- Los CDS soberanos de EE. UU. a menudo reciben atención en estos episodios y se han movido desde el comienzo del año., particularmente en plazos cortos. Pero es relativamente ilíquido y ya refleja más riesgo que otros activos, y en la práctica el umbral para desencadenar esos contratos es alto.
- En última instancia, se espera que el límite de la deuda se resuelva a través de un acuerdo que prolongue la fecha límite del próximo límite de la deuda hasta 2025 y limite el gasto discrecional. Sin embargo, la restricción de gastos de estos topes probablemente sería más modesta que el proyecto de ley aprobado recientemente por la Cámara.

Los diferenciales a 1 año de los CDS de EE. UU. se han disparado por encima de los niveles de 2011, pero la volatilidad accionaria esta contenida
Medidas de oferta y demanda de préstamos CRE



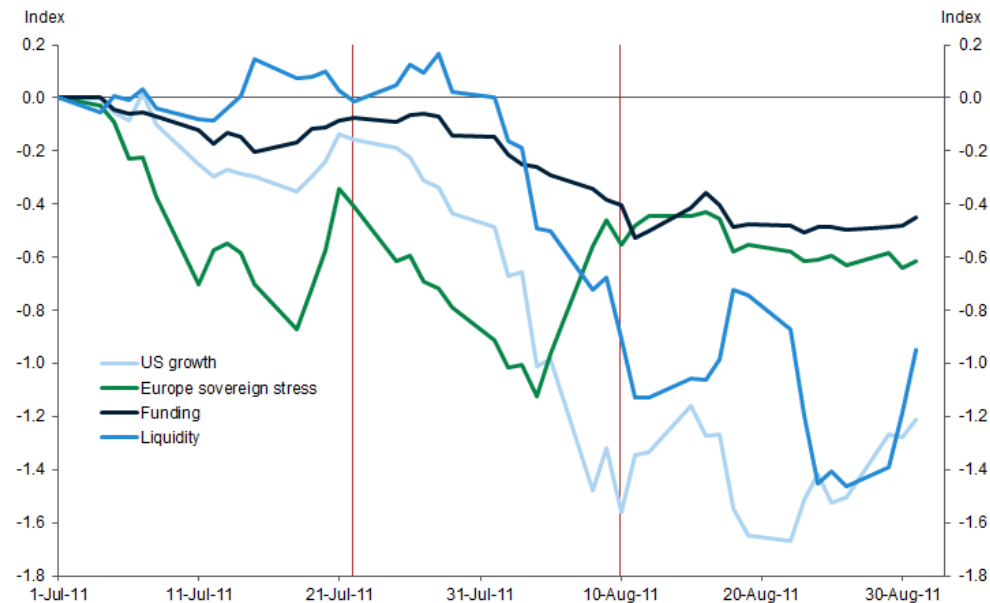
Techo de la deuda

Techo de la deuda US

Riesgo de crecimiento más que riesgo de impago

- Los riesgos de no aumentar el límite a menudo se enmarcan en términos de la posibilidad de incumplimiento. En realidad, ese riesgo es extremadamente bajo. El Tesoro tendrá los ingresos para hacer los pagos de la deuda y los priorizará, si es necesario. El mayor riesgo es que otros pagos del gobierno deban suspenderse para garantizar la continuación de los pagos de intereses. Aunque cualquier período de desvío de pagos probablemente sea corto, el impacto en el crecimiento aún podría ser severo dado que es posible que sea necesario eliminar los pagos por un valor de alrededor del 10% del PIB en términos anualizados, según estimaciones de Goldman Sachs
- Como resultado, es probable que las consecuencias de mercado de una crisis del techo de la deuda sigan en su mayoría los patrones de un gran impacto en las expectativas del mercado sobre las perspectivas de crecimiento de EE. UU. Eso encaja ampliamente con la experiencia del estancamiento del techo de deuda de 2011, donde nuestros modelos de factores muestran que el cambio dominante fue una gran rebaja de las perspectivas de crecimiento de EE. UU., con cambios mucho más modestos en las métricas de financiamiento y otros indicadores de tensión financiera pura.

Modelos de factores sugieren que el mercado valoró el techo de deuda de 2011 principalmente como un gran impacto negativo para el crecimiento de EE. UU. en medio del deterioro de la liquidez



Fuente: Goldman Sachs

Techo de la deuda

Techo de la deuda US

Evaluar los posibles cambios de activos

- El primer ejercicio simplemente asume que los cambios que veríamos en los mercados en torno a una crisis de techo de deuda este año reflejarían lo que vimos en 2011. El desafío aquí es que la crisis soberana europea estaba en pleno apogeo en el verano de 2011, el crecimiento de EE.UU. era más débil de lo que es ahora, y también se vislumbraban cambios importantes en la política de la Fed, por lo que es difícil confiar en que los cambios durante ese período puedan atribuirse completamente a las preocupaciones sobre el techo de la deuda. Para mitigar ese riesgo, el análisis se centra en una ventana relativamente estrecha (del 22 de julio al 10 de agosto), en el que la dinámica de EE. UU. parece haber sido el principal impulsor y en el que las medidas de riesgo soberano europeo se mantuvieron relativamente estables.
- El segundo ejercicio utiliza modelos para simular un gran shock de crecimiento (se una rebaja de 200 pb a las expectativas de crecimiento del PIB de EE. UU. a 1 año como ocurrió en 2011). Esto permite abstraerse de otros impulsores con más confianza y generar cambios previstos en los rendimientos de los bonos cuando la tasa de los fondos federales no está atrapada en cero como lo estaba en 2011. Ahora bien, la magnitud del impacto en las perspectivas de crecimiento del mercado también es incierta, dado que lo más probable es que sea una función de la duración esperada de cualquier período posterior a la fecha límite en el que los pagos no relacionados con intereses deban eliminarse en lugar de la probabilidad de un ejercicio fiscal más sostenido como en 2011.
- La tabla adjunta, muestra el impacto previsto en los activos de los dos enfoques y lo compara con la volatilidad de las opciones implícitas para cada activo. Muchas de las conclusiones son similares en los dos enfoques, destacando el hecho de que en 2011 los mercados trataron la crisis en gran medida como un riesgo cíclico y no como un riesgo de incumplimiento soberano.
- Las predicciones más claras son de grandes caídas en los rendimientos de las acciones, el crédito y los bonos de EE. UU. y para un fuerte aumento en el VIX. Se esperaría que las acciones cíclicas, incluidos los bancos, tuvieran un rendimiento inferior

	Approach 1: 2011 Episode		Approach 2: Large US Growth Shock			Approach 1: 2011 Episode		Approach 2: Large US Growth Shock			Approach 1: 2011 Episode		Approach 2: Large US Growth Shock	
	Vol Scaled	Vol Scaled	Vol Scaled	Vol Scaled		Vol Scaled	Vol Scaled	Vol Scaled	Vol Scaled		Vol Scaled	Vol Scaled	Vol Scaled	
Equities														
Jul 22 to Aug 10														
S&P 500	-16.7%	1.80	-17.4%	1.89										
Russell 2000	-21.6%	1.84	-22.0%	1.88										
Nasdaq 100	-14.7%	1.23	-17.8%	1.49										
Eurostoxx 50	-22.3%	2.35	-13.8%	1.45										
HSCEI Index	-16.0%	1.25	-6.8%	0.53										
Nikkei 225	-10.8%	1.21	-13.9%	1.57										
MSCI EM	-17.9%	1.94	-12.4%	1.35										
Cyclicals/Defensives														
VIX	145%	3.41	168%	3.94										
(VIX)*			61%	1.43										
VIX 1m	66%	--	82%	--										
VIX 6m	20%	--	31%	--										
FX														
Jul 22 to Aug 10														
EUR/USD	-1.2%	0.29	1.1%	0.28										
JPY/USD	2.1%	0.36	4.1%	0.69										
GBP/USD	-0.9%	0.20	-1.8%	0.40										
CAD/USD	-4.1%	1.20	-2.7%	0.79										
AUD/USD	-5.5%	0.96	-3.0%	0.53										
CNH/USD	0.4%	0.17	-0.6%	0.20										
MXN/USD	-5.6%	0.80	-6.1%	0.88										
BRL/USD	-3.7%	0.44	-3.3%	0.39										
CHF/USD	12.2%	2.93	1.1%	0.27										
EUR/CHF	-11.9%	3.82	-1.0%	0.32										
CAD/JPY	-6.1%	0.98	-6.5%	1.04										
MXN/JPY	-7.5%	0.88	-9.8%	1.15										
Commodities														
Jul 22 to Aug 10														
Copper	-11.1%	0.89	-6.5%	0.52										
Gold	11.3%	1.51	1.9%	0.26										
Oil	-16.6%	0.88	-16.1%	0.85										
Credit														
CDX IG	24bp	1.00	54bp	2.26										
CDX HY	218bp	1.48	368bp	2.51										
Rates														
UST 2y	-21bp	0.25	-92bp	1.12										
UST 5y	-59bp	0.85	-103bp	1.48										
UST 10y	-86bp	1.50	-56bp	0.98										

*Alternative estimate for VIX using sensitivities from 2020-2021 sample
Vol-scaled returns are returns as a proportion of 3m implied volatility deannualized to 3 months

Estrategia RFI

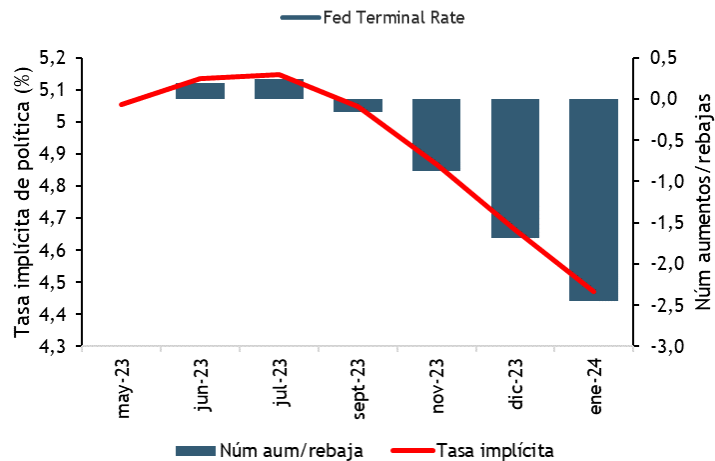
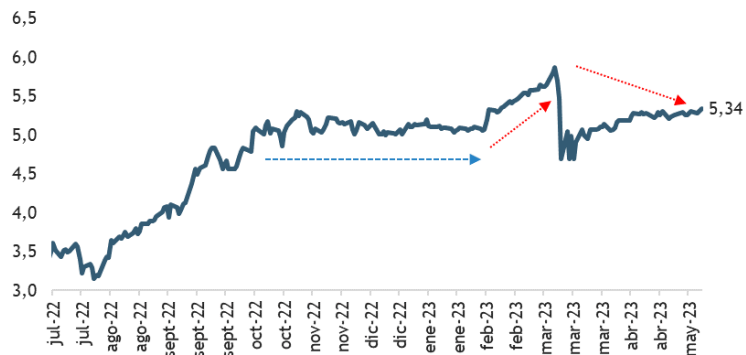


Tasas Base y Expectativas

Mercado incorpora recortes de la tasa de la FED a partir de septiembre de este año

- Los rendimientos de la deuda soberana mundial subieron la semana pasada, mientras los mercados seguían asimilando el impacto de los ciclos de endurecimiento de los bancos centrales sobre el crecimiento.
- Mercado sigue incorporando recortes de tasas a partir de 2S23
- La pendiente de la curva 10y2y permanece invertida.
- Las expectativas de la tasa terminal de fondos federales estable en torno ~5%.

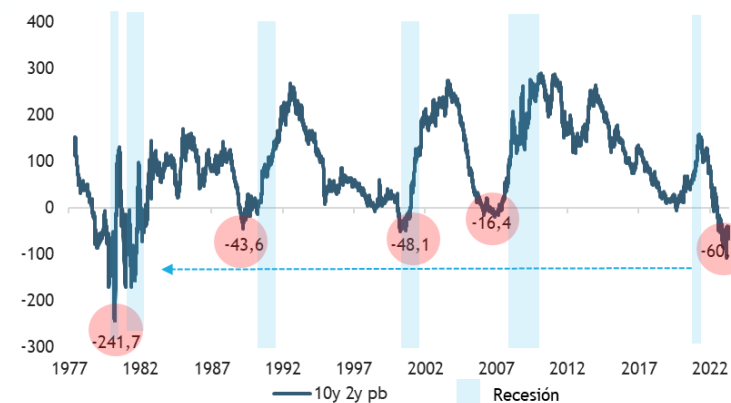
Expectativas para tasa terminal de fondos federales



US Seguimiento Tasas Base

	3 Meses	6 Meses	2 Años	5 Años	10 Años	30 Años
Var 30D Pb.	↑ 10,6	↑ 23,7	↑ 1,0	↓ -1,3	↑ 5,9	↑ 12,3
Var 90D Pb.	↑ 41,0	↑ 26,5	↓ -36,3	↓ -34,1	↓ -16,5	↑ 4,0
Var 7D Pb.	↑ 4,4	↑ 18,9	↑ 26,7	↑ 24,2	↑ 18,7	↑ 12,1
Var 1D Pb.	↓ -2,9	↓ -2,4	↑ 0,2	↑ 0,4	↑ 0,4	↑ 0,6
Hoy	5,196%	5,273%	4,254%	3,688%	3,650%	3,910%
7D	5,152%	5,084%	3,987%	3,446%	3,463%	3,789%
1M	5,090%	5,036%	4,244%	3,701%	3,591%	3,787%
3M	4,786%	5,008%	4,617%	4,029%	3,815%	3,869%
12M	0,999%	1,509%	2,669%	2,891%	2,884%	3,065%

Pendiente de la curva 10y2y



Breakeven de Inflación y Tasas Reales

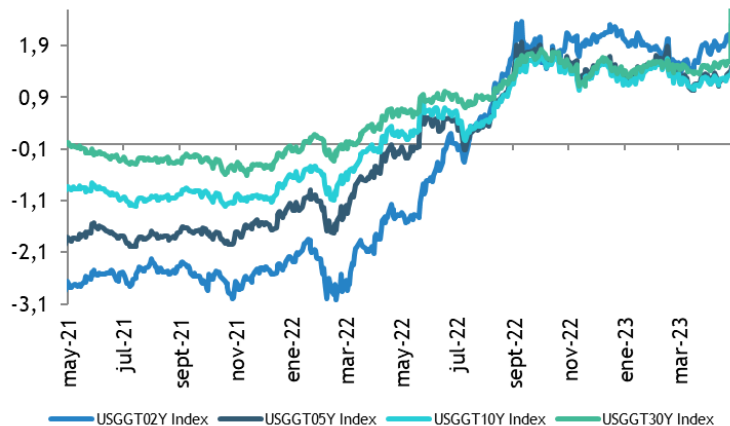
Las tasas reales se afianzan en terreno positivo.

- Las expectativas de inflación caen en la semana. Breakeven a 2 años operan ~2%
- Tasas reales operan más estables

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.	↓ -66,8	↓ -44,9	↓ -24,5	↓ -5,0	↓ -291,2
Var 90D Pb.	↓ -93,3	↓ -79,2	↓ -40,1	↓ -13,5	↓ -299,8
Var 7D Pb.	↑ 22,4	↑ 13,8	↑ 5,5	↑ 6,7	↓ -285,6
Var 1D Pb.	↑ 3,8	↑ 3,1	↑ 1,9	↑ 1,9	↓ -291,5
Hoy	2,042%	2,083%	2,171%	2,243%	-0,644%
7D	1,818%	1,945%	2,116%	2,175%	2,212%
1M	2,709%	2,532%	2,416%	2,292%	2,267%
3M	2,975%	2,875%	2,572%	2,377%	2,354%
12M	4,908%	4,025%	3,103%	2,748%	2,543%

US seguimiento Tasas Reales

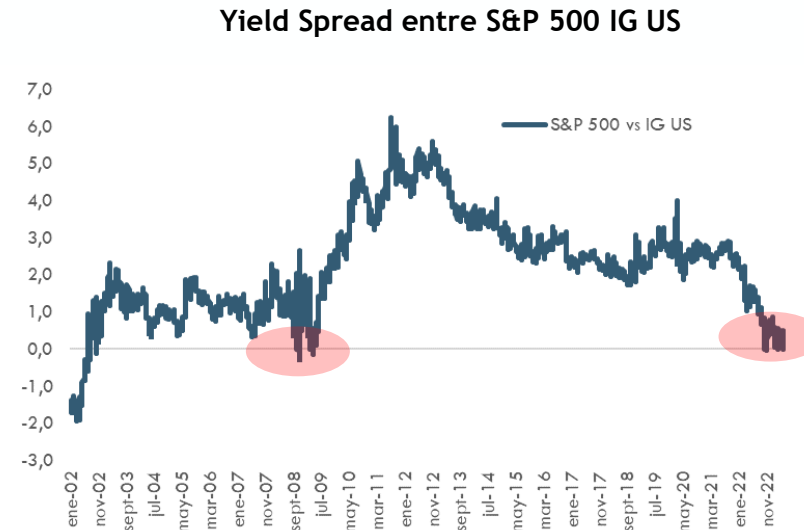
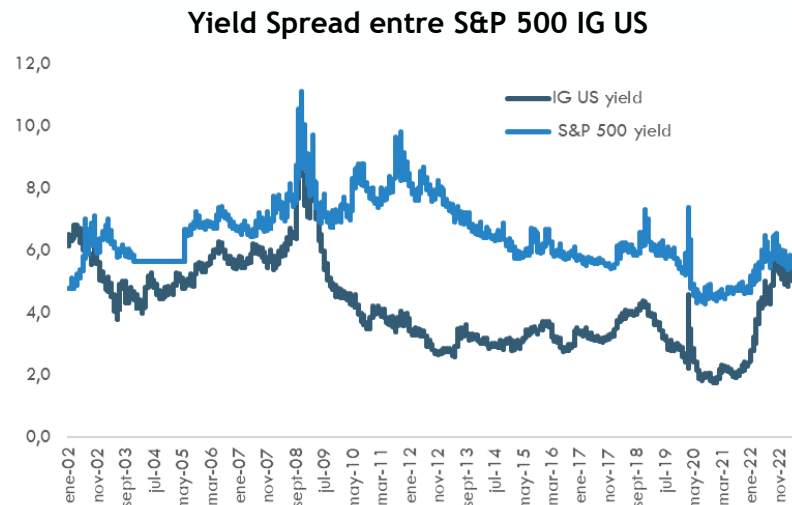
	2 Años	5 Años	10 Años	30 Años
Var 30D Pb.	↑ 25,1	↑ 18,1	↑ 12,8	↑ 596,7
Var 90D Pb.	↑ 28,1	↓ -4,1	↓ -7,4	↑ 591,0
Var 7D Pb.	↑ 20,3	↑ 27,5	↑ 19,8	↑ 595,7
Var 1D Pb.	↑ 6,7	↑ 8,2	↑ 6,5	↑ 589,6
Hoy	2,172%	1,505%	1,408%	7,482%
7D	1,969%	1,230%	1,210%	1,525%
1M	1,922%	1,325%	1,280%	1,516%
3M	1,891%	1,546%	1,482%	1,573%
12M	-1,363%	-0,149%	0,243%	0,656%

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 5,2% 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.



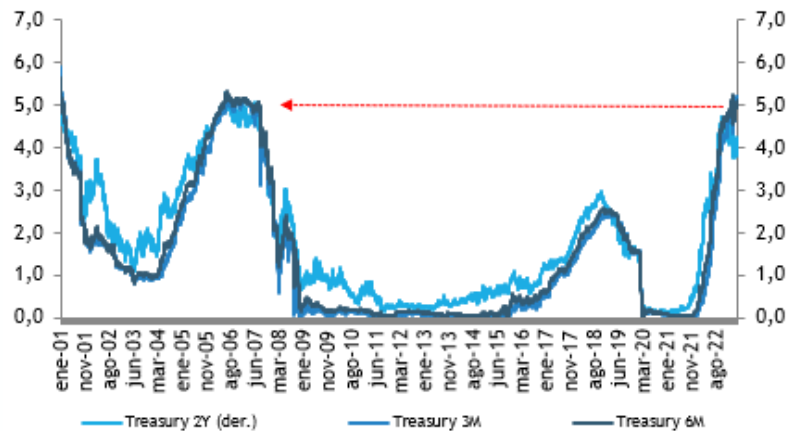
Renta Fija Internacional

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

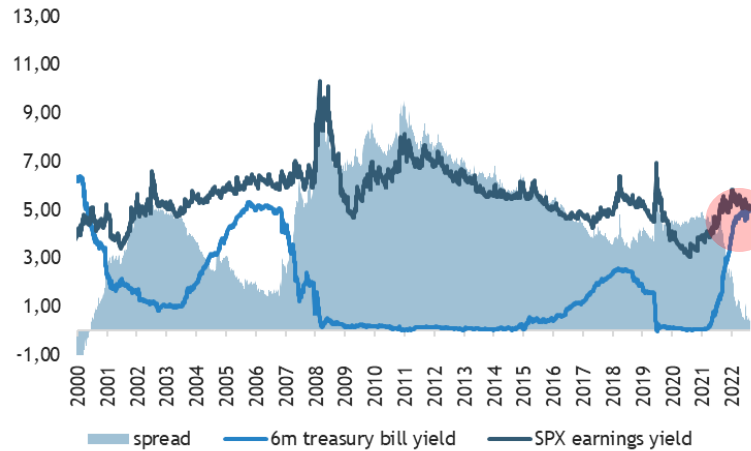
En particular aumentar la exposición a “efectivo” puede ser una buena alternativa. Tasas libres de riesgo en la parte corta de la curva soberana se han vuelto particularmente atractivas y pueden aportar no solo “yield” (un treasury Bill de 6m ya supera el 5%), y diversificación, sino también menos volatilidad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



S&P 500 Earnings yield vs Treasury Bill yield 6m (%)



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

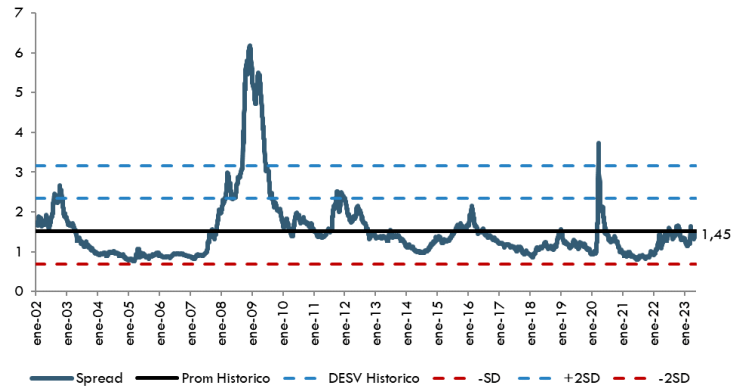


Renta Fija Internacional

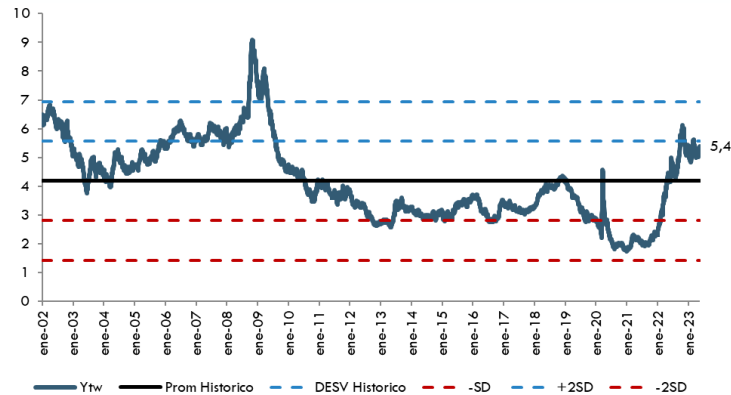
En cuanto al crédito, mantenemos una posición neutral y preferimos inversiones de grado sobre aquellas de alto rendimiento.

- 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.

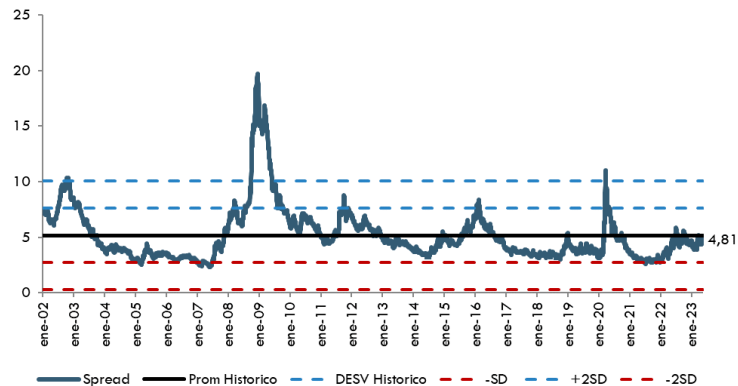
Spread US Corporate IG



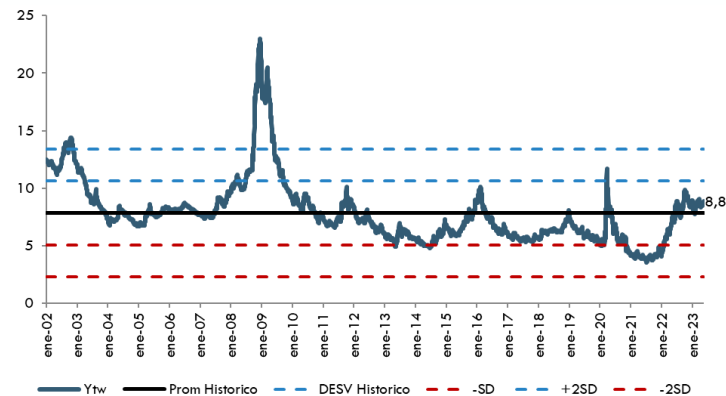
Yield US Corporate IG



Spread US Corporate HY



Yield US Corporate HY



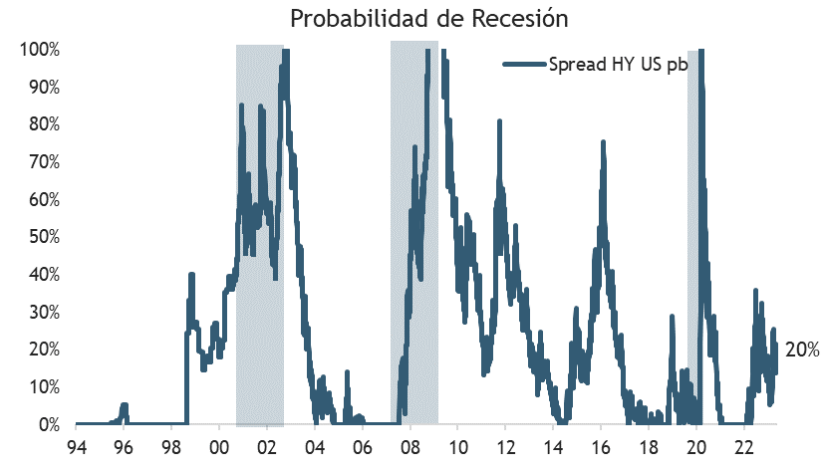
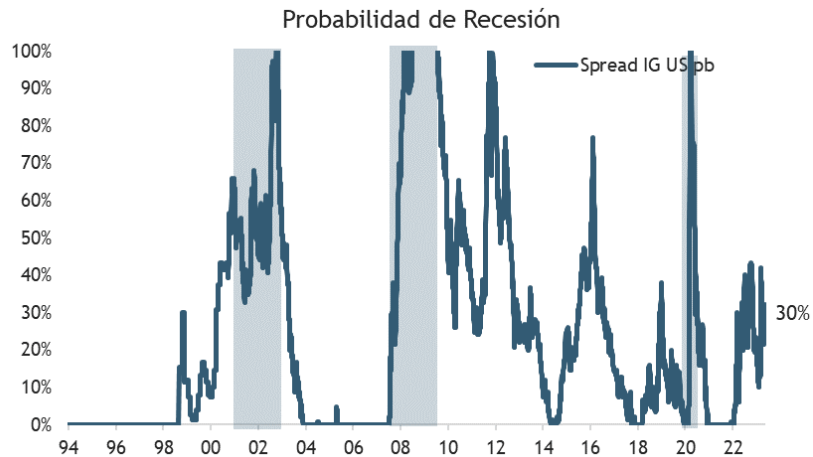
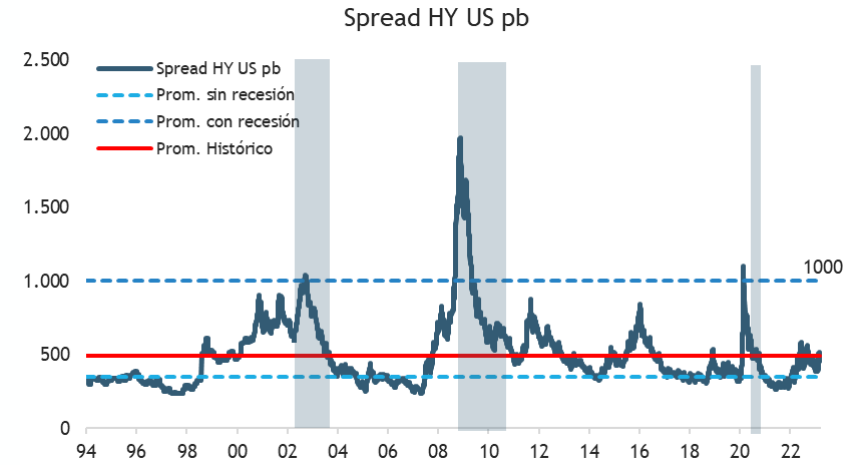
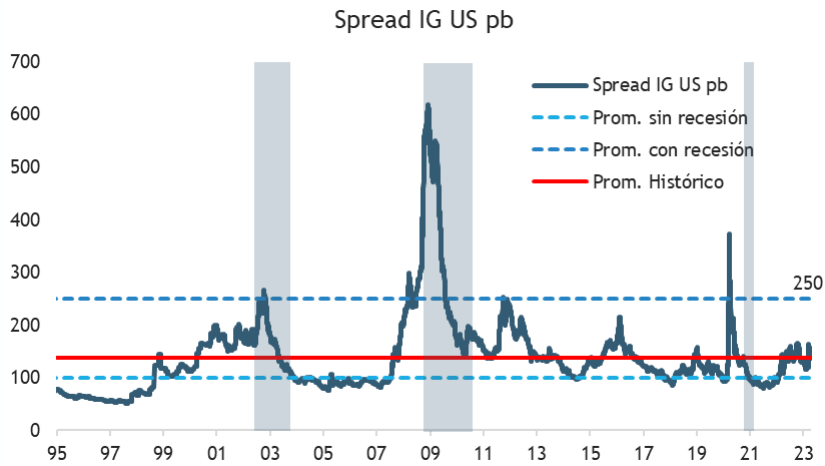
Renta Fija Internacional

	Actual	1M (%)	YTD (%)	1Y (%)
Retornos				
Bloomberg Barclays Global	453,1	-0,87%	1,61%	-4,07%
Bloomberg Barclays EM USD agregado	1.089,5	-0,78%	1,49%	0,59%
US Corporate Investment Grade	3.032,4	-0,98%	2,16%	-1,09%
Euro Aggregate Corporate Total Return	232,0	0,18%	1,89%	-4,11%
Emerging Markets Investment Grade	472,2	-0,13%	2,72%	0,91%
US Corporate High Yield	2.266,6	-0,55%	3,68%	3,50%
Pan-European High Yield (Euro)	333,7	0,61%	3,87%	1,59%
Emerging Markets High Yield	1.222,9	-1,96%	-0,76%	-0,09%
ABS Credit Card	414,0	0,29%	1,87%	0,03%
U.S. Securitized: MBS/ABS/CMBS and C	282,0	-0,07%	1,83%	-2,77%
US MBS Index	2.064,6	-0,10%	1,82%	-2,89%
Tasas				
Bloomberg Barclays Global	3,7	3,6	3,7	2,6
Bloomberg Barclays EM USD agregado	7,6	7,3	7,5	6,5
US Corporate Investment Grade	5,4	5,2	5,4	4,4
Euro Aggregate Corporate Total Return	4,3	4,3	4,3	2,3
Emerging Markets Investment Grade	5,3	5,2	5,5	4,6
US Corporate High Yield	8,9	8,5	9,0	7,8
Pan-European High Yield (Euro)	8,1	7,9	8,0	7,0
Emerging Markets High Yield	11,7	11,0	11,1	10,1
U.S. Securitized: MBS/ABS/CMBS and C	4,7	4,7	4,8	3,5
US MBS Index	4,7	4,6	4,7	3,5
Spreads (puntos base)				
Bloomberg Barclays Global	55	53	51	52
US Corporate Investment Grade	145	133	130	149
Euro Aggregate Corporate Total Return	171	159	167	168
US Corporate High Yield	481	441	469	482
Pan-European High Yield (Euro)	493	464	493	498
Emerging Markets High Yield	774	712	694	724
ABS Credit Card	60	63	53	51
US MBS Index	63	67	51	41

Renta Fija Internacional

La renta fija US incorpora un riesgo de recesión

- La probabilidad de recesión en la deuda IG es del 30%, mientras que en el HY es un 20%. Estas han aumentando levemente en las últimas semanas.



Renta Fija Internacional

¿vale la pena aumentar el riesgo ahora?

- Se nos dice que un mayor riesgo conlleva un mayor rendimiento, pero ¿lo es?

Illustrative Returns Model		Soft Landing		Hard Landing	
		IG	HY	IG	HY
Return Contribution	Yield	5.2	8.1	5.2	8.1
	Default	0.0	-2.0	0.0	-4.0
	Spread	1.8	3.2	-2.5	-5.5
	Treasuries	0.0	0.0	5.3	2.7
	Total	7.0	9.3	8.0	1.3

Assumptions	Soft Landing	Hard Landing
Treasuries	3.5%	2.75%
Default Rate	4%	8%
Spreads Change to	25th Percentile 30yr range	85th Percentile 30yr Range

Renta Fija Internacional

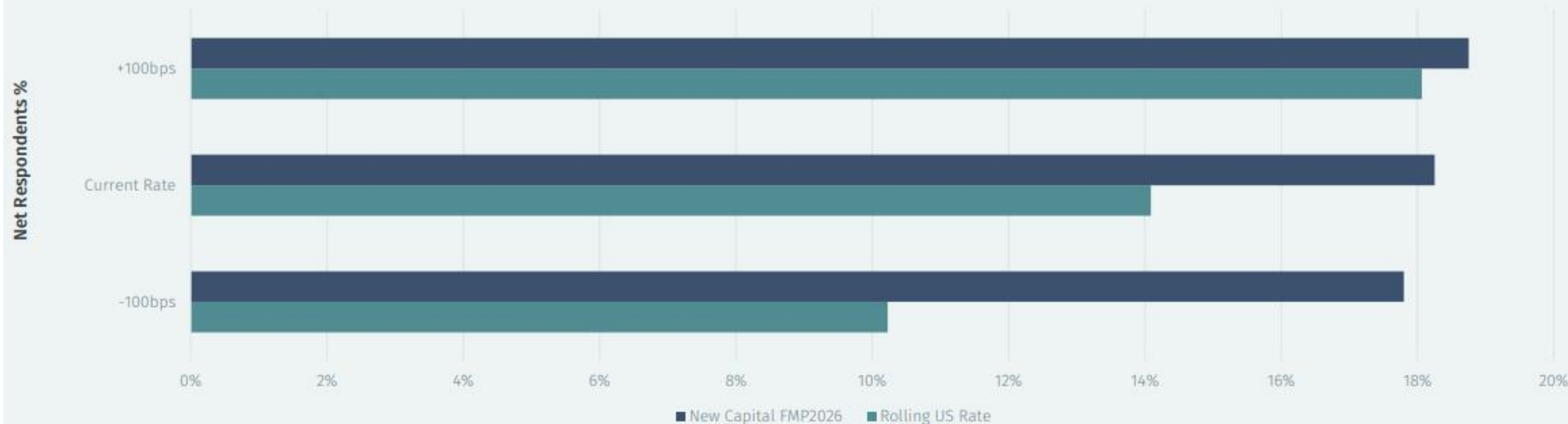
Lock in yields – reduce reinvestment risk



The Fund aims to lock in current yields, minimising the reinvestment risk over the next 3 years

- Current 6 months or 1yr US Treasuries look attractive now, however, if we calculate the total return potential considering forward rates and reinvestment risk, 3yr total returns looks much less striking vs the fund
- Investors should consider the high probability that will be unable to reinvest future cash flows at a rate comparable to current rates.

Projected Total return – Reinvestment risk sensitivity



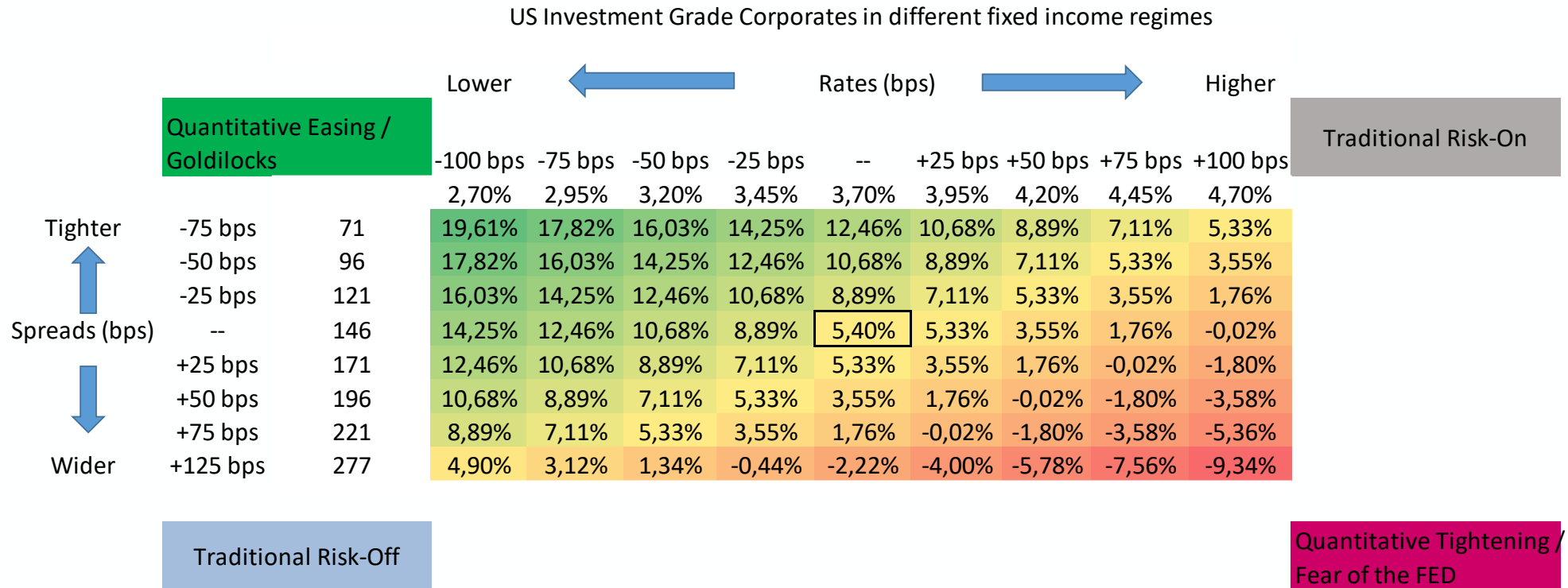
Source: Bloomberg, EFGAM calculations 20 April 2023. Calculation considering current forward rates, assuming 1yr UST rolling. Current assumed reinvestment yield is 3.7% (3m UST+50bp in 2.5yrs)

For professional clients, qualified investors and accredited investors only

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 compensa el alza en los spreads

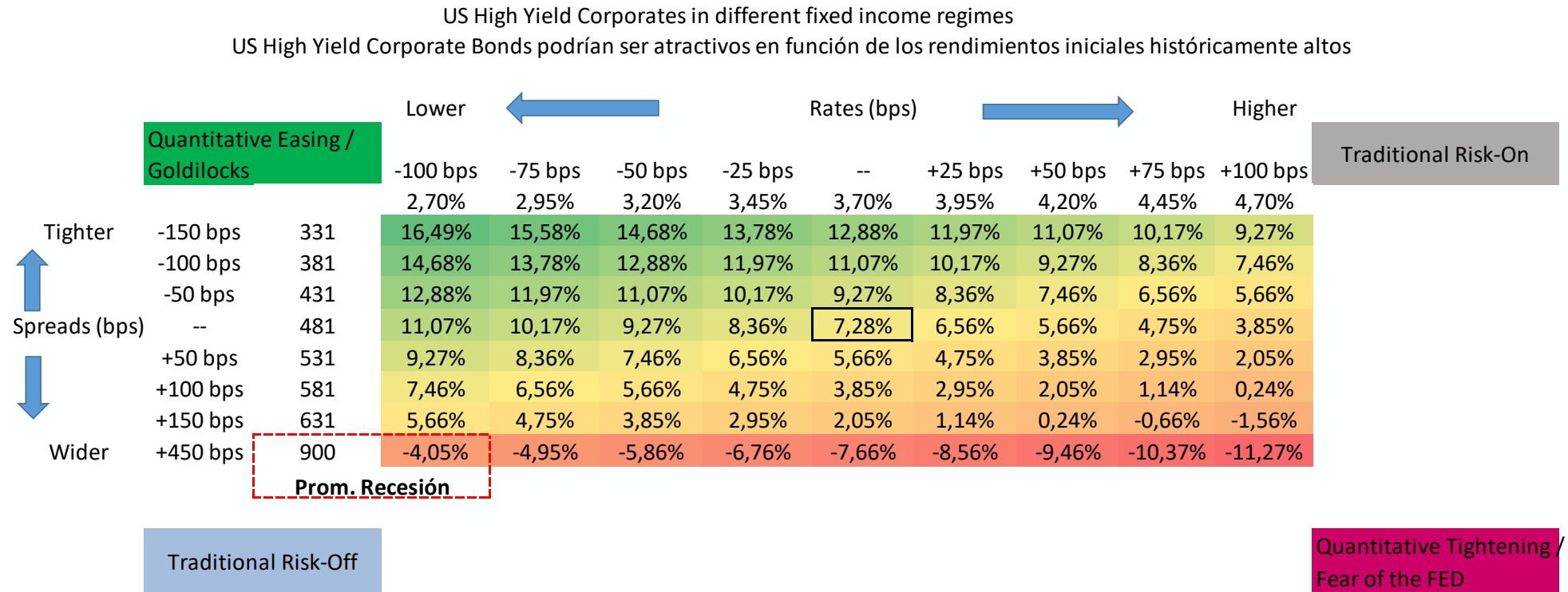


*El recuadro central es la yield-to-worst del índice corporativo de EE. UU. de Bloomberg al 20/01/2023. Si no hubiera cambios en los spreads o las tasas de interés, este rendimiento inicial se aproximaría al rendimiento de 1 año del índice. Este gráfico muestra las posibilidades de rentabilidad del índice 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 período.

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



*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 periodo.

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.**
 - 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

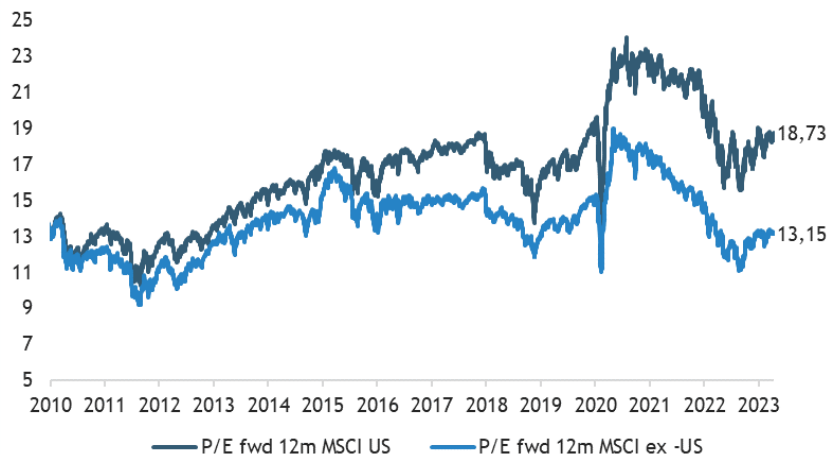
Resumen Visión

Estrategia de renta variable - Convicciones regionales

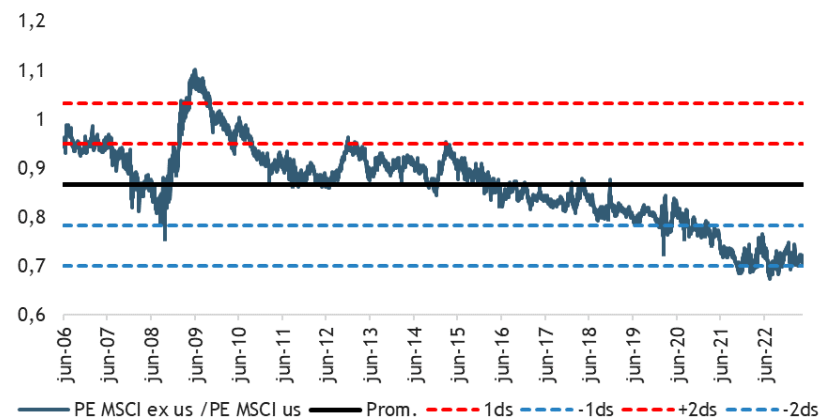
Sobreponderar mercados ex – US . Las valorizaciones son más atractivas fuera de US.

Región	Recomendaciones	Resumen Visión
EM	N	La reapertura de China está en proceso; la geopolítica es un riesgo
DM	N	
US	UW	Caro, con riesgo de ganancias, es poco probable que Tech sea un refugio seguro esta vez
Japón	OW	Japón tiene un precio atractivo, el camino político divergente y la reapertura son vientos de cola potenciales
Eurozona	N	Después del fuerte repunte en el cuarto trimestre de 2022 y el primer trimestre de 2023, el rendimiento superior podría detenerse, pero seguir prefiriendo internacional sobre EE.UU
Reino Unido	OW	Las valoraciones siguen siendo muy atractivas, beta baja con la rentabilidad por dividendo más alta de la región

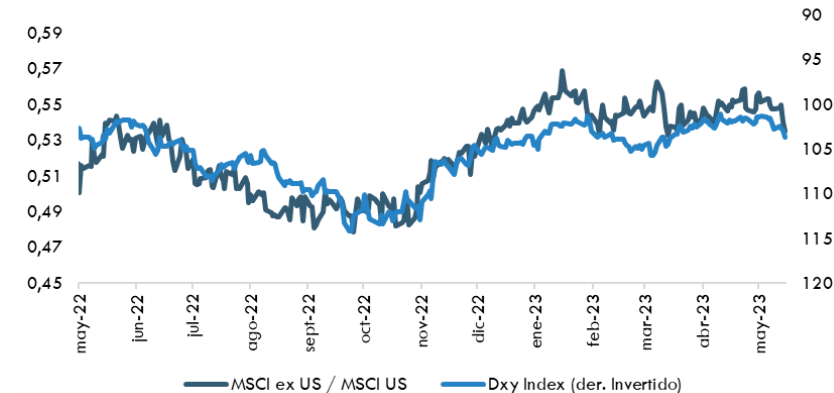
P/E MSCI ex US / PE MSCI US



P/E fwd relativa MSCI ex US / PE MSCI US



MSCI ex US / MSCI US vs Dólar 1Y



Renta Variable Internacional

Renta Variable Global: Se recomienda una exposición global más equilibrada.

- El sólido desempeño en lo que va del año de los índices bursátiles pasivos de EE. UU. está ocultando riesgos crecientes. Si bien el repunte del mercado bajista de octubre a enero fue una recalibración de tasas máximas y la política restrictiva, la acción del precio en los últimos cuatro meses ha sido extremadamente estrecha, y la mayoría de las ganancias provienen de un puñado de empresas de tecnología de gran capitalización.

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

Abril

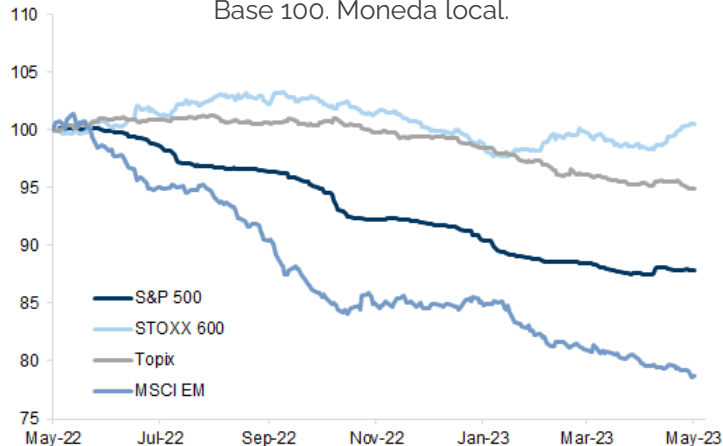
	Sales Growth (%)		EPS Growth (%)		Net Margin (%)	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
S&P 500	2.0	3.0	-1.0	12.0	12.1	12.8
STOXX 600	-2.6	2.0	1.6	8.4	9.8	10.2
TOPIX (FY basis)	3.0	2.2	6.4	9.4	5.9	6.2
MSCI AP ex Japan	5.0	7.9	0.7	17.5	9.8	10.7
MSCI EM	4.5	7.3	-4.6	17.2	9.6	10.6
MSCI AC World	1.8	4.4	0.7	11.4	10.8	11.4
Energy	-10.1	-2.5	-22.6	-3.2	9.7	9.3
Materials	-2.6	0.9	-17.3	4.1	9.6	9.8
Industrials	2.2	4.6	-1.1	10.7	8.0	8.4
Cons. Discretionary	6.7	7.2	17.1	18.4	6.6	7.3
Cons. Staples	4.6	4.2	3.9	9.4	6.8	7.1
Health Care	3.1	5.9	-4.7	11.7	10.7	11.2
Financials	8.0	4.4	16.7	9.9	18.1	18.5
IT	1.0	9.0	-5.7	20.9	16.2	17.9
Communication Svs	3.7	5.7	17.8	17.5	12.5	13.7
Utilities	-5.2	0.1	12.5	11.2	8.5	9.4
Real Estate	5.6	4.8	3.0	6.3	14.3	15.4

Mayo

	Sales Growth (%)		EPS Growth (%)		Net Margin (%)	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
S&P 500	2.0	3.0	0.0	11.0	12.1	12.7
STOXX 600	-1.1	2.2	3.0	7.4	9.9	10.2
TOPIX (FY basis)	2.1	2.0	5.1	9.1	5.8	6.2
MSCI AP ex Japan	4.5	7.7	0.3	17.0	9.8	10.7
MSCI EM	3.8	7.7	-5.0	17.7	9.6	10.5
MSCI AC World	1.8	4.3	0.7	10.8	10.9	11.4
Energy	-11.6	-1.5	-24.4	-2.5	9.7	9.3
Materials	-3.0	1.6	-19.5	5.5	9.4	9.7
Industrials	2.6	4.4	-0.7	10.6	8.1	8.4
Cons. Discretionary	6.9	6.9	19.9	16.8	6.8	7.4
Cons. Staples	4.5	4.3	3.3	9.6	6.8	7.1
Health Care	4.1	5.5	-4.4	10.7	10.5	11.0
Financials	8.4	3.8	17.8	8.1	18.3	18.4
IT	0.2	9.0	-6.5	20.4	16.3	17.9
Communication Svs	3.6	5.6	19.4	18.1	12.7	14.0
Utilities	-2.8	-1.4	13.2	10.7	8.2	9.3
Real Estate	5.5	4.7	2.9	6.1	14.3	15.4

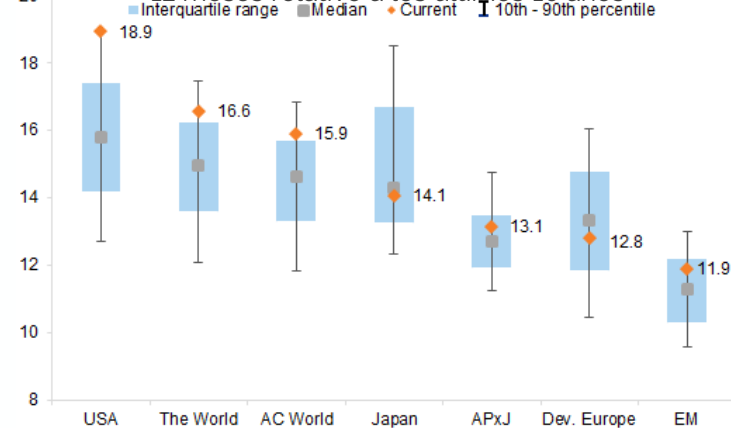
Revisiones de EPS de 2023 durante los últimos 12 meses.

Base 100. Moneda local.



Rangos de valoración de los índices MSCI World. P/U fwd a

12 meses relativo a los últimos 10 años



Renta Variable Internacional

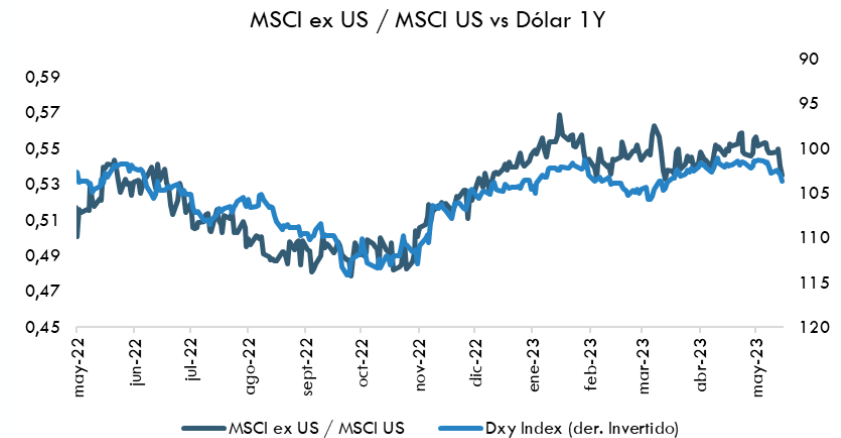
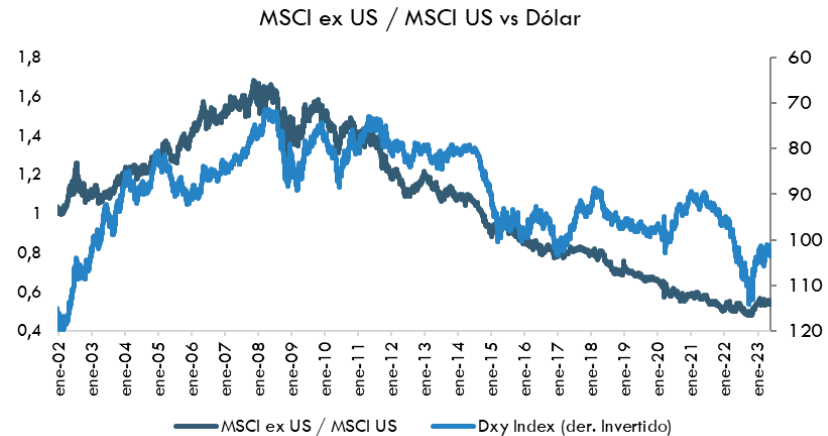
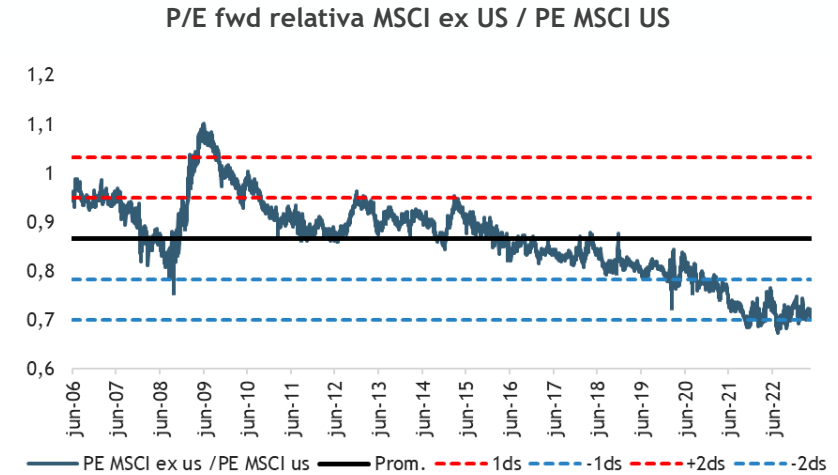
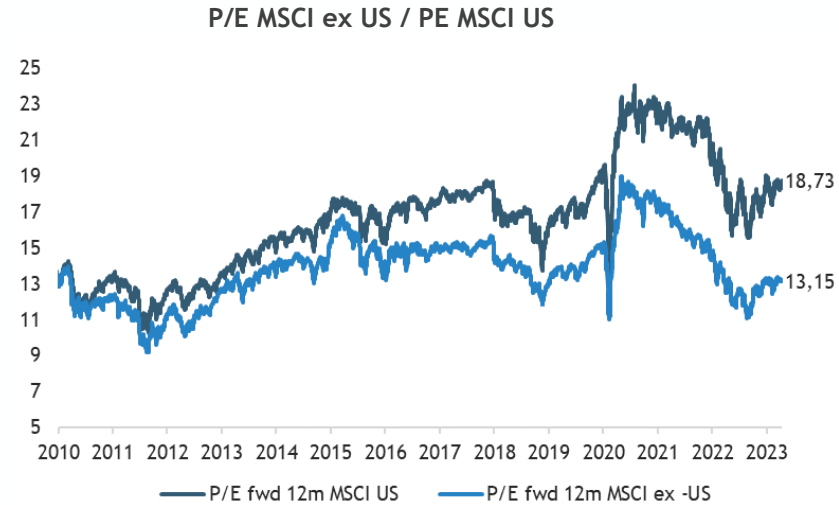
	Actual	1W (%)	YTD (%)	1Y (%)
Mdos. Desarrollados (URTH)	120,4	1,38	10,20	9,24
Mdos. Emergentes (EEM)	39,0	1,12	2,85	-2,58
EEUU				
S&P 500 (SPY)	418,6	1,71	9,89	9,32
Nasdaq (QQQ)	336,5	3,53	26,57	17,10
Dow Jones (DIA)	334,2	0,51	1,66	9,13
Rusell 1000 value (IWD)	151,6	0,85	0,52	2,43
Rusell 1000 growth (IWF)	254,7	2,53	19,15	14,88
Europa				
Eurozona Hedged (HEZU)	32,5	1,51	17,12	21,22
Eurozona (EZU)	46,2	1,05	17,01	19,61
Alemania (EWG)	29,3	1,63	18,56	16,52
UK (EWU)	33,3	0,30	8,68	8,44
Francia (EWQ)	39,1	0,88	17,93	23,45
España (EWP)	27,9	-0,78	15,38	16,30
Italia (EWI)	31,2	-0,29	15,92	18,38
Austria (EWO)	20,5	0,24	7,68	5,21
Suiza (EWL)	48,3	-0,21	15,07	12,38
Asia				
Japon (EWJ)	61,0	1,26	11,98	9,44
China (MCHI)	46,3	0,09	-2,61	-4,74
India (INDA)	40,9	-1,06	-2,06	0,27
Australia (EWA)	23,0	0,48	3,46	1,49
Nueva Zelanda (ENLZ)	50,9	1,84	4,86	9,86
Latam				
Latam (ILF)	25,4	-0,24	11,10	7,69
Brasil (EWZ)	29,9	0,30	6,86	2,69
Mexico (EWW)	60,9	-1,90	23,24	24,42
Chile (ECH)	29,9	-1,38	10,45	14,25
Colombia (ICOL)	11.604,0	-1,07	-7,69	-18,50
Peru (EPU)	30,3	-0,16	5,62	8,27

Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg. Datos al 19 de Mayo 2023

Renta Variable Internacional

Las valorizaciones siguen siendo más atractivas fuera de US

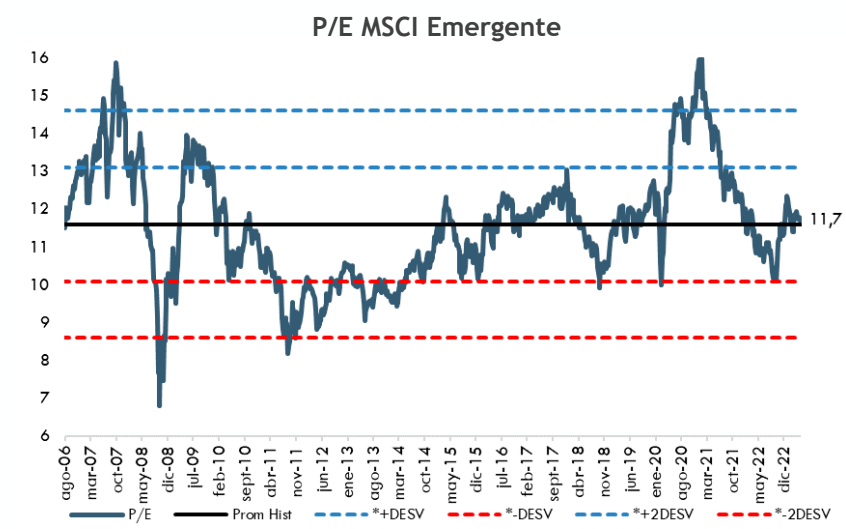
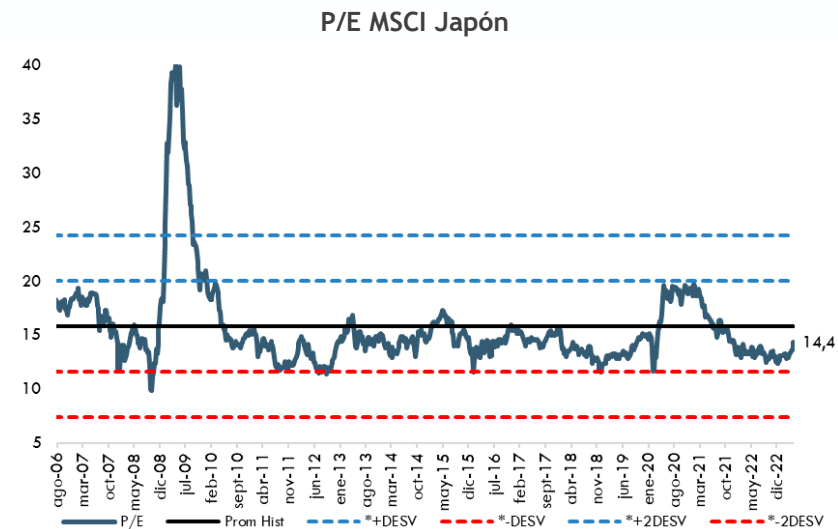
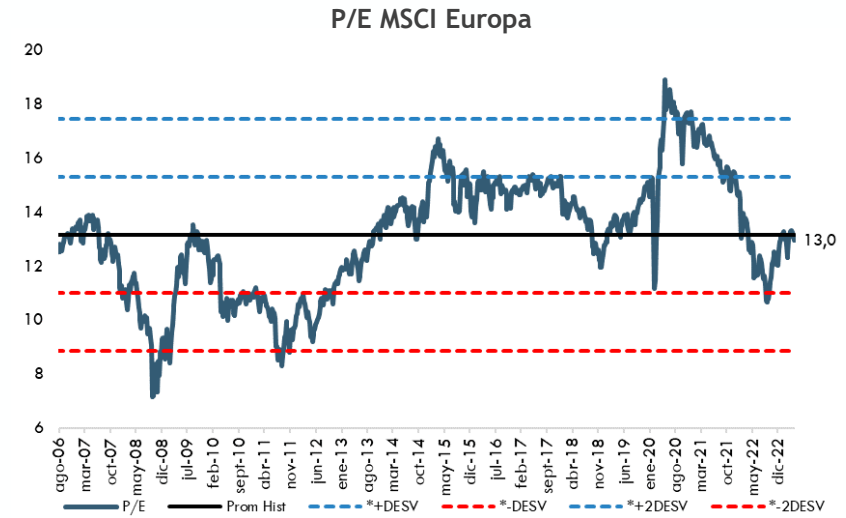
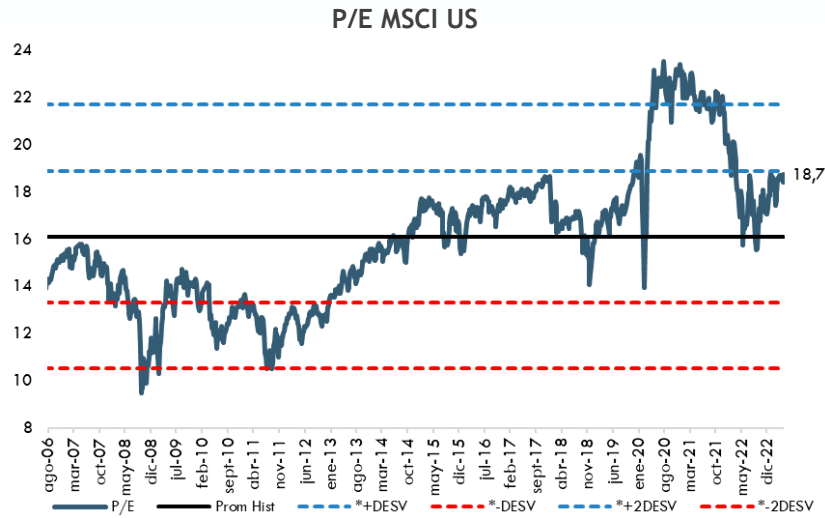
- Tendencia retroalimentada por la debilidad del dólar y la reapertura en China



Renta Variable Internacional

Las valorizaciones son más atractivas fuera de US

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

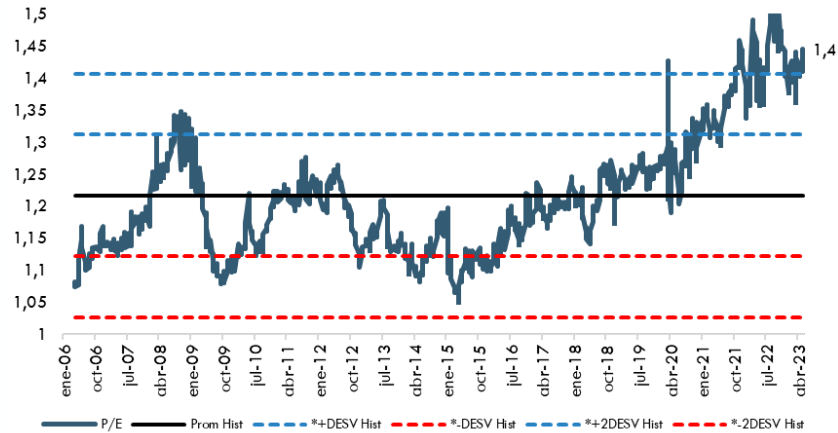


Renta Variable Internacional

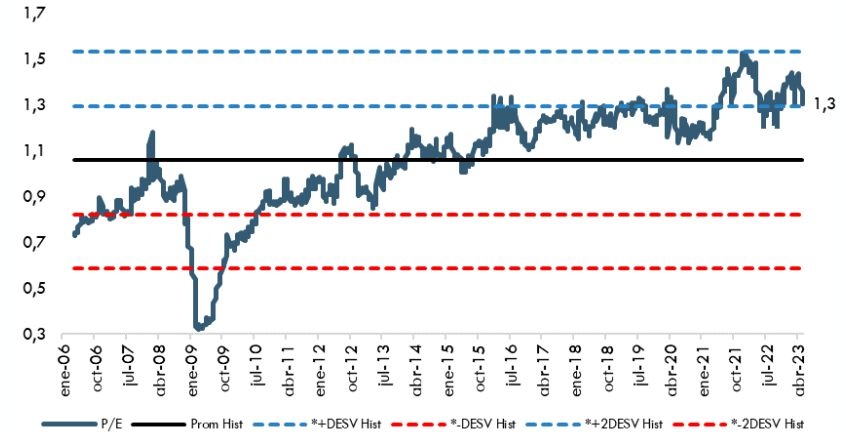
Las valorizaciones son más atractivas fuera de US

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

P/E relativo MSCI US / MSCI Europa



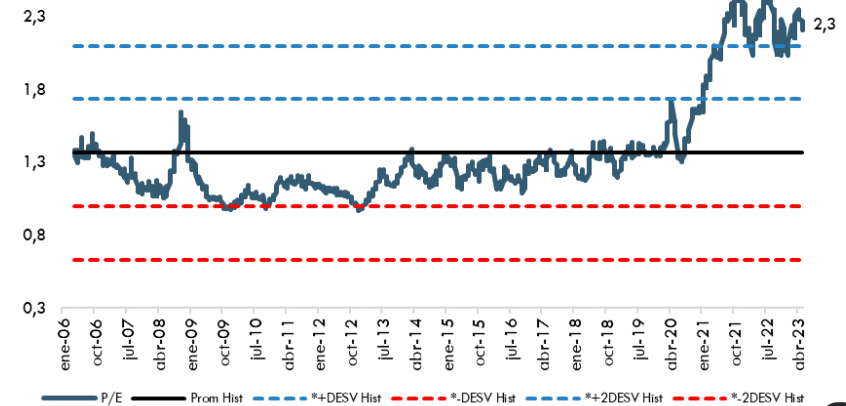
P/E relativo MSCI US / MSCI Japón



P/E relativo MSCI US / MSCI Emergente



P/E relativo MSCI US / MSCI Latam



Renta Variable Internacional

Utilidades continúan a corregirse a la baja dado en entono corporativo más desafiante de cara a 2023

Crecimiento EPS por regiones

- Emergente y Asia emergente: Tendencia bajista al largo plazo (último dato es menor a la media móvil de 3 meses y 12 meses)
- Japón: Tendencia alcista al largo plazo (último dato es mayor a la media móvil de 3 meses y 12 meses)

	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	-0,2%	0,1%	0,5%	0,7%	0,0%	-0,4%	-1,0%
3M	-1,8%	1,2%	2,0%	1,0%	0,4%	-2,8%	-1,9%
12M	-11,1%	4,3%	-6,0%	-3,0%	5,3%	-14,7%	-5,2%
EPS	MXEF Index	MXEU Index	MXLA Index	MXUS Index	MXJP Index	MXMS Index	MXCN Index
LAST	83,54	11,85	273,78	211,70	92,79	41,45	6,28
3 MA	84,14	11,80	270,14	209,88	92,55	42,00	6,36
12 MA	87,64	11,85	283,89	215,55	90,28	44,27	6,25
% 3 MA	-0,7%	0,4%	1,3%	0,9%	0,3%	-1,3%	-1,3%
% 12 MA	-4,7%	0,0%	-3,6%	-1,8%	2,8%	-6,4%	0,5%
TRAIL_12M_EPS	83,35	11,89	329,89	207,68	79,42	40,43	5,41
Crecimiento EPS NTM	0,24%	-0,27%	-17,01%	1,93%	16,84%	2,52%	15,94%

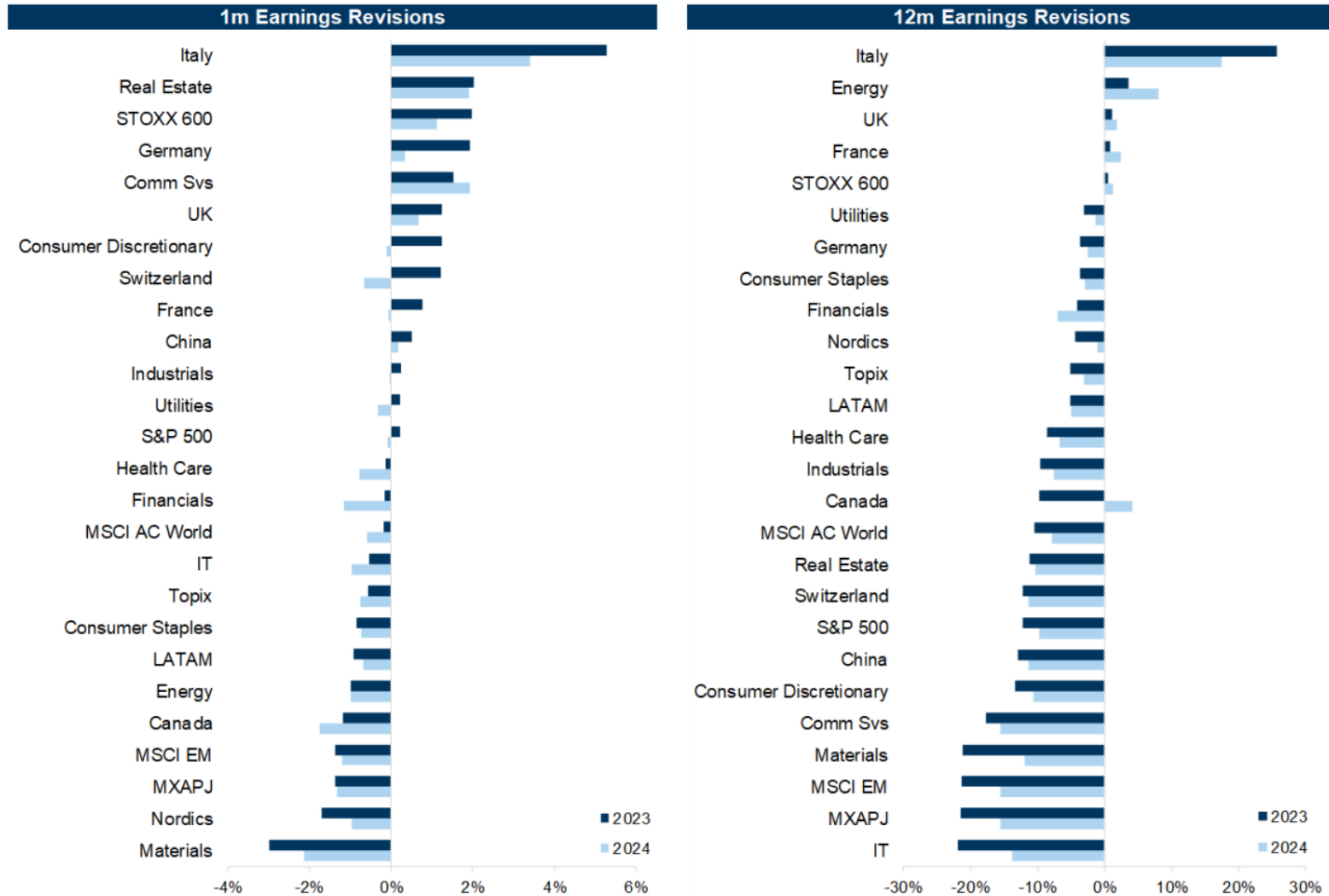
Momentum EPS (MOVIL 3 MESES)

	17-06-2022	15-07-2022	12-08-2022	09-09-2022	07-10-2022	04-11-2022	02-12-2022	30-12-2022	27-01-2023	24-02-2023	24-03-2023	21-04-2023	19-05-2023
Emergente	-2,2%	-4,7%	-1,6%	-4,3%	-5,3%	-8,6%	-5,3%	-1,9%	1,8%	-1,0%	-0,8%	-2,0%	0,0%
Europa	5,2%	6,1%	4,0%	3,8%	2,3%	0,6%	-2,0%	-2,6%	-3,2%	-0,4%	0,2%	1,2%	2,1%
Latam	6,8%	-2,9%	0,1%	-4,0%	-0,8%	-6,2%	-7,1%	-7,4%	-6,6%	-4,0%	1,4%	2,8%	5,7%
USA	2,7%	0,9%	-0,4%	-1,0%	-0,8%	-2,1%	-2,7%	-2,7%	-1,8%	-2,5%	-1,5%	0,1%	1,9%
Japon	0,4%	1,4%	0,7%	3,3%	1,9%	2,7%	2,8%	2,6%	2,8%	-0,3%	0,5%	0,2%	0,0%
Asia Emergente	-4,1%	-5,4%	-2,4%	-5,5%	-7,5%	-10,4%	-6,1%	-1,8%	2,7%	-1,3%	-1,3%	-3,1%	-0,9%
China	-8,7%	-7,0%	-2,0%	-4,3%	-4,5%	-6,7%	-2,3%	1,9%	8,9%	6,1%	4,0%	-1,5%	-1,4%

Renta Variable Internacional

Utilidades continúan a corregirse a la baja dado en entono corporativo más desafiante de cara a 2023

Crecimiento EPS por regiones



Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg. Datos al 19 de mayo 2023

Renta Variable EEUU.

Estrategia renta variable EE.UU.

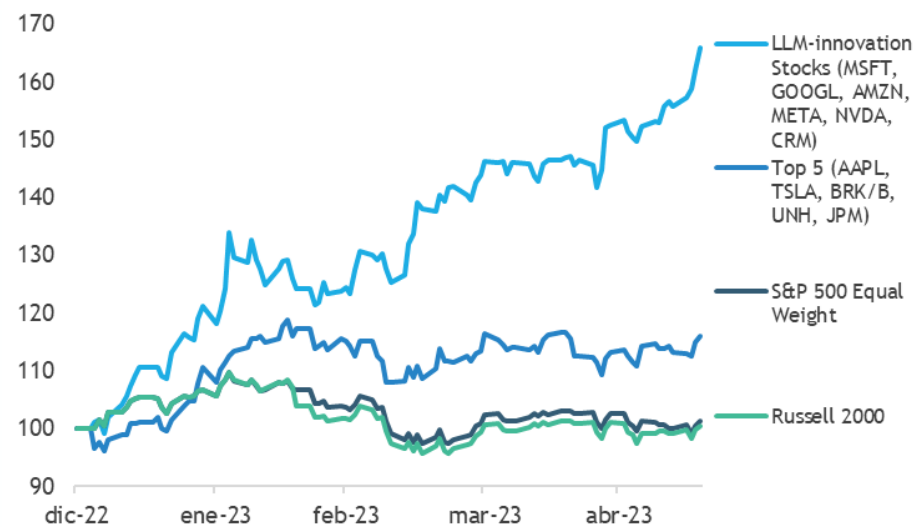
La concentración del mercado en unas pocas acciones de Crecimiento/Tecnología ya ha alcanzado niveles extremos.

- Pero volviendo a los liderazgos del mercado este año, también es evidencia de un mercado “poco saludable” (comentamos previamente que solo 7 acciones explican más del 80% desempeño del S&P 500). Otra forma de verlo es comparando el desempeño del índice (S&P 500) ponderado por capitalización de mercado vs el índice Equal Weight o el Russell 2000. Así, mientras que el primero ha rentado ~ al 9%, el segundo tan solo un 1,2%, y las acciones Small Cap, más sensibles al ciclo económico (Russell 200), han rentado apenas un 0,1%.

Indice (S&P 500) ponderado por capitalización de mercado vs el índice Equal Weight y Russell 2000. Base 100 YTD



Temática AI/LLM liderando en el YTD



*MSFT: Microsoft; GOOGL: Alphabet; META: Meta Platforms; NVDA: Nvidia; CRM: Salesforce

Renta Variable EEUU.

Estrategia renta variable EE.UU.

La concentración del mercado en unas pocas acciones de Crecimiento/Tecnología ya ha alcanzado niveles extremos.

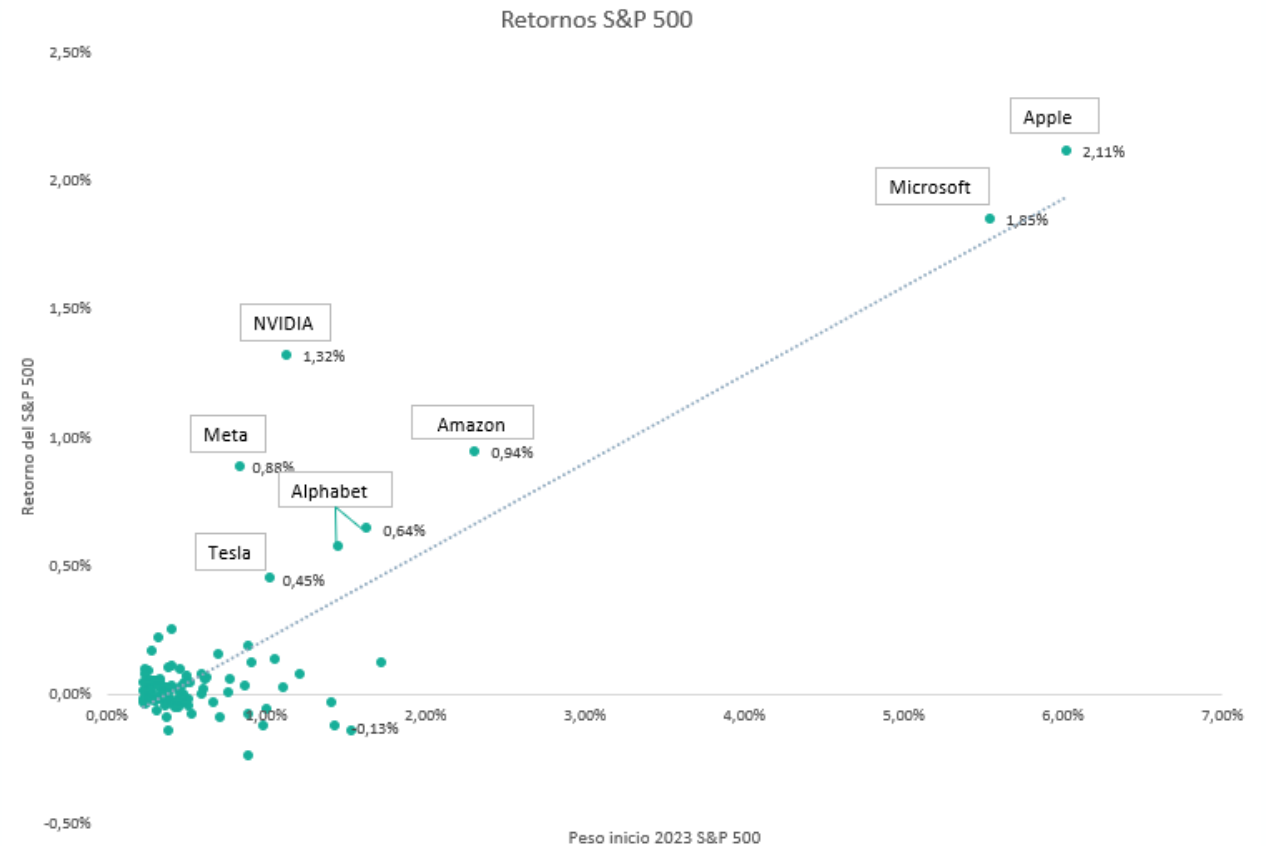
Pero volviendo a los liderazgos del mercado este año, también es evidencia de un mercado “poco saludable” (solo 7 acciones explican más 80% desempeño del S&P 500).

S&P500: Al 18 de mayo estas 7 empresas que pesan un 20% explican el 87% del retorno.

	Retorno	Peso	
1 AAPL	2,11%	6,02%	
2 GOOGL	1,21%	3,09%	
3 MSFT	1,85%	5,54%	
4 TSLA	0,45%	1,02%	
5 AMZN	0,94%	2,31%	
6 NVIDIA	1,32%	1,13%	
7 Meta	0,88%	0,84%	
Retorno	8,76%	19,96%	87,46%

Nasdaq 100: Al 18 de mayo estas 7 empresas que pesan un 46% explican el 80% del retorno.

	Retorno	Peso	
1 AAPL	4,20%	11,75%	
2 GOOGL	2,99%	7,61%	
3 MSFT	4,20%	12,58%	
4 TSLA	1,20%	2,75%	
5 AMZN	2,46%	6,06%	
6 NVIDIA	3,85%	3,30%	
7 Meta	2,61%	2,48%	
Retorno	21,51%	46,53%	80,14%

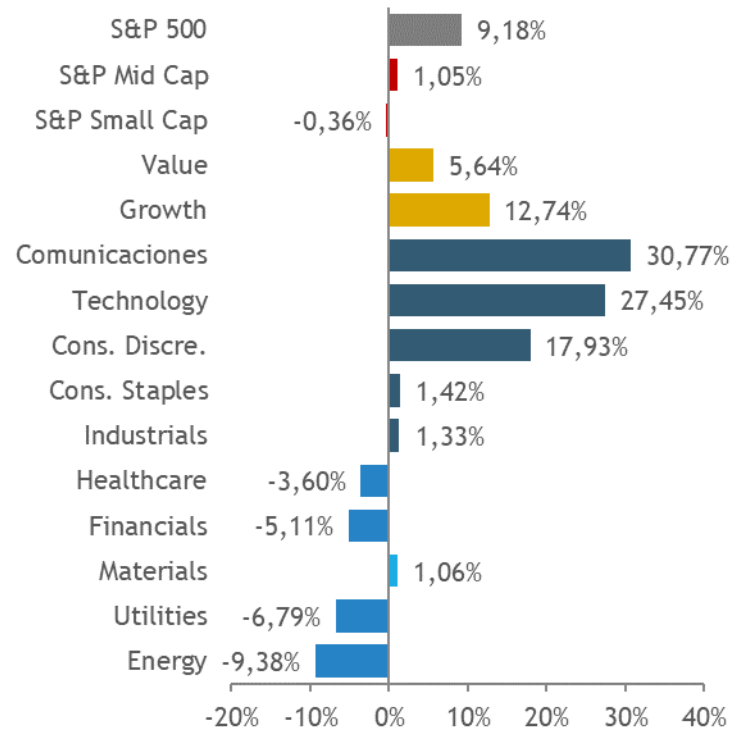


Renta Variable EEUU.

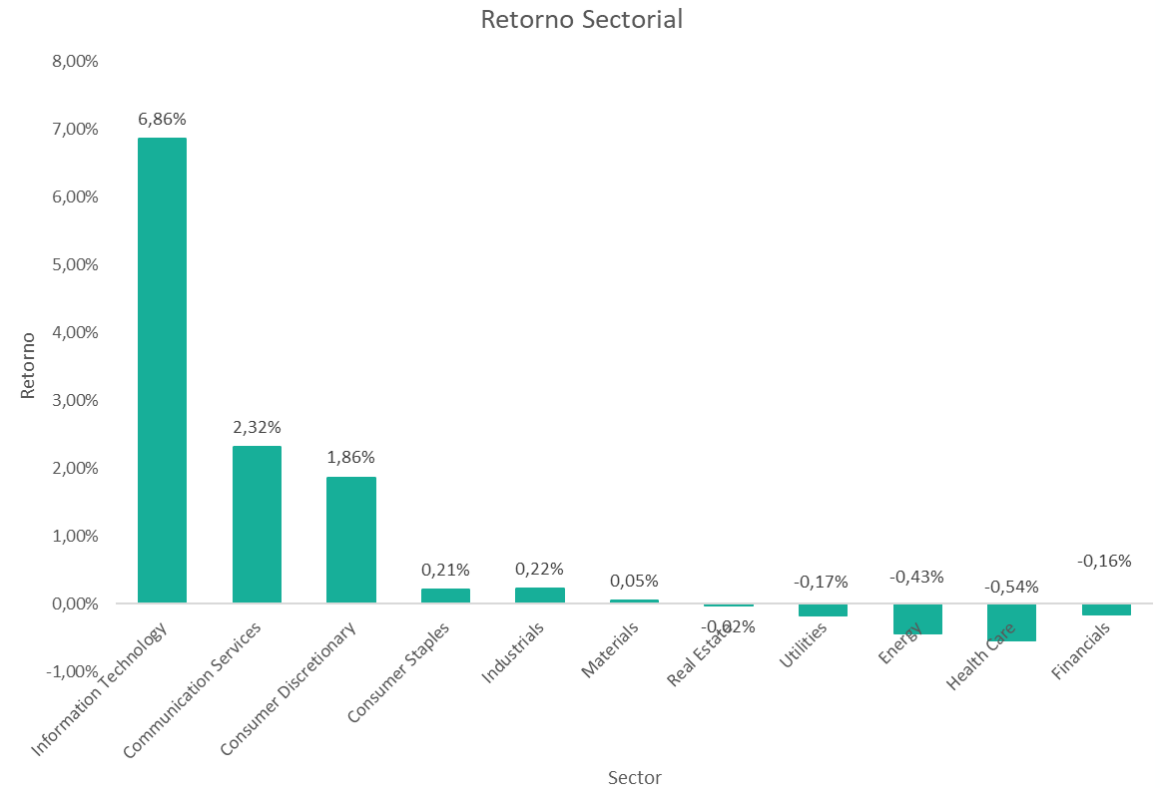
Estrategia renta variable EE.UU.

La concentración del mercado en unas pocas acciones de Crecimiento/Tecnología ya ha alcanzado niveles extremos. Mercado concentrado en tecnología, comunicaciones y consumo discrecional

S&P500: Desempeño sectorial Ytd



S&P500: Contribución sectorial Ytd



Renta Variable EEUU.

Estrategia renta variable EE.UU.

La concentración del mercado en unas pocas acciones de Crecimiento/Tecnología ya ha alcanzado niveles extremos.

- **10 vs. las próximas 40 acciones del S&P 500.** En una comparación histórica, la ponderación actual del índice S&P 500 en las 10 acciones más grandes es ~29% y está en el percentil 96% desde 1980 (superior a TMT y GFC, solo inferior a los niveles máximos de COVID, mientras que la ponderación del índice en las acciones más grandes del 11 al 50 dentro del S&P 500 se encuentra en el percentil 24). (ver gráfico n°7 y n°8).

Concentración de mercado más alta en las acciones más grandes en términos históricos

Gráfico N°7: Las 2 acciones más grandes (MSFT, AAPL) con una ponderación del 13,4 % en el S&P 500

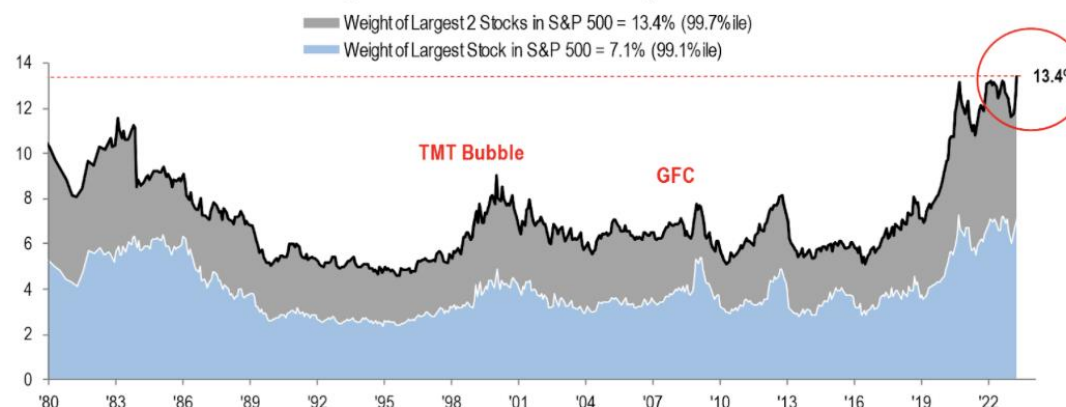
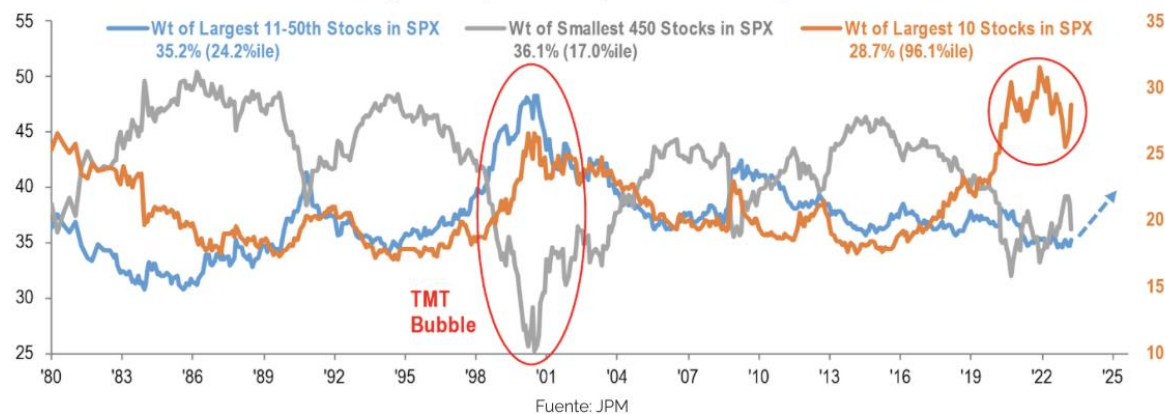


Gráfico N°8: Concentración del mercado por ponderaciones del índice. Las 10 acciones más grandes frente a las siguientes 40 acciones y el resto del S&P 500



Fuente: JPM

Renta Variable EEUU.

Estrategia renta variable EE.UU.

La concentración del mercado en unas pocas acciones de Crecimiento/Tecnología ya ha alcanzado niveles extremos.

- Finalmente, como muestra la tabla a continuación, existe una desconexión significativa entre la valoración y el crecimiento de las principales acciones que contribuyen a la rentabilidad del mercado. **En el episodio actual de concentración alta y creciente, los inversionistas están pagando la valoración más alta (con la excepción de 2021) a pesar de que la perspectiva de crecimiento de las utilidades es la más baja.** Esto es similar a otras rotaciones defensivas que se observan antes de una desaceleración del ciclo económico.

Concentración y valoraciones del S&P 500 elevadas a pesar de fundamentos más débiles
Estadísticas de concentración de mercado por principales contribuyentes de rendimiento del índice. Current, 2021, 2018, 2016 Concentration, 2007 Peak, TMT Bubble

		Market Cap	Percent of S&P 500	Cash / Mkt Cap	Announced Buybacks / Market Cap	Payout Ratio	Revenue Growth (NTM)	Earnings Growth (NTM)	P/E (NTM, Ex-Cash)
Current	Top-5	\$6,457	18%	3.4%	2.7%	94%	7%	9%	24x
	Top-10	\$8,752	24%	3.7%	2.2%	81%	5%	3%	22x
	Top-20	\$11,964	33%	4.5%	1.7%	83%	5%	6%	22x
	Top-50	\$17,099	47%	4.5%	2.6%	81%	3%	2%	20x
	S&P 500	\$36,184	100%	5.4%	2.2%	81%	3%	2%	18x
2021 Concentration	Top-5	\$8,856	22%	4.2%	2.8%	84%	26%	22%	32x
	Top-10	\$12,067	30%	3.8%	2.9%	78%	19%	15%	29x
	Top-20	\$15,715	39%	3.8%	2.7%	82%	14%	15%	27x
	Top-50	\$20,938	52%	4.3%	2.5%	78%	14%	15%	24x
	S&P 500	\$40,347	100%	5.1%	2.2%	74%	9%	12%	20x
2018 Concentration	Top-5	\$3,979	16%	9.5%	3.0%	85%	19%	19%	22x
	Top-10	\$5,366	21%	9.2%	3.5%	80%	14%	19%	19x
	Top-20	\$7,476	30%	7.7%	3.3%	81%	13%	19%	18x
	Top-50	\$10,294	41%	7.5%	3.7%	83%	11%	18%	17x
	S&P 500	\$24,964	100%	8.0%	3.6%	78%	7%	15%	15x
2016 Concentration	Top-5	\$1,313	7%	8.5%	1.9%	88%	1%	11%	18x
	Top-10	\$2,750	15%	6.6%	3.6%	82%	2%	9%	14x
	Top-20	\$4,291	24%	7.5%	3.8%	81%	2%	9%	15x
	Top-50	\$7,347	40%	6.8%	3.3%	84%	1%	10%	16x
	S&P 500	\$18,239	100%	9.4%	3.4%	97%	1%	8%	15.1x
2007 GFC	Top-5	\$1,262	9%	5.0%	5.0%	112%	11%	20%	15x
	Top-10	\$2,367	17%	5.5%	5.1%	101%	4%	18%	15x
	Top-20	\$3,357	24%	5.5%	4.5%	99%	5%	17%	14x
	Top-50	\$5,530	39%	5.4%	4.2%	92%	6%	18%	14x
	S&P 500	\$14,127	100%	6.7%	4.2%	110%	6%	18%	15x
TMT Bubble	Top-5	\$2,372	19%	1.9%	0.2%	64%	(6%)	29%	60x
	Top-10	\$3,369	27%	1.7%	0.3%	54%	2%	26%	51x
	Top-20	\$5,029	40%	1.6%	0.6%	58%	11%	25%	42x
	Top-50	\$7,441	59%	2.0%	0.9%	62%	10%	25%	35x
	S&P 500	\$12,695	100%	3.9%	1.0%	72%	4%	22%	25x

Fuente: JPM

Renta Variable EEUU.

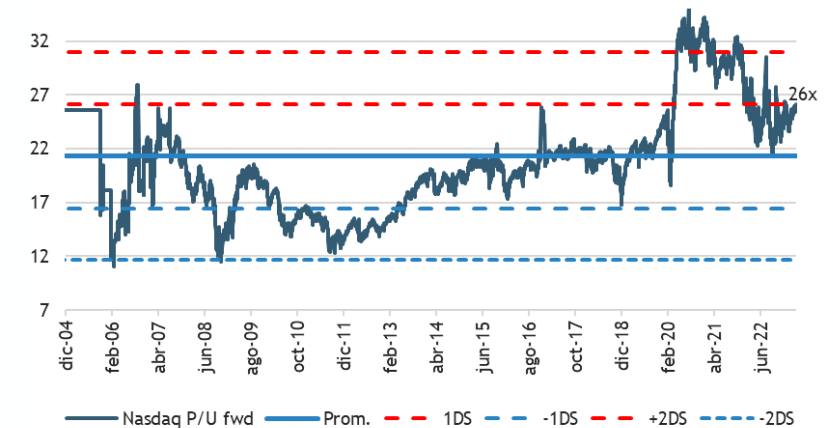
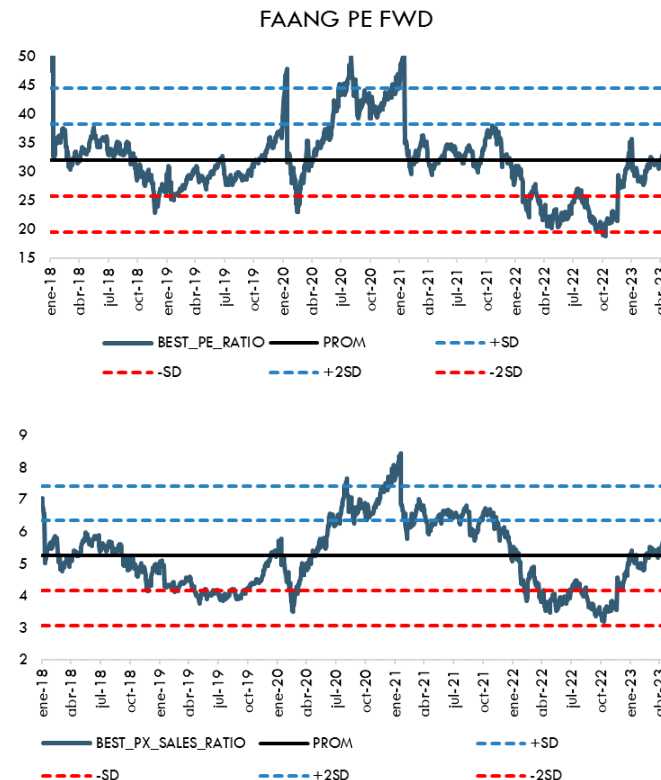
Estrategia renta variable EE.UU.

La concentración del mercado en unas pocas acciones de Crecimiento/Tecnología ya ha alcanzado niveles extremos.

- Una quinta parte de las empresas en el Nasdaq100, se valoran en una relación precio/venta

	META	AMAZON	APPLE	NETFLIX	GOOGLE	NVIDIA	TESLA	CRM
TEV/NTM Total Revenues	4,8	2,3	6,8	4,9	4,8	25,7	5,3	6,0
TEV/NTM EBITDA	9,3	14,2	21,1	22,3	12,3	74,8	28,0	20,1
P/U fwd	19,2	68,8	28,1	30,4	22,0	68,8	49,6	29,4

Name	Market Cap	Px Chg Pct YTD	P/B	P/S
NVIDIA Corp	773.20B	113.93	34.88	28.84
Lucid Group Inc	13.17B	5.12	3.62	17.64
Seagen Inc	36.24B	50.42	13.29	17.44
Intuitive Surgic...	109.89B	18.19	9.80	17.24
PDD Holdings Inc	76.53B	-25.78	19.02	16.45
Datadog Inc	29.64B	25.29	19.58	16.27
Cadence Design...	59.09B	34.90	20.09	15.92
Dexcom Inc	45.40B	3.44	20.33	15.06
CrowdStrike HoL...	34.31B	37.45	23.31	15.06
CoStar Group Inc	32.07B	1.58	4.59	13.92
Zscaler Inc	18.18B	11.95	34.38	13.29
Verisk Analytics...	32.16B	25.90	469.41	12.48
ANSYS Inc	26.48B	26.48	5.54	12.37
IDEXX Laborator...	40.51B	19.64	48.17	11.85
Synopsys Inc	62.16B	27.94	10.66	11.78
Fortinet Inc	54.67B	42.42	4.79k	11.58
Microsoft Corp	2.37T	32.74	12.16	11.43
Atlassian Corp	37.78B	14.23	64.94	11.20
Copart Inc	42.05B	44.92	7.52	11.19
ASML Holding NV	279.78B	27.01	26.50	10.46
Monster Bevera...	62.47B	17.56	8.45	9.65



Renta Variable EEUU.

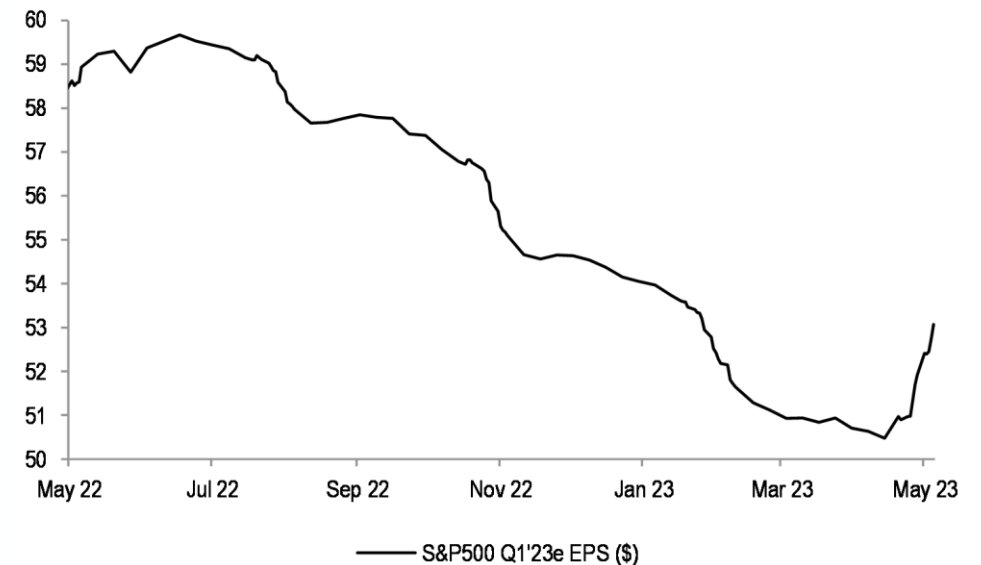
Estrategia renta variable EE.UU - Resultados Corporativos.

- El crecimiento de las ganancias fue mejor de lo esperado por el consenso, con -3 % a/a en los EE. UU, lo que es un factor sorpresa positivo del 7 %.
- El crecimiento de ingresos se ha mantenido, en +4% a/a en EE. UU
- A nivel sectorial, la entrega ha sido mixta. En los EE. UU., Energía, Industrial y Discrecional están registrando un crecimiento de EPS de dos dígitos, mientras que 7 de los sectores restantes se mantienen estables o descienden sobre una base interanual.
- Los márgenes de beneficio están mostrando signos crecientes de renovación, con el crecimiento de las ganancias por acción del primer trimestre menos el crecimiento de las ventas, más débil en mucho tiempo.
- Las bajas expectativas con la que se entro en esta temporada de presentación de informes, combinada con la mejora de los fundamentos durante el trimestre, probablemente ayudó a que el EPS combinado del S&P500 se corrigiera al alza .

Table 1: S&P500 Q1 '23 earnings summary

	No. of cos reported/ Total	% reported	% cos Beating EPS estimates	% cos Missing EPS estimates	EPS surprise	%yoy EPS growth	% cos Beating Sales estimates	% cos Missing Sales estimates	Sales surprise	%yoy Sales growth
S&P500	437 / 499	88%	77%	21%	7%	-3%	68%	19%	3%	4%
Energy	23 / 23	100%	83%	17%	7%	14%	61%	35%	3%	-4%
Materials	29 / 29	100%	83%	17%	17%	-26%	52%	41%	0%	-8%
Industrials	70 / 73	96%	83%	16%	9%	22%	77%	10%	2%	8%
Discretionary	37 / 52	71%	73%	27%	24%	28%	81%	11%	3%	12%
Staples	24 / 37	65%	83%	13%	6%	-2%	67%	8%	2%	5%
Healthcare	59 / 65	91%	81%	15%	7%	-17%	75%	19%	3%	4%
Financials	71 / 73	97%	67%	31%	5%	4%	59%	26%	2%	10%
IT	45 / 66	68%	87%	9%	8%	-10%	67%	11%	2%	-4%
Com. Services	19 / 21	90%	74%	26%	4%	-11%	42%	32%	1%	2%
Utilities	30 / 30	100%	60%	33%	-9%	-21%	80%	13%	12%	13%
Real Estate	30 / 30	100%	67%	23%	1%	0%	67%	17%	2%	6%
Ex-Financials & Real Estate	336 / 396	85%	79%	18%	7%	-5%	70%	18%	3%	3%
Ex-Energy	414 / 476	87%	76%	21%	7%	-5%	68%	18%	3%	5%

S&P500 blended Q1 '23e EPS

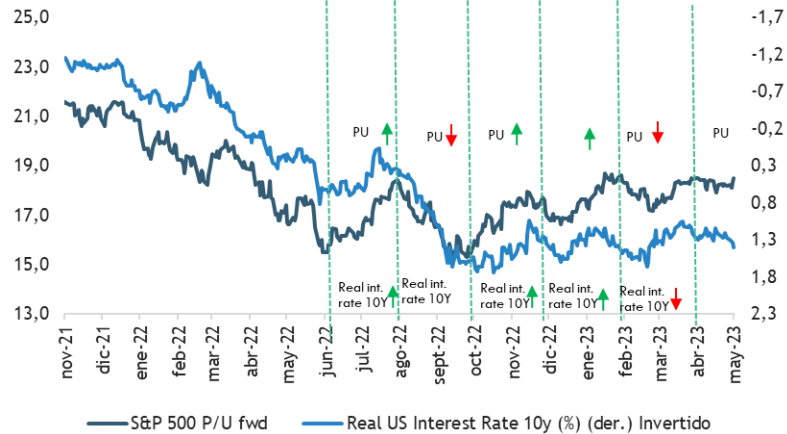


Renta Variable EEUU.

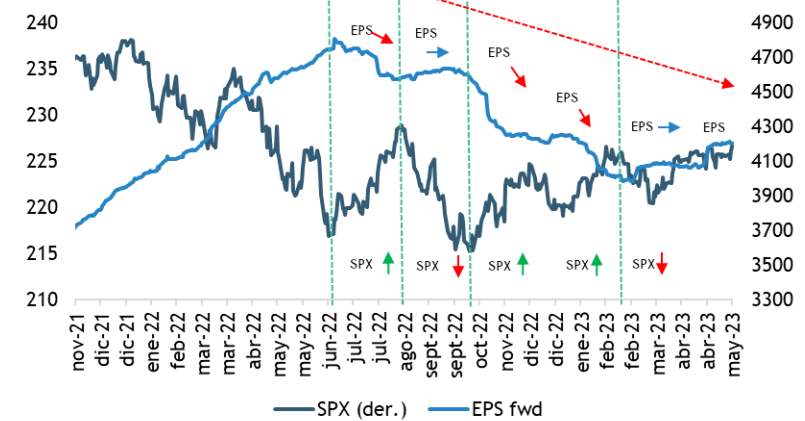
Los mercados de renta variable cotizan un mayor riesgo de recesión que los mercados de crédito

- 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 42%

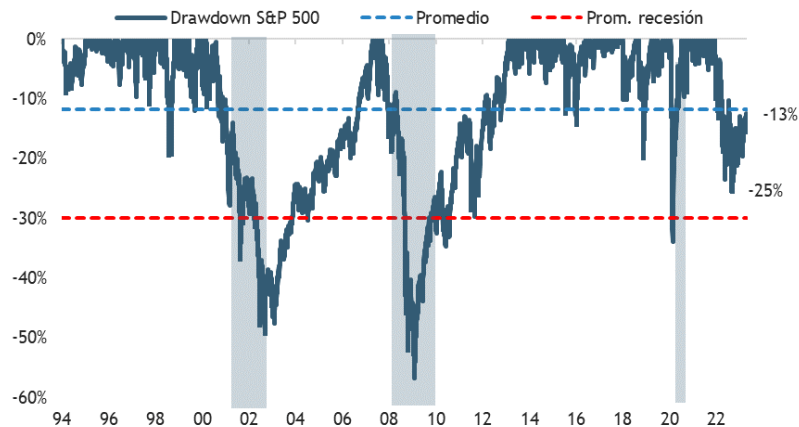
S&P 500 valorizaciones vs tasas reales



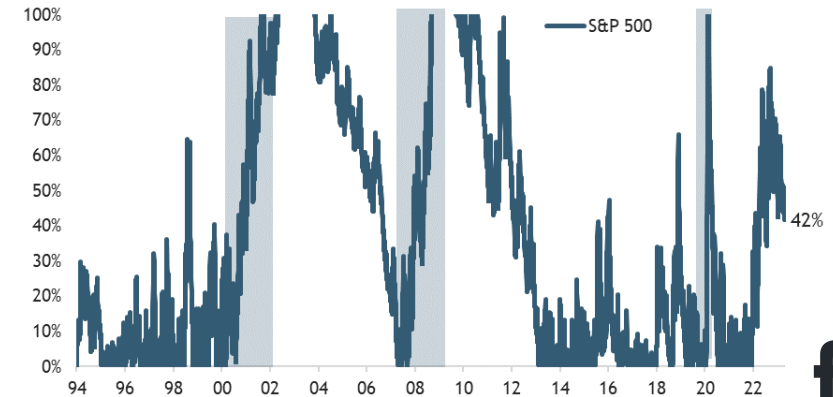
S&P 500 EPS vs Precio



Drawdown S&P 500



Probabilidad de Recesión



Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg. Datos al 19 de Mayo 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	Variación % 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	4.191,98	11,9%	4.692	4.305	3.577	1,6%	0,9%	2,8%	6,1%	9,2%	7,4%	20,0	18,1	18,5	16,1	13,7	11,2	12,4	9,7	4,0	2,8	3,7	2,5
S&P Mid Cap	2.455,89	19,2%	2.928	2.727	2.201	1,0%	-2,1%	-7,9%	-1,9%	1,0%	3,0%	14,4	21,0	13,8	17,0	9,7	12,0	9,7	7,4	2,1	2,3	1,8	2,0
S&P Small Cap	1.153,31	23,0%	1.418	1.316	1.064	3,0%	-1,3%	-10,1%	-5,0%	-0,4%	-1,6%	15,2	24,8	13,9	17,8	9,6	12,4			1,6	2,0		
Growth	2.661,92	9,8%	2.922	2.880	2.287	1,8%	2,2%	6,4%	8,3%	12,7%	7,1%	21,3	21,0	20,7	18,2	14,6	13,1	13,7	10,8	7,0	4,5	6,2	3,9
Value	1.515,46	14,1%	1.729	1.575	1.270	1,8%	-0,2%	-0,9%	4,0%	5,6%	7,4%	18,8	15,5	16,5	14,1	12,8	10,4	11,1	8,8	2,7	2,0	2,5	1,8

Sectores																							
Materials	494,76	15,4%	571	552	424	0,7%	-3,6%	-3,4%	-1,9%	1,1%	-4,3%	15,1	18,2	16,9	16,1	10,9	11,3	9,8	8,6	2,7	2,8	2,5	2,5
Industrials	842,42	12,6%	949	875	701	1,2%	-1,5%	-3,3%	0,0%	1,3%	11,3%	20,4	17,6	18,1	16,2	13,9	10,5	11,8	10,4	5,1	3,6	4,4	3,4
Cons. Discre.	1.185,73	12,3%	1.332	1.361	983	2,6%	2,8%	1,4%	9,9%	17,9%	7,9%	28,6	20,7	23,0	18,3	15,1	11,2	12,5	9,6	8,5	4,7	7,0	4,4
Technology	2.768,34	4,7%	2.899	2.771	2.042	4,2%	5,8%	13,5%	21,3%	27,4%	21,1%	31,0	19,9	26,1	16,3	18,7	11,5	17,9	9,2	9,6	4,2	8,4	3,6
Comunicaciones	208,41	12,7%	235	209	150	3,1%	8,5%	15,6%	26,3%	30,8%	7,5%	19,3	14,9	15,7	13,3	11,2	7,2	9,8	6,7	3,1	2,8	3,0	2,7
Financials	540,65	17,3%	634	615	503	2,1%	-2,8%	-10,5%	-8,2%	-5,1%	-1,1%	14,6	14,4	13,0	13,0	-	-	-	-	1,8	1,3	1,6	1,2
Energy	609,30	25,1%	762	720	515	0,9%	-8,1%	-5,4%	-11,6%	-9,4%	-1,6%	7,2	15,8	10,4	13,5	4,7	7,8	5,5	5,8	2,1	1,9	2,0	1,8
Cons. Staples	790,19	8,8%	860	808	693	-1,7%	-0,3%	2,7%	0,5%	1,4%	7,8%	21,6	19,2	20,2	18,1	18,1	13,1	13,8	12,1	6,7	5,0	5,7	4,7
Healthcare	1.528,47	14,9%	1.756	1.629	1.393	-0,7%	-2,1%	-0,5%	-2,4%	-3,6%	1,2%	19,1	19,2	17,2	15,5	14,9	13,4	12,9	10,8	4,7	3,8	4,2	3,3
Utilities	334,15	15,1%	385	395	312	-4,4%	-5,3%	-3,7%	-4,5%	-6,8%	-7,9%	19,7	16,5	17,0	16,0	13,7	10,0	11,7	9,3	2,0	1,8	1,9	1,6

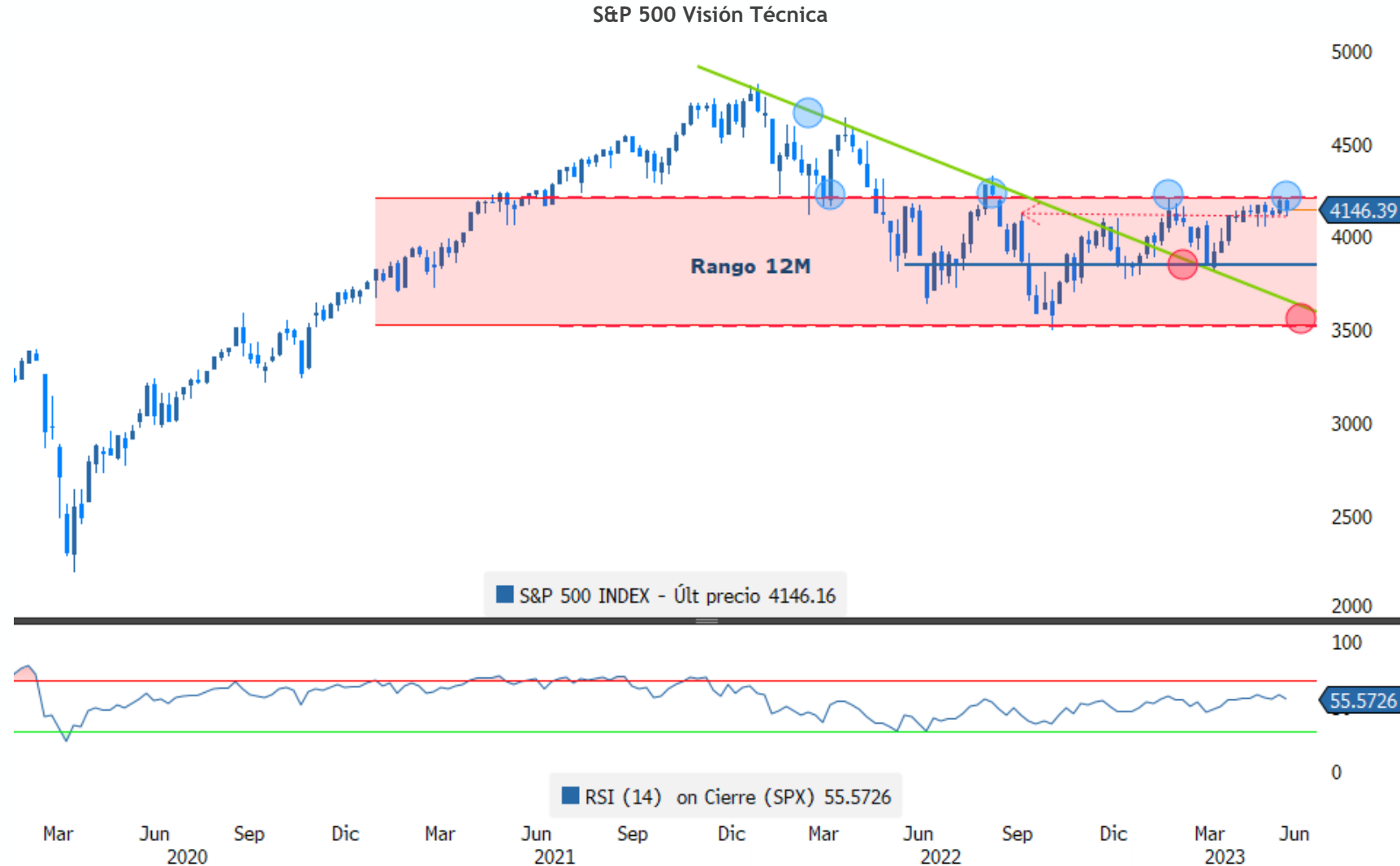
S&P 500 Ciclo Sectorial (Retorno Móvil 3 meses)

	Fecha	22-06-22	20-07-22	19-08-22	20-09-22	18-10-22	17-11-22	19-12-22	18-01-23	16-02-23	17-03-23	17-04-23	18-05-23	Semana
Cyclicals	S&P 500	-15,6%	-11,3%	8,4%	2,4%	-6,1%	-7,9%	-1,0%	6,3%	3,6%	1,7%	3,8%	2,6%	1,63%
	Growth	-19,7%	-11,8%	13,0%	3,7%	-8,4%	-13,2%	-5,9%	1,0%	1,2%	2,8%	7,3%	6,0%	1,72%
	Value	-11,5%	-10,8%	4,2%	1,3%	-3,8%	-2,5%	3,6%	11,7%	6,0%	0,4%	0,1%	-1,0%	1,54%
	Materials	-13,8%	-17,0%	-3,8%	-4,3%	-4,5%	-1,4%	7,4%	16,3%	3,5%	-4,4%	-2,9%	-4,5%	0,6%
	Industrials	-15,7%	-11,1%	10,2%	2,5%	-1,6%	-1,4%	9,3%	13,3%	3,9%	-1,4%	-1,8%	-2,4%	1,5%
	Cons. Discre.	-24,2%	-17,7%	19,9%	12,5%	-5,9%	-18,7%	-16,9%	-3,4%	6,8%	5,5%	6,0%	2,3%	2,6%
	Technology	-18,2%	-8,7%	13,3%	1,3%	-11,4%	-12,6%	-3,1%	6,5%	7,1%	12,6%	14,6%	12,3%	4,1%
	Communication	-19,7%	-13,7%	1,6%	-6,6%	-14,8%	-16,8%	-10,0%	0,8%	8,5%	14,0%	13,2%	15,6%	3,8%
	Financials	-19,1%	-13,0%	6,1%	4,4%	-1,3%	-1,7%	2,1%	10,9%	3,7%	-8,1%	-7,9%	-10,0%	2,2%
	Energy	-4,7%	-8,8%	-2,5%	1,5%	13,0%	16,9%	8,1%	4,7%	-5,2%	-8,7%	-4,1%	-9,5%	0,3%
	Cons. Staples	-5,4%	-9,2%	9,0%	1,4%	-4,4%	-3,8%	4,9%	6,0%	-1,4%	-3,5%	1,1%	4,0%	-1,3%
	Healthcare	-7,2%	-7,2%	2,4%	1,8%	-1,4%	0,3%	7,8%	6,6%	-1,6%	-7,2%	-0,8%	-0,1%	-1,3%
	Utilities	-6,7%	-10,3%	8,4%	12,6%	-5,5%	-13,3%	-5,7%	9,1%	0,6%	-5,0%	-2,9%	-2,5%	-3,8%
Defensives														

Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg. Datos al 19 de mayo 2023

Renta Variable EEUU.

Más allá del optimismo reciente, la renta variable cotiza a los mismos niveles de hace 12 meses



Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg. Datos al 25 de mayo 2023

Renta Variable EEUU.

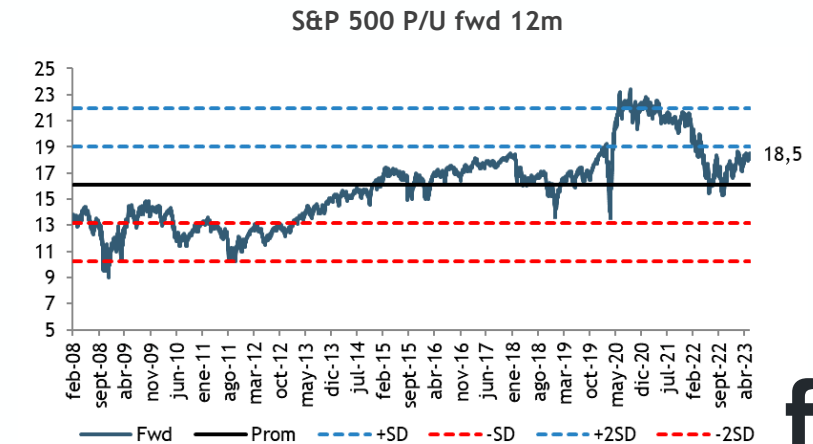
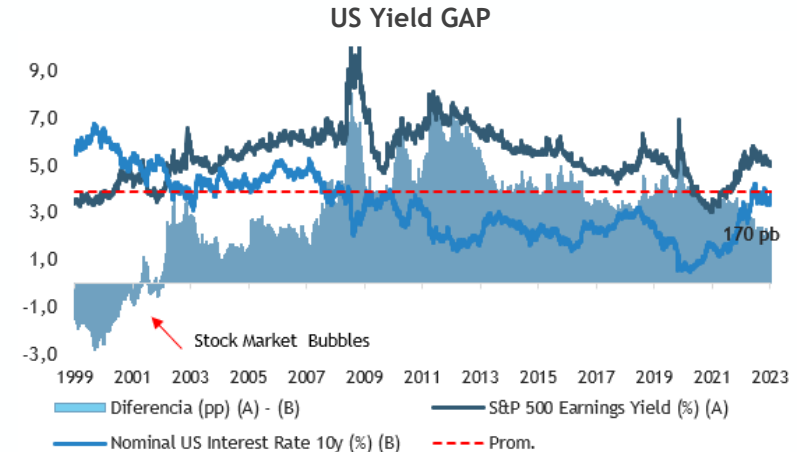
S&P 500: Potencial más bajo por mayores tasas de interés, incertidumbre política (monetaria) y ajustes de EPS

Escenario Soft 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 4700 4519		4273	Caso base 4123 3917		3790	Caso Bajista 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



Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg. Datos al 19 de mayo 2023

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 %

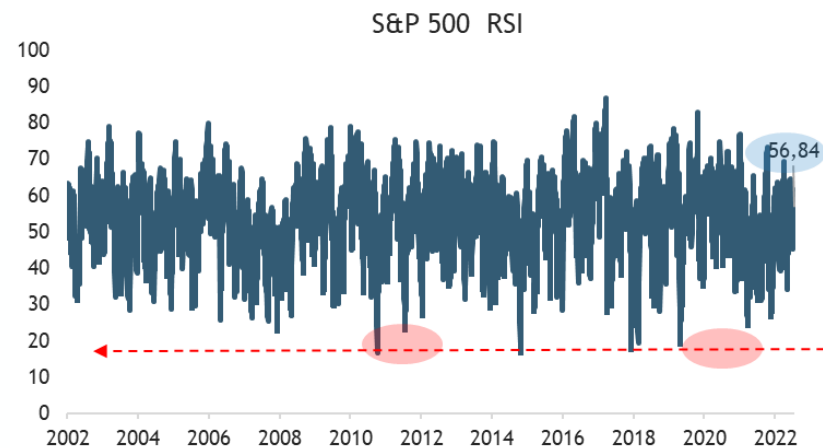
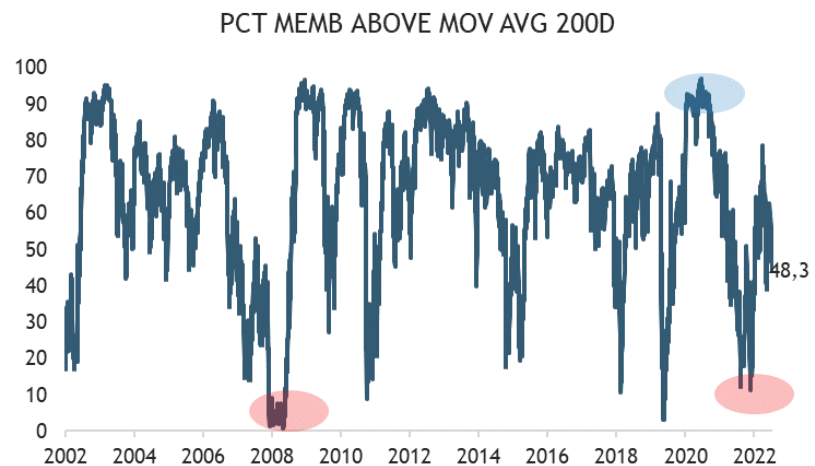
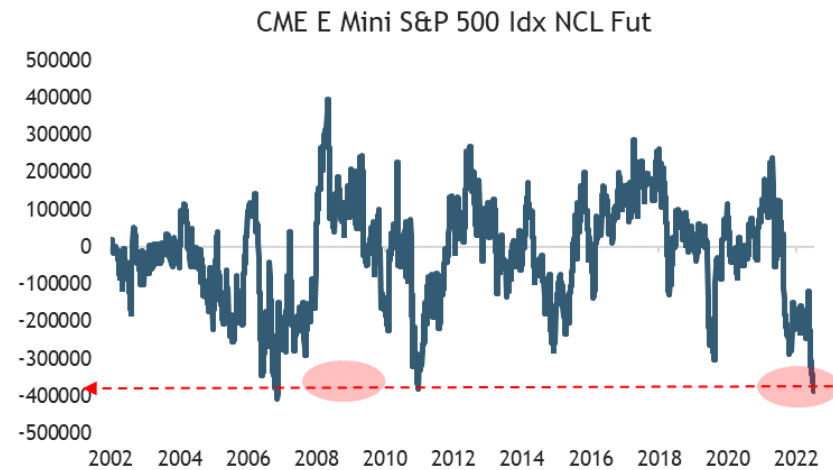
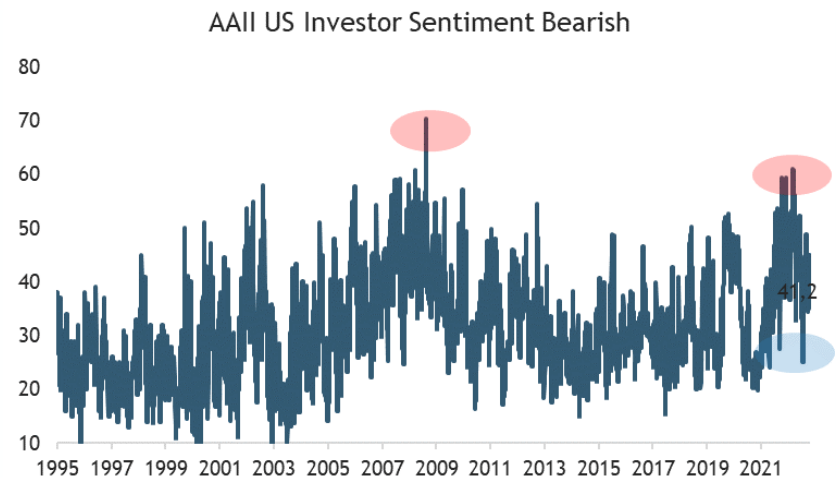
		10-Year US Treasury Yield							
		2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%	3,50%	4,00%
S&P 500 2023 EPS	\$180	2571	2483	2400	2323	2250	2182	2118	2000
		2527	14,0						
	\$190	2714	2621	2533	2452	2375	2303	2235	2111
		2667	14,0						
	\$200	2857	2759	2667	2581	2500	2424	2353	2222
		2808	14,0						
	\$210	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 bajas en el S&P 500
- Indicadores técnicos en general dan cuenta de la poca amplitud del mercado



Conclusiones RVI

Sobreponderar mercados ex – US

- El sólido desempeño en lo que va del año de los índices bursátiles pasivos de EE. UU. está ocultando riesgos crecientes. Si bien el repunte del mercado bajista de octubre a enero fue una recalibración de tasas máximas y la política restrictiva, la acción del precio en los últimos cuatro meses ha sido extremadamente estrecha, y la mayoría de las ganancias provienen de un puñado de empresas de tecnología de gran capitalización.
- En lugar de ser realmente defensivo, este agrupamiento ha fomentado la concentración histórica, con riesgos exacerbados por la extrema divergencia de valoración.
- La principal desconexión con la que tendrá que lidiar el mercado gira en torno a la esperanza de un aterrizaje suave, **sin mucho dolor para las ganancias, el mercado laboral o el crédito, pero al mismo tiempo la expectativa de que la inflación bajará rápidamente.**
- Para ser positivo con las acciones en esta etapa, uno debe tener un conjunto muy optimista de suposiciones sobre crecimiento/tasas/China/política, etc. **Por lo demás las acciones tienen que competir de aquí en más con tasas libres de riesgos particularmente atractivas (en torno al 5% en la parte corta de la curva**
- Dado que las políticas monetarias y el crecimiento van a divergir, **se recomienda una exposición global más equilibrada.**
- **Los mercados internacionales continúan mostrándose mucho más interesantes que los EE. UU;** 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
- Una gestión activa, que es cada vez más necesaria para hacer frente al riesgo de concentración de los índices pasivos

Dólar

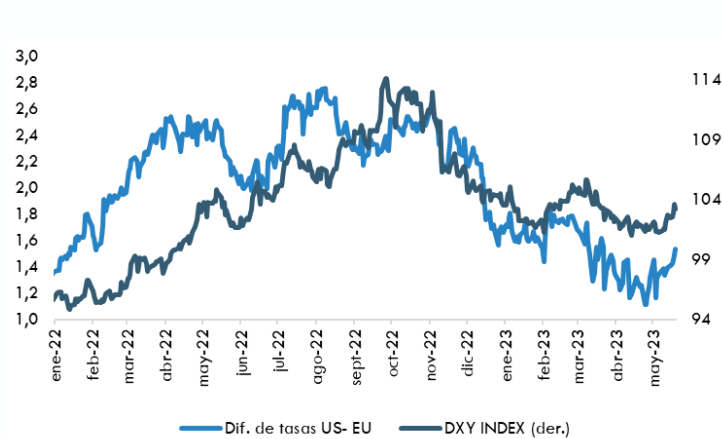


Dólar

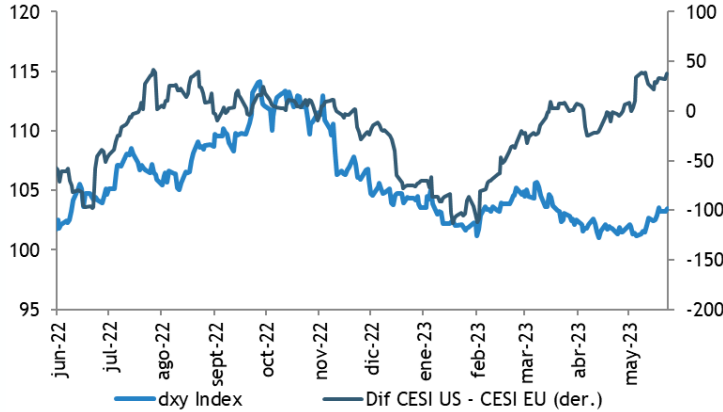
Diferenciales de tasas se vuelven menos desfavorables hacia el dólar

- Los fundamentos en el margen han mejorado para el dólar. Gran parte de la caída del dólar desde el 4T22 tiene que ver con la idea de una FED más moderada que el resto, y una economía US más débil, que el resto. Pues bien, eso no es tan evidente al menos en lo reciente. Los datos económicos han sido peor de lo esperado en Europa que en US, que puede explicarse también con cierta pérdida de fortaleza del proceso de reapertura de la economía China.

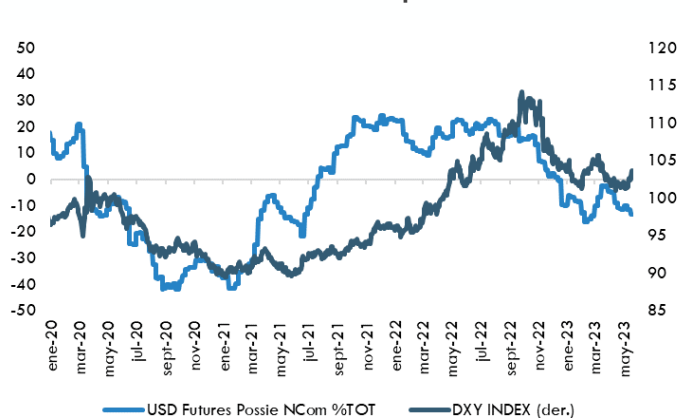
Dólar vs Diferencial de Tasas US-EU



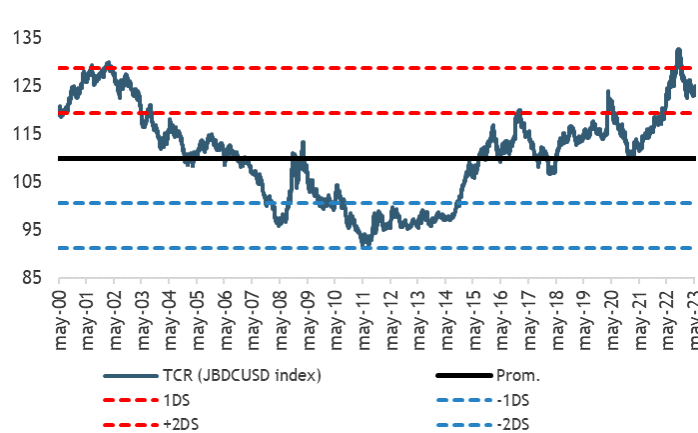
Dólar vs Sorpresas económicas



Dólar vs Posiciones especulativas



Dólar Tasa Real



	Monedas			
	Actual	1W (%)	YTD (%)	1Y (%)
Dólar Index (DXY)	103,2	0,49	-0,33	0,45
Euro (EUR)	1,1	-0,39	0,95	2,07
Libra Esterlina (GBP)	1,2	-0,09	3,02	-0,16
Corona Sueca (SEK)	10,5	-1,35	-0,91	-5,69
Yen Japonés (JPY)	137,9	-1,63	-4,96	-7,34
Dólar Vanadiense (CAD)	1,4	0,34	0,37	-5,04
Dólar Neozelandés (NZD)	0,6	1,36	-1,15	-1,63
Dólar Australiano (AUD)	0,7	0,03	-2,42	-5,69
Latam				
Real Brasileño (BRL)	5,0	-1,48	5,81	-1,28
Peso Mexicano (MXN)	17,8	-1,04	9,69	12,19
Sol Peruano (PEN)	3,7	-0,72	3,26	1,34
Peso Colombiano (COP)	4.529,5	0,65	7,09	-9,75
Peso Chileno (CLP)	798,5	-1,67	6,52	4,87
Peso Argentino (ARS)	232,8	-2,27	-23,21	-48,81
Otros Emergentes				
China Yuan (CNH)	7,0	-0,70	-1,39	-4,17
Rupia India (RUPEE)	82,7	-0,61	0,08	-6,35
Rand Sudafricano (ZAR)	19,5	-0,57	-12,42	-18,63
Lira Turca (TYR)	19,8	-1,16	-5,58	-19,80
Rublo Ruso (RUB)	80,5	-3,49	-7,65	-22,94
Baht Tailandés (THB)	34,4	-1,03	0,78	0,27
Rupia Indonesia (IDR)	14.925,0	1,19	-4,13	1,30
Dólar Singapur (SGD)	1,3	-0,52	-0,43	2,65
Ringgit Malayo (MYR)	4,5	-1,25	-2,95	-3,42
Won Surcoreano (KRW)	1.326,6	0,59	-4,98	-4,74
Dólar Taiwanés (TWD)	30,7	0,42	0,32	-2,81
Otras				
BITCOIN	26.841,1	1,49	62,28	-11,21

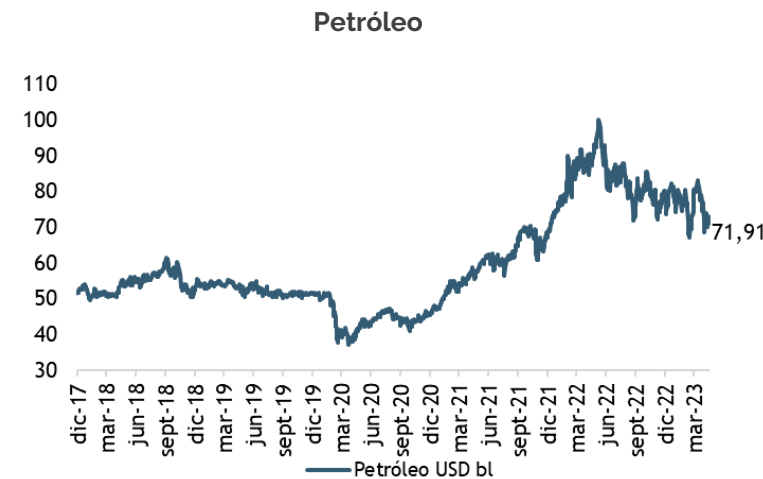
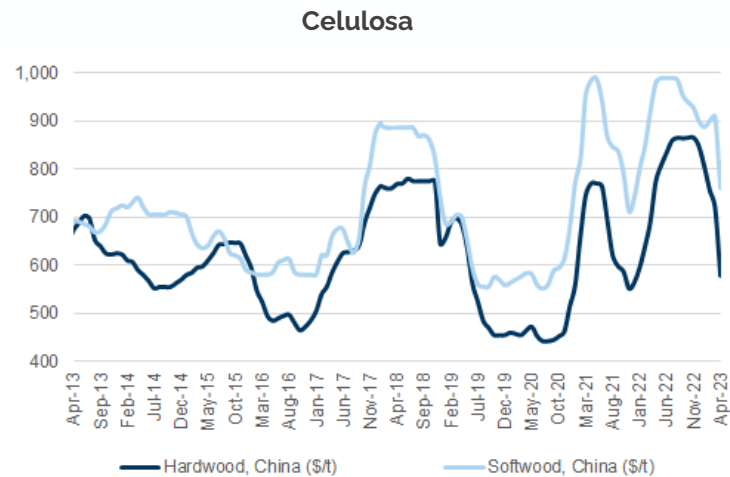
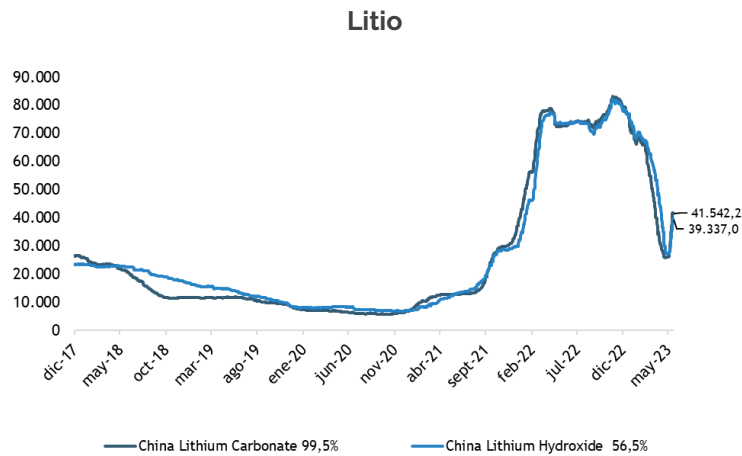
Commodities



Commodities

Dudas sobre la fortaleza de la reapertura económica en China, pesa sobre la demanda de commodities.

- Los metales industriales afectados por la debilidad del mercado inmobiliario en China



Commodities				
	Actual	1M (%)	YTD (%)	1Y (%)
Energy				
WTI	71,7	-9,52	-10,60	-19,35
BRENT	75,8	-8,47	-10,00	-18,51
Gasoline	258,3	-1,17	-0,59	-8,29
Nat Gas	2,6	8,23	-35,95	-46,18
Metals				
Gold	1.977,2	-0,89	8,40	7,35
Silver	23,8	-5,78	-0,52	8,68
Iron Ore 62%	107,1	-10,94	-3,76	-18,81
Copper	372,5	-8,65	-2,26	-13,08
China Lithium Carbonate 99,5%	41.642,9	62,22	-42,97	-36,73
China Lithium Hydroxide 56,5%	39.432,4	25,11	-48,17	-40,86
Madera USD board feet	344,0	-13,98	-7,95	-50,18
Agriculture				
Corn	556,3	-12,61	-17,19	-24,14
Wheat	604,8	-12,70	-24,69	-46,24
Soybeans	1.305,3	-11,73	-14,87	-13,06
Coffee	192,0	-4,07	15,25	-10,55
Sugar	25,8	8,09	43,38	36,04
Cotton	86,7	3,67	4,01	-24,90
ETFs				
ISHARES GLOBAL TIMBER & FORE	72,3	-0,07	-0,56	-15,49
GLOBAL X LITHIUM & BATTERY T	62,9	-0,82	7,25	-11,95
ISHARES MSCI GLOBAL METALS &	39,9	-8,12	-2,59	-7,38
ISHARES S&P GSCI COMMODITY I	19,3	-6,37	-9,33	-20,78

Flujos de inversión



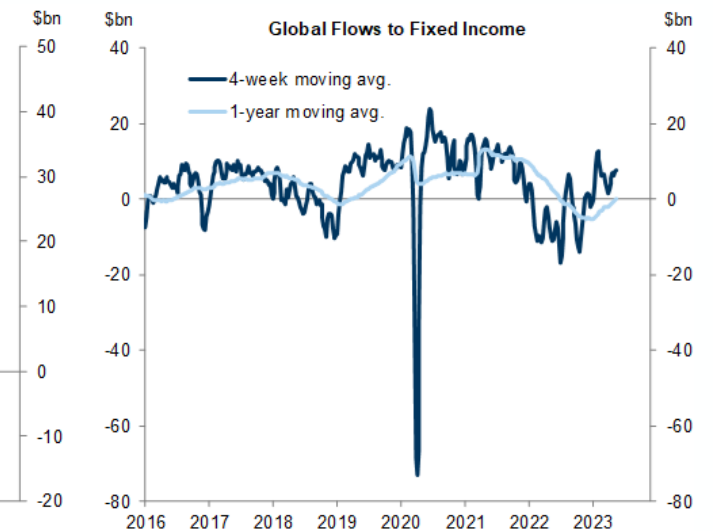
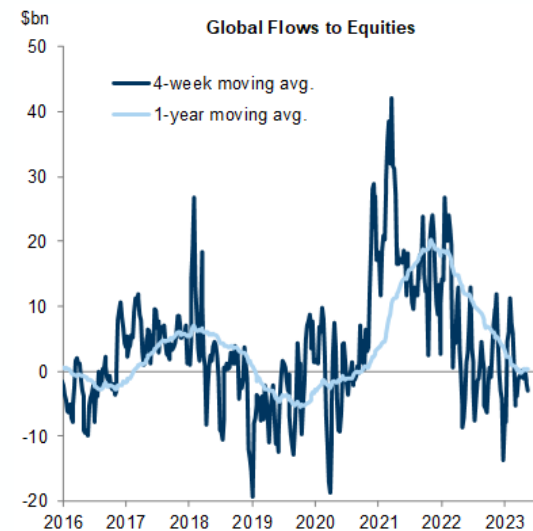
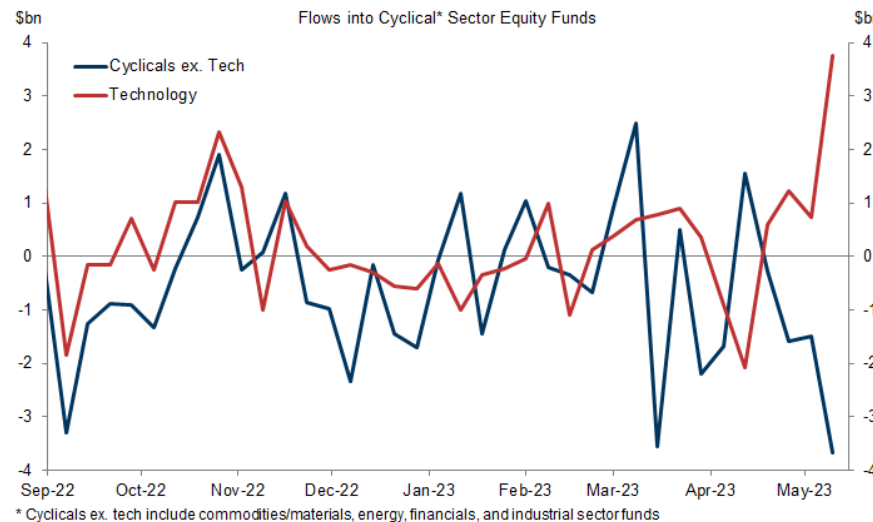
Flujos de Inversión

Grandes flujos hacia los fondos de tecnología

- Los flujos hacia los fondos mutuos y productos de inversión relacionados mostraron una reanudación de las salidas de los fondos de acciones, mientras que los fondos de renta fija continuaron recibiendo entradas netas. Los flujos hacia los fondos del mercado monetario siguen siendo elevados.
- Los fondos gubernamentales, de tipo Agg e IG Credit registraron las entradas más fuertes, mientras que las clases de activos más riesgosas, como los préstamos bancarios y de alto rendimiento, registraron salidas netas. **Dentro de los mercados emergentes, se repitió el patrón reciente de salidas de fondos de bonos en moneda fuerte y entradas en fondos de bonos en moneda local**
- A nivel sectorial, los fondos de tecnología recibieron las mayores entradas, mientras que los fondos financieros, inmobiliarios y energéticos continuaron experimentando salidas netas. **Los flujos hacia los fondos de tecnología continúan divergiendo de los flujos hacia otros fondos del sector cíclico.**

	Global Fund Flows Summary			
	Millions USD		% AUM	
	4wk sum	17-May	4wk avg	17-May
Equity	-12,233	-7,684	-0.02	-0.05
Fixed Income	29,962	5,526	0.11	0.08
of which: EM	-1,403	-211	-0.07	-0.05
Money Markets	150,679	25,148	0.49	0.33
FX Flows*	15,832	2,760	0.04	0.03

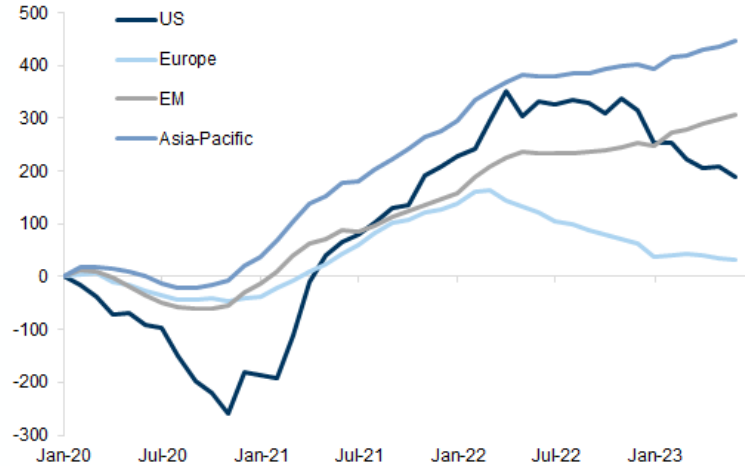
*Cross-border fund flows, excluding hard currency and FX-hedged funds



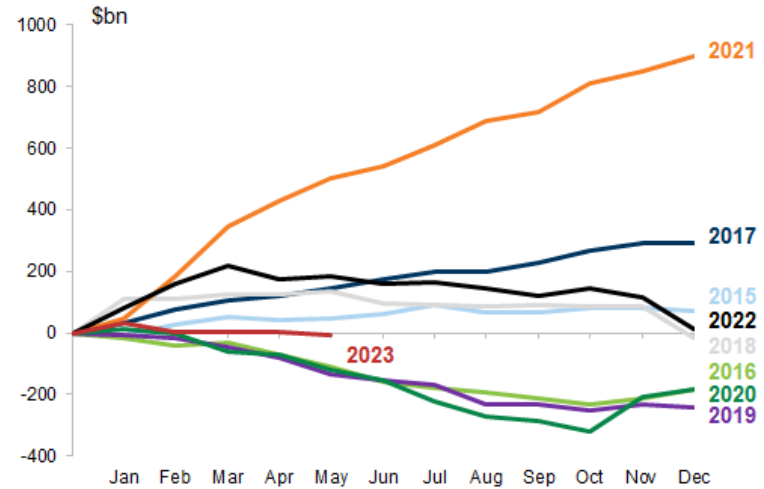
Flujos de Inversión

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

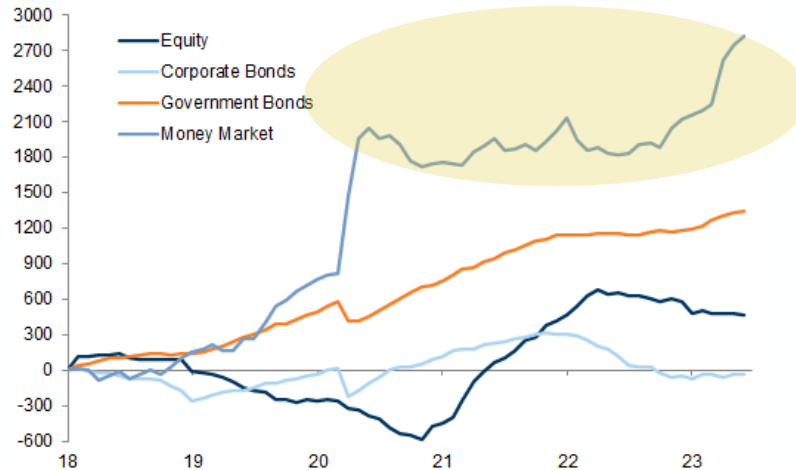
Flujos acumulados en acciones por regiones. Monthly flows, USD bn. EPFR Country Flows (weekly data for current month).



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



Cumulative Fund Flows Across Assets



Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg; Goldman Sachs. Datos al 12 de Mayo 2023

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.



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

+56 22 499 1500

fynsa@fynsa.cl

www.fynsa.cl

