

Visión y Estrategia

Abril 2023



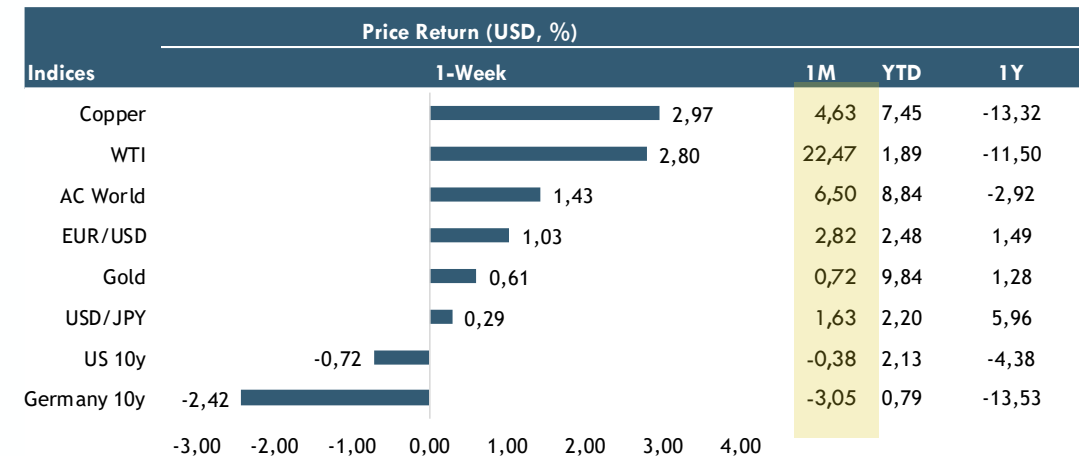
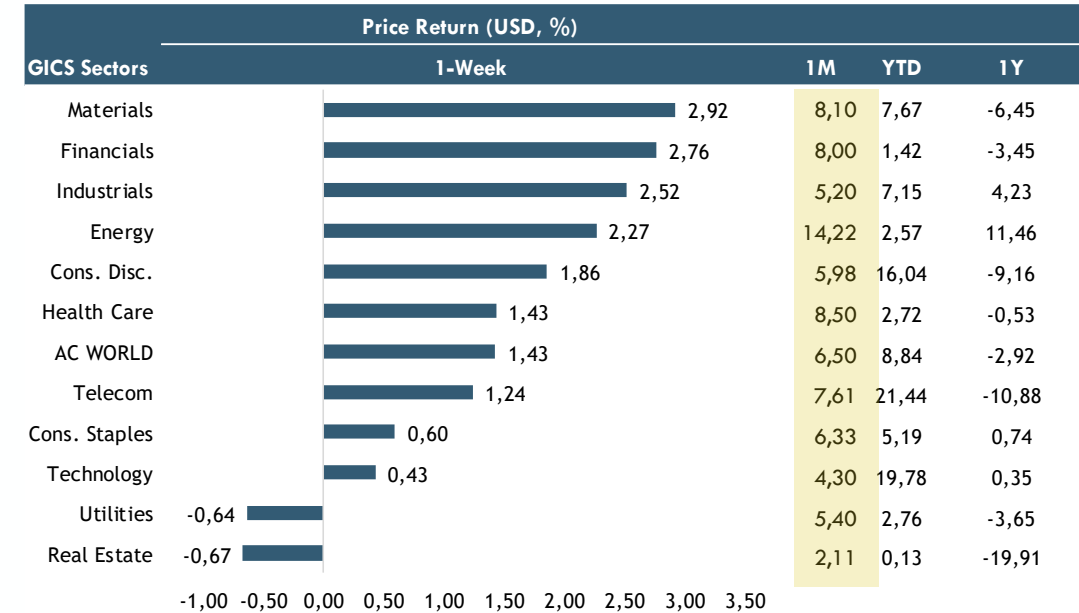
Comité de Activos Internacionales

fynsa 
40 años

Monitor de Mercados

Mayor apetito por riesgo

RESUMEN						
	Actual	1W (%)	MTD (%)	1M (%)	YTD (%)	1Y (%)
Renta Variable						
Mdos. Desarrollados (URTH)	119,1	1,15	1,25	6,79	9,05	-2,84
Mdos. Emergentes (EEM)	39,7	0,74	0,66	5,61	4,80	-8,04
Russell 1000 value (IWD)	154,3	0,87	1,35	6,50	2,29	-4,49
Russell 1000 growth (IWF)	244,3	0,52	-0,03	4,92	14,26	-5,88
S&P 500 (SPY)	412,5	0,70	0,75	5,76	8,27	-4,18
Nasdaq (QQQ)	318,6	0,22	-0,74	4,49	19,82	-5,15
Eurozona (EZU)	46,4	2,13	2,97	10,92	17,59	14,04
Japon (EWJ)	58,4	1,30	-0,43	4,90	7,35	1,27
China (MCHI)	48,8	-1,39	-2,10	3,83	2,82	-4,51
Latam (ILF)	25,1	5,87	5,07	10,83	9,57	-3,61
Chile (ECH)	29,3	6,09	1,63	9,51	7,97	12,09
Commodities						
WTI	82,0	2,80	8,33	22,47	1,89	-11,50
Copper	409,5	2,97	0,00	4,63	7,45	-13,32
Gold	2.003,8	0,61	1,74	0,72	9,84	1,28
Iron Ore 62%	119,1	-0,53	-6,26	-8,38	7,04	-23,50
China Lithium Carbonate 99,5%	27.217,0	-9,66	-21,43	-40,26	-63,48	-62,15
China Lithium Hydroxide 56.5%	34.930,9	-17,67	-27,82	-38,54	-55,01	-51,12
Renta Fija Internacional						
Bloomberg Barclays Global	460,3	-0,20	0,35	1,37	3,23	-4,54
Bloomberg Barclays EM USD agregado	1.101,2	0,16	0,85	1,59	2,58	-1,83
US Corporate Investment Grade	3.075,9	-0,27	0,81	1,91	3,63	-1,35
US Corporate High Yield	2.283,2	0,73	1,69	2,82	4,44	-0,52
Monedas						
Dólar Index (DXY)	101,6	-0,94	-0,87	-2,02	-1,84	1,11
Euro (EUR)	1,1	1,03	1,22	2,82	2,48	1,49
Yen Japonés (JPY)	134,0	-0,29	-0,85	-1,61	-2,15	-5,63
Peso Chileno (CLP)	799,3	2,49	-0,55	3,78	6,42	2,12



100

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

El nivel de incertidumbre inducido por la crisis bancaria nos mantiene con una postura más defensiva en términos de allocation

Driver	Impacto	Principales supuestos	Desarrollos recientes
Crecimiento global	 Negativo	La recesión de EE. UU., un caso base	El PMI global compuesto está en 52,1
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	Mejores perspectivas para la duración, pero los rendimientos cambiaron de precio rápidamente; 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	Es probable que el USD haya alcanzado su punto máximo. Los diferenciales de tasas ya no son tan favorables para el dólar,	El USD ha girado a partir del 4T22 a medida que se desacelera el ciclo de alzas de la Fed; margen para una mayor caída una vez que las perspectivas de crecimiento toquen fondo
Utilidades	 Negativo	Se acerca la compresión de márgenes y el apalancamiento operativo negativo	Los resultados del cuarto trimestre no condujeron a las actualizaciones típicas
Valorizaciones	Neutral	EE. UU. en particular no es atractivo frente a los rendimientos de los bonos, pero Europa se filtra mejor	MSCI World en 15,7x Fwd P/E ; MSCI EM 12x Fwd P/E; MSCI EU 12,6x fwd
Tecnico	Neutral	El sentimiento ya no es cauteloso y el posicionamiento se normaliza	los inversores están netamente largos en el mercado, el sentimiento es casi complaciente
Flujos	Neutral	Una dinámica todavía cautelosa. (money market en máximos)	Los flujos hacia fondos mutuos y productos de inversión relacionados muestran mayor apetito por activos ex - US

Economía Proyecciones

Un crecimiento resistente pero claramente por debajo de la tendencia

Marzo

Crecimiento del PIB, % interanual: GS frente a consenso

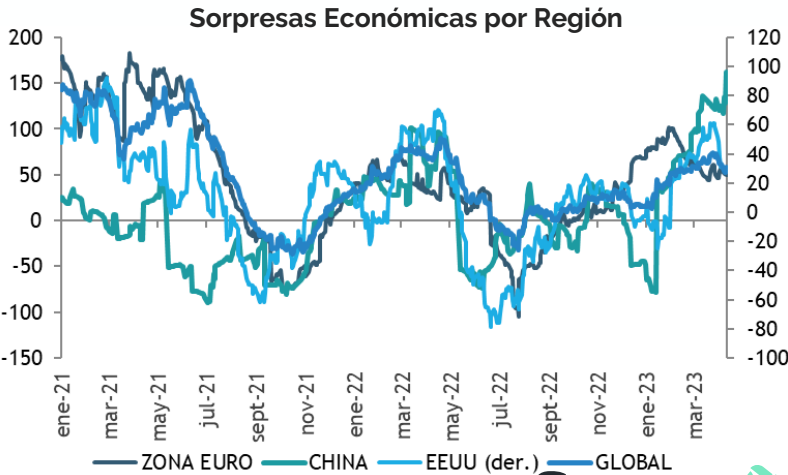
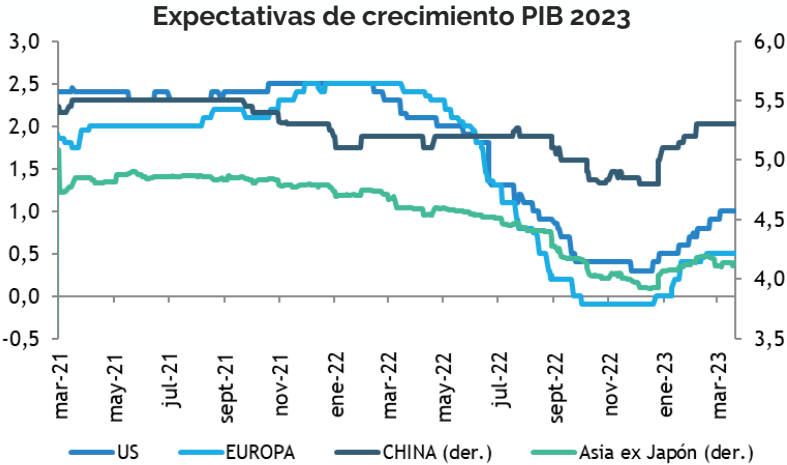
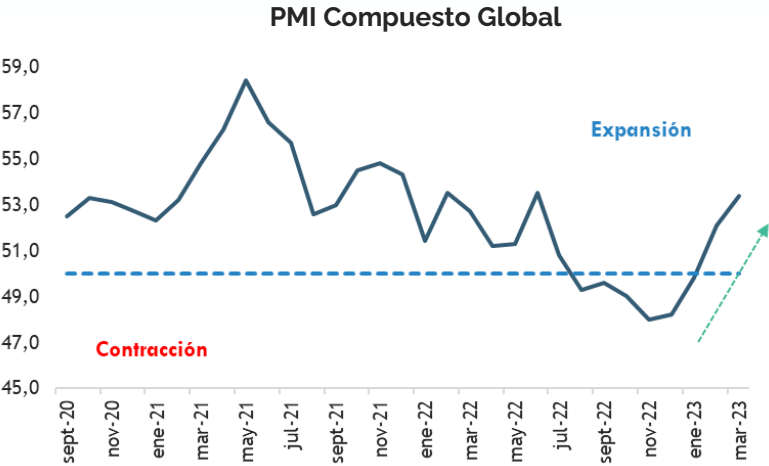
Abril

Percent Change yoy	Real GDP Growth					
	2022		2023		2024	
	GS	Cons*	GS	Cons*	GS	Cons*
USA	2.1	2.1	1.8	0.9	1.5	1.2
Japan	1.0	1.1	1.0	1.1	1.3	1.1
Euro area	3.5	3.5	0.7	0.5	1.3	1.2
Germany	1.9	1.9	0.2	0.0	1.5	1.2
France	2.6	2.6	0.6	0.5	1.2	1.0
Italy	3.8	3.9	0.5	0.5	1.0	0.9
Spain	5.5	4.6	1.3	1.3	1.7	1.5
UK	4.0	4.0	0.0	-0.6	0.7	0.9
China	3.0	3.0	6.0	5.3	4.6	5.0
Developed Markets	2.6	2.7	1.3	0.7	1.4	1.4
Emerging Markets	3.6	3.1	4.1	4.2	4.1	4.4
World	3.0	3.1	2.5	2.4	2.6	2.9

* Bloomberg consensus

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



Inflación

La inflación subyacente se está inclinando en una dirección más cómoda

La inflación general de EE. UU. del mes de marzo se ubicó por debajo de las expectativas, aunque la inflación subyacente estuvo más en línea con las previsiones del mercado. El IPC de marzo aumentó solo un 0,1 % (o un 0,053 %), 0,1% por debajo de las expectativas, lo que llevó la cifra interanual del 6,0 % al 5,0 %. El IPC sin alimentos y energía subió un 0,4 % (o un 0,385 %), lo que elevó la cifra interanual del 5,5 % al 5,6 %. La cifra general más suave fue impulsada por un resultado plano de los precios de los alimentos, la lectura más baja desde mediados de 2020, mientras que los precios de la energía cayeron un 3,5 %. (ver gráfico n°1 y n°2).

Por el lado de la inflación de bienes, esta subió en marzo luego de 7 meses de caída, (+0.2% MoM; +1.5% YoY), mientras que la inflación de servicios se desaceleró modestamente del +7,3% interanual a +7,1% interanual, **pero esta desaceleración es un gran indicio ya que se produce luego de 9 meses fuertemente al alza.** (ver gráfico n°3).

El lado más esperanzador quizás sea que la inflación de vivienda (shelter) puede haber comenzado a alcanzar su punto máximo:

- Shelter subió solo un 0,66 % en marzo, por debajo del 0,79 % de febrero y el nivel más bajo desde el 22 de noviembre
- El alquiler intermensual aumentó solo un 0,45 % en marzo, por debajo del 0,71 % de febrero y el nivel más bajo desde el 22 de marzo

El indicador más observado de inflación por la FED actualmente, el llamado 'Super-Core': Core Services Ex-Shelter, se desaceleró a 5,73% interanual, el más bajo desde julio de 2022 (ver gráfico n°4), 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, lo que efectivamente terminaría con el ciclo de ajuste.**

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

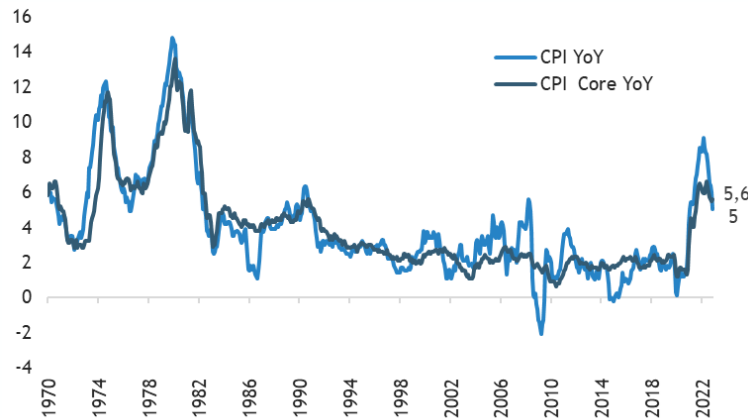


Gráfico N°3: EE. UU. IPC subyacente de bienes y servicios

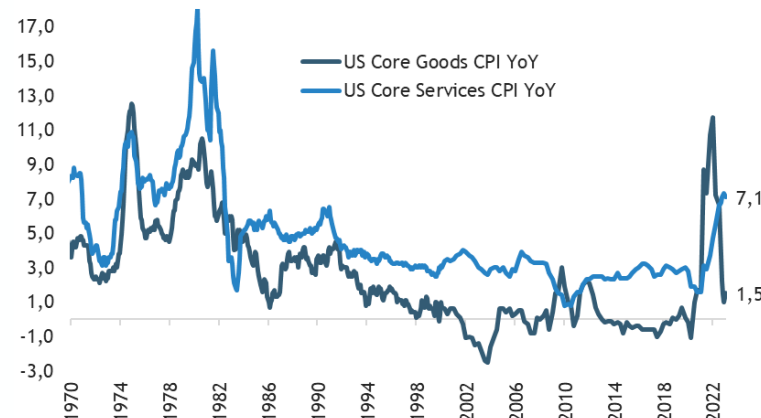
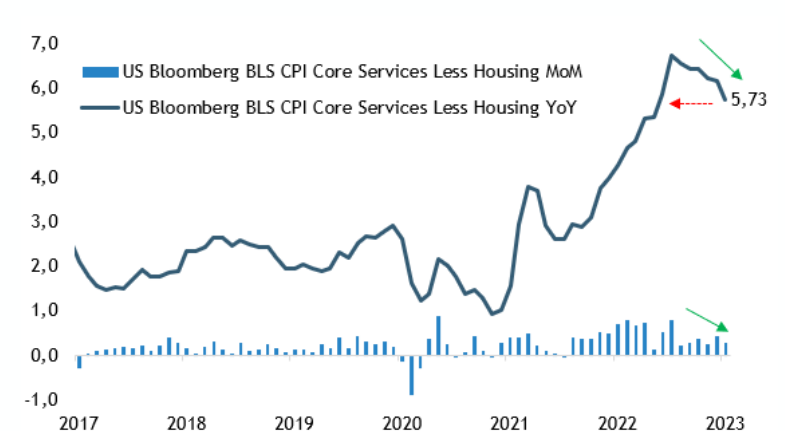


Gráfico N°4: EE. UU. IPC subyacente de servicios ex - Shelter



Inflación

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”.** Ahora bien “La combinación de mayores costos de endeudamiento y el endurecimiento de las condiciones crediticias que inevitablemente resultará de las consecuencias de las recientes tensiones bancarias aumenta el riesgo de un “hard-landing” Esto haría que sea aún más probable que la inflación regrese a la meta del 2% antes de los presupuestado. Ver más... (https://www.fynsa.com/newsletter/estrategia-8/?utm_source=BenchmarkEmail&utm_campaign=Newsletter_N%c2%ba107&utm_medium=email)

Y observe lo que muestra el gráfico n° 6, 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.**

Dejaremos para otra oportunidad abordar que tan fuertes son los mercados laborales, es particular en EE. UU, pero a propósito de que el foco de hoy es inflación, les dejo algunos datos de salarios de un reciente estudio de Bank of América, que difieren de las cifras oficiales de los informes de empleo en EE.UU, **y que muestran 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°7 y n°8)

Gráfico N°5: Global PMI, input prices

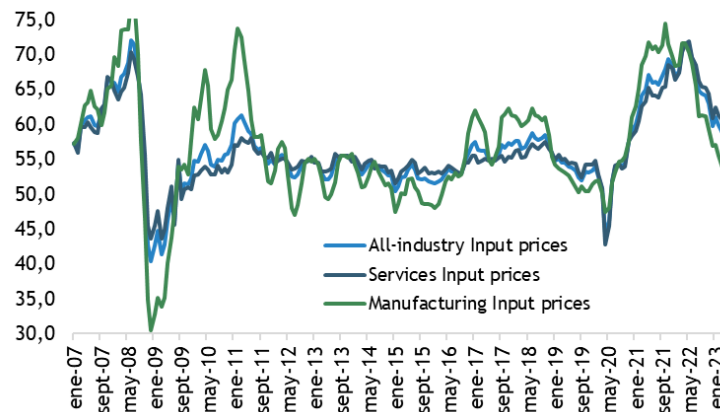
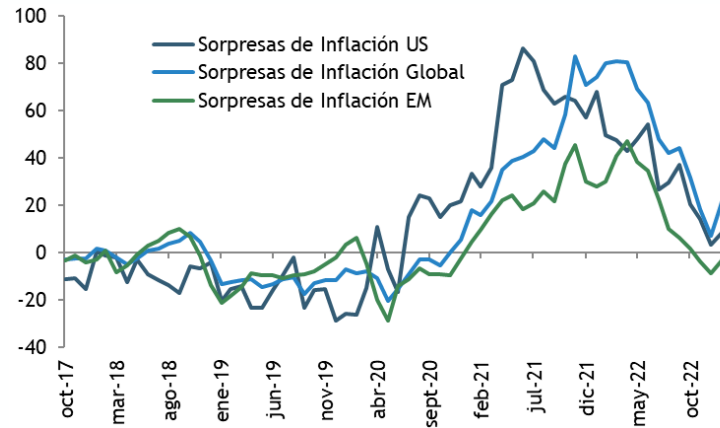


Gráfico N°6: Sorpresas de inflación



Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg

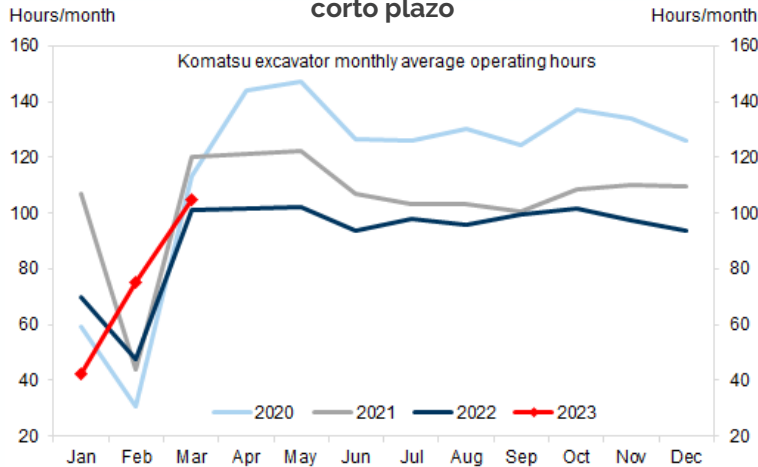
Gráfico N°7: El crecimiento de los sueldos y salarios después de impuestos, según los datos agregados de depósitos de consumo del Bank of America, se desaceleró a solo un 2 % interanual. (% interanual. Promedio móvil de 3 meses)



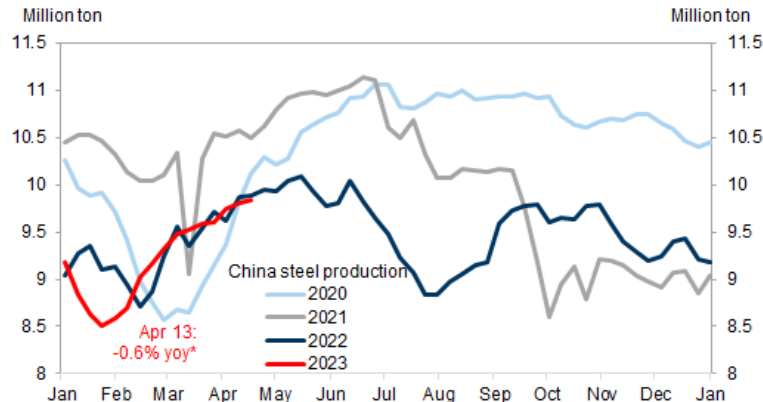
China- Avances proceso de reapertura

La reapertura de China se desarrolla en gran medida como se esperaba

Las horas de funcionamiento de las excavadoras continuaron mejorando en marzo, lo que es un buen augurio para el crecimiento de la inversión a corto plazo

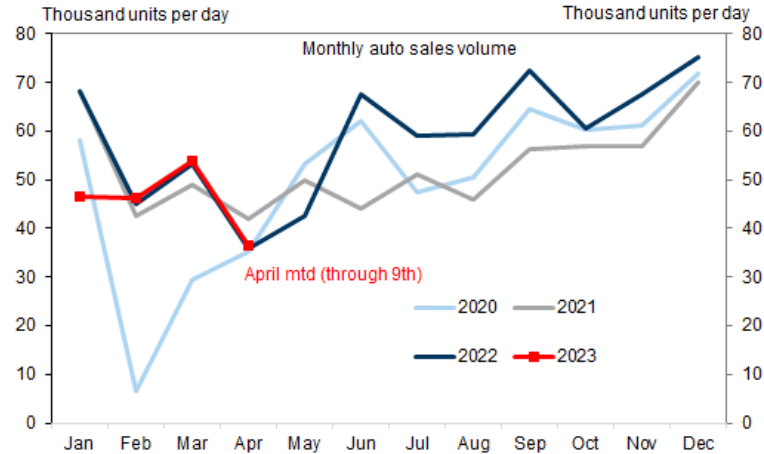


La producción de acero aumentó durante la última semana



*Percentage change relative to the same week in 2022

El volumen de ventas de automóviles de abril hasta la fecha estuvo cerca del nivel de 2022

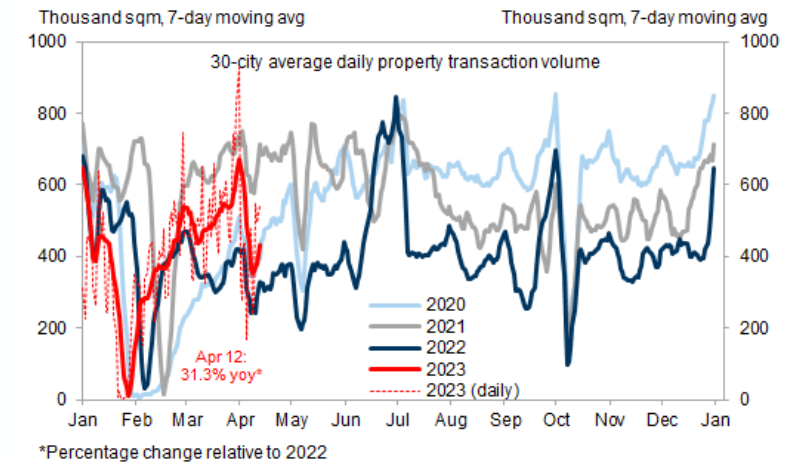


La demanda de acero se mantuvo mayormente plana durante la última semana



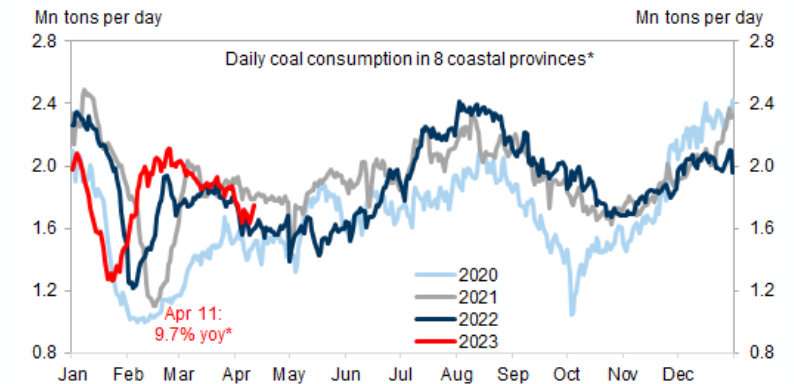
*Percentage change relative to the same week in 2022
If CNY holiday lasts for 2 reporting weeks, assume same inventory changes in both weeks.

El volumen diario de transacciones inmobiliarias en 30 ciudades estuvo muy por encima del nivel del año pasado, en parte debido a la baja base



*Percentage change relative to 2022

El consumo diario de carbón en las provincias costeras estuvo por encima del nivel de 2022



*Percent change relative to 2022
Data available since July-2020, data prior to that are derived based on coal consumption at 6 major coastal power plants

China- Avances proceso de reapertura

La reapertura de China se desarrolla en gran medida como se esperaba

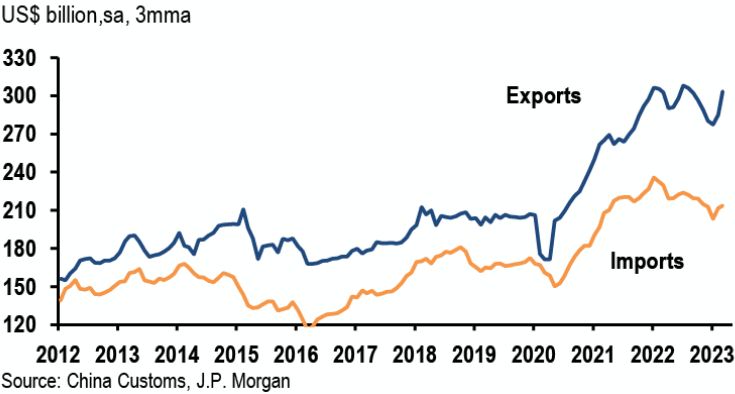
- **La actividad del sector exportador chino en marzo superó con creces las expectativas, ya que la cadena de suministro se ha recuperado tras la reapertura de la economía y se está beneficiando de la resistencia de la demanda mundial a corto plazo.** Las exportaciones de mercancías (en USD) aumentaron un 14,8% oya en marzo, lo que se traduce en un fuerte incremento secuencial del 11,2% m/m. Mientras tanto, las importaciones nominales cayeron un 1,4% oya en marzo (con un descenso del 8,4% m/m). El superávit comercial de marzo fue de 88.200 millones de USD.
- Otros datos comerciales destacan un aumento significativo de las exportaciones de bienes de consumo de gama baja (+37,5% intermensual en marzo), mientras que las exportaciones de productos mecánicos y eléctricos también registraron un sólido aumento del 10,8% intermensual. Las exportaciones de automóviles registraron un impresionante crecimiento del 11,5% m/m. Por otra parte, el desglose por destinos mostró un fuerte crecimiento secuencial de las exportaciones a los mercados desarrollados (incluidos EE.UU. y Europa), así como un fuerte crecimiento de los envíos a algunas de las principales economías de emergentes (incluidas Latinoamérica y África).
- En cuanto a las importaciones, las de petróleo repuntaron un 27,8% intermensual en marzo, mientras que las de carbón aumentaron un 9,6% intermensual. En cuanto a los principales metales industriales (estrechamente relacionados con la tendencia inversora de China), los volúmenes de importación de mineral de hierro aumentaron un 1,5% intermensual en marzo, mientras que las importaciones de cobre cayeron un 16,7% intermensual.
- En general, **la reapertura económica, la normalización de la cadena de suministro y la resistencia a corto plazo de la demanda mundial (en los mercados desarrollados y emergentes) parecen haber respaldado la sólida recuperación del sector exportador chino tras Covid-19.**

El significativo repunte de las exportaciones en marzo refleja la resistencia de la demanda externa a corto plazo y la normalización de la cadena de suministro

Merchandise trade
US\$ billion and percent change

	2022	Dec-22	Jan-23	Feb-23	Mar-23
Exports					
\$ billion	3594.9	306.1	292.3	214.0	315.6
%oya	7.1	-9.9	-10.5	-1.3	14.8
%m/m, sa		0.2	4.4	3.7	11.2
Imports					
\$ billion	2716.7	228.1	192.2	197.2	227.4
%oya	1.1	-7.5	-21.4	4.2	-1.4
%m/m, sa		-0.5	-7.0	20.9	-8.4
Trade balance					
\$ billion	878.1	78.0	100.1	16.8	88.2

China: merchandise exports and imports



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

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. Aumenta 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

Currencies: 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 apretan. High yield outperforms.

Currencies: 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.

Currencies: 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.

Currencies: 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

La inflación se modera

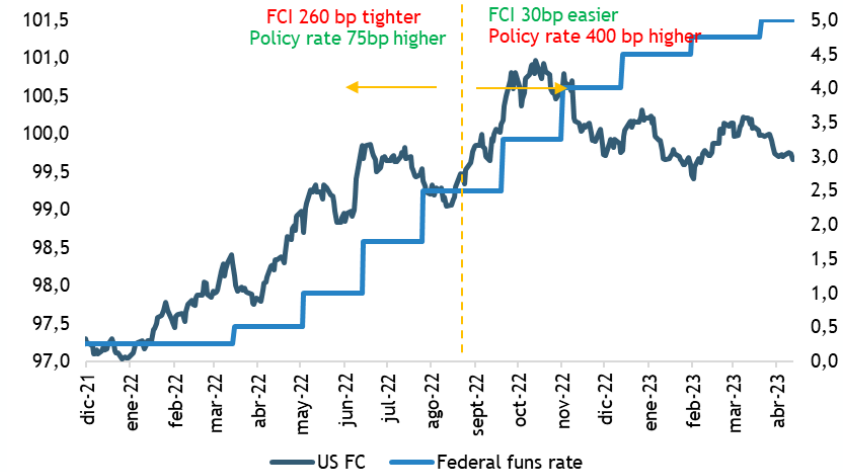
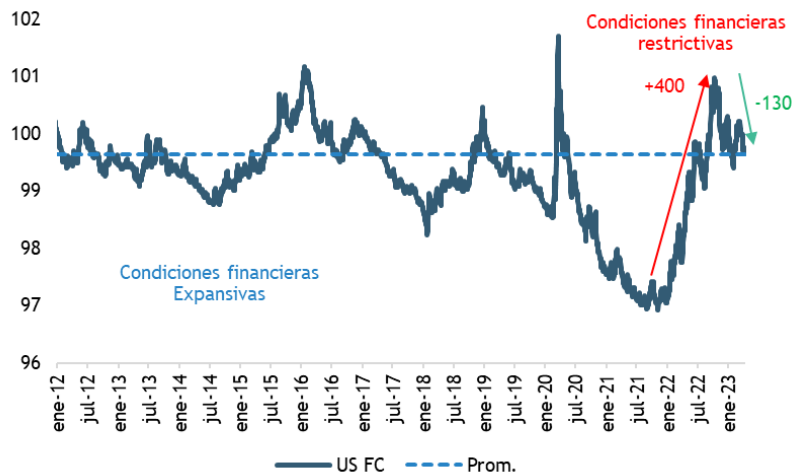
Pero podrían terminarla

Condiciones Financieras

Las condiciones financieras se han estado endureciendo, tras el stress del sistema financiero

- Un cambio de índice de 1 punto en el FCI equivale a un cambio inesperado de 100 puntos bases en la tasa de fondos federales, que tiene alrededor de un 1 punto porcentual en el PIB después de un año.
- Los funcionarios de las FED ya se han mostrado reacios a recortar las tasas antes de tiempo debido a la preocupación de un paso en falso como la flexibilización en la década de 1970, como también se han mostrado incómodos con el alivio reciente de las condiciones financieras (que conspira con el objetivo de mantener bien ancladas las expectativas de inflación). Las condiciones financieras en EE. UU. se encuentran en los mismos niveles del mes de julio a pesar de que la FED ha subido 400 pb adicionales las tasas de interés desde entonces.

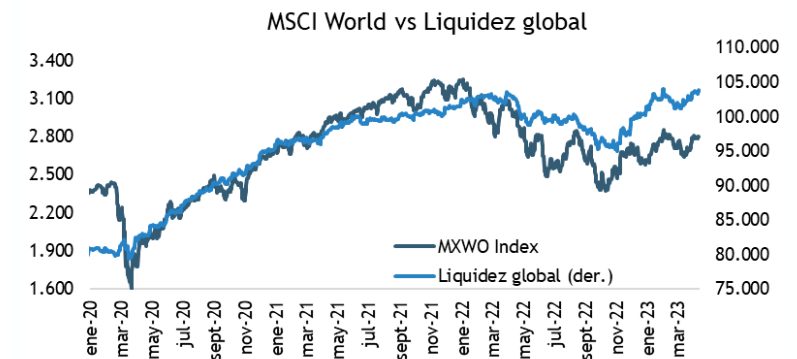
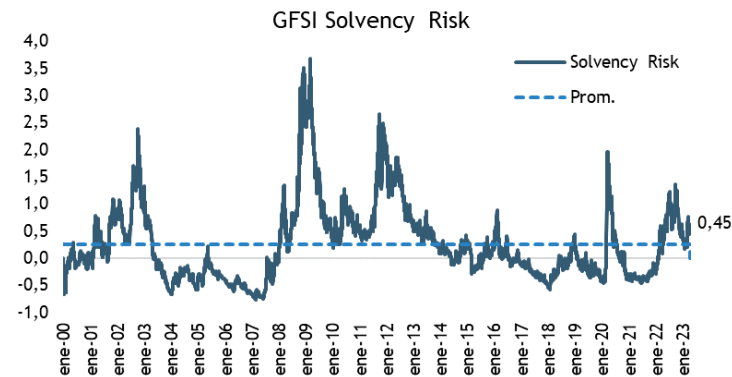
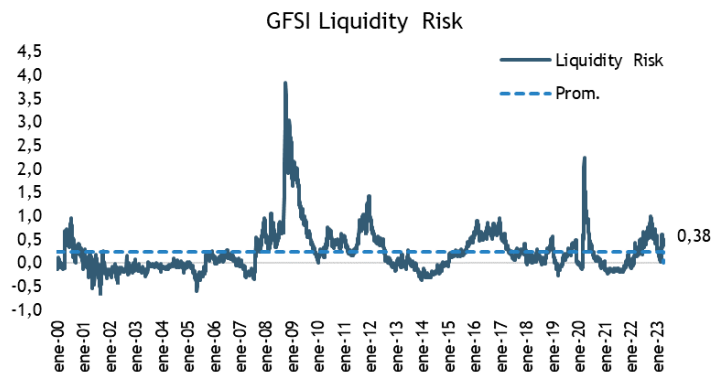
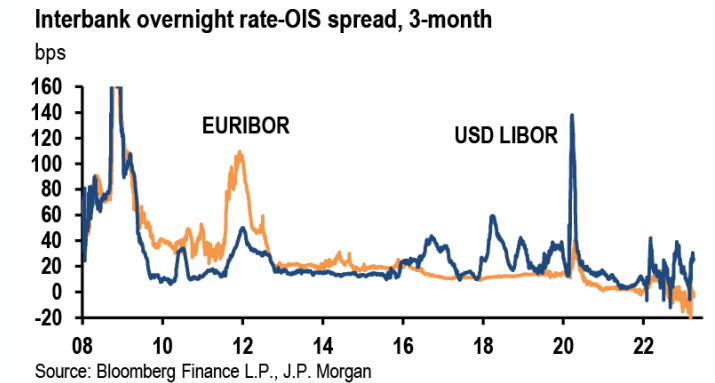
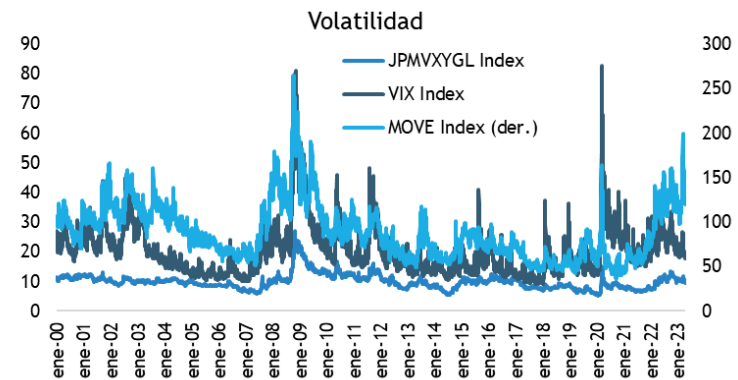
GS US Financial Conditions Index



Condiciones Financieras

Las condiciones financieras se han estado endureciendo, tras el stress del sistema financiero

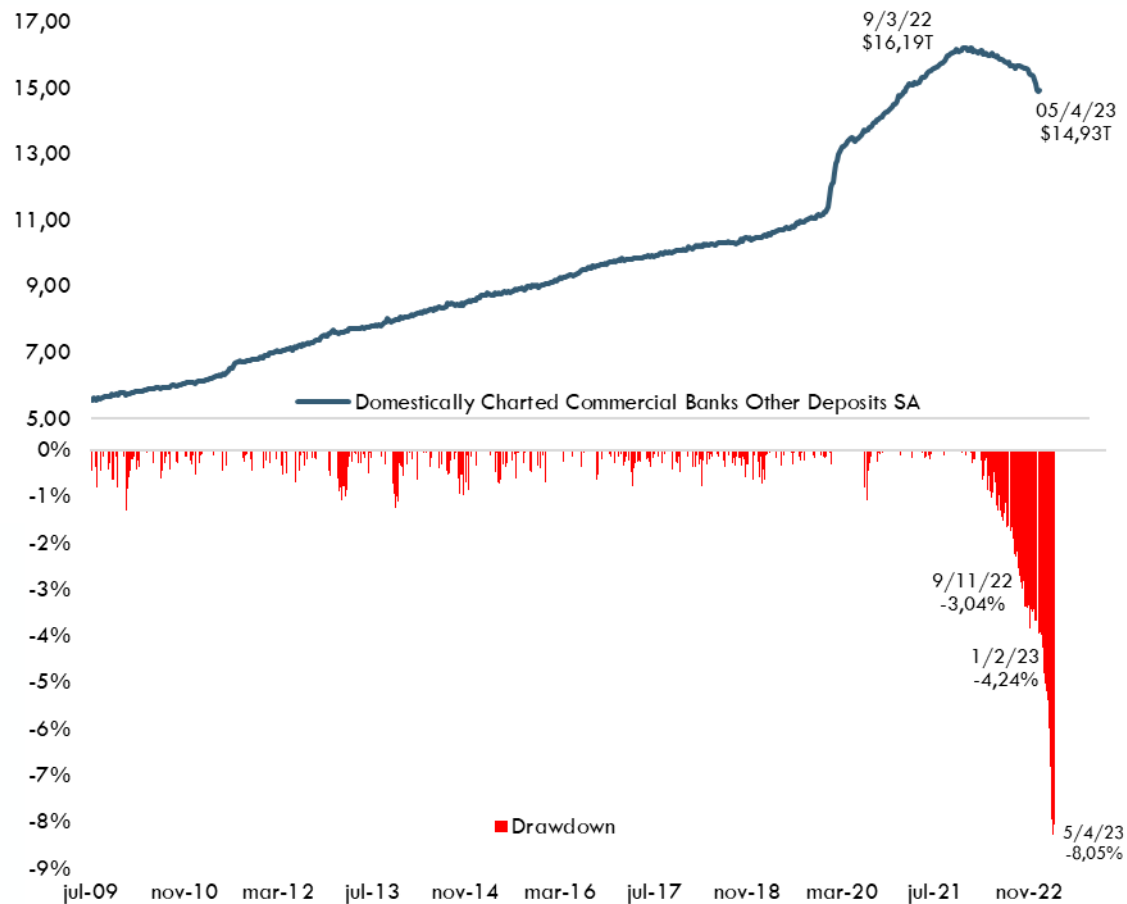
- Un cambio de índice de 1 punto en el FCI equivale a un cambio inesperado de 100 puntos bases en la tasa de fondos federales, que tiene alrededor de un 1 punto porcentual en el PIB después de un año.



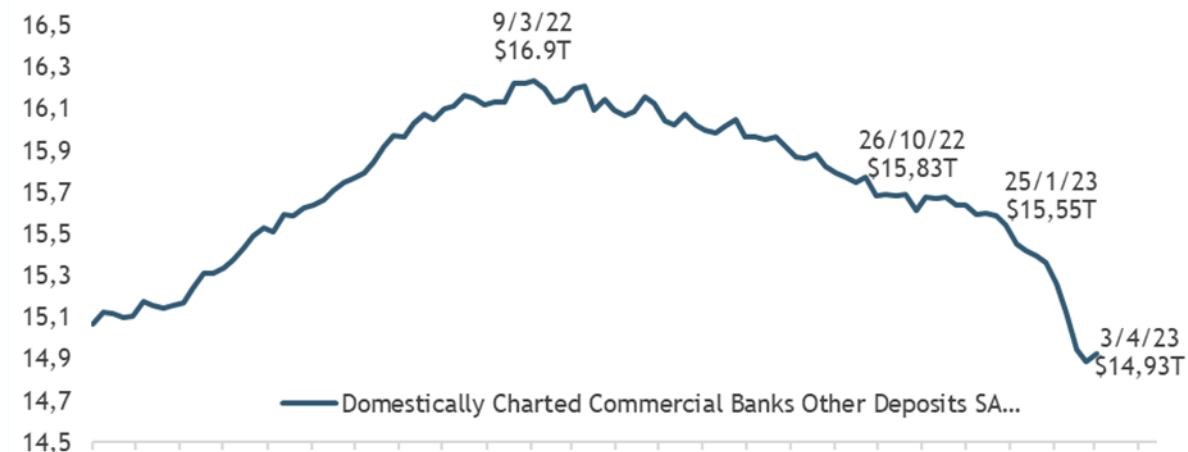
Depósitos

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

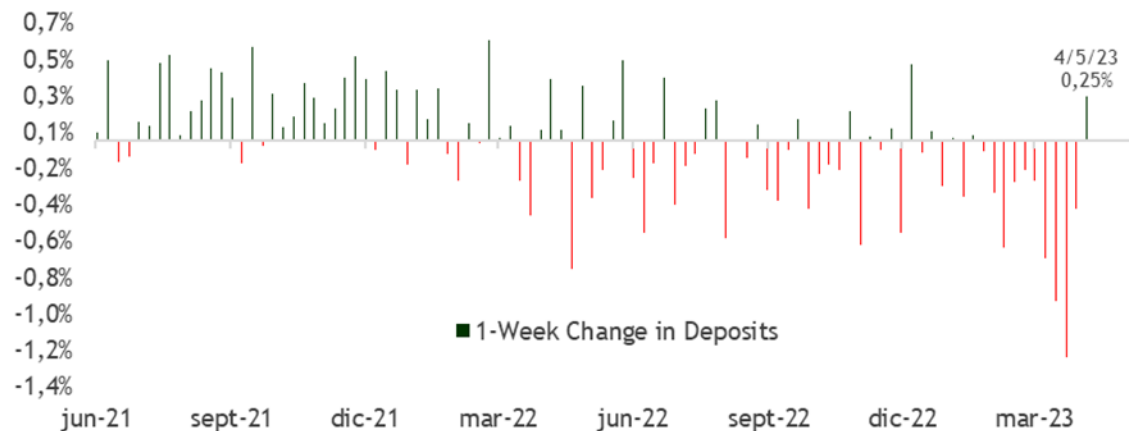
Domestically Charted Commercial Banks Other Deposits SA



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



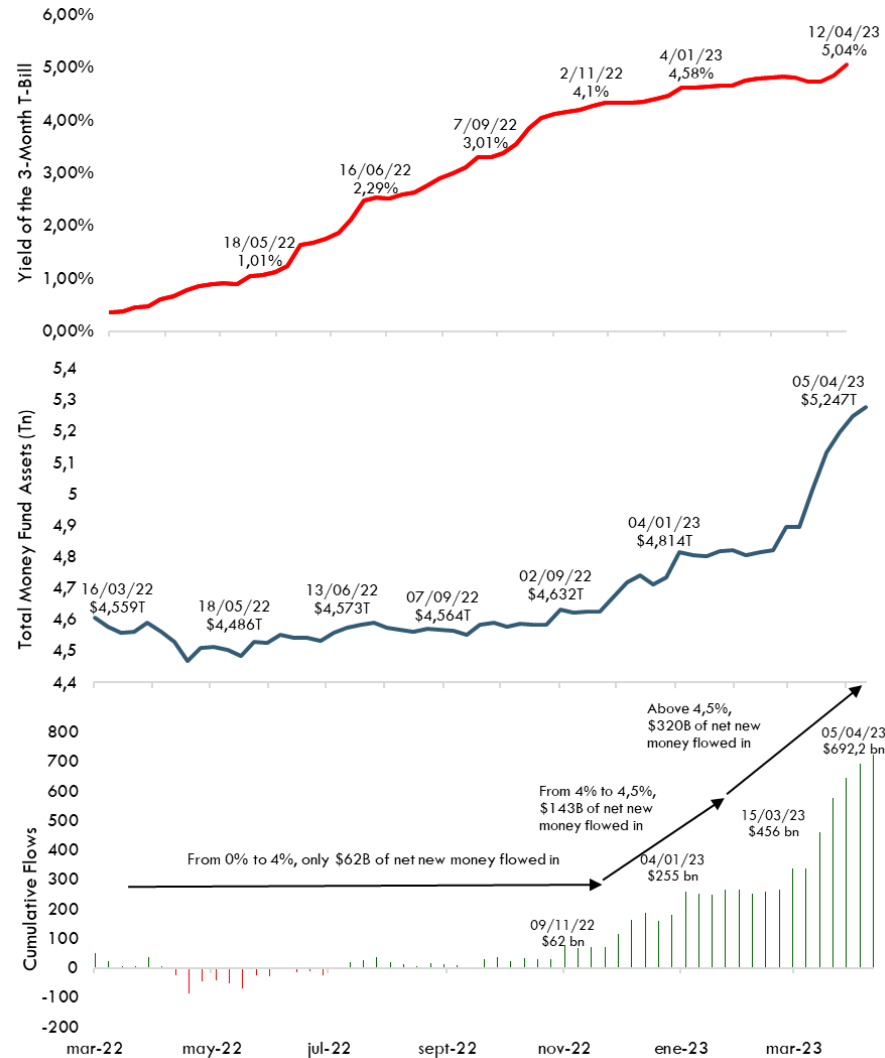
1-Week Change in Deposits



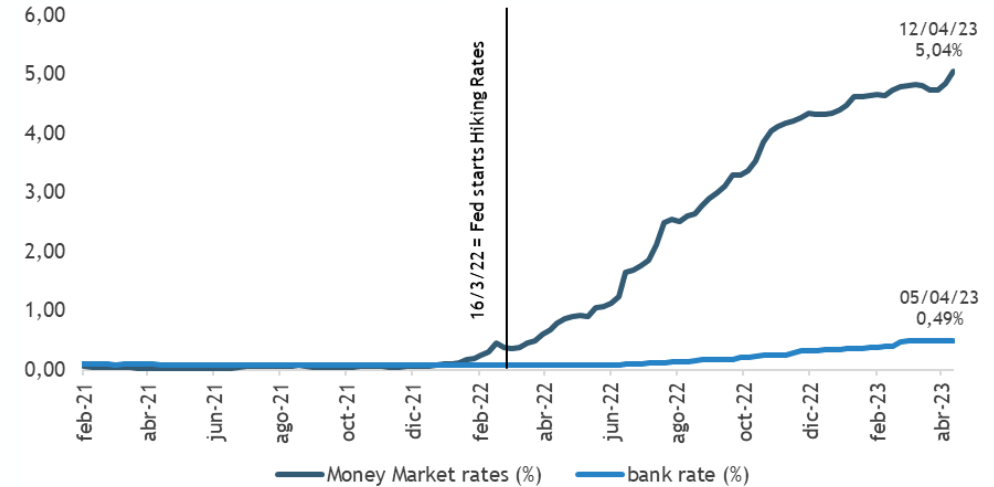
Money Market

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 (%)

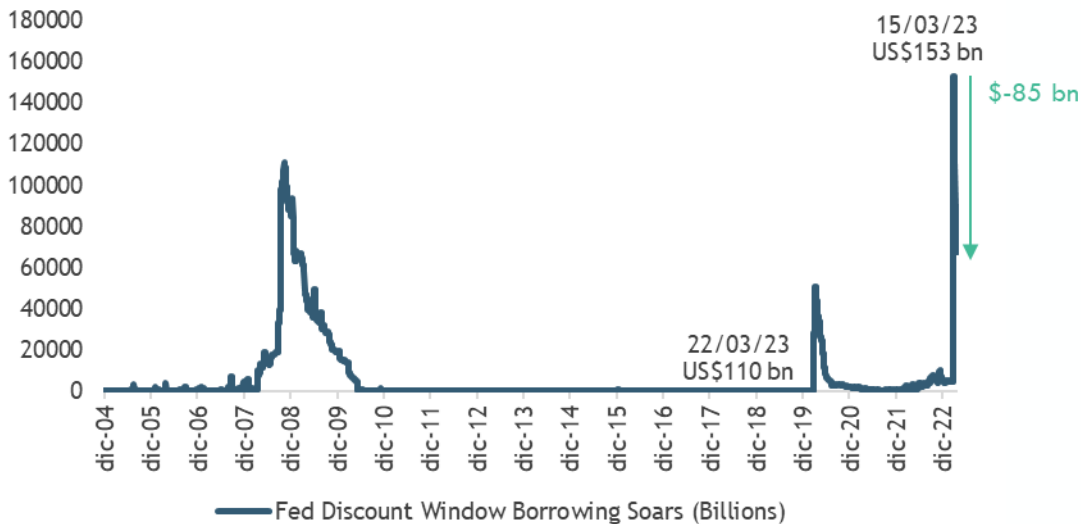


Programas FED

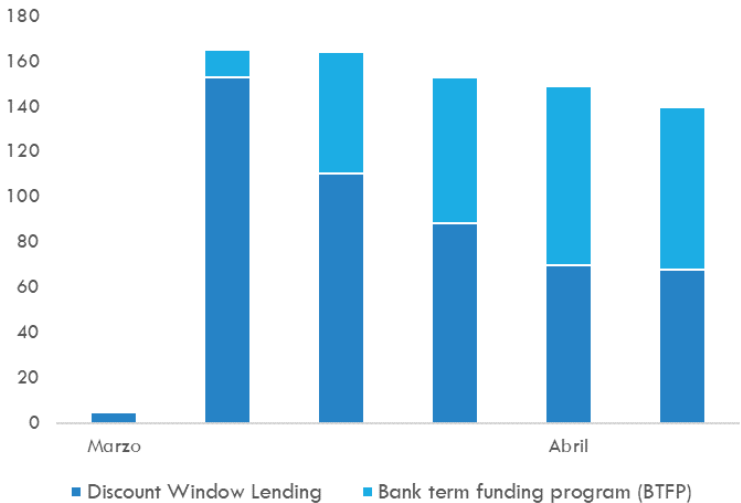
El endeudamiento en las facilidades de la FED disminuyó ligeramente en la semana. En general los bancos parecen no estar buscando liquidez y es probable que parte del endeudamiento observado hace dos semanas fuera de carácter preventivo.

Uso de cada instalación de la Fed; US\$ bn											
Facility	Niveles						Cambios				
	8-Mar	15-Mar	22-Mar	29-Mar	5-Apr	12-Apr	15-Mar	22-Mar	29-Mar	5-Apr	12-Apr
Loans to FDIC bridge bank	0	143	180	180	175	173	143	37	0	-5	-2
Discount Window Lending	5	153	110	88	70	68	148	-43	-22	-18	-2
Bank term funding program (BTFP)	0	12	54	64	79	72	12	42	11	15	-7
PPP Liquidity Facility	11	11	10	10	9	9	0	0	0	-1	0
TOTAL	5	318	354	343	332	321	303	36	-12	-9	-11

Discount Window Lending

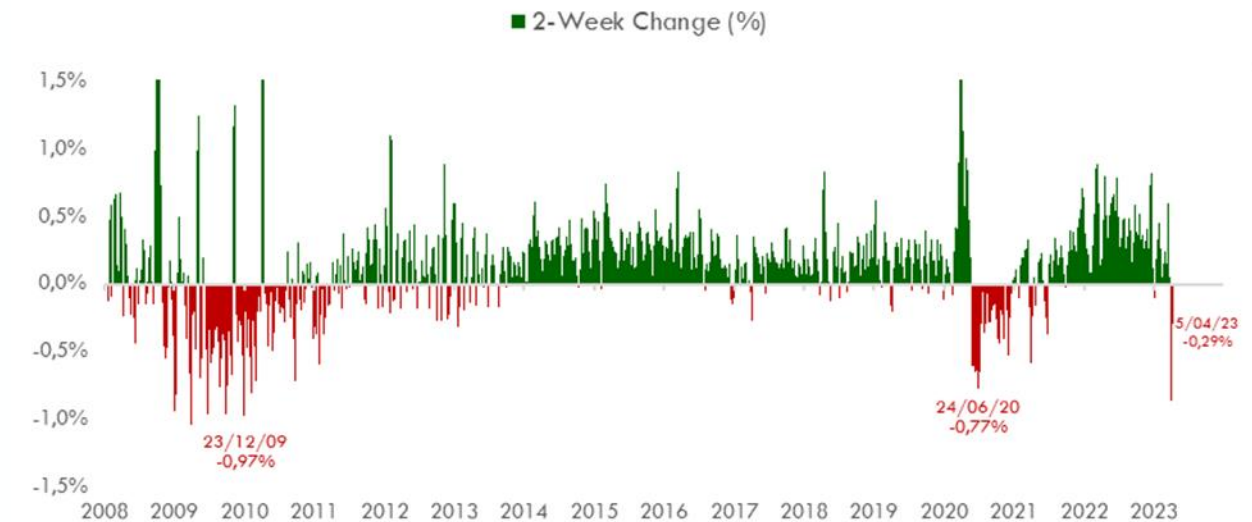
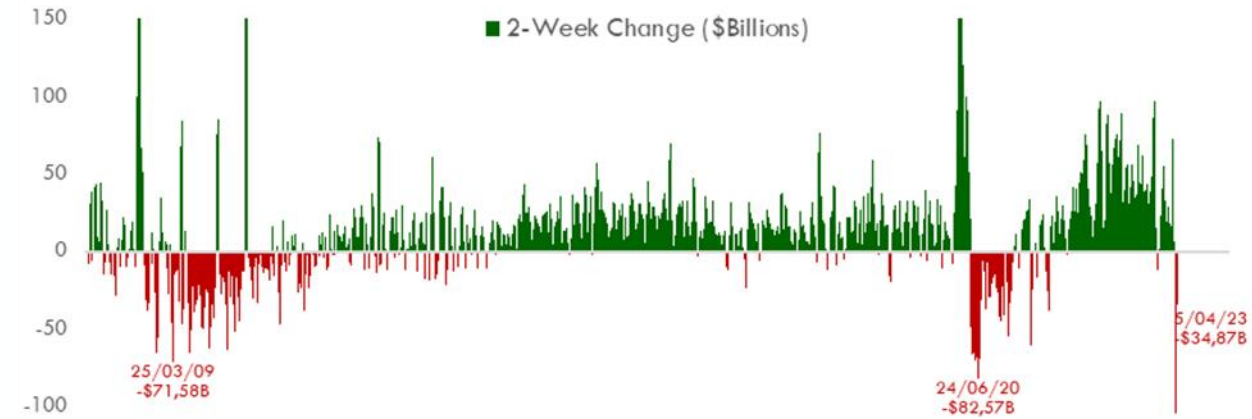
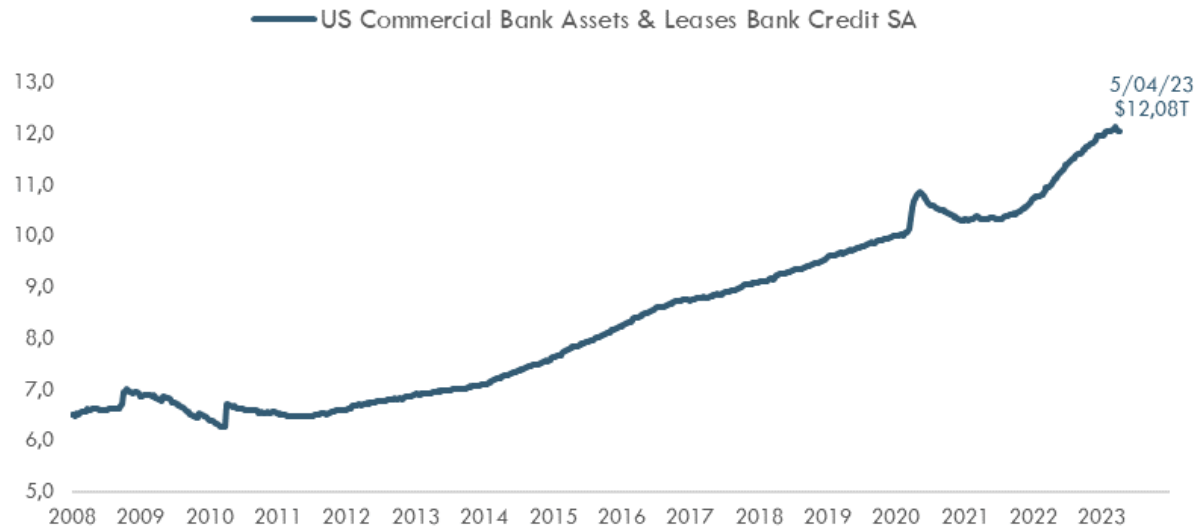


Federal Reserve lending outstanding, selected programs



Crédito

Contracción del crédito debido a las mayores presiones:, tasas mas altas, incertidumbre de la demanda, costos de cobertura, disminución de los precios de las propiedades, desaceleración del ciclo comercial.



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 llevado al mercado a incorporar una probable recesión.
- En total los riesgos de recesión de EE. UU. A 12m se ubican sobre el 60%
- 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	52.0	39%	50.3
Nonmanufacturing sentiment	53.7	41%	51.9
Manufacturing sentiment	48.3	54%	49.4
Residential building permits	1448.3	51%	1472.9
Auto sales	14.8	19%	12.5
Payrolls	345.0	43%	267.0
Unemployment rate	3.5	27%	4.2
Initial claims	243.0	70%	269.6
Senior loan officer opinion survey	48.5	100%	15.9
All near-term economic indicators above		57%	
Background risk indicators		43%	
All economic indicators		66%	

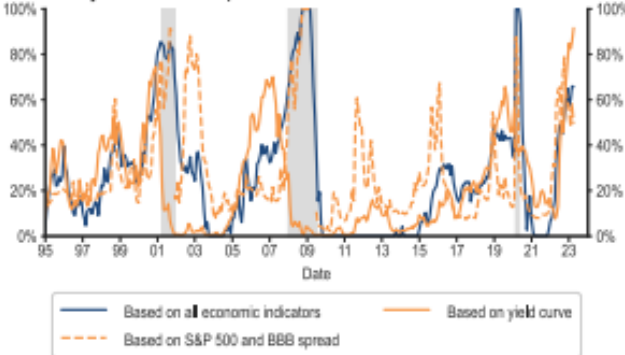
Source: J.P. Morgan. "Historical average unconditional probability" is the historical average probability of a recession starting within 12 months when beginning in an expansion, unconditional on any data. All other probabilities are based on regression models. Indicators enter the models as the deviation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

Probabilities of US recession within 1 year from financial indicators

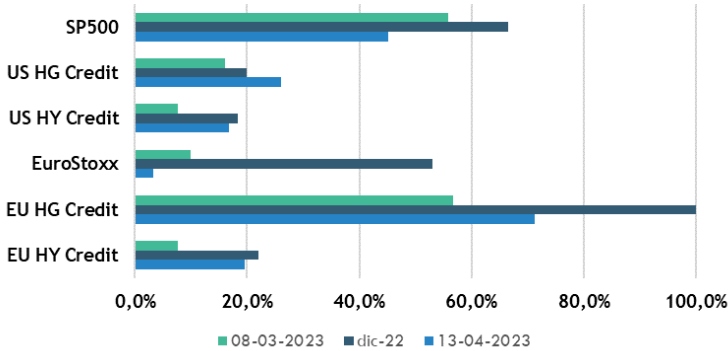
Indicator(s)	Current level	Implied 1-year recession probability	Level at 66% recession probability
S&P 500 drawdown from peak (%)	-12.5	47%	-19.1
A/BBB bond spread (bp)	164.7	29%	282.9
Yield curve (10yr minus 3mo, bp)	-161.0	92%	-36.2
S&P and spread together		50%	
S&P, spread, and yield curve		99%	
All financial and near-term economic		88%	
All financial and all economic		85%	

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

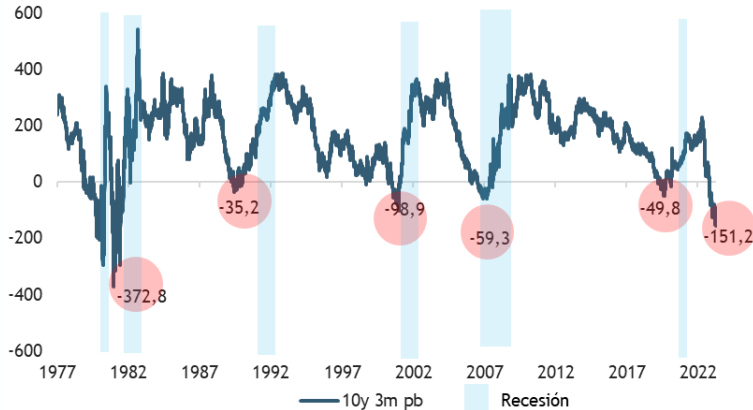
One-year recession probabilities since 1995



Probabilidad de Recesión según distintos mercados



Pendiente de la curva de rendimiento



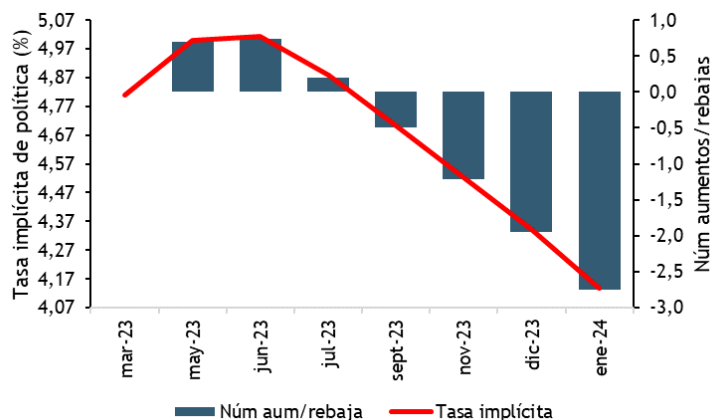
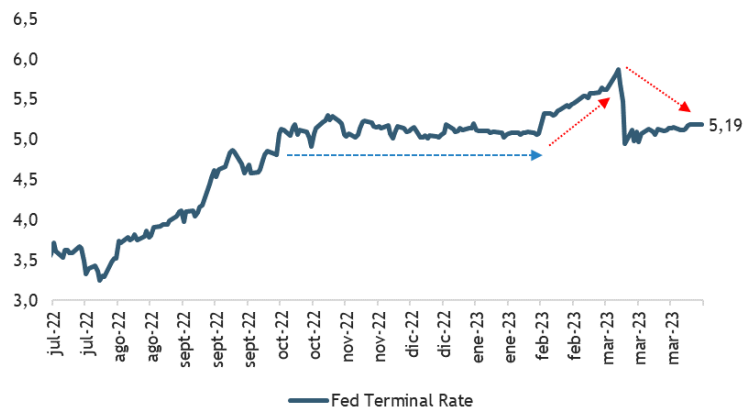
Estrategia RFI

Tasas Base y Expectativas

Mercado revalúa su expectativa de alzas de tasas por parte de la FED

- Las tasas base se encuentran presionadas a la baja por el fuerte ajuste de las expectativas de la tasa por parte de la FED.
- Las expectativas de la tasa terminal de fondos federales estable en torno ~5%.
- La curva de rendimiento 10y2y menos invertida.

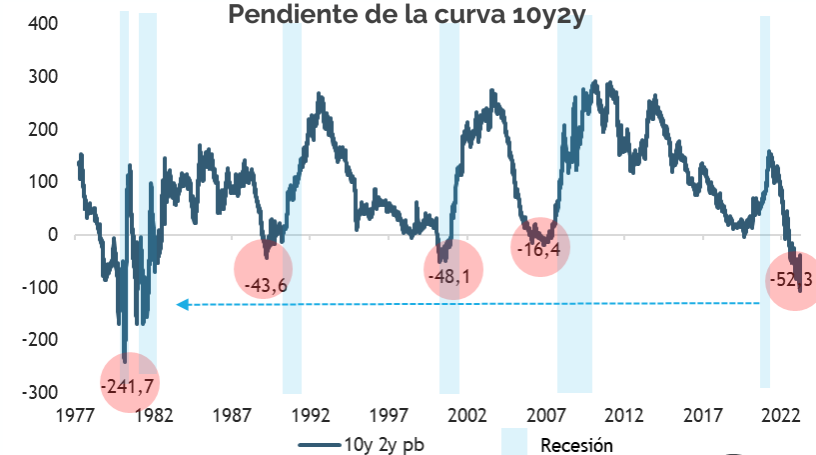
Expectativas para tasa terminal de fondos federales



US Seguimiento Tasas Base

	3 Meses	6 Meses	2 Años	5 Años	10 Años	30 Años
Var 30D Pb.	20,1	5,0	-28,2	-35,3	-24,4	-11,6
Var 90D Pb.	38,1	14,9	-17,6	-3,5	0,5	11,1
Var 7D Pb.	16,3	16,9	13,7	12,5	14,0	13,7
Var 1D Pb.	1,2	0,7	1,1	3,8	5,4	6,3
Hoy	4,957%	4,923%	3,968%	3,500%	3,445%	3,687%
7D	4,794%	4,754%	3,831%	3,376%	3,305%	3,551%
1M	4,756%	4,873%	4,250%	3,853%	3,689%	3,803%
3M	4,576%	4,774%	4,145%	3,536%	3,440%	3,577%
12M	0,703%	1,165%	2,405%	2,689%	2,721%	2,809%

Pendiente de la curva 10y2y

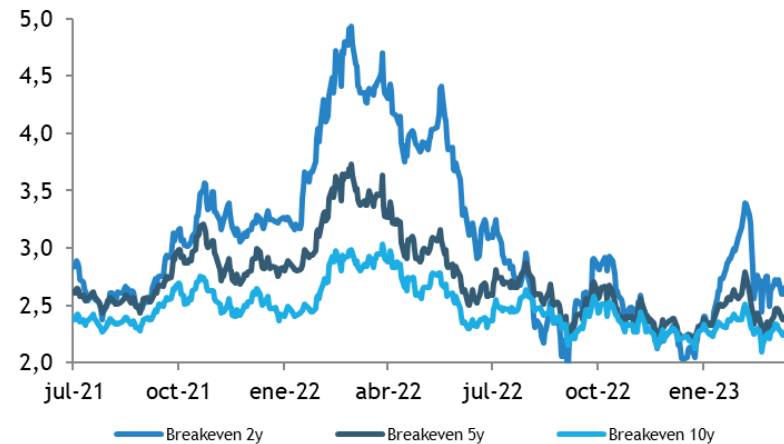


Breakeven de Inflación y Tasas Reales

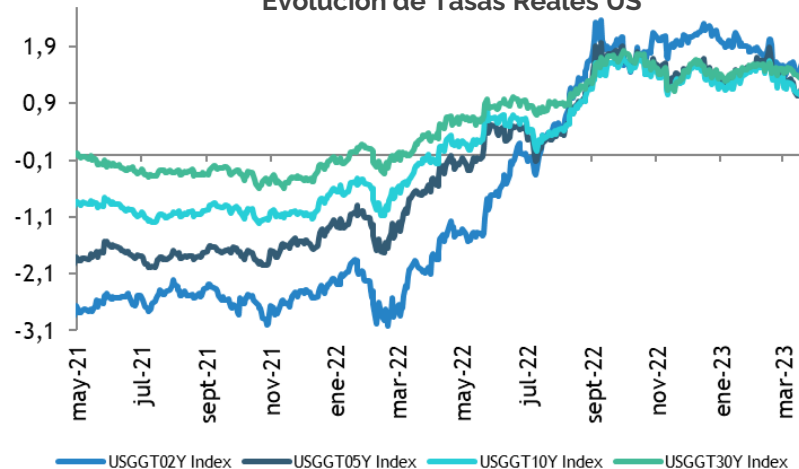
Y las tasas reales se afianzan en terreno positivo.

- Las expectativas de inflación caen la parte corta y se mantienen estables sobre el 2% en el largo plazo
- Tasas reales operan mas 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.	↓ -48,7	↓ -31,9	↓ -8,4	↓ -0,8	↑ 2,3
Var 90D Pb.	↑ 91,0	↑ 33,1	↑ 9,9	↑ 8,2	↑ 3,4
Var 7D Pb.	↓ -38,3	↓ -16,7	↓ -3,3	↑ 4,4	↑ 9,4
Var 1D Pb.	↓ -18,2	↓ -6,7	↓ -1,1	↑ 1,2	↑ 2,9
Hoy	2,684%	2,448%	2,347%	2,291%	2,293%
7D	3,067%	2,614%	2,380%	2,247%	2,199%
1M	3,172%	2,766%	2,431%	2,299%	2,270%
3M	1,774%	2,117%	2,248%	2,208%	2,258%
12M	5,725%	4,348%	3,415%	2,875%	2,536%

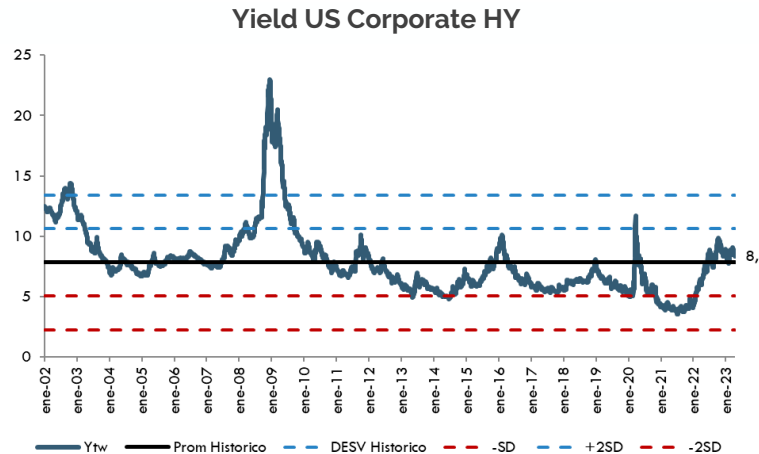
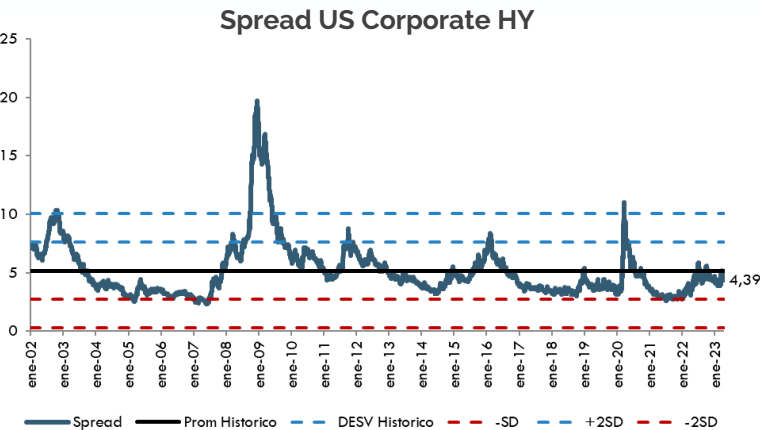
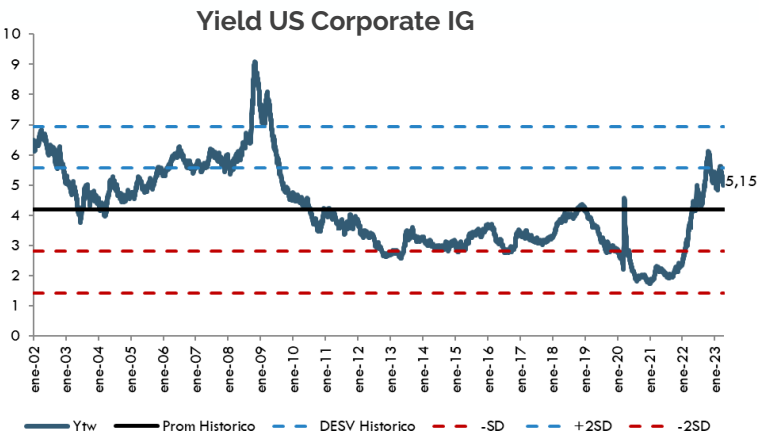
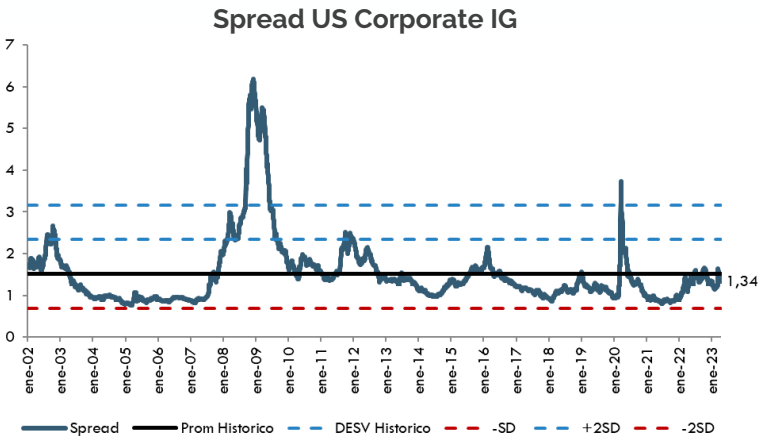
US seguimiento Tasas Reales

	2 Años	5 Años	10 Años	30 Años
Var 30D Pb.	↑ 14,8	↓ -28,2	↓ -23,6	↓ -14,1
Var 90D Pb.	↓ -30,1	↓ -10,5	↓ -7,4	↑ 4,2
Var 7D Pb.	↑ 32,1	↑ 16,3	↑ 9,6	↑ 4,3
Var 1D Pb.	↑ 8,9	↑ 5,1	↑ 4,2	↑ 3,6
Hoy	1,781%	1,207%	1,150%	1,391%
7D	1,461%	1,044%	1,054%	1,348%
1M	1,634%	1,489%	1,387%	1,531%
3M	2,082%	1,312%	1,224%	1,349%
12M	-2,030%	-0,708%	-0,155%	0,273%

Renta Fija Internacional

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

- 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.

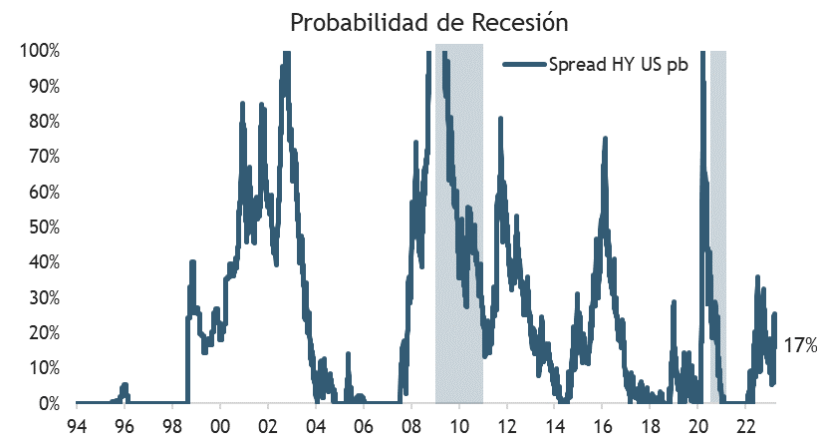
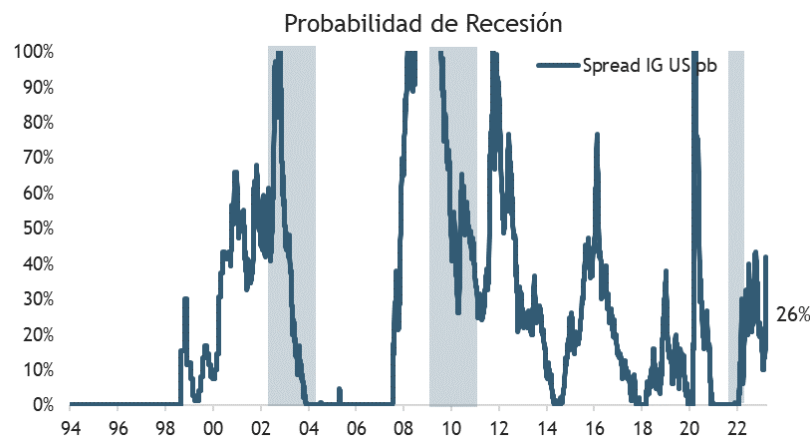
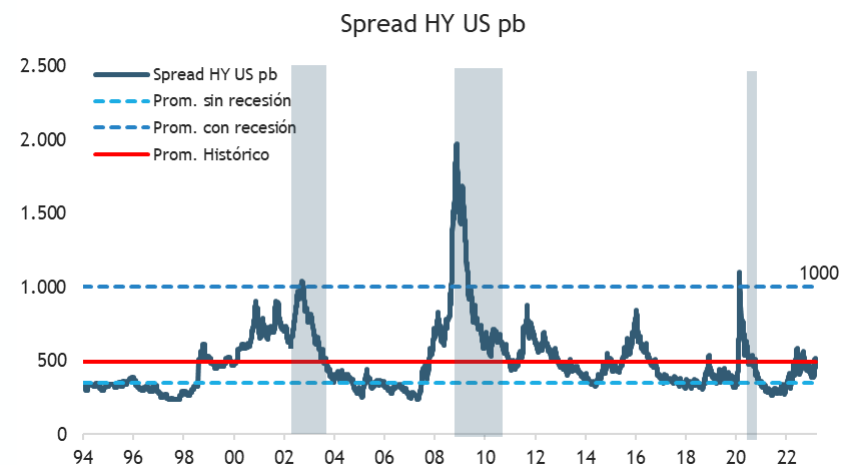
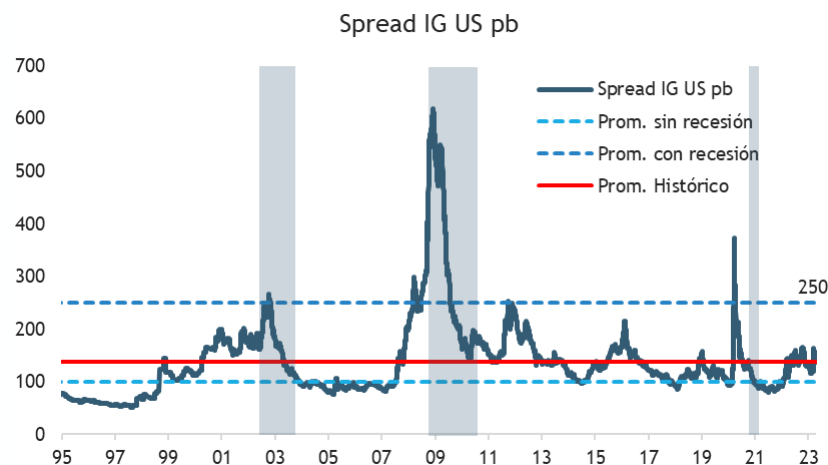


Renta Fija Internacional				
	Actual	1M (%)	YTD (%)	1Y (%)
Retornos				
Bloomberg Barclays Global	460,3	1,37%	3,23%	-4,54%
Bloomberg Barclays EM USD agregado	1.101,2	1,59%	2,58%	-1,83%
US Corporate Investment Grade	3.075,9	1,91%	3,63%	-1,35%
Euro Aggregate Corporate Total Return	231,7	0,58%	1,77%	-6,27%
Emerging Markets Investment Grade	474,3	1,56%	3,19%	-1,12%
US Corporate High Yield	2.283,2	2,82%	4,44%	-0,52%
Pan-European High Yield (Euro)	331,4	1,24%	3,15%	-2,64%
Emerging Markets High Yield	1.250,3	1,64%	1,47%	-3,13%
ABS Credit Card	413,3	0,31%	1,68%	-0,29%
U.S. Securitized: MBS/ABS/CMBS and C	283,8	0,45%	2,49%	-1,99%
US MBS Index	2.078,9	0,46%	2,53%	-2,02%
Tasas				
	Actual	1M (%)	YTD	1Y
Bloomberg Barclays Global	3,6	3,6	3,7	2,4
Bloomberg Barclays EM USD agregado	7,3	7,5	7,5	6,0
US Corporate Investment Grade	5,2	5,45	5,4	4,1
Euro Aggregate Corporate Total Return	4,3	4,31	4,3	1,8
Emerging Markets Investment Grade	5,2	5,37	5,5	4,2
US Corporate High Yield	8,4	8,93	9,0	6,6
Pan-European High Yield (Euro)	7,9	7,99	8,0	5,7
Emerging Markets High Yield	11,0	11,38	11,1	9,0
U.S. Securitized: MBS/ABS/CMBS and C	4,6	4,59	4,8	3,5
US MBS Index	4,5	4,55	4,7	3,5
Spreads (puntos base)				
	Actual	1M (%)	YTD	1Y
Bloomberg Barclays Global	53	56	51	45
US Corporate Investment Grade	134	156	130	123
Euro Aggregate Corporate Total Return	161	186	167	134
US Corporate High Yield	439	485	469	352
Pan-European High Yield (Euro)	468	505	493	407
Emerging Markets High Yield	715	748	694	622
ABS Credit Card	66	56	53	41
US MBS Index	65	57	51	37

Renta Fija Internacional

La renta fija US incorpora un riesgo de recesión que ha ido aumentando tras el suceso de SVB

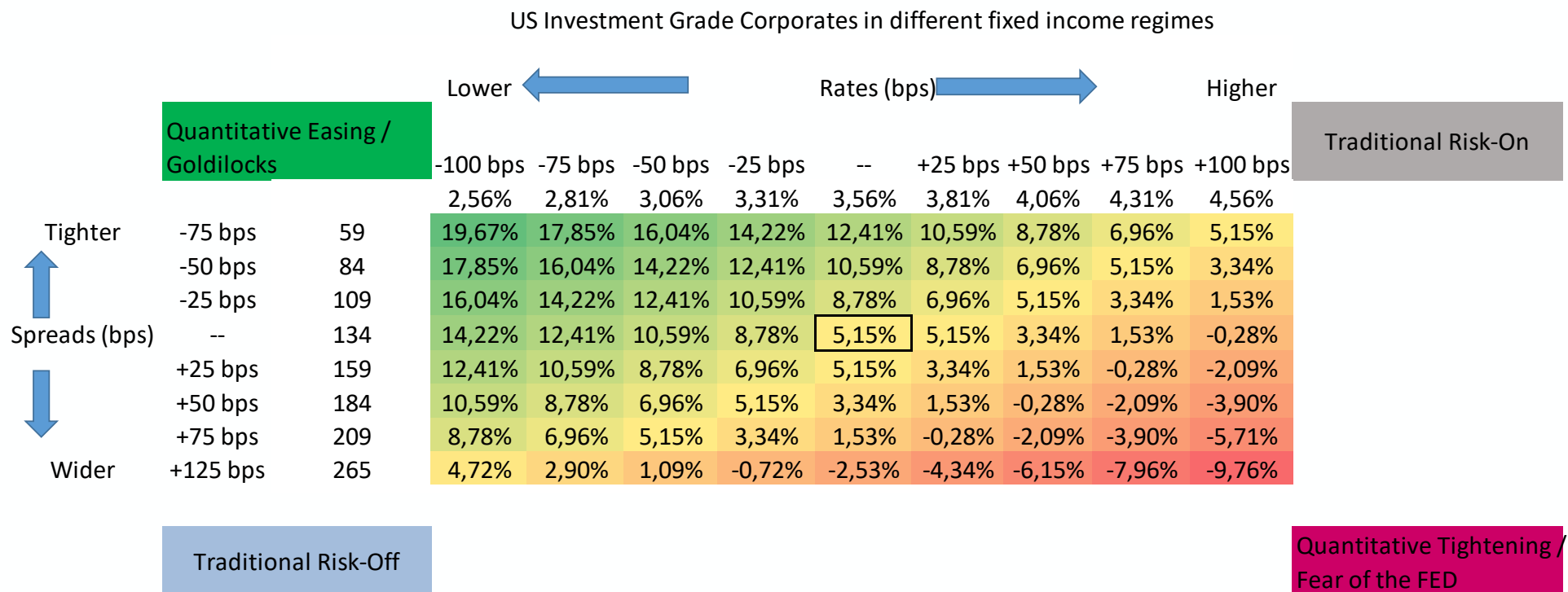
- La probabilidad de recesión en la deuda IG es del 26%, mientras que en el HY es un 17%. Estas han disminuido en las últimas semanas.



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.

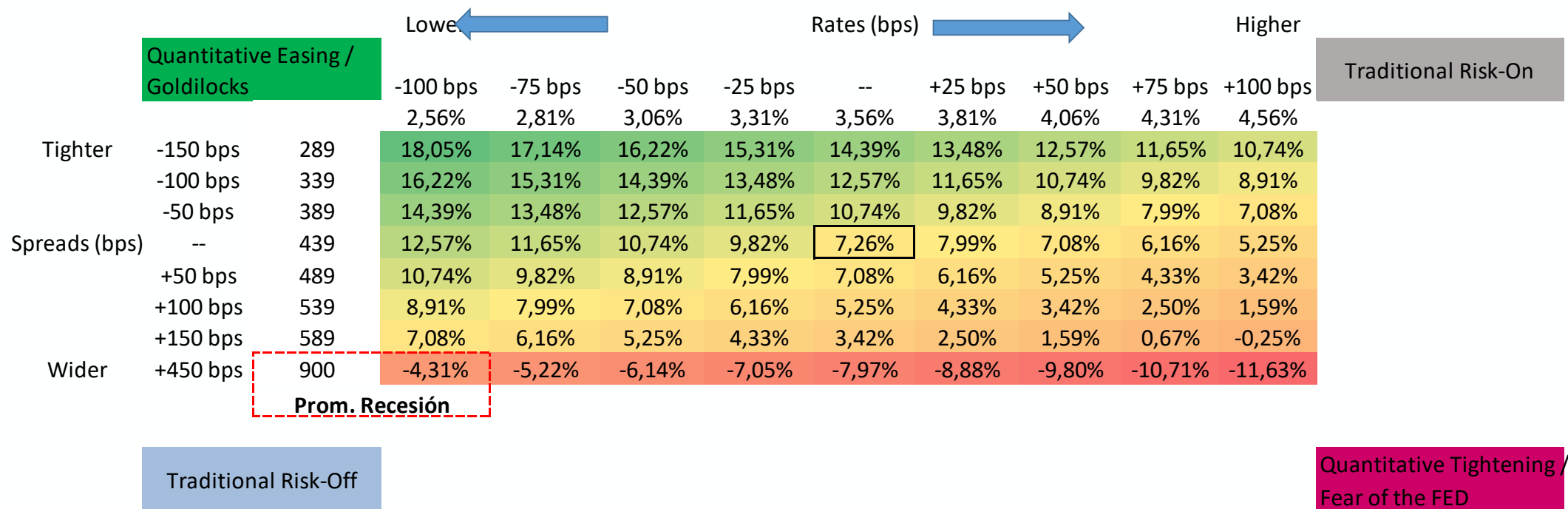
Renta Fija Internacional

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

US High Yield Corporates in different fixed income regimes

US High Yield Corporate Bonds podrían ser atractivos en función de los rendimientos iniciales históricamente altos



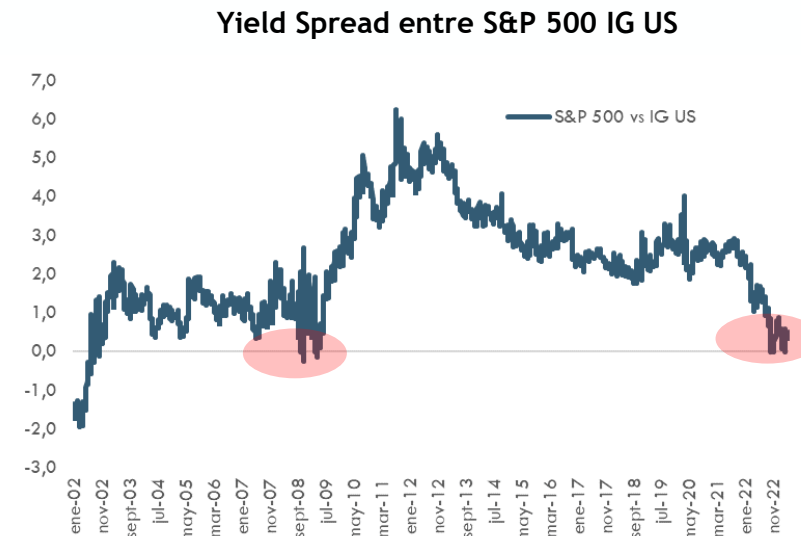
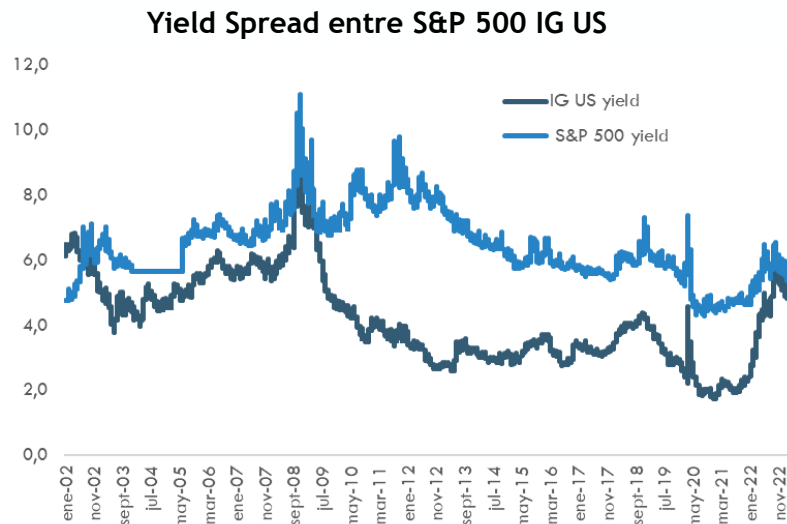
*El recuadro central es la yield-to-worst del índice HY US de Bloomberg al 20/01/2023. Si no hubiera cambios en los spreads o las tasas de interés, este rendimiento inicial se aproximaría al rendimiento de 1 año del índice. Este gráfico muestra las posibilidades de rentabilidad del índice a 12 meses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

Sobre ponderar RF

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

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



Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg;

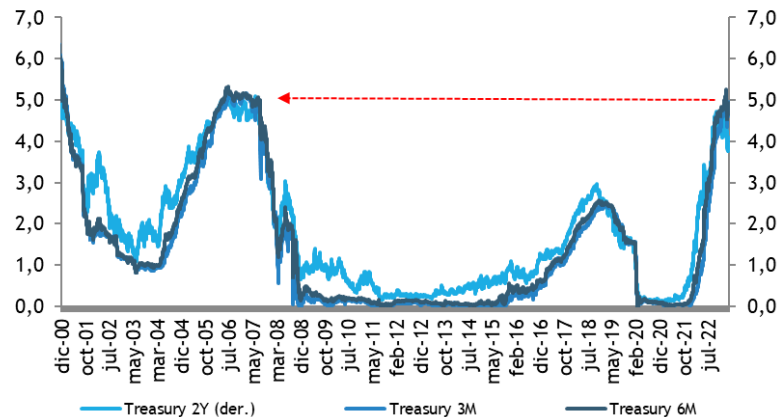
Sobre ponderar RF

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

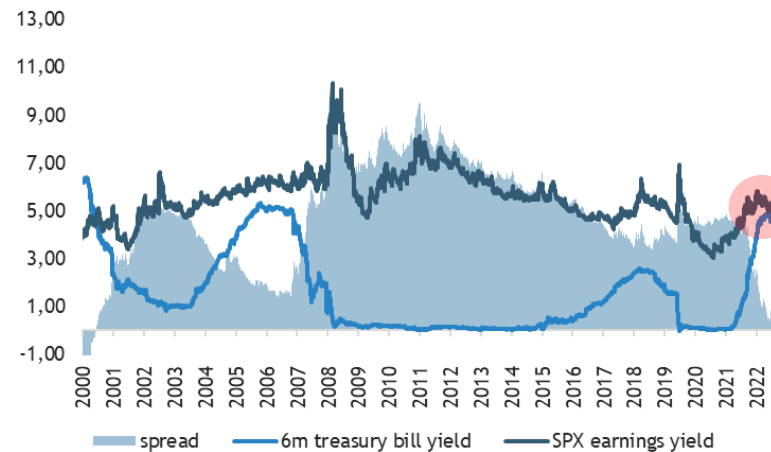
En particular aumentar la exposición a “efectivo” puede ser una buena alternativa. Tasas libres de riesgo en la parte corta de la curva soberana se han vuelto particularmente atractivas y pueden aportar no solo “yield” (un treasury Bill de 6m ya se acerca la 5%), y diversificación, sino también menos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

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

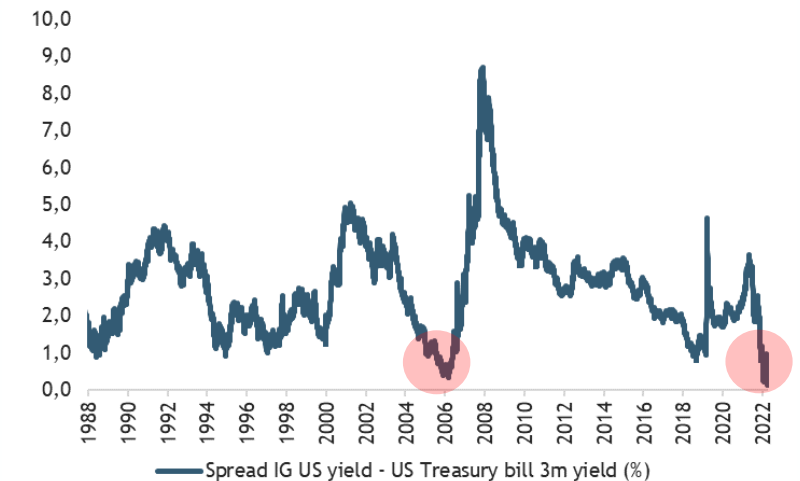
Tasas soberanas US hasta 2 años



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



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



Conclusiones RFI

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

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

Estrategia RVI

Renta Variable Internacional

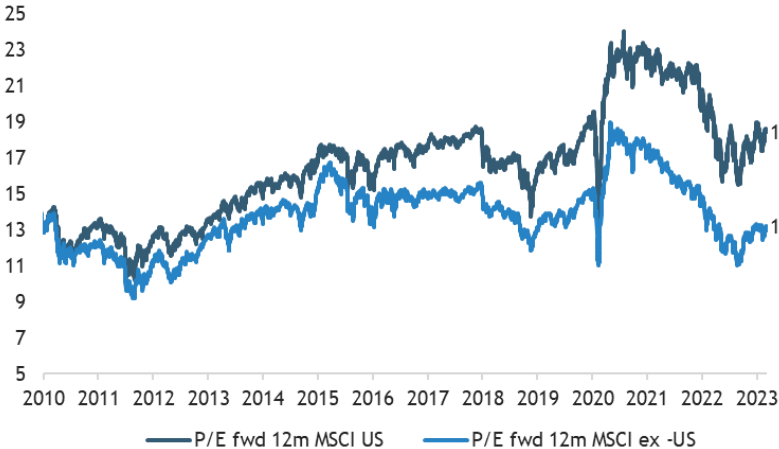
Resumen Visión

Estrategia de renta variable - Convicciones regionales

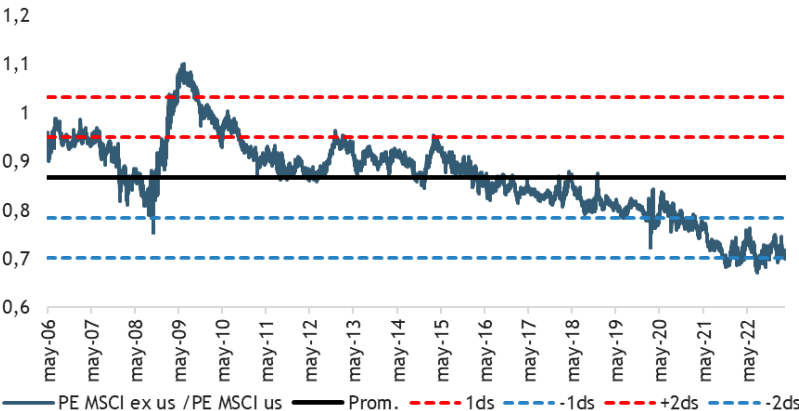
Sobreponderar mercados ex – US en términos tácticos. Tendencia retroalimentada por la debilidad del dólar y la reapertura en China. Las valorizaciones son más atractivas fuera de US.

Región	Recomendaciones	Resumen Visión
EM	N	La reapertura de China es un trade táctico clave, así también un dólar más débil y el apoyo político está aumentando.
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

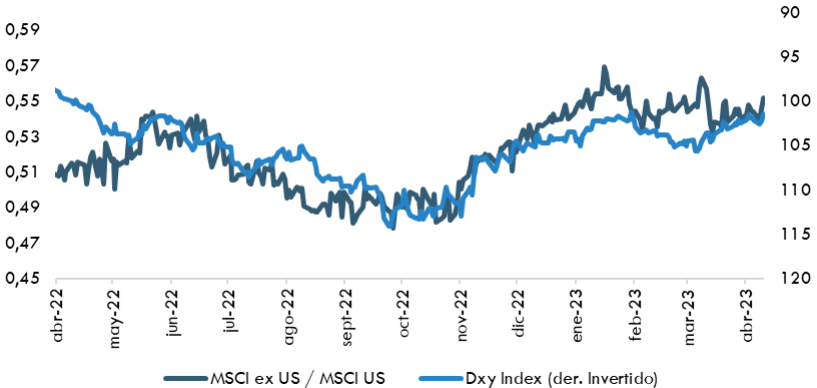
P/E MSCI ex US / PE MSCI US



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



MSCI ex US / MSCI US vs Dólar 1Y



Renta Variable Internacional

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

- Mayores tasas de interés ejercieron presión sobre las valorizaciones de la renta variable durante 2022, pero ahora el enfoque pasará de la valoración a las utilidades en un entorno macro cada vez más desafiante

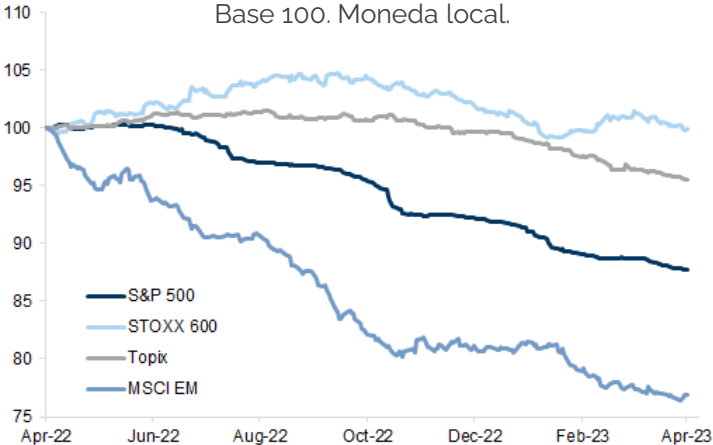
Crecimiento de Ventas, Crecimiento de EPS y Márgenes Netos. Estimaciones de Consenso

	Marzo					
	Sales Growth (%)		EPS Growth (%)		Net Margin (%)	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
S&P 500	4.0	5.0	0.0	12.0	12.2	12.8
STOXX 600	-1.2	1.7	3.0	8.3	9.8	10.3
TOPIX (FY basis)	3.1	2.3	5.9	8.9	5.9	6.3
MSCI AP ex Japan	5.0	7.5	1.3	16.3	10.0	10.9
MSCI EM	4.6	7.2	-3.9	16.4	9.8	10.7
MSCI AC World	1.9	4.2	1.5	11.1	10.9	11.5
Energy	-8.7	-4.1	-18.8	-5.2	10.1	9.5
Materials	-2.3	1.0	-17.0	4.8	9.6	9.9
Industrials	2.3	4.2	-1.1	10.6	8.0	8.4
Cons. Discretionary	6.5	7.3	17.1	18.7	6.6	7.4
Cons. Staples	4.5	4.2	4.1	9.3	6.8	7.1
Health Care	3.0	5.8	-4.7	11.6	10.6	11.2
Financials	7.8	4.6	18.2	10.2	18.3	18.8
IT	1.2	8.9	-4.8	19.7	16.4	17.9
Communication Svs	3.7	5.7	16.1	17.6	12.5	13.8
Utilities	-5.9	0.4	13.0	11.1	8.7	9.6
Real Estate	5.7	5.7	2.0	6.3	14.5	15.4

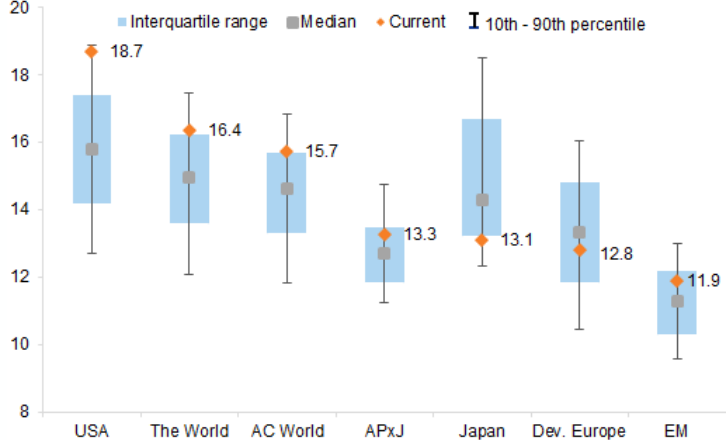


	Abril					
	Sales Growth (%)		EPS Growth (%)		Net Margin (%)	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
S&P 500	2.0	3.0	-1.0	12.0	12.1	12.8
STOXX 600	-2.6	2.0	1.6	8.4	9.8	10.2
TOPIX (FY basis)	3.0	2.2	6.4	9.4	5.9	6.2
MSCI AP ex Japan	5.0	7.9	0.7	17.5	9.8	10.7
MSCI EM	4.5	7.3	-4.6	17.2	9.6	10.6
MSCI AC World	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

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



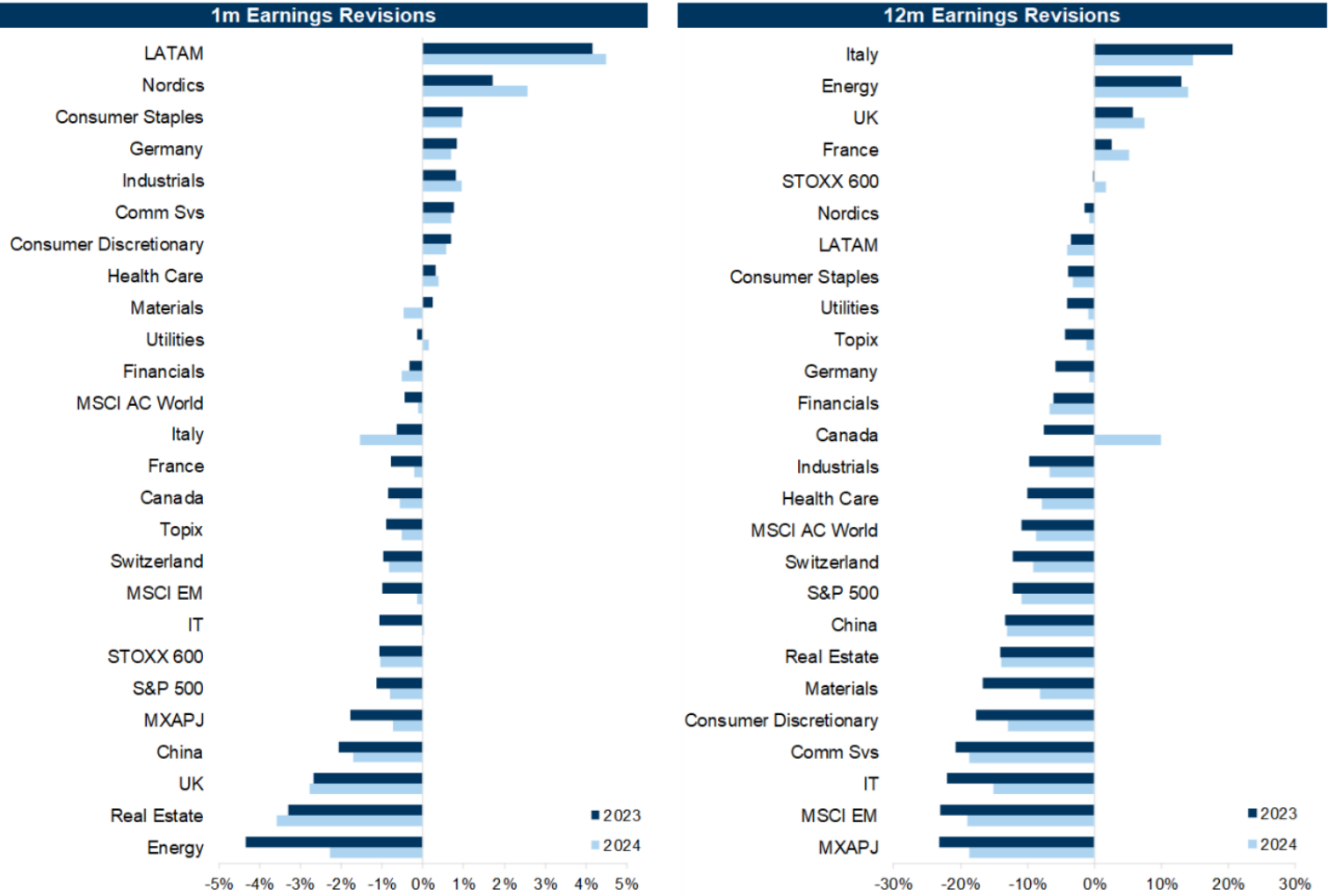
Renta Variable Internacional				
	Actual	1M (%)	YTD (%)	1Y (%)
Mdos. Desarrollados (URTH)	119,1	6,79	9,05	-2,84
Mdos. Emergentes (EEM)	39,7	5,61	4,80	-8,04
EEUU				
S&P 500 (SPY)	412,5	5,76	8,27	-4,18
Nasdaq (QQQ)	318,6	4,49	19,82	-5,15
Dow Jones (DIA)	338,8	6,39	2,80	0,38
Russell 1000 value (IWD)	154,3	6,50	2,29	-4,49
Russell 1000 growth (IWF)	244,3	4,92	14,26	-5,88
Europa				
Eurozona Hedged (HEZU)	32,1	7,73	15,44	16,11
Eurozona (EZU)	46,4	10,92	17,59	14,04
Alemania (EWG)	29,1	10,21	17,83	10,60
UK (EWU)	33,6	10,32	9,49	1,75
Francia (EWQ)	39,3	11,86	18,72	18,48
España (EWP)	28,8	11,87	19,27	15,14
Italia (EWI)	31,7	12,99	17,82	14,23
Austria (EWO)	21,0	9,14	10,63	5,09
Suiza (EWL)	47,2	10,89	12,64	-2,14
Asia				
Japon (EWJ)	58,4	4,90	7,35	1,27
China (MCHI)	48,8	3,83	2,82	-4,51
India (INDA)	40,2	4,64	-3,79	-10,08
Australia (EWA)	23,5	6,78	5,53	-6,52
Nueva Zelanda (ENLZ)	49,3	0,96	1,57	-5,66
Latam				
Latam (ILF)	25,1	10,83	9,57	-3,61
Brasil (EWZ)	29,4	11,30	4,97	-11,10
México (EWW)	59,9	9,64	21,03	17,76
Chile (ECH)	29,3	9,51	7,97	12,09
Colombia (ICOL)	12.563,0	13,28	-0,06	-19,22
Peru (EPU)	31,7	11,04	10,53	-4,30

Renta Variable Internacional

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

Crecimiento EPS por regiones

• XXXX

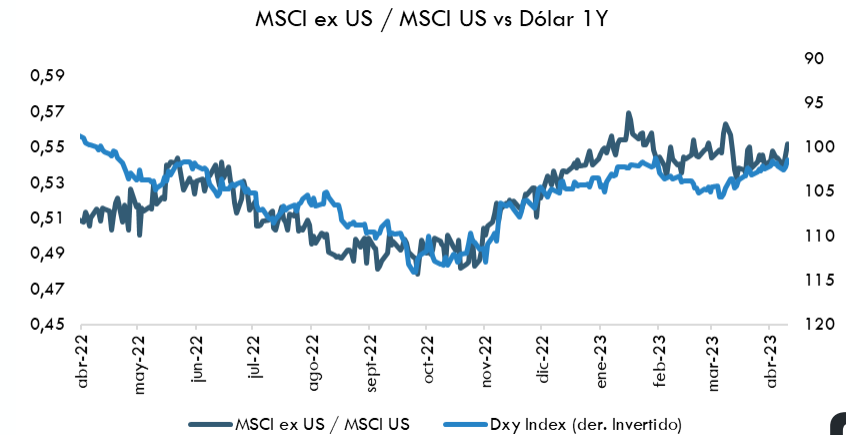
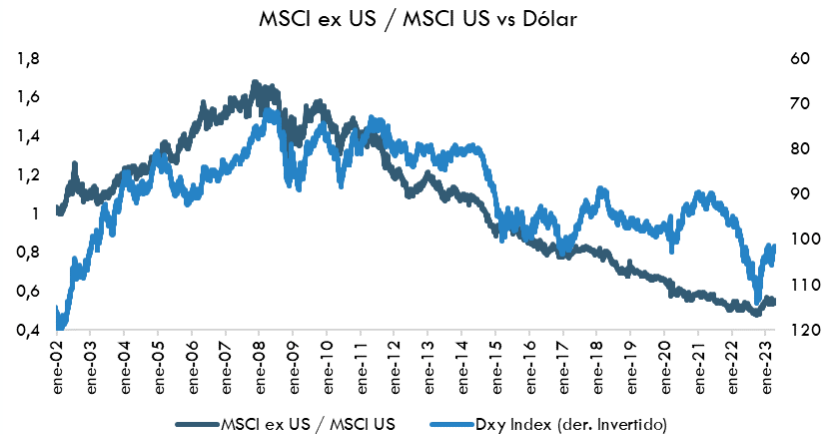
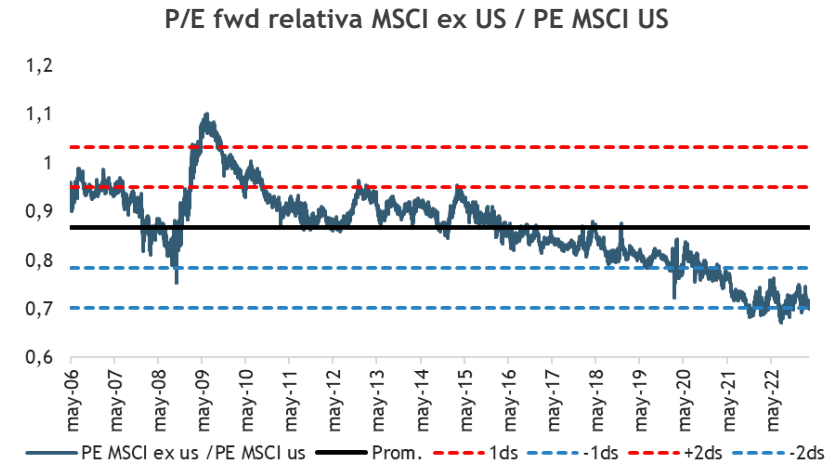
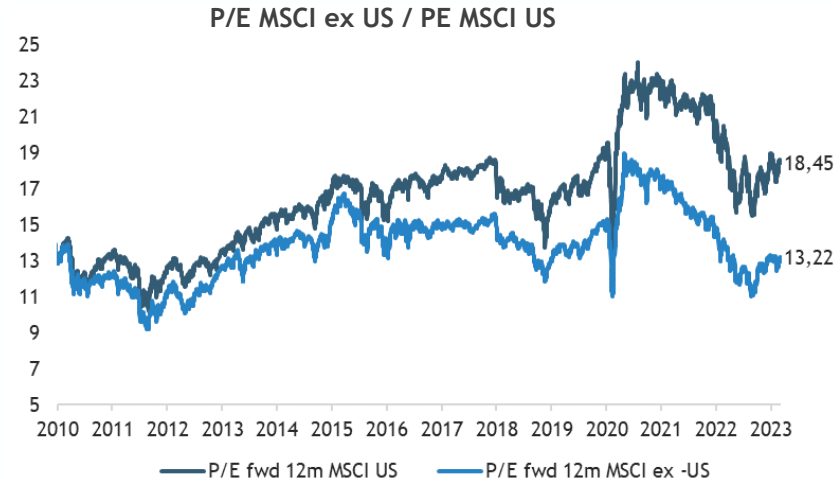


Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg. Datos al 14 de Abril 2023

Renta Variable Internacional

Las valorizaciones son mas atractivas fuera de US

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

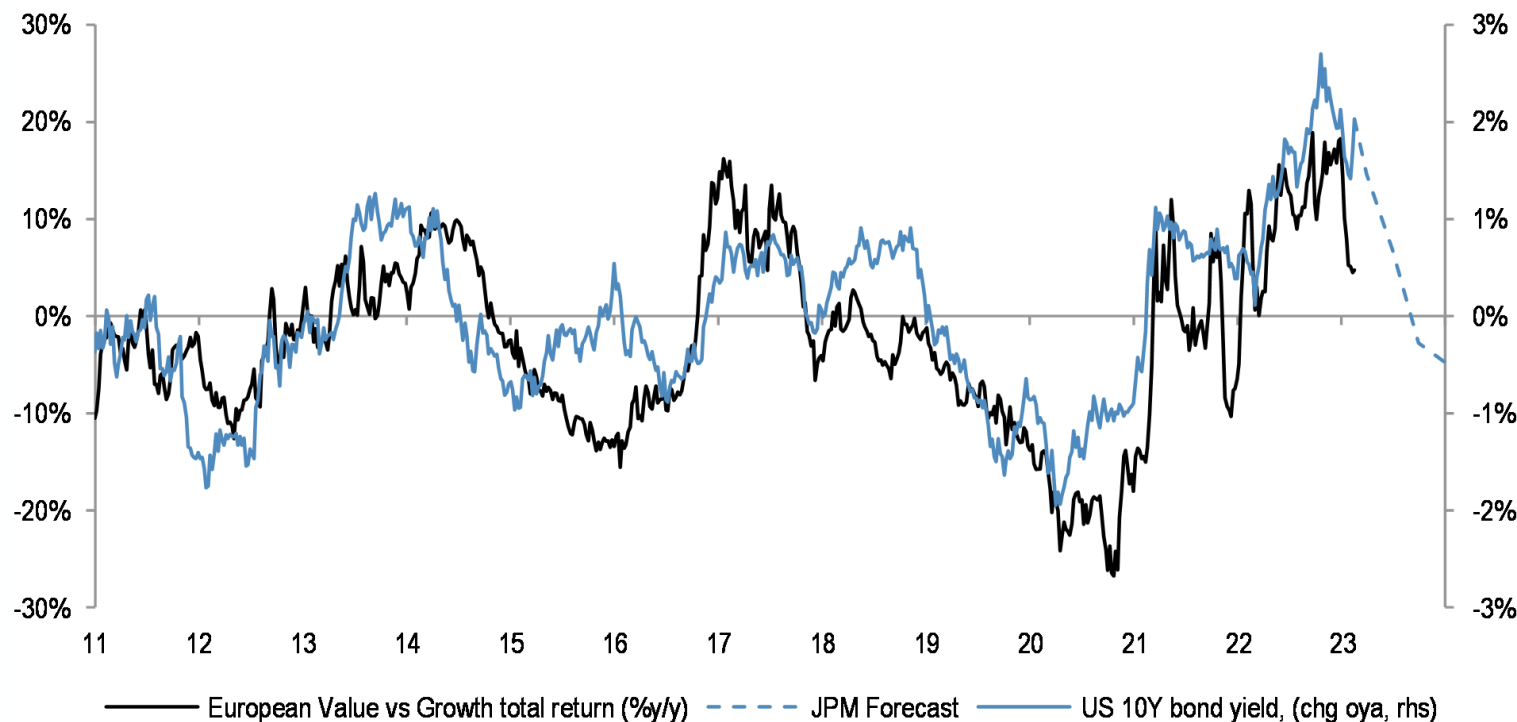


Estrategia de Renta Variable

La racha del Value vs Growth se ha estancado este año

- Después de un diferencial de factores muy fuerte el año pasado, donde MSCI US Value superó a MSCI US Growth hasta en un 30% y en un 25% en Europa, total return; esta tendencia se encuentra comprometida este año.
- El performance de Value vs Growth es sensible al movimiento de los rendimientos de los bonos (ver gráfico).
- En el caso de que la actividad se mantenga resistente y, en consecuencia, la inflación se mantenga rígida, es poco probable que los bancos centrales hagan una pausa o un giro, y podrían seguir subiendo sus tasas. Esto significaría que **la curva de rendimiento permanece invertida y quizás se vuelve aún más extrema**. **El factor de valor necesita una curva de rendimiento más pronunciada para funcionar**.
- **A más largo plazo, el valor todavía está en el Value.**
- **Un mejor rendimiento tecnológico relativo que el del año pasado garantizaría que Value no sea un ganador este año.**

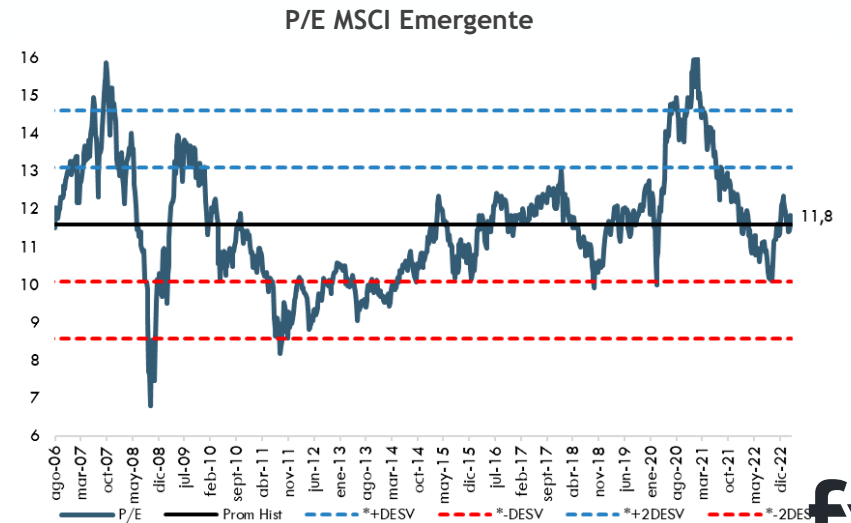
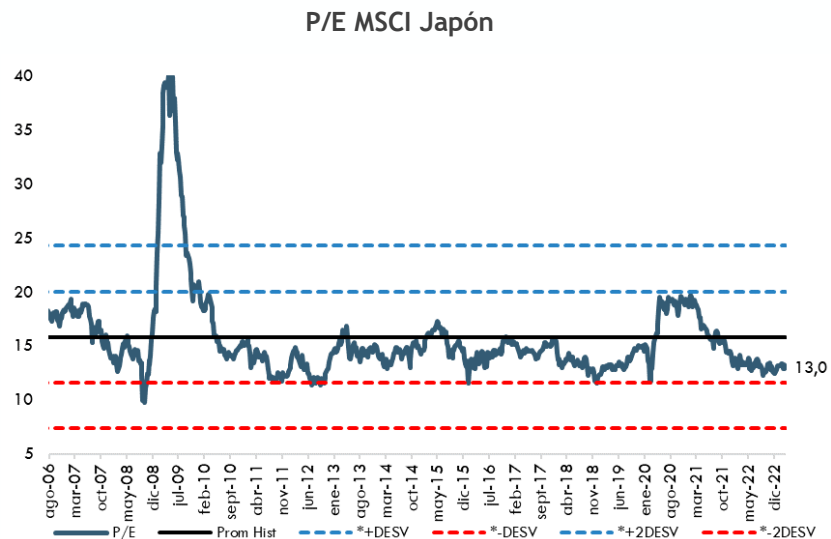
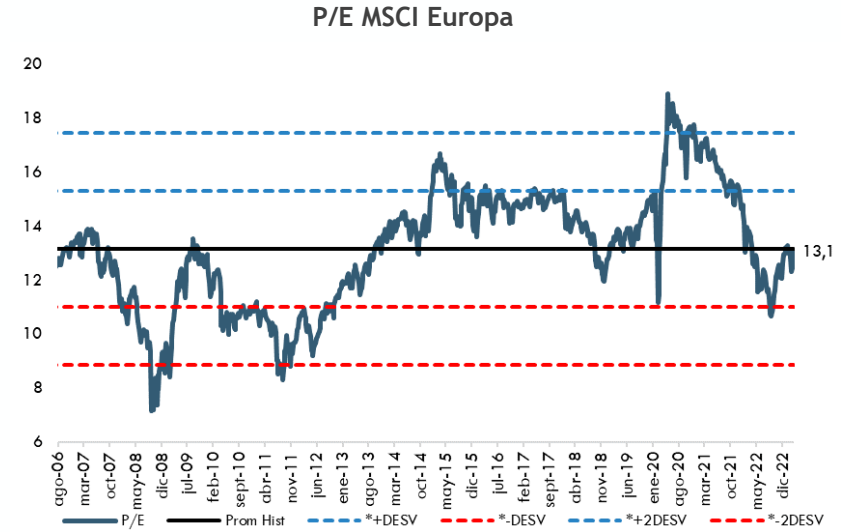
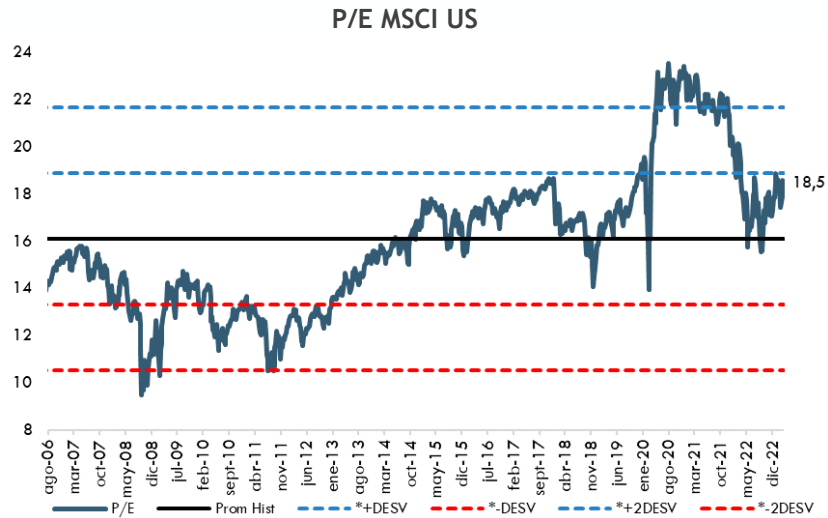
El rendimiento relativo de los factores depende de la dirección de los rendimientos de los bonos... Es probable que el rendimiento a 10 años baje en el segundo semestre...



Renta Variable Internacional

Las valorizaciones son mas atractivas fuera de US

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

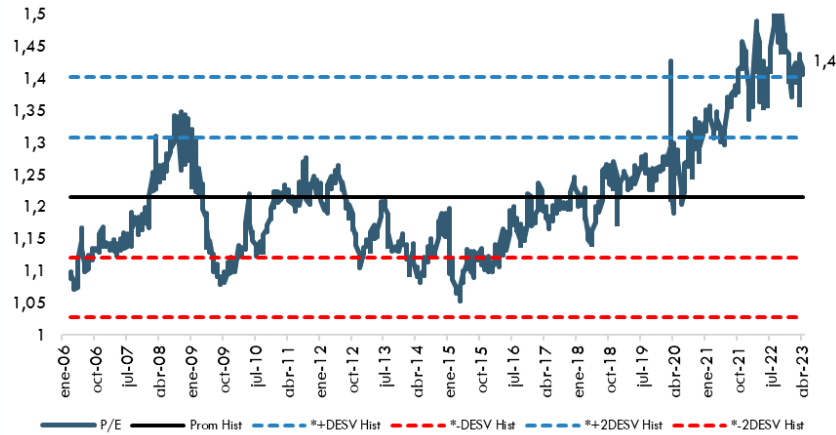


Renta Variable Internacional

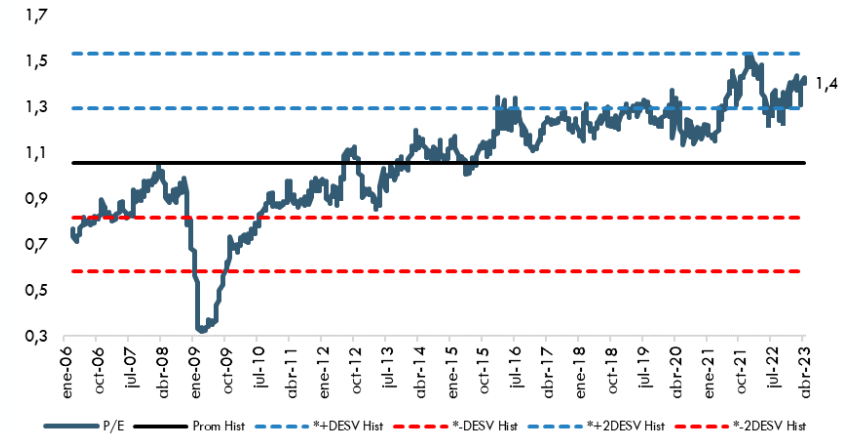
Las valorizaciones son mas atractivas fuera de US

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

P/E relativo MSCI US / MSCI Europa



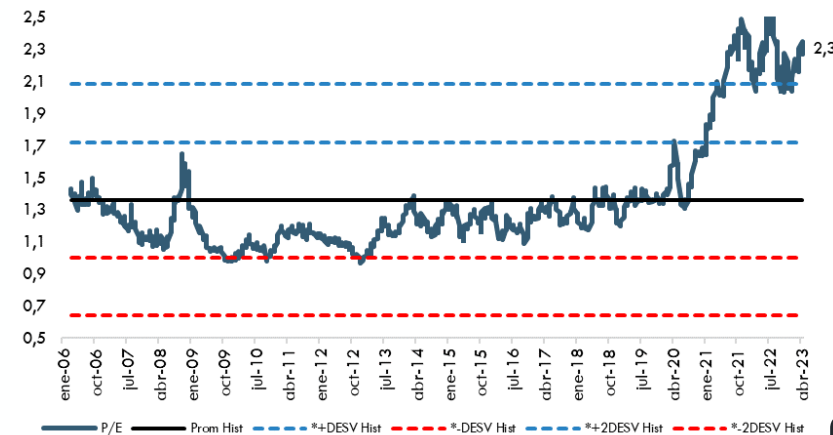
P/E relativo MSCI US / MSCI Japón



P/E relativo MSCI US / MSCI Emergente



P/E relativo MSCI US / MSCI Latam

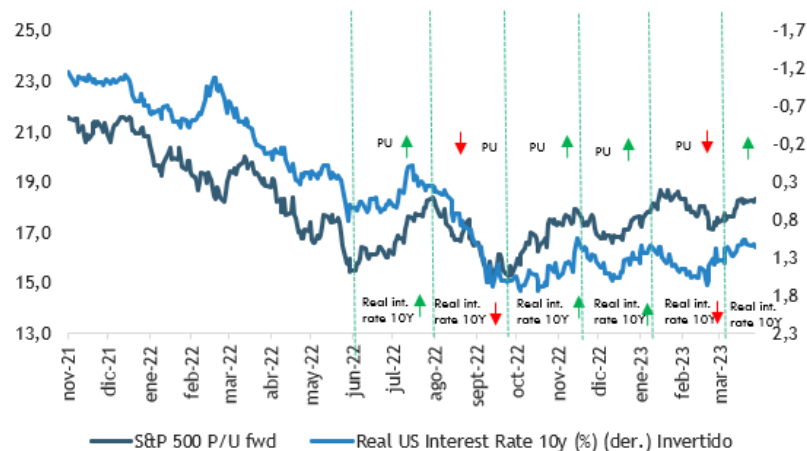


Renta Variable EEUU.

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 61%

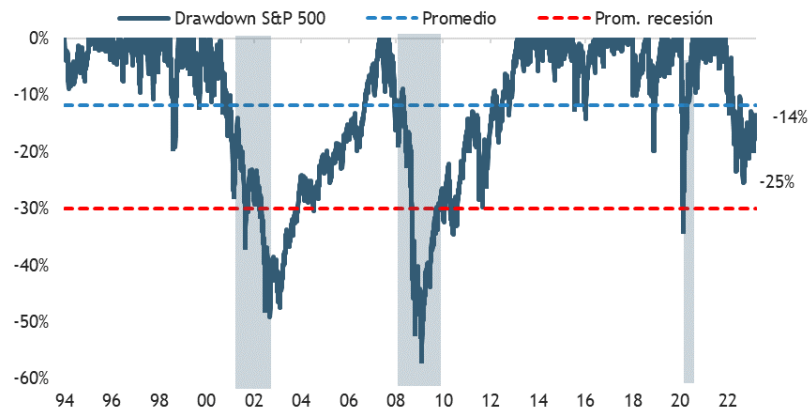
S&P 500 valorizaciones vs tasas reales



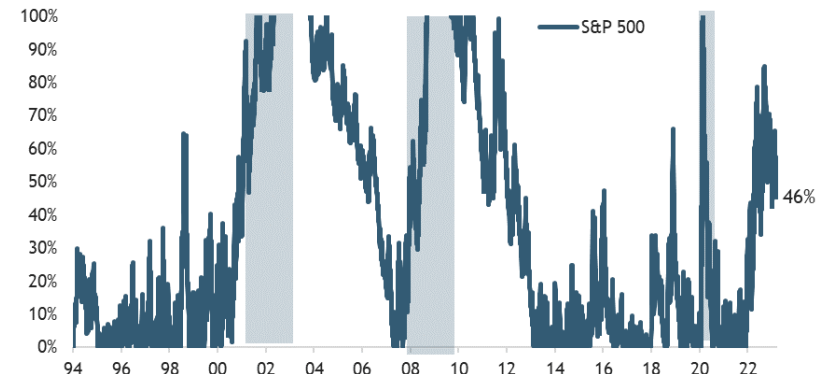
S&P 500 EPS vs Precio



Drawdown S&P 500



Probabilidad de Recesión



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

Renta Variable EEUU.

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

		Valor Actual	Up Side	Blg P.O.	Max 52S	Min 52S	Variacion % en							Precio/Utilidad				EV/EBITDA				Bolsa/Libro			
							7D	30D	3M	6M	YTD	1Y	Actual	Prom 15y	FWD	Prom 15y	Actual	Prom 15y	FWD	Prom 15y	Actual	Prom 15y	FWD	Prom 15y	
Índices																									
S&P 500	📈	4.146,22	11,3%	4.613	4.462	3.577	1,0%	5,8%	3,7%	15,7%	8,0%	-5,6%	20,0	18,1	18,3	16,0	13,4	11,1	12,3	9,7	4,1	2,8	3,6	2,5	
S&P Mid Cap	📈	2.502,56	17,9%	2.950	2.727	2.201	2,3%	2,1%	-3,0%	11,5%	3,0%	-4,8%	14,2	21,0	14,1	17,0	9,6	12,0	9,7	7,4	2,2	2,3	1,9	2,0	
S&P Small Cap	📉	1.163,24	25,2%	1.456	1.316	1.064	1,2%	-0,3%	-6,1%	6,6%	0,5%	-9,4%	15,2	24,8	13,4	17,8	9,1	12,4			1,7	2,0			
Growth	📈	2.570,72	11,3%	2.860	2.958	2.287	-0,6%	5,3%	5,9%	12,4%	8,9%	-11,3%	20,3	21,0	20,0	18,1	13,9	13,0	13,2	10,8	7,0	4,5	5,9	3,9	
Value	📈	1.492,98	14,4%	1.708	1.575	1.270	0,0%	3,4%	-1,5%	15,5%	4,1%	-2,9%	19,4	15,5	16,5	14,0	12,6	10,4	11,2	8,8	2,7	2,0	2,4	1,8	
Sectores																									
Materials	📈	513,11	10,9%	569	569	424	2,3%	4,3%	-2,8%	19,7%	4,8%	-8,2%	14,7	18,2	17,3	16,1	10,0	11,3	9,9	8,6	2,9	2,8	2,6	2,5	
Industrials	📈	846,09	11,0%	939	875	701	2,2%	0,8%	-2,4%	18,1%	1,8%	0,1%	26,0	17,6	18,3	16,2	15,6	10,5	11,9	10,4	5,0	3,6	4,4	3,4	
Cons. Discre.	📈	1.142,93	16,7%	1.334	1.452	983	1,2%	4,5%	5,1%	7,4%	13,7%	-18,7%	28,4	20,7	22,4	18,2	13,6	11,2	12,3	9,6	8,4	4,7	6,7	4,3	
Technology	📈	2.612,33	6,2%	2.774	2.651	2.042	0,1%	7,3%	14,7%	27,7%	20,3%	1,5%	29,1	19,9	24,7	16,2	17,7	11,5	16,9	9,2	9,0	4,2	8,0	3,6	
Comunicaciones	📈	196,57	14,5%	225	219	150	0,3%	11,8%	14,3%	21,8%	23,3%	-12,2%	18,0	14,9	15,7	13,3	11,2	7,2	9,8	6,7	3,1	2,8	3,0	2,7	
Financials	📈	540,84	17,7%	637	630	503	1,7%	1,0%	-10,0%	5,1%	-5,1%	-11,8%	13,1	14,3	13,2	13,0	-	-	-	-	1,5	1,3	1,7	1,2	
Energy	📈	669,04	15,0%	769	720	515	2,3%	7,6%	-3,1%	8,4%	-0,5%	10,1%	7,9	15,8	10,9	13,5	5,3	7,8	5,8	5,8	2,4	1,9	2,1	1,8	
Cons. Staples	📈	790,06	6,7%	843	842	693	0,3%	5,3%	1,1%	12,4%	1,4%	-4,2%	21,5	19,2	20,2	18,0	18,0	13,1	13,7	12,1	6,7	4,9	5,7	4,6	
Healthcare	📈	1.580,81	10,1%	1.741	1.634	1.393	1,5%	7,5%	0,1%	9,7%	-0,3%	-2,2%	19,0	19,2	17,7	15,4	14,7	13,4	13,3	10,7	4,9	3,8	4,3	3,3	
Utilities	📈	353,91	7,6%	381	395	312	-0,2%	5,8%	-2,4%	12,2%	-1,3%	-8,4%	21,3	16,5	17,9	16,0	14,1	10,0	12,0	9,2	2,2	1,8	2,0	1,6	

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

		Fecha	17-05-22	14-06-22	14-07-22	15-08-22	12-09-22	12-10-22	11-11-22	13-12-22	11-01-23	09-02-23	10-03-23	12-04-23	Semana
Cyclicals Near Defensives	S&P 500	-8,5%	-10,5%	-13,7%	7,2%	10,0%	-5,9%	-6,7%	2,2%	11,0%	3,2%	-1,9%	3,1%	0,04%	
	Growth	-13,5%	-13,5%	-14,6%	12,4%	13,7%	-6,8%	-12,2%	-1,9%	4,7%	1,4%	-2,6%	6,7%	-0,21%	
	Value	-3,5%	-7,6%	-12,8%	2,5%	6,7%	-5,1%	-1,3%	6,1%	17,4%	5,0%	-1,2%	-0,7%	0,32%	
	Materials	-0,3%	-4,9%	-20,2%	-1,4%	1,4%	-5,1%	0,2%	9,0%	21,3%	2,0%	-3,3%	-2,9%	1,1%	
	Industrials	-5,5%	-10,6%	-14,5%	7,7%	9,1%	-1,4%	-0,3%	9,7%	20,4%	1,9%	0,0%	-2,3%	1,8%	
	Cons. Discre.	-18,4%	-17,0%	-20,5%	15,9%	21,9%	-2,0%	-15,6%	-12,4%	-2,0%	5,6%	-0,7%	3,9%	-1,1%	
	Technology	-13,2%	-11,2%	-11,6%	12,6%	10,9%	-9,5%	-11,7%	2,2%	10,3%	7,6%	3,7%	13,7%	-1,1%	
	Communication	-15,1%	-15,1%	-16,9%	3,0%	3,2%	-14,4%	-18,2%	-5,7%	5,4%	11,7%	4,0%	13,2%	-0,3%	
	Financials	-15,1%	-15,3%	-16,7%	7,0%	10,9%	-3,4%	0,9%	5,2%	18,3%	2,2%	-4,6%	-9,8%	1,2%	
	Energy	23,3%	12,9%	-15,3%	-6,8%	-2,1%	17,5%	19,8%	8,0%	9,8%	-4,1%	-0,1%	-1,7%	0,2%	
	Cons. Staples	1,6%	-4,0%	-8,4%	-1,7%	7,3%	-6,5%	-2,3%	6,7%	11,2%	-1,5%	-6,1%	0,2%	-0,1%	
	Healthcare	0,6%	-7,3%	-8,3%	3,7%	9,1%	-4,4%	-0,4%	10,1%	11,1%	-2,6%	-10,0%	-1,1%	0,5%	
	Utilities	9,2%	-5,8%	-8,5%	8,0%	18,0%	-11,7%	-11,2%	-4,5%	17,3%	-3,5%	-9,1%	-3,5%	0,5%	

Renta Variable EEUU.

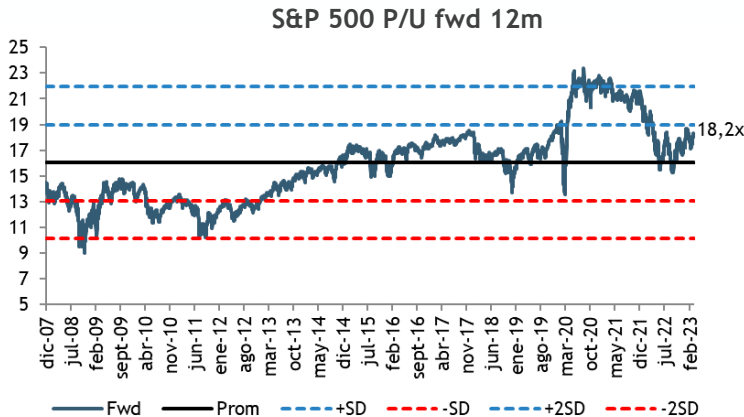
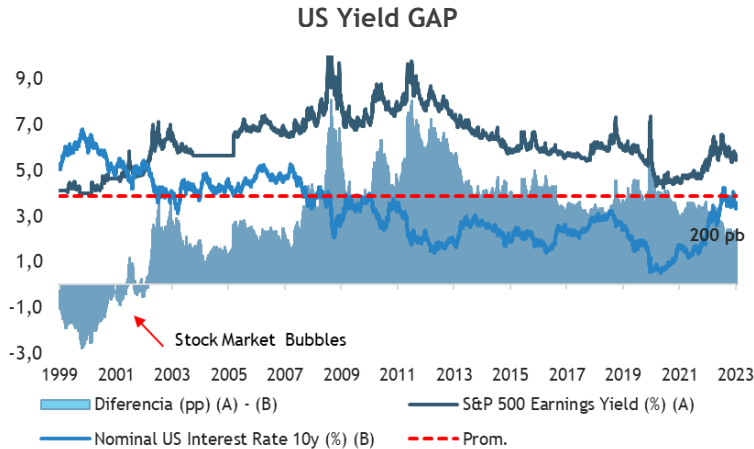
S&P 500: Potencial más bajo por mayores tasas de interés, incertidumbre política (monetaria) y ajustes de EPS

Escenario Solft landing

- El aumento de tasas de interés y una mayor incertidumbre política representan un lastre incremental en valoraciones y ganancias, lo que resulta en un objetivo de S&P 500 más bajo.
- Reafirmamos nuestras proyecciones de que la renta variable en EE. UU., cotiza en niveles fair value**, que podrían exagerarse, por cierto, pero limita el potencial de recuperación adicional, dado que las valorizaciones 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
	Caso alcista			Caso base			Caso Bajista	
\$235	4700	4519	4273	4123	3917	3790	3615	3357
	4610			4020			3486	
\$240	4800	4615	4364	4211	4000	3871	3692	3429
\$245	4900	4712	4455	4298	4083	3952	3769	3500
\$250	5000	4808	4545	4386	4167	4032	3846	3571
\$255	5100	4904	4636	4474	4250	4113	3923	3643



Renta Variable EEUU.

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

Escenario Hard landing

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

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

		10-Year US Treasury Yield							
		2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%	3,50%	4,00%
-18,2%	\$180	2571	2483	2400	2323	2250	2182	2118	2000
		2527		14,0					
-13,6%	\$190	2714	2621	2533	2452	2375	2303	2235	2111
		2667		14,0					
-9,1%	\$200	2857	2759	2667	2581	2500	2424	2353	2222
		2808		14,0					
-4,5%	\$210	3000	2897	2800	2710	2625	2545	2471	2333
		2948		14,0					
	\$220	3143	3034	2933	2839	2750	2667	2588	2444
	\$230	3286	3172	3067	2968	2875	2788	2706	2556
	\$240	3429	3310	3200	3097	3000	2909	2824	2667
	\$250	3571	3448	3333	3226	3125	3030	2941	2778
	\$260	3714	3586	3467	3355	3250	3152	3059	2889

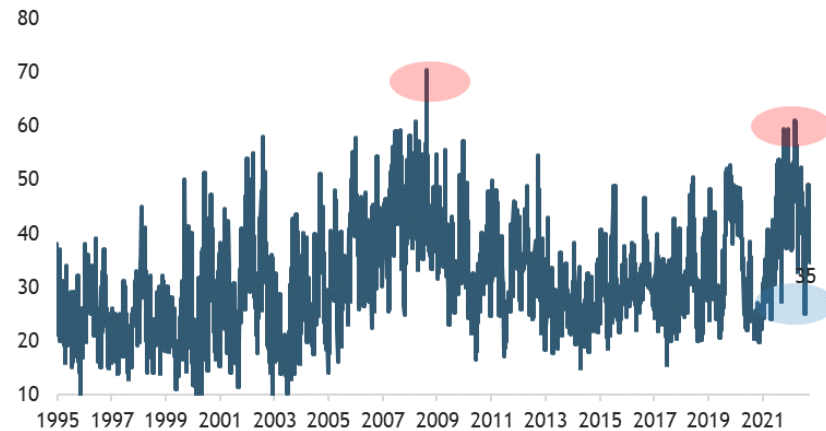


Renta Variable EEUU.

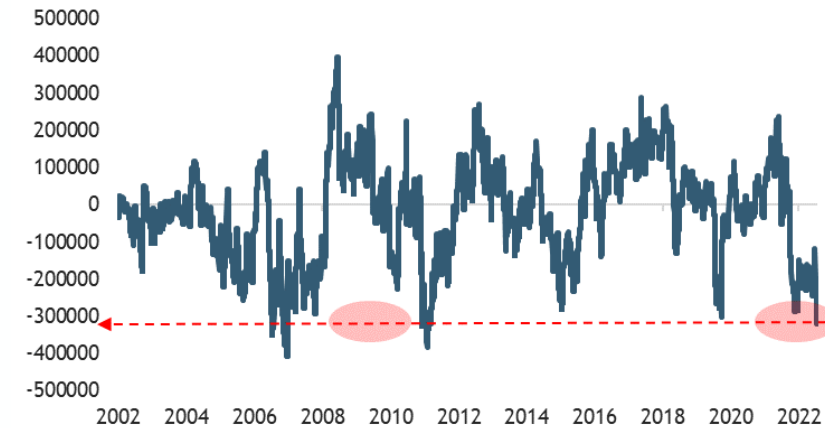
S&P 500: El sentimiento y el posicionamiento se aleja de niveles pesimistas

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

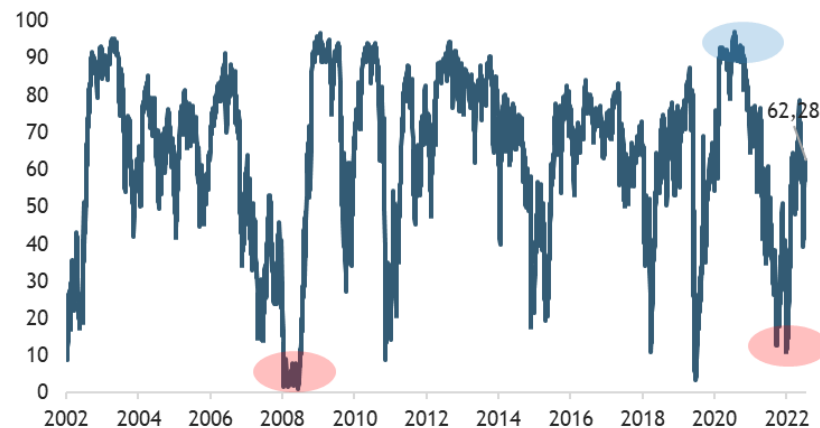
AAll US Investor Sentiment Bearish



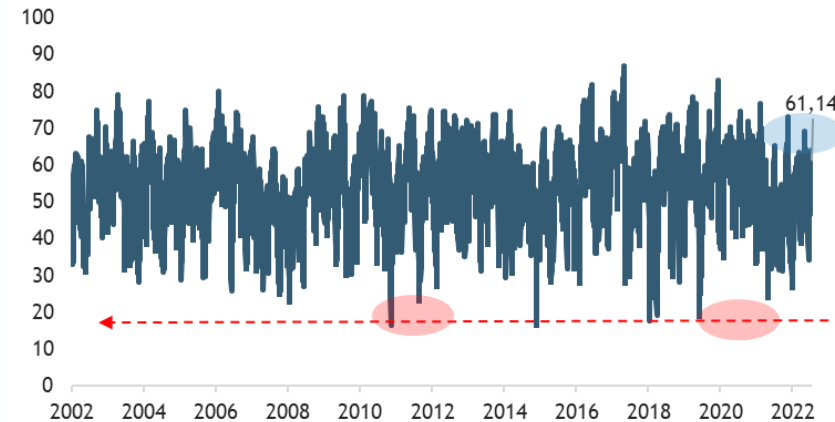
CME E Mini S&P 500 Idx NCL Fut



PCT MEMB ABOVE MOV AVG 200D



S&P 500 RSI



Conclusiones RVI

Sobreponderar mercados ex – US

- 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.
- **Nivel de tasas limita expansión de múltiplos.** Dividendos y retorno por FX serán los factores más relevantes para explicar el desempeño de los mercados de equity.
- 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 mas con tasas libres de riesgos particularmente atractivas (en torno al 5% en la parte corta de la curva**
- **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
 - **Buen punto de entrada en acciones china, tras las correcciones recientes.**
- Utilidades comienzan a corregirse más a la baja (con la excepción de China) dado el entono corporativo más desafiante de cara a 2023.
- **La racha del Value vs Growth se ha estancado este año**
- La renta variable en particular US no incorpora una recesión

Dólar

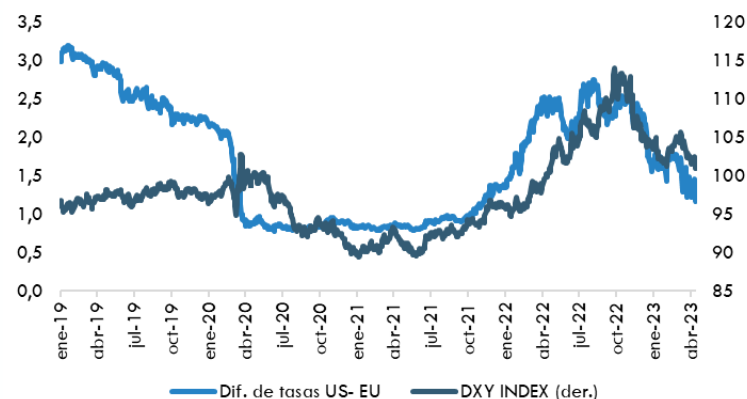


Dólar

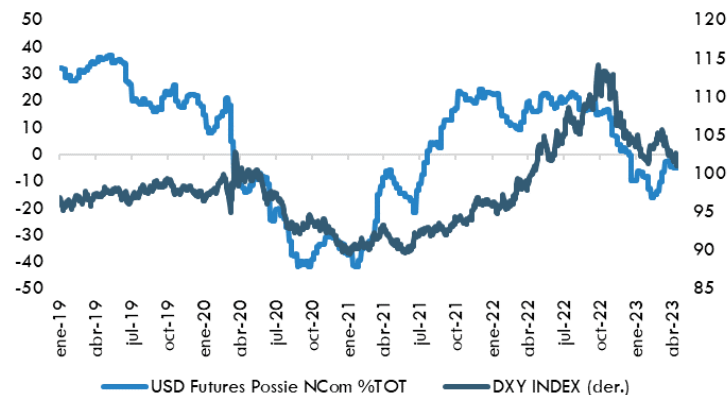
Diferenciales se vuelven menos favorables hacia el dólar dada la caída mayor en tasas US

- La tendencia del dólar a nivel global se ha ido consolidando a la baja, dadas las perspectivas de una menor inflación y menores tasas de interés en EE.UU.

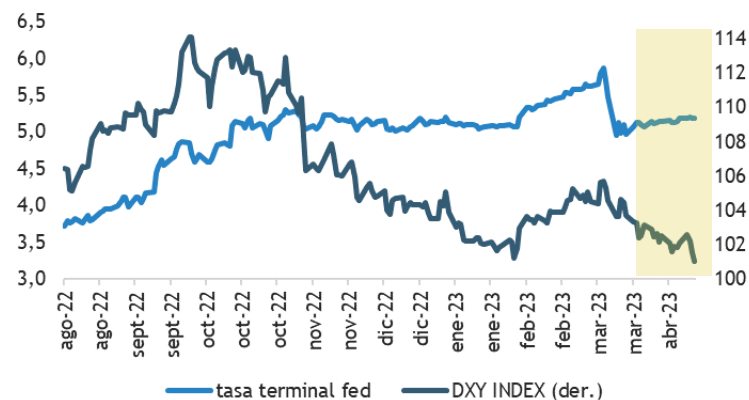
Dólar vs Diferencial de Tasas US-EU



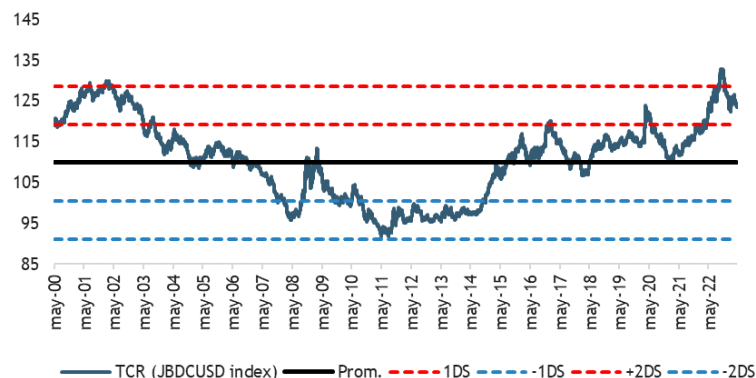
Dólar vs Posiciones Especulativas



Dólar vs tasas terminal FED



Dólar Tasa Real



	Monedas			
	Actual	1M (%)	YTD (%)	1Y (%)
Dólar Index (DXY)	101,6	-2,02	-1,84	1,11
Euro (EUR)	1,1	2,82	2,48	1,49
Libra Esterlina (GBP)	1,2	2,04	2,80	-4,89
Corona Sueca (SEK)	10,3	1,64	1,10	-7,19
Yen Japonés (JPY)	134,0	-1,61	-2,15	-5,63
Dólar Vanadiense (CAD)	1,3	2,65	1,33	-5,71
Dólar Neozelandés (NZD)	0,6	-1,29	-2,55	-8,52
Dólar Australiano (AUD)	0,7	0,09	-1,61	-9,36
Latam				
Real Brasileño (BRL)	4,9	7,34	7,45	-4,42
Peso Mexicano (MXN)	18,0	5,12	8,40	11,05
Sol Peruano (PEN)	3,8	0,46	0,84	-1,07
Peso Colombiano (COP)	4.414,3	9,70	9,89	-15,22
Peso Chileno (CLP)	799,3	3,78	6,42	2,12
Peso Argentino (ARS)	215,1	-6,12	-17,86	-48,31
Otros Emergentes				
China Yuan (CNH)	6,9	0,14	0,69	-7,21
Rupia India (RUPEE)	82,0	0,70	0,93	-6,91
Rand Sudafricano (ZAR)	18,2	1,73	-6,18	-19,42
Lira Turca (TYR)	19,4	-1,88	-3,46	-24,53
Rublo Ruso (RUB)	81,7	-5,70	-9,06	1,75
Baht Tailandés (THB)	34,4	-0,94	0,66	-2,15
Rupia Indonesia (IDR)	14.790,0	-3,62	-5,00	3,11
Dólar Singapur (SGD)	1,3	0,77	0,56	1,90
Ringgit Malayo (MYR)	4,4	1,44	-0,44	-4,24
Won Surcoreano (KRW)	1.311,3	-0,60	-3,89	-6,28
Dólar Taiwanés (TWD)	30,5	0,15	0,73	-4,52
Otras				
BITCOIN	29.488,0	7,58	78,29	-26,78

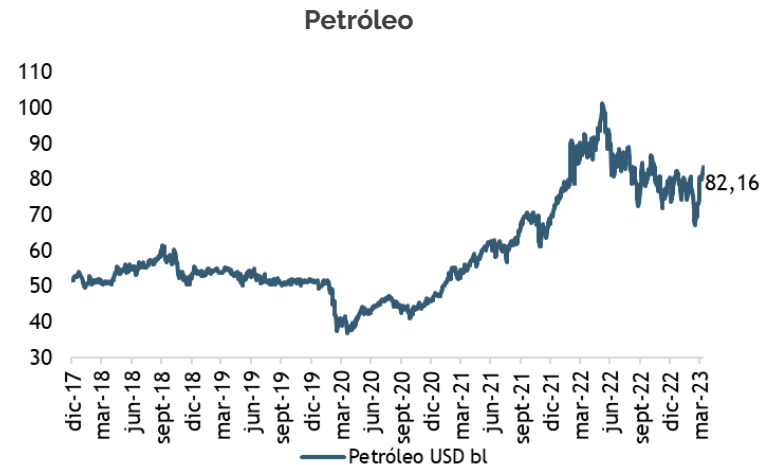
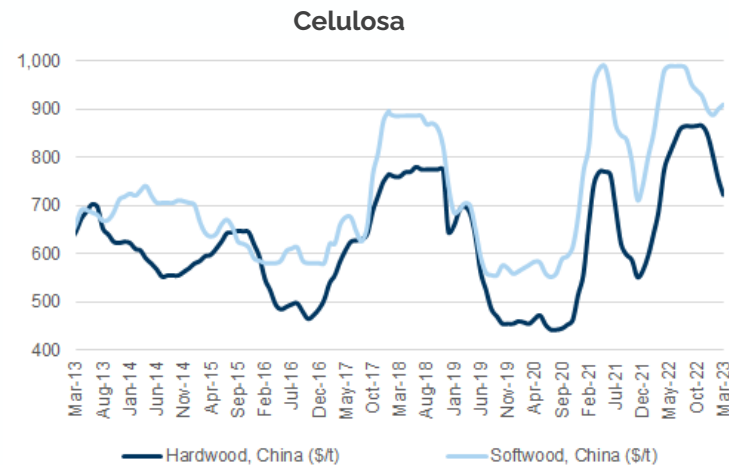
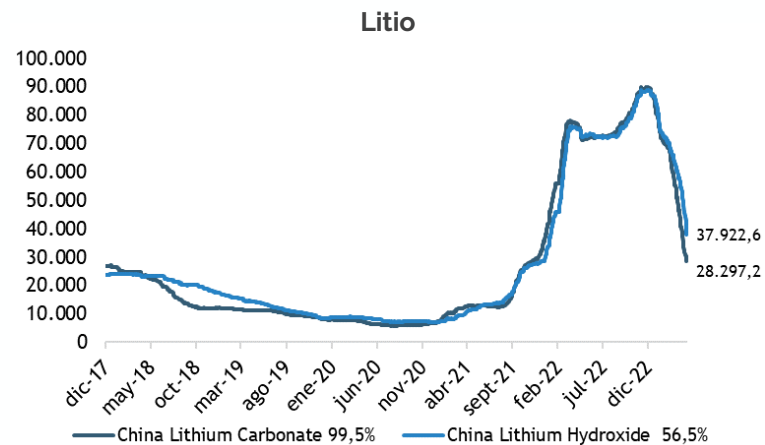
Commodities

Commodities

Reapertura de China mejora las perspectivas de demanda, pero temores de recesión en EEUU pesan en el corto plazo

- Mercados de materias primas permanecen en general estrechos
- Las materias primas vienen cayendo por el aumento del temor a una recesión en EE.UU., alimentado por la renovada preocupación sobre el ritmo de endurecimiento de la Reserva Federal.

Commodities				
	Actual	1M (%)	YTD (%)	1Y (%)
Energy				
WTI	82,0	22,47	1,89	-11,50
BRENT	85,8	17,89	1,22	-11,45
Gasoline	280,2	13,64	6,91	-1,09
Nat Gas	2,2	-10,02	-44,01	-52,81
Metals				
Gold	2.003,8	0,72	9,84	1,28
Silver	25,4	12,32	5,98	-0,62
Iron Ore 62%	119,1	-8,38	7,04	-23,50
Copper	409,5	4,63	7,45	-13,32
China Lithium Carbonate 99,5%	27.217,0	-40,26	-63,48	-62,15
China Lithium Hydroxide 56.5%	34.930,9	-38,54	-55,01	-51,12
Madera USD board feet	419,3	-7,13	12,20	-52,83
Agriculture				
Corn	636,3	2,95	-5,28	-13,29
Wheat	697,8	-3,02	-13,11	-30,55
Soybeans	1.475,8	0,99	-3,75	-0,22
Coffee	195,5	11,40	17,32	-10,45
Sugar	23,5	16,72	30,81	23,79
Cotton	82,9	5,72	-0,54	-23,55
ETFs				
ISHARES GLOBAL TIMBER & FORE	72,2	3,91	-0,76	-20,12
GLOBAL X LITHIUM & BATTERY T	62,8	7,19	7,08	-13,16
ISHARES MSCI GLOBAL METALS &	43,3	9,07	5,54	-16,53
ISHARES S&P GSCI COMMODITY I	21,0	11,06	-1,18	-12,80



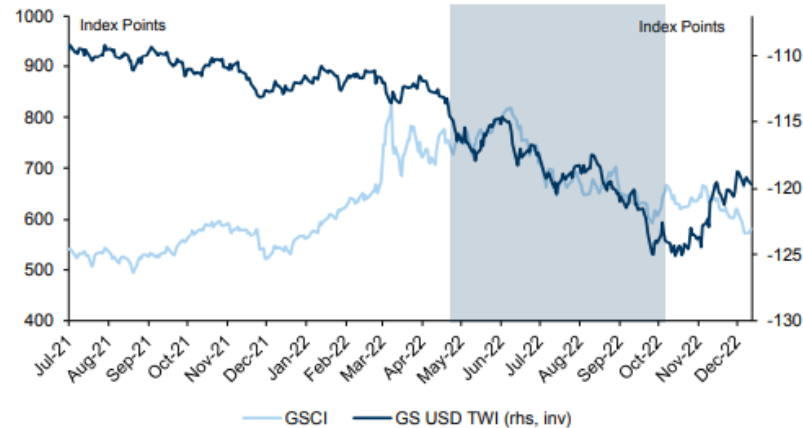
Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg. Datos al 17 de Abril 2023

Commodities

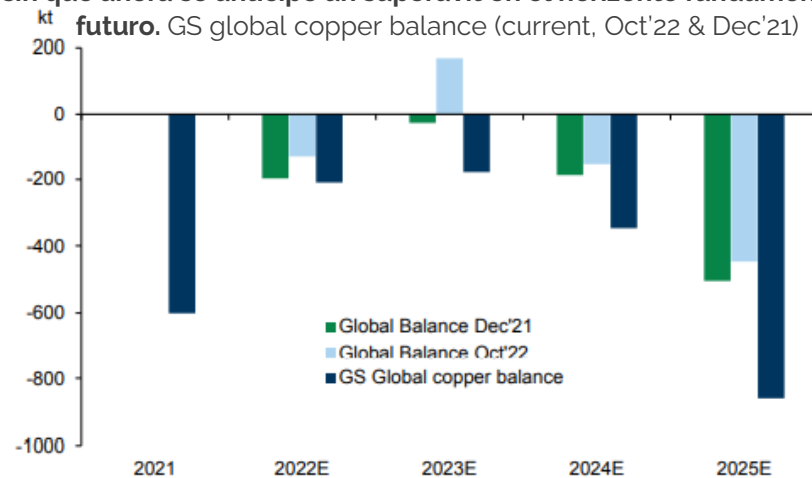
Un superciclo subinvertido

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

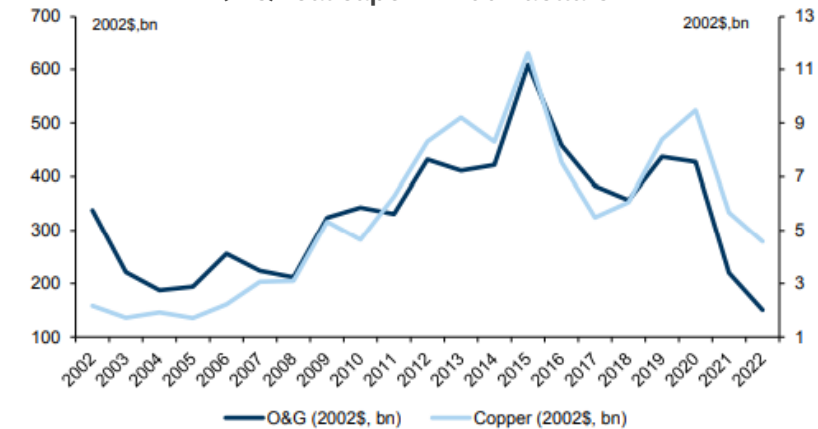
Las materias primas han estado dominadas por el dólar en 2022



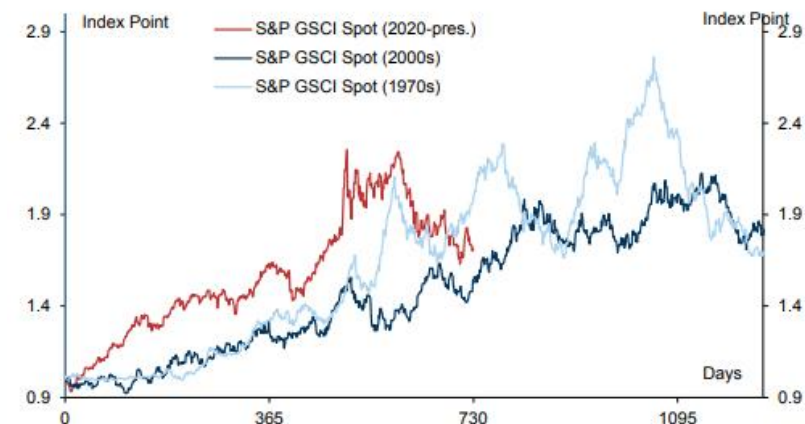
Se espera que el mercado del cobre permanezca en déficit el próximo año, sin que ahora se anticipe un superávit en el horizonte fundamental a futuro. GS global copper balance (current, Oct'22 & Dec'21)



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



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



Flujos de inversión

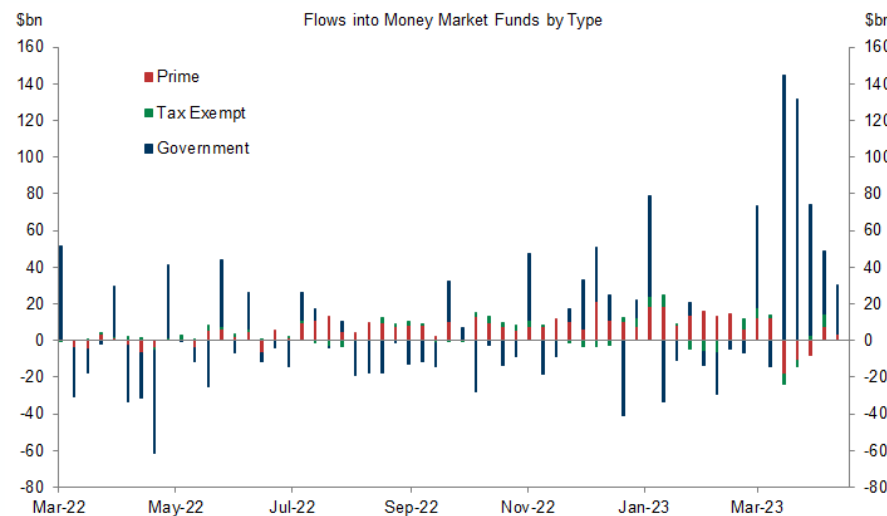
Flujos de Inversión

Las entradas a MM se moderan en el margen

- Los flujos hacia fondos mutuos y productos de inversión relacionados mostraron algunos signos de tolerancia al riesgo ligeramente mejor: entradas netas hacia acciones de EE. UU., ralentización de las entradas de fondos del mercado monetario y flujos transfronterizos positivos.
- Los activos de los fondos del mercado monetario aumentaron en 52.000 millones de dólares. El ritmo de las entradas semanales en los FMM se ha desacelerado, pero sigue siendo ligeramente elevado y sesgado hacia los fondos de dinero del gobierno según los datos de ICI.**

	Global Fund Flows Summary			
	Millions USD		% AUM	
	4wk sum	12-Apr	4wk avg	12-Apr
Equity	471	3,923	0.00	0.02
Fixed Income	15,832	2,113	0.06	0.03
of which: EM	-4,202	-942	-0.22	-0.20
Money Markets	342,346	51,608	1.15	0.68
FX Flows*	3,185	867	0.01	0.01

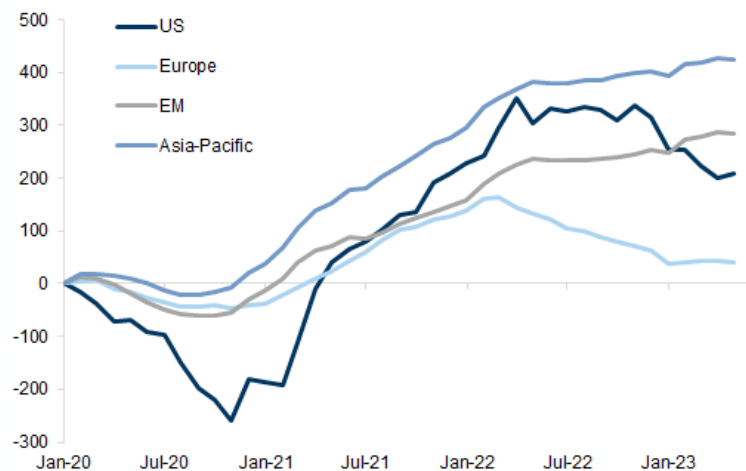
*Cross-border fund flows, excluding hard currency and FX-hedged funds



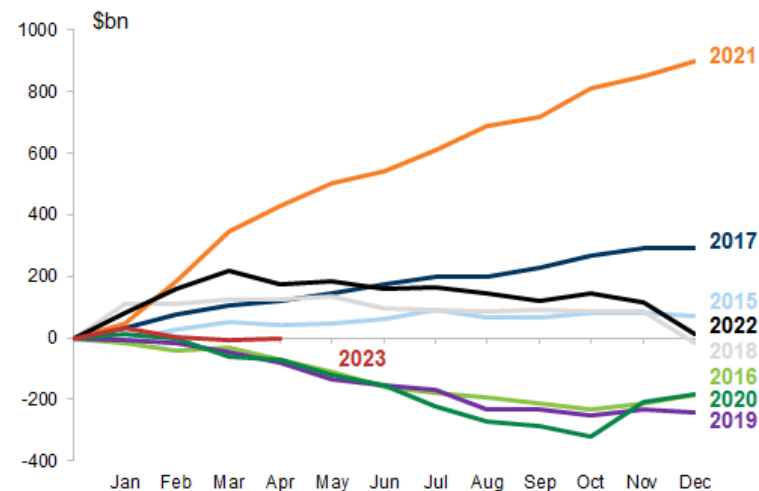
Flujos de Inversión

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

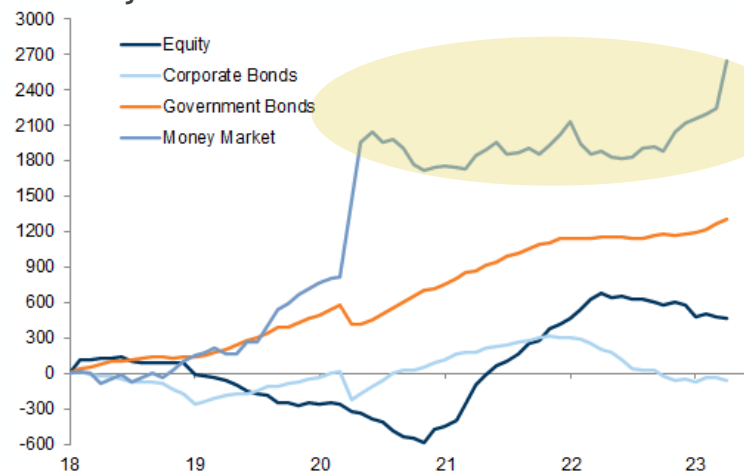
Flujos acumulados en acciones por regiones. Weekly flows, USD bn.
EPFR Country Flows.



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



Flujos de fondos acumulados entre activos



Activos Alternativos



Temas a tratar

Tabla para hoy

- Entorno y visión de activos alternativos
- El caso para la deuda privada
- El caso para la renta inmobiliaria
- El caso para el capital privado

Activos alternativos

Asignación por tipo de inversionista ...



Source: Preqin. Data as of March 2023

Activos alternativos

Entorno y variables clave ...

Expansión Económica	Expansión Tardía	Contracción	Expansión Temprana
Senior debt: buenos covenants, LTV bajos, ofrece protección a la baja, se espera aumento en defaults, mayores cupones compensan en parte ese aumento de defaults.			
Opportunistic credit: habilidad de aprovechar oportunidades en tiempos de estrés lo convierte en una estrategia apta para todo el ciclo sobre todo en periodos de contracción y expansión temprana, busca deals de especialidad o mas de nicho.			
	Distressed credit: necesita estrés financiero, generalmente periodos cortos de tiempo.		
Mezzanine: apreciación de capital mediante la exposición a acciones			Mezzanine: apreciación de capital mediante la exposición a acciones
Venture: apreciación de capital mediante la exposición a acciones			Venture: apreciación de capital mediante la exposición a acciones
Private Equity: apreciación de capital mediante la exposición a acciones			Private Equity: apreciación de capital mediante la exposición a acciones
Infraestructura core +: apreciación de capital producto de mayor crecimiento mas flujo	Infraestructura core: flujo estable de contratos indexados a inflación y regulados no debería variar ante cambios del ciclo.		Infraestructura core +: apreciación de capital producto de mayor crecimiento. Mas flujo

Activos alternativos

Entorno y variables clave ...

	4Q 2022	1Q 2023	Notas:
Mercados públicos	Negativo	Menos negativo	En el margen mejora el outlook de activos públicos principalmente por la renta fija y menores volatilidades.
Valorizaciones (S&P 500)	(-) Levemente mas altas que el promedio	(-) Levemente mas altas que el promedio	Deberíamos ver que los resultados corporativos y sus revisión vayan a la baja, en la medida que la macro se deteriora y el mercado ajusta.
Spreads (HY / Loans)	(-) Bastante cercanos a promedio	(-) Bastante cercanos a promedio	Sin cambios relevantes, aunque con menores resultados corporativos deberíamos ver ampliación en los spreads.
Volatilidad (VIX / MOVE)	(-) Volatilidades altas	(+) Menores volatilidades	En la medida que el mercado ha encontrado un techo en las tasas la volatilidad ha disminuido.
Mercados privados	Negativo	Negativo	Deberíamos ver una continuación del 4Q 2022 producto del ajuste en valorizaciones de los fondos.
Condiciones de financiamiento (Libor + %)	(-) Bastante restrictivas	(-) Bastante restrictivas	Private Debt: aumentan las exigencias o covenants Real Estate: dificultad de refinanciar Private Equity:
Valorizaciones (Múltiplos / Spreads)	(-) Han seguido ajustando	(-) Han seguido ajustando	Private Debt: NAVs no han caído, spreads subieron 50bp. Real Estate: NAVs cayendo, vacancias y mayores cap rates. Private Equity: NAVs cayendo, incorporación de mercados públicos.
Dry Powder (compromiso no invertido)	(-) se mantiene en niveles históricamente altos	(-) se mantiene en niveles históricamente altos	Private Debt: principalmente en direct lending. Real Estate: - Private Equity: Menores transacciones debido a dificultad de financiamiento
Técnico	Negativo	Menos negativo	Se han visto distressed seller, si bien el deal flow sigue bajo, transacciones por efecto denominador han bajado este trimestre
Transacciones	(-) Deal flow se ha secado	(-) Deal flow se mantiene bajo	Menor por el lado del equity, por el lado de crédito ha disminuido pero menos
Efecto denominador	(-) presiona precios a la baja por transacciones en MS	(-) se ha visto menos	
Regulaciones	-	-	

Activos alternativos

Visión de activos alternativos por estrategia

	4Q 2022	1Q 2023	Notas:
Clase de activo			
Private Debt	Neutral	Neutral	Direct lending: lo consideramos un all weather en el ciclo económico Distressed debt: creemos que en este entorno mas difícil saldrán oportunidades Opportunistic credit: oportunidades de nicho, mas difícil de predecir el timing Mezzanine debt: funciona bien bajo escenarios de crecimiento económico
Real Estate (Income)	Neutral	Negativo	Core: creemos que fondos core con baja deuda podrán seguir generando income. Core plus: potencial de plusvalía mas acotado, mas negativos en esta estrategia. Value add: -
Private Equity	Neutral	Negativo	Large buyouts: el costo de la deuda se come la tir se ve menos atractivo Growth capital: idem al anterior Venture capital: valorizaciones fair luego del ajuste, no se ve atractivo aún
Vehículo			
Closed end fund	Neutral	Neutral	
Open end fund	Positivo	Positivo	
Fund of funds	Neutral	Neutral	
Tipo de estrategia			
Primaria	Neutral	Neutral	Para invertir en estrategias que aprovechen momento coyuntural.
Secundaria	Positivo	Positivo	Vemos oportunidades a través de estrategias que vayan al mercado secundario por falta de liquidez tanto a fondos de continuación o GP led transactions también LP led.

Activos alternativos

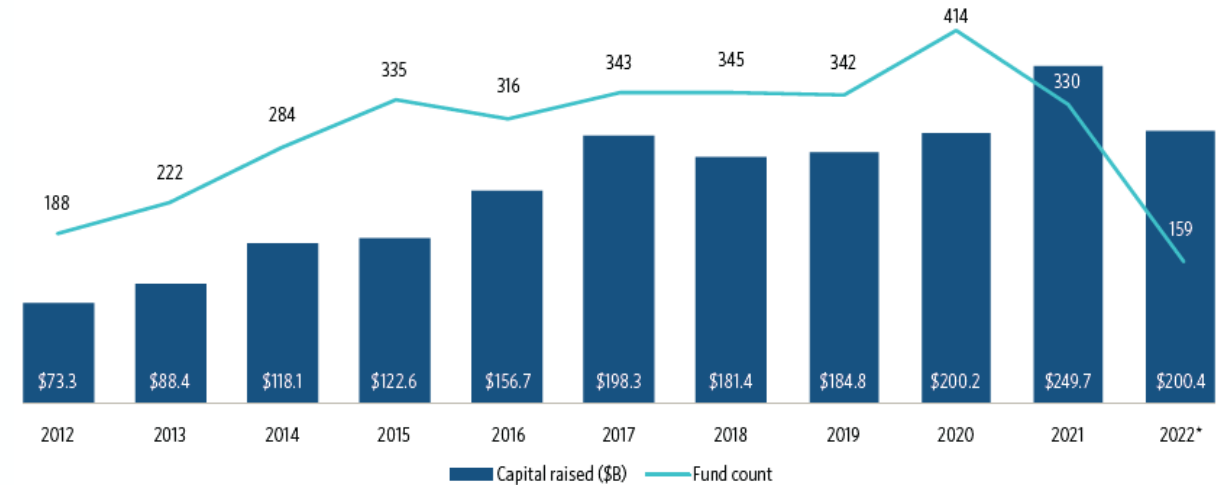
El caso para la deuda privada

State of Private Markets: Q1 2023

- Private debt fundraising finished the year on a strong note. While institutional fundraising was down from 2021's record, private debt managers leaned on the retail channel to erase much of that decline.
- Direct lending continues as the most sought-after private debt substrategy.
- Mezzanine also had a stellar year of fundraising and contributed several of the largest funds.
- That shortfall was fully offset by the enormous growth in fundraising from nontraded BDCs and credit-oriented interval funds marketed to individual investors.
- The largest retail vehicles have overtaken their institutional brethren, such as Blackstone's Private Credit Fund at \$22.7 billion under management, and Owl Rock's six nontraded BDCs, which combine for more than \$16 billion.
- In 2021 to 2022, private credit providers all but cornered the market for large buyouts, deals that traditionally would have been done in the syndicated loan market. Private credit also likely took transactions that would have been done in the high-yield bond market.

Private debt fundraising activity

Institutional flows to private debt funds exceeded \$200 billion for the third straight year; retail flows were also significant



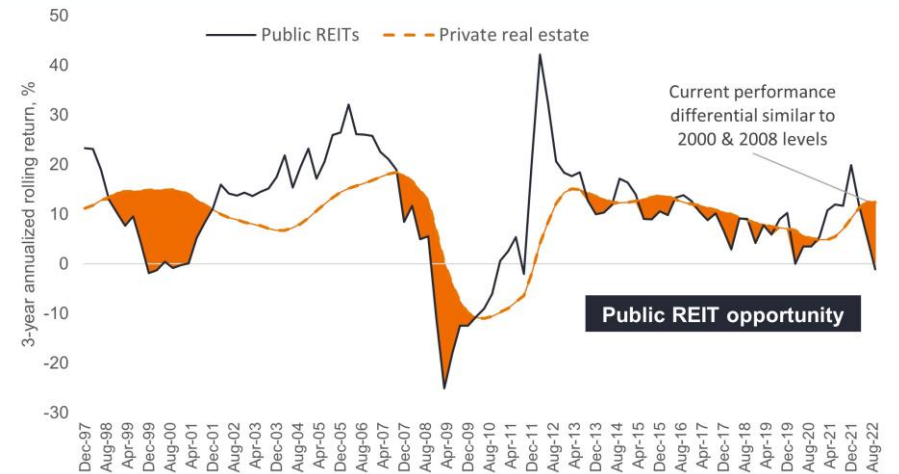
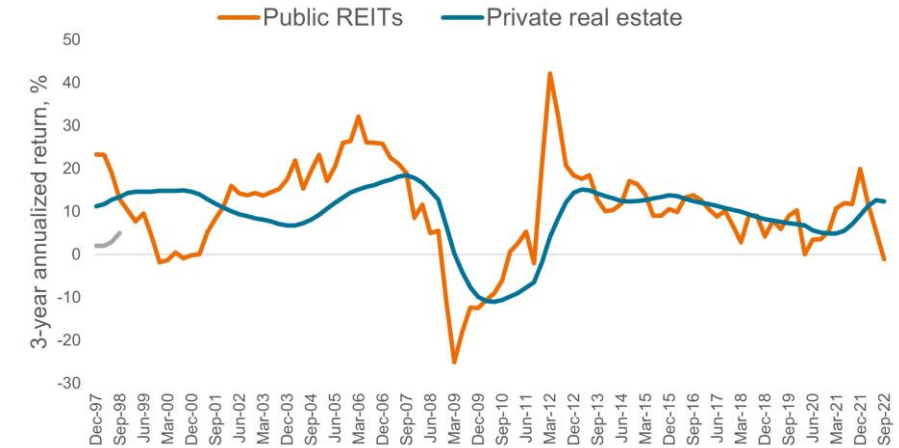
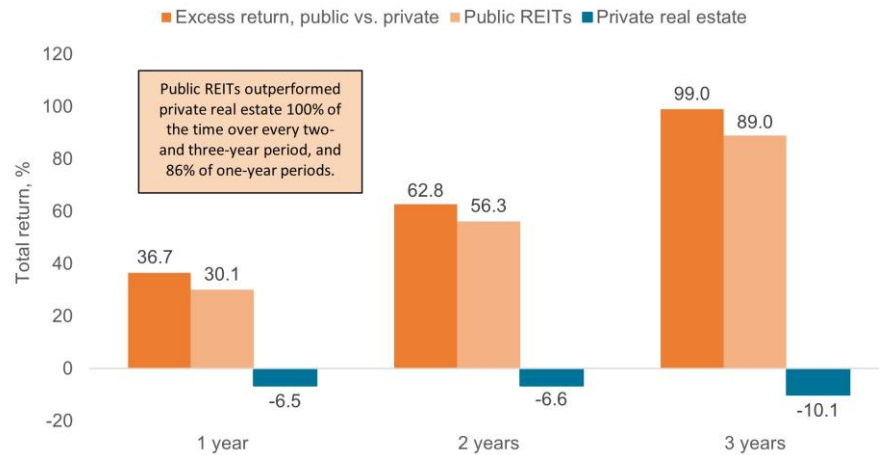
Source: PitchBook • Geography: Global
*As of December 31, 2022

Activos alternativos

El caso para la renta inmobiliaria

State of Private Markets: Q1 2023

- A conundrum for private real estate investors, with public REITs as a potential solution
- Public versus private real estate: similar assets, different prices: The driver of lagged beta
- Over time, public vs. private real estate indices diverge
- A window of opportunity – until it slams shut - Following a 20% or greater discount to NAV, public REITs usually outperform by a wide margin



<https://www.janushenderson.com/en-cl/advisor/article/public-vs-private-real-estate-similar-assets-different-prices-emea/>

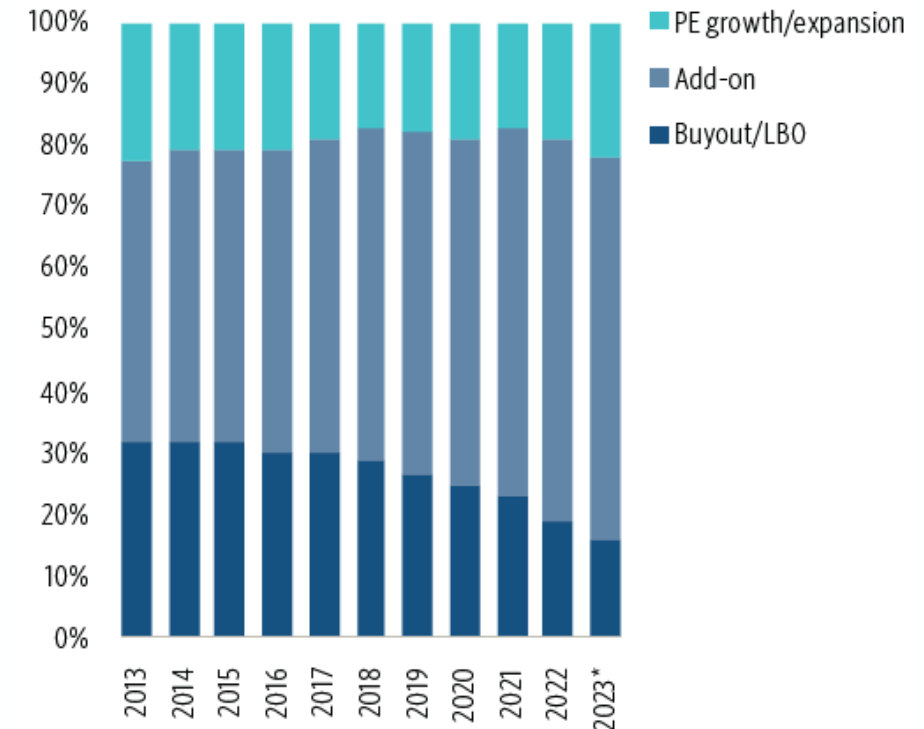
Activos alternativos

El caso para el capital privado (y venture capital)

State of Private Markets: Q1 2023

- PE managers have had to adjust to make deals happen and keep the leveraged buyout (LBO) machine functioning
- Deals have gotten smaller, making them more digestible and easier to finance.
- Many are add-ons, which can deliver incremental revenue and EBITDA growth to cover the escalation in interest costs. They are also easier to borrow against.
- Growth equity deals, which are smaller deals not reliant on debt that allow PE firms to apply active management despite fractional ownership.
- Buying smaller pieces of larger companies has seen a resurgence.
- Lastly, PE is making more frequent use of co-investment funds in order to minimize the check size that its own funds have to write.
- Keeping deal sizes small or finding other sources of capital to fill the gap.
- On the other end of the deal scales, robust activity continued in big take-privates, The 24.9% swoon in the S&P 500 through early October 2022 allowed PE firms to buy up public companies at discounts to their recent high-water marks. (funds with \$5 billion plus)
- Private equity turned to its own private debt funds and nontraded business development companies (BDCs).

Share of PE deal count by type



Source: PitchBook • Geography: US
*As of March 31, 2023

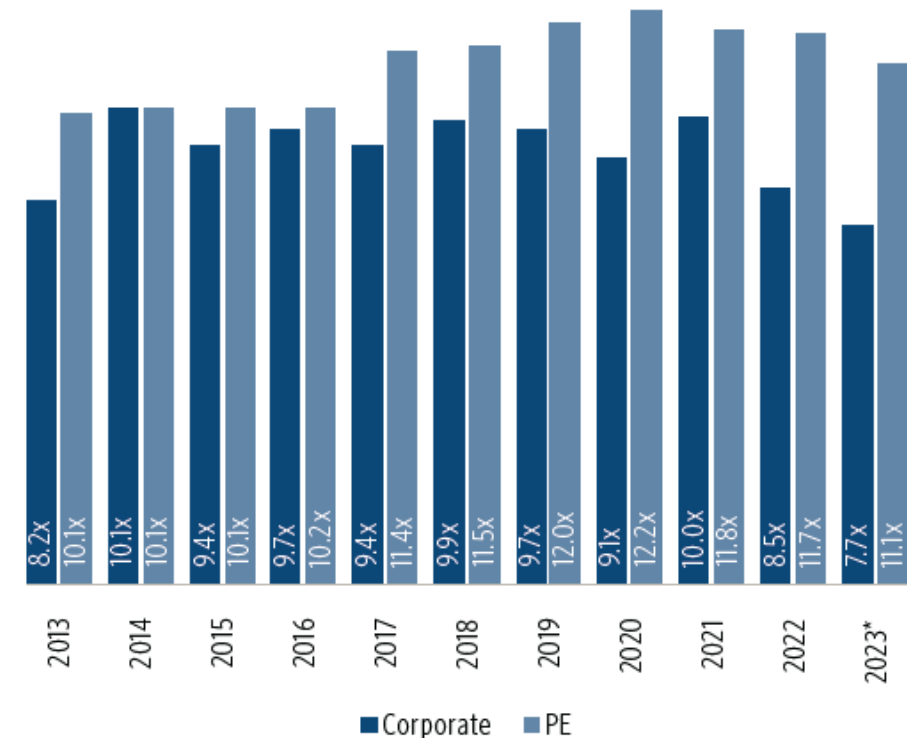
Activos alternativos

El caso para el capital privado (y venture capital)

State of Private Markets: Q1 2023

- Prices paid on PE buyouts are in full correction mode.
- The median **EV to EBITDA multiple stands at 11.1x** for the 12 months ended Q1 2023, down from 12.2x in 2020.
- The median **EV to revenue multiple on PE buyouts stands at 1.7x** through the first three months of 2023. That compares to 2.5x in 2021 and 2.4x in 2022.
- Any discussion of buyout multiples is incomplete without also discussing **disclosure rates**. For many years, disclosure on PE deals has been shrinking. In 2022, the EV to EBITDA multiple was disclosed on just 139 PE deals.
- Sponsors are finding increasing deal opportunities in corporate carveouts and divestitures. The vast majority of carveouts deals are add-ons—with the share at 78.6% in Q1 2023.
- Carveouts were frequently used in the aftermath of the financial crisis, when distressed companies sold assets for much-needed cash.

PE purchase price multiples paid versus corporate

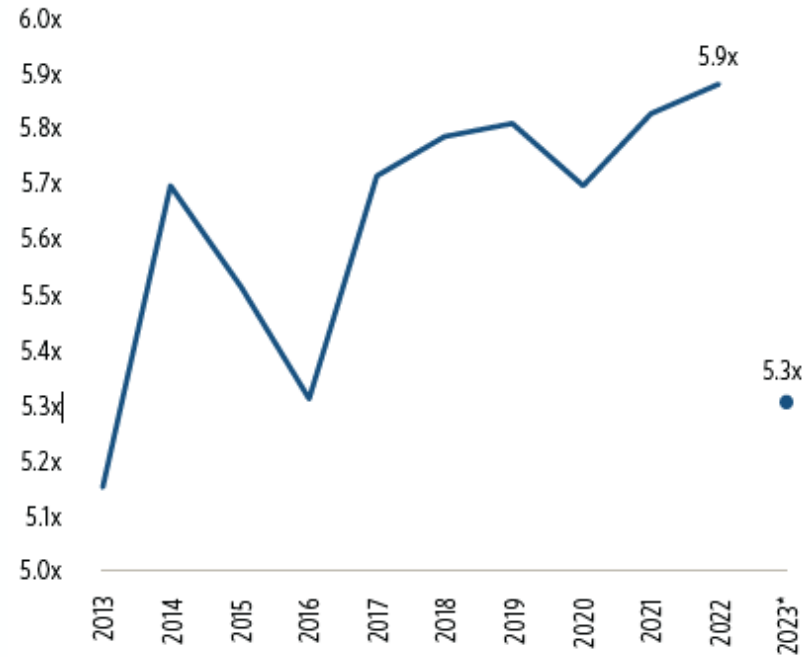


Source: PitchBook • Geography: North America and Europe
*As of March 31, 2023

Activos alternativos

El caso para el capital privado (y venture capital)

Median PE debt/EBITDA multiples

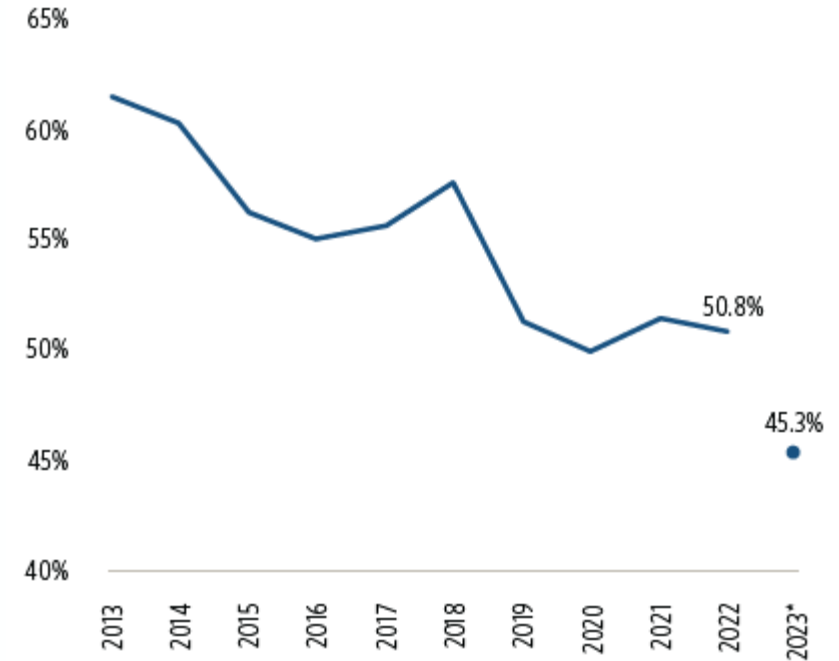


Source: PitchBook | LCD • Geography: US

*As of March 31, 2023

Note: Data excludes subordinated debt.

Share of PE LBO debt to EV



Source: PitchBook | LCD • Geography: US

*As of March 31, 2023

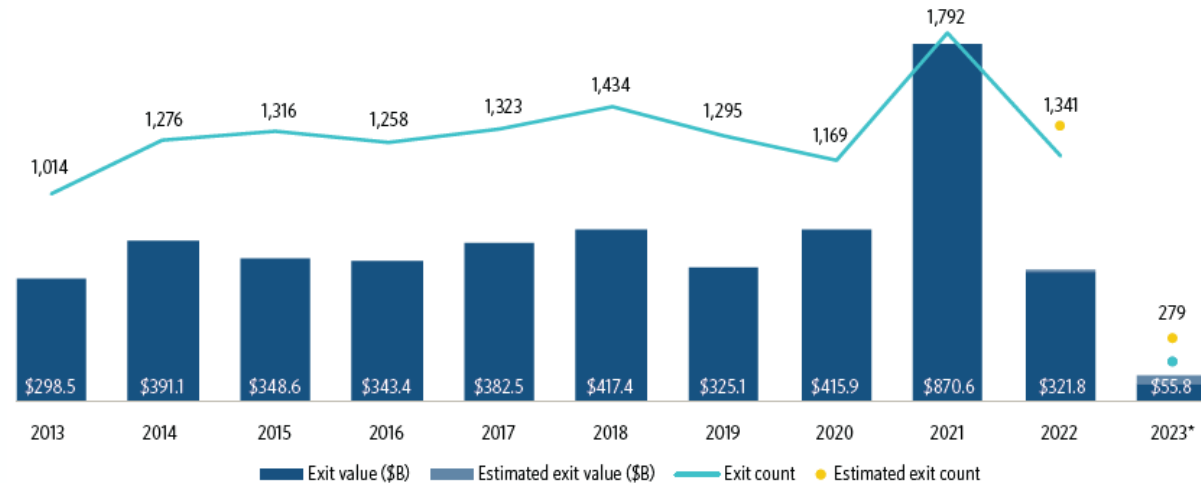
Activos alternativos

El caso para el capital privado (y venture capital)

State of Private Markets: Q1 2023

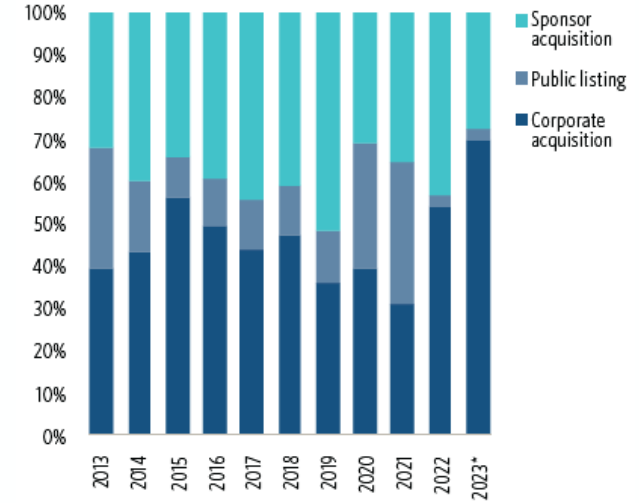
- US PE exit activity is off to a disappointing start in 2023. Both exit count and exit value declined for the third consecutive quarter as sponsors continued to struggle against prolonged inflation and unfavorable valuation adjustments.
- GPs continued to hold on to their portfolio companies instead of exiting them at lower valuations than desired.

PE exit activity



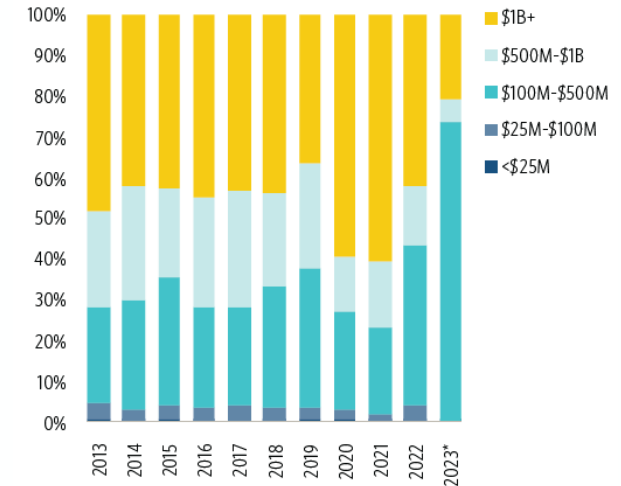
Source: PitchBook • Geography: US
*As of March 31, 2023

Share of PE exit value by type



Source: PitchBook • Geography: US
*As of March 31, 2023

Share of PE exit value by size bucket



Source: PitchBook • Geography: US
*As of March 31, 2023

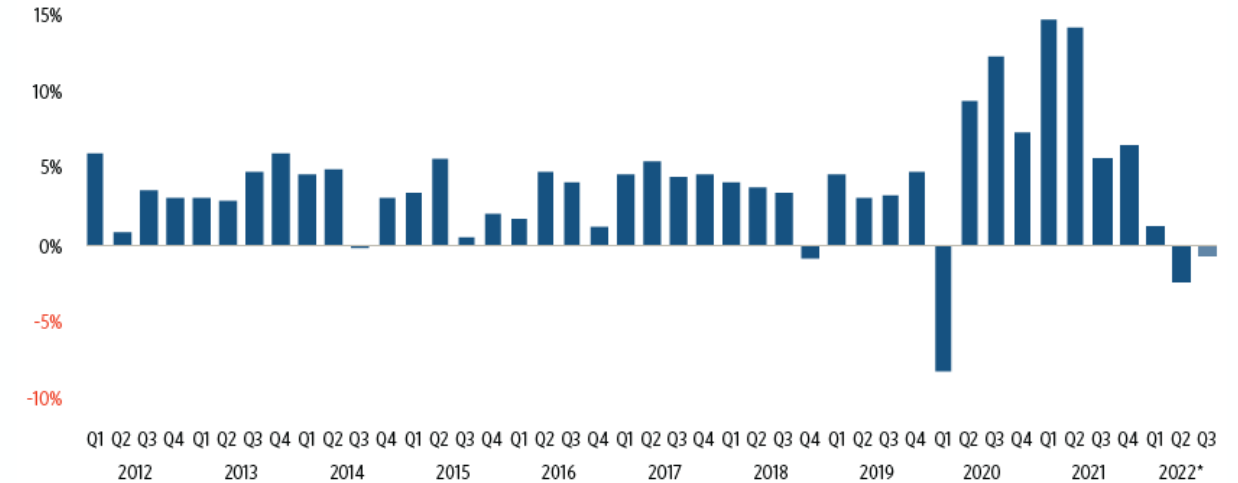
Activos alternativos

El caso para el capital privado (y venture capital)

State of Private Markets: Q1 2023

- PE returns experienced a mild correction relative to public markets, where the S&P 500 ended 2022 down 19.4%. By comparison, the rolling one-year horizon IRR for US PE funds as of Q3 2022 was 6.6%.

PE funds quarterly IRR



Source: PitchBook • Geography: US

*As of September 30, 2022

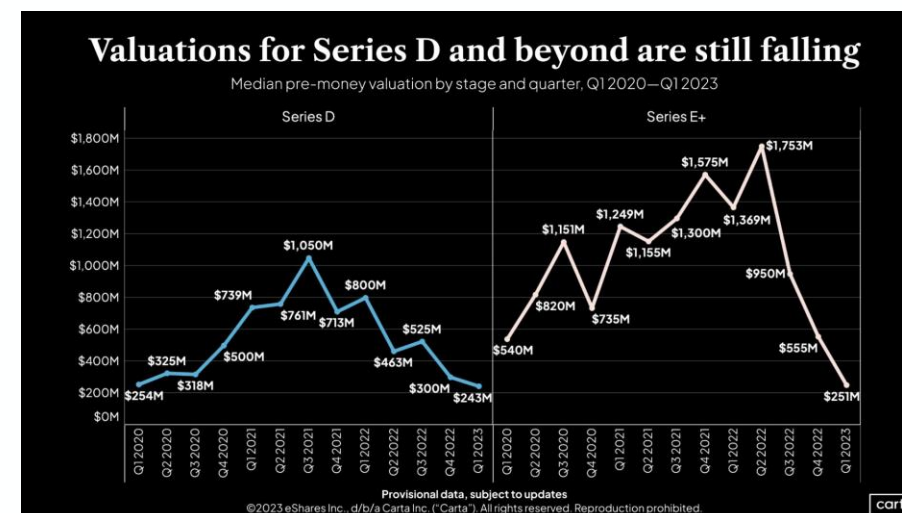
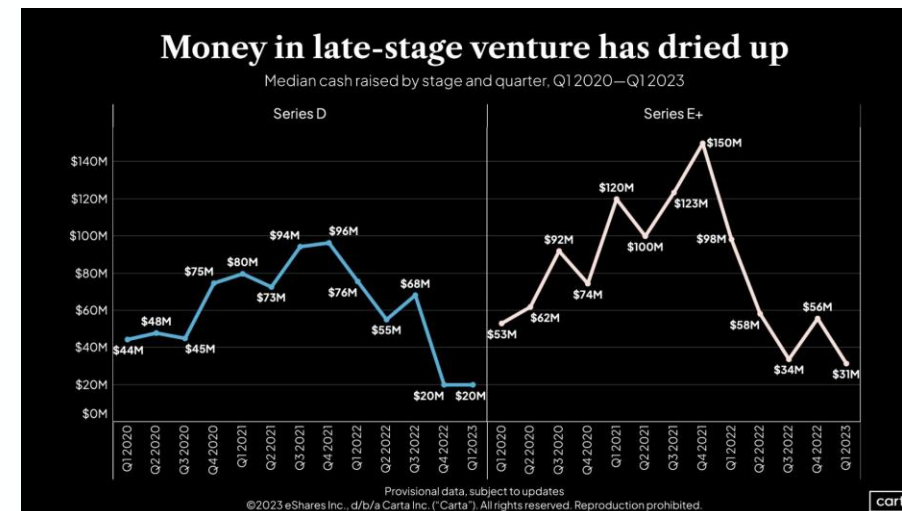
Note: Q3 2022 data is preliminary.

Activos alternativos

El caso para el capital privado (y venture capital)

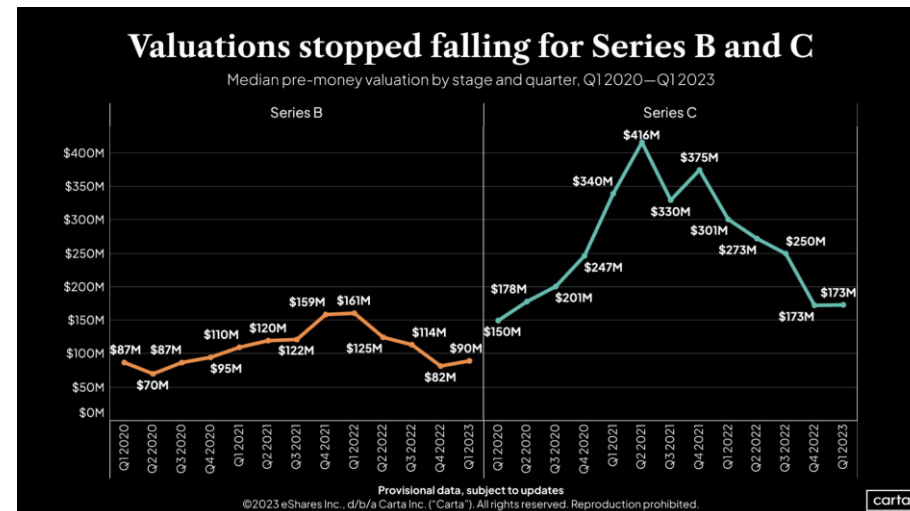
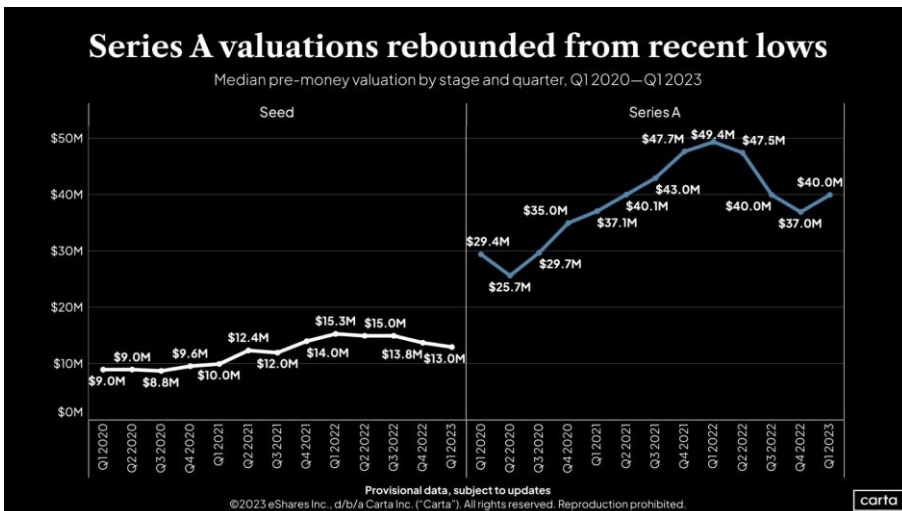
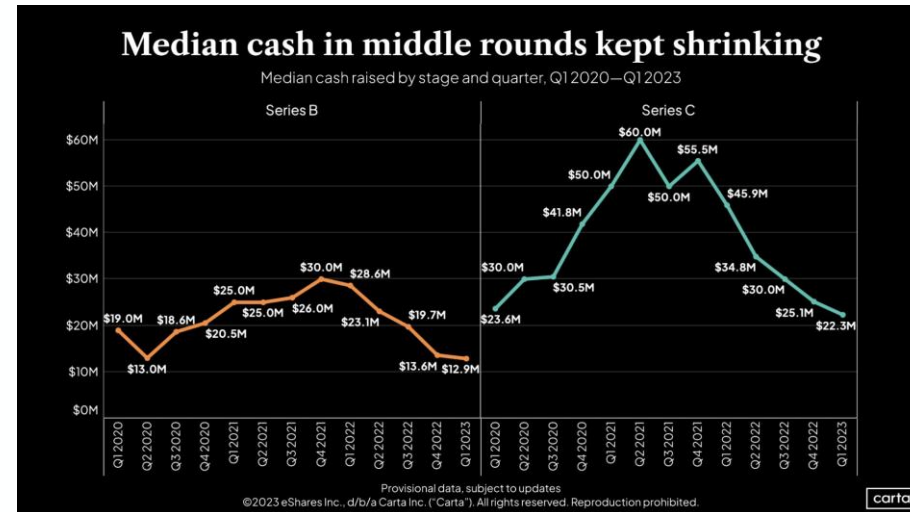
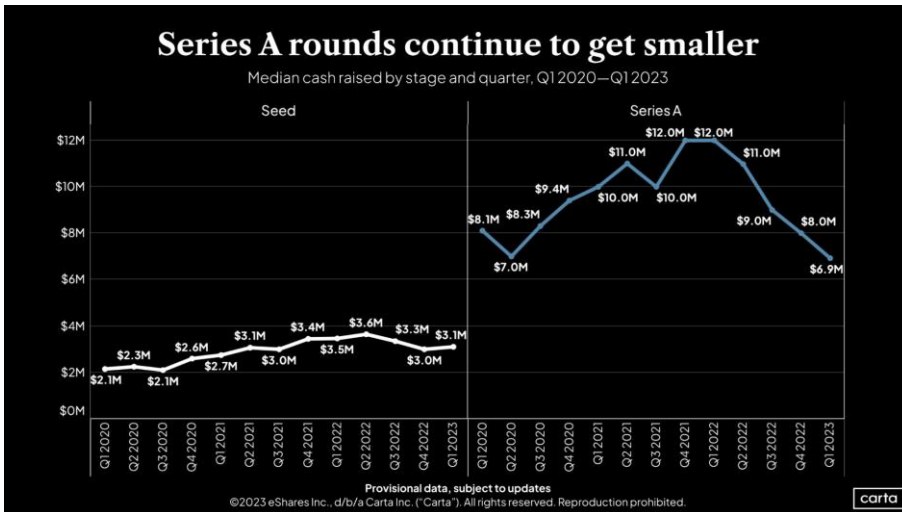
State of Private Markets: Q1 2023

- Series A pre-money valuations up 8.1% QoQ to \$40.0M while cash raised declined \$1.1MM to \$6.9MM. Post-money up only 4.2% due to decline in cash raised
- Series B pre-money up 9.8% to \$90MM; post-money up 7.6% to \$102.9MM while cash raised down 5% to \$12.9MM
- Series C pre-money flat at \$173MM and post-money down 1.4% to \$195MM while cash raised down 11.2% to \$22.3MM
- Late stage with Series D and E down 19% and 54.8% respectively. Median cash raised flat in Series D at \$20MM while E down 44.6% to \$31MM. Post Money for both stages fell 17.8% and 53.8% respectively.



Activos alternativos

El caso para el capital privado (y venture capital)



Activos alternativos

El caso para Infraestructura

State of Private Markets: Q1 2023

- Long-term, unmet demand for infrastructure persists, due to significant planned investment from the public sector centered around rectifying historical underfunding, and efforts to mitigate climate change.
- The outlook for infrastructure is compelling relative to other asset classes in inflationary environments and periods of market volatility, given inflation hedging attributes and historically limited correlation to stocks and bonds.
- Private infrastructure funds generate returns from a mix of cash income and capital appreciation, depending upon the specific strategy, and may provide useful diversification as part of a fixed income and/or real assets allocation.

Infrastructure System	Total Needs	Funded	Funding Gap
Surface Transportation	\$2,834	\$1,619	\$1,215
Drinking Water/Wastewater/Stormwater	\$1,045	\$611	\$434
Electricity	\$637	\$440	\$197
Airports	\$237	\$126	\$111
Inland Waterways & Marine Ports	\$42	\$17	\$25
Dams	\$93.6	\$12.5	\$81
Hazardous & Solid Waste	\$21	\$14.4	\$7
Levees	\$80	\$10.1	\$70
Public Parks & Recreation	\$77.5	\$9.5	\$68
Schools	\$870	\$490	\$380
Totals	\$5,937	\$3,350	\$2,588

Source: American Society of Civil Engineers, 2021 Report Card for America's Infrastructure, as of March 3, 2021. For illustrative purposes only. Past performance is not indicative of future results. Future results are not guaranteed.

Activos alternativos

Vehículos semilíquidos como alternativa ...

Fondo	Estrategia	Inception [year]	NAV [BUSD]	2019	2020	2021	2022	2023	Leverage ID/E	Dis. Yield	Mngmt fee	Success fee	Redemptions
Monroe Capital [MCIP]	Lower middle market	2019		7,90%	5,50%	12,30%	16,10%	-	2,00 : 1,00	8,70%	1,25%	12,5% over 6,0%	up to 5,0% of NAV
Barings [BPCC]	Middle market	2021	1,10	-	-	6,90%	8,30%	1,80%	1,25 : 1,00	11,60%	0,75%		up to 5,0% of NAV
Blackstone [BCRED]	Upper middle market	2021	22,40	-	-	12,60%	3,60%	2,70%	1,00 : 1,00	10,10%	1,25%	12,5% over 5,0%	up to 5,0% of NAV
HPS [HLEND]	Middle market	2022		-	-	-	2,93%	-	-	-			up to 5,0% of NAV
Carlyle [CARS]	Middle market	2022		-	-	-	-	-	-	-			up to 5,0% of NAV

Fondo	Estrategia	Inception [year]	NAV [BUSD]	2019	2020	2021	2022	2023	Leverage	Dis. Yield	Mngmt fee	Success fee	Redemptions
Nuveen Global Cities REIT	Global core	2018	2,38	10,65%	3,59%	27,48%	7,90%	-0,18%	15,77%	5,40%	1,25%	-	up to 5,0% of NAV
Blackstone REIT	Global core	2019	70,00	12,22%	6,92%	30,19%	8,44%	0,51%	45,00%	4,50%	1,25%	12,5% over 5,0%	up to 5,0% of NAV
Hines Global Income Trust	Global core	2014	2,64	8,55%	4,55%	13,18%	6,86%	-0,06%	31,00%	5,80%	0,75%	12,5% over 5,0%	up to 5,0% of NAV
Oaktree Real Estate Income	US Core +	2017	2,50	11,07%	8,98%	28,06%	13,00%	-	45,00%	5,30%	1,00%	10,0% over 7,0%	up to 5,0% of NAV

Fondo	Estrategia	Inception [year]	NAV [BUSD]	2019	2020	2021	2022	2023	Leverage	Dis. Yield	Mngmt fee	Success fee	Redemptions
JPM Infra Investments	Core / Core +	2007	29,50	8,10%	5,30%	7,30%	8,30%		47,00%	5,60%	1,00%	15,0% over 7,0%	
Oaktree TICP	Core +	2022	0,38	-	-	-	-				1,25%	7,5% over 6,0%	

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.com

