

Update Outlook 2023

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



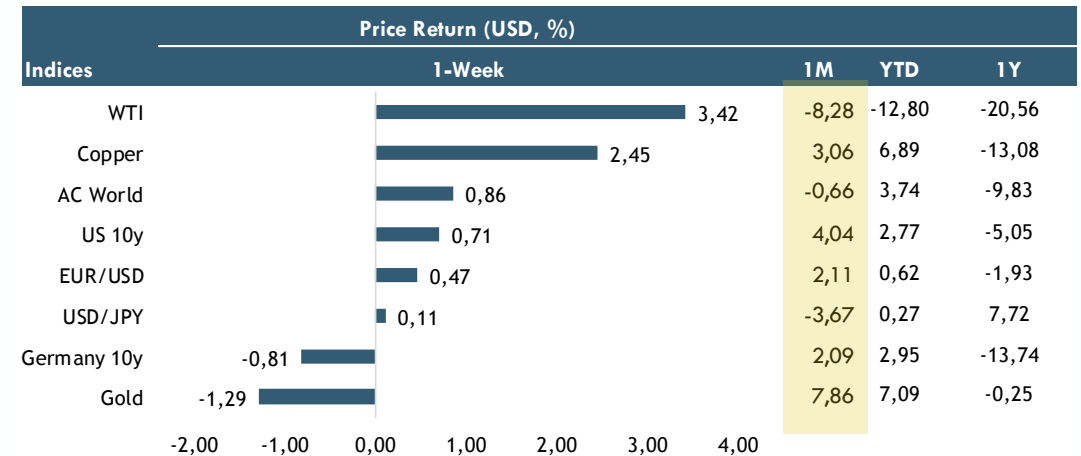
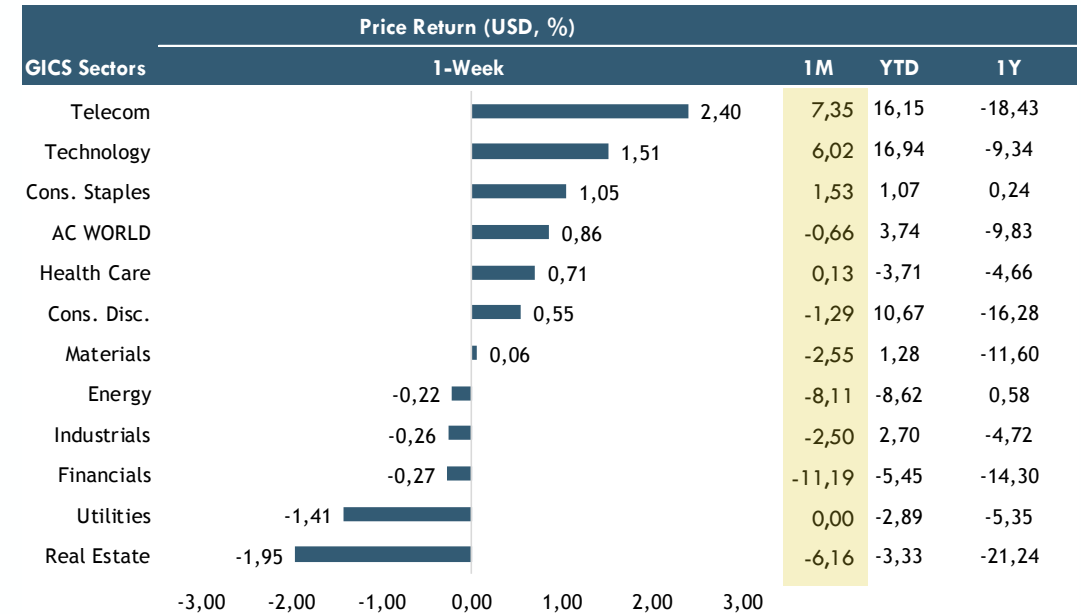
Comité de Asset allocation

Abril 2023

Monitor de Mercados

Mayor aversión al riesgo

RESUMEN					
	Actual	1W (%)	1M (%)	YTD (%)	1Y (%)
Renta Variable					
Mdos. Desarrollados (URTH)	113,4	0,57	-0,82	3,82	-10,26
Mdos. Emergentes (EEM)	38,7	2,44	0,44	2,03	-12,10
Rusell 1000 value (IWD)	146,4	-0,29	-4,64	-2,97	-10,57
Rusell 1000 growth (IWF)	236,7	1,18	3,20	10,74	-13,42
S&P 500 (SPY)	395,8	0,51	-0,11	3,88	-11,09
Nasdaq (QQQ)	310,9	1,61	5,93	16,93	-12,82
Eurozona (EZU)	43,0	0,80	-1,98	8,93	2,81
Japon (EWJ)	57,1	1,08	1,75	4,94	-7,85
China (MCHI)	48,8	4,12	0,87	2,72	-6,19
Latam (ILF)	22,5	-0,35	-5,89	-1,62	-15,55
Chile (ECH)	27,8	3,69	-0,47	2,62	-0,41
Commodities					
WTI	70,1	3,42	-8,28	-12,80	-20,56
Copper	407,3	2,45	3,06	6,89	-13,08
Gold	1.953,4	-1,29	7,86	7,09	-0,25
Iron Ore 62%	126,0	-1,75	0,13	13,24	-15,92
China Lithium Carbonate 99%	32.333,5	-12,92	-36,70	-53,11	-52,91
China Lithium Hydroxide 56.5%	52.750,9	-6,08	-17,50	-31,96	-26,14
Renta Fija Internacional					
Bloomberg Barclays Global	461,0	0,69	3,78	3,39	-6,61
Bloomberg Barclays EM USD agregado	1.091,3	0,81	0,92	1,66	-3,83
US Corporate Investment Grade	3.067,5	1,19	2,85	3,35	-4,59
US Corporate High Yield	2.225,3	0,51	-0,20	1,80	-4,08
Monedas					
Dólar Index (DXY)	103,1	-0,21	-2,05	-0,45	4,32
Euro (EUR)	1,1	0,47	2,11	0,62	-1,93
Yen Japonés (JPY)	131,5	-0,12	3,81	-0,28	-7,14
Peso Chileno (CLP)	809,8	1,77	1,97	5,04	-3,93

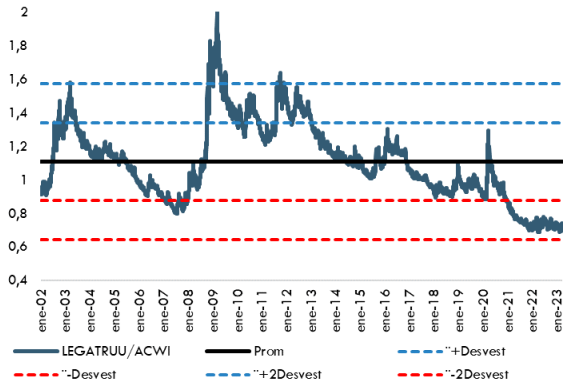


Monitor de Mercados

Mayor aversión al riesgo

Renta Fija vs Renta Variable

20Y



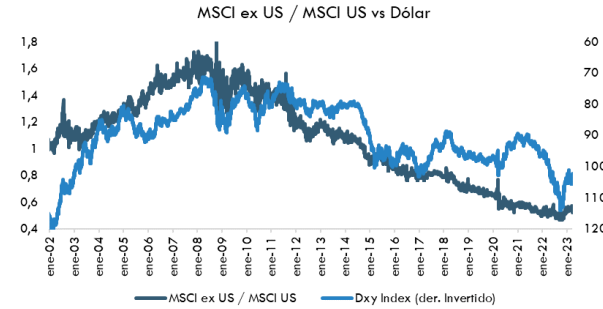
Value vs Growth

20Y



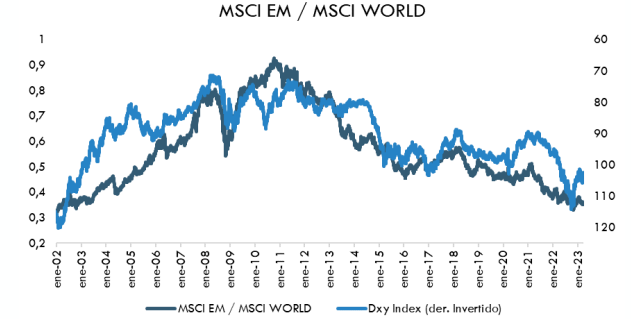
MSCI ex US / MSCI US vs Dólar

20Y

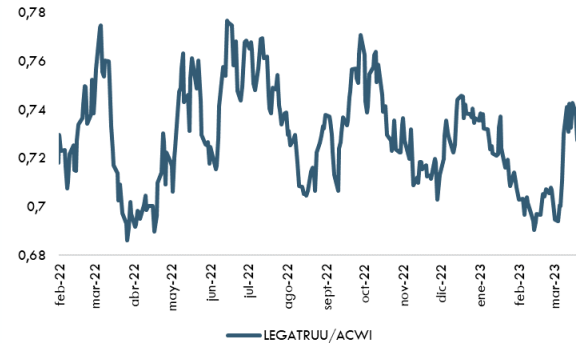


MSCI EM / MSCI WORLD vs Dólar

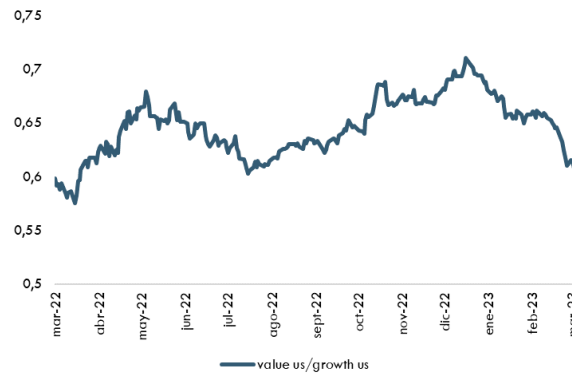
20Y



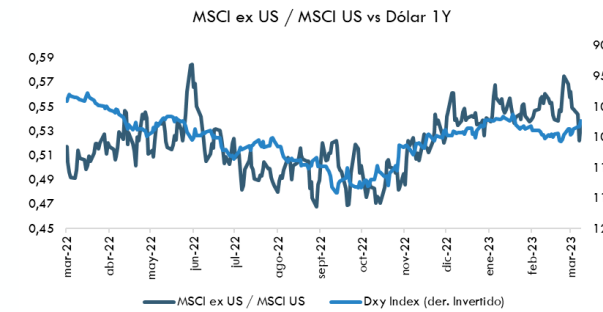
1Y



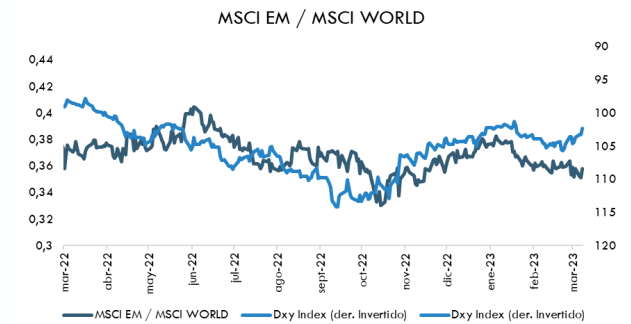
1Y



1Y



1Y





Visión Internacional



Visión Internacional

Resumen Visión: factores que impulsan nuestras opiniones para el 1Q23

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

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	Utilidades comienzan a corregirse aún más a la baja dado en entono macro corporativo más desafiante de cara a 2023.	Las revisiones de EPS a la baja, salvo China
Valorizaciones	Neutral	Los múltiplos P/E se han reducido materialmente y podrían encontrar algo de apoyo (en mercados ex US), en US no son particularmente atractivos	MSCI World en 15,7x Fwd P/E ; MSCIEM 12x Fwd P/E; MSCIEU 12,Xfwd
Tecnico	Neutral	El sentimiento es cauteloso y los aspectos técnicos han mejorado.	AAII Bull-Bear está cerca del rango más bajo de todos los tiempos
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

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	Escenario 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.	Escenario 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 se comprometen aún más a llevar la inflación de regreso a la meta, lo que implica que se requiere una política más agresiva.	Los bancos centrales siguen comprometidos con sus objetivos de inflación, lo que implica una política agresiva continua hasta que la inflación disminuya significativamente.
La inflación se modera	Posicionamiento	Los mercados de renta variable se estabilizan y se mueven al alza, pero de manera volátil. Value supera a Growth. Aumento significativamente la cobertura de valor de "corta duración" agregando sector financiero y las materias primas en términos sectoriales	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.
	Equities:	Los mercados de renta variable se estabilizan y se mueven al alza, pero de manera volátil. Value supera a Growth. Aumento significativamente la cobertura de valor de "corta duración" agregando sector financiero y las materias primas en términos sectoriales	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.
Hoy los mercados se ubican aquí	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	Las expectativas de tasas suben aún cuando las expectativas de crecimiento se suavizan. Los fondos federales alcanzan un peak entre 5,0% y 5,5% y la curva de rendimiento continúa invirtiéndose. El rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años se ubica en el rango de 3,5% y 4,0%. Los spreads se amplían a medida que aumentan los riesgos de incumplimiento. El crédito HY tiene un rendimiento inferior al IG. Los soberanos tienen un rendimiento superior.
	Currencias:	Persiste dólar más fuerte.	el dólar se mantiene dentro de rango pero es volátil
Hoy los mercados se ubican aquí	Commodities:	Las materias primas industriales repuntan. El petróleo se mantiene firme aunque no alcanza los peak anteriores.	el petróleo rebota y los precios de los metales industriales se debilitan
	Escenario 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.	Escenario 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.
Hoy los mercados se ubican aquí	Respuesta de política:	Los bancos centrales adoptan un tono menos agresivo. Se adelanta el momento del peak esperado en las tasas 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	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.	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.
Hoy los mercados se ubican aquí	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.	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:	Se estabilizan expectativas de tasas. Los fondos federales alcanzan un peak entre 4,5% y 5,0%. Los spreads se aprietan. High yield outperforms.	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.
Hoy los mercados se ubican aquí	Currencias:	El dólar alcanza su punto máximo y se gira, pero de manera constante a lo largo del tiempo en lugar de una reversión repentina	El dólar se debilita
	Commodities:	Las materias primas industriales repuntan. El petróleo se mantiene firme a pesar de no alcanzar los peak anteriores.	Los precios del petróleo y los metales industriales se liquidan. Los metales preciosos funcionan mejor.
		Traditional Risk-On	Quantitative Easing / Goldilocks

Pero podrían reestimar acc

Visión Internacional – Ideas Claves / Grandes Preguntas

- Subtendencia de crecimiento global en 2023; recesión mundial en 2023 cada vez más probable
- La reapertura en China puede ayudar a compensar la debilidad de mercados desarrollados, pero también podría ejercer presión sobre las expectativas de inflación.
- La inflación disminuye de manera constante en el primer semestre de 2023, pero no lo suficientemente rápido como para justificar la flexibilización de las políticas
- Las condiciones monetarias siguen siendo estrictas en todas partes, y las tasas oficiales se mantienen altas por más tiempo
- USD sobrevaluado y cada vez más vulnerable a medida que la política de la Fed se acerca a su punto máximo
- Amplia debilidad en las acciones a medida que se avecinan reducciones de margen y EPS a nivel mundial
- Diferenciales crediticios poco atractivos en HY, atractivo carry en IG a medida que cae la volatilidad de las tasas
- Mejores perspectivas para la duración, pero los rendimientos cambiaron de precio rápidamente; agregar duración a mayor debilidad
- Riesgos clave: evento de crédito sistémico, resurgimiento de la inflación, retroceso pronunciado del consumidor, ajuste excesivo de los bancos centrales, empeoramiento de la geopolítica

"Systemic credit event" overtakes "inflation stays high" as biggest tail risk

What do you consider the biggest "tail risk"?



Source: BofA Global Fund Manager Survey.

BofA GLOBAL RESEARCH

El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

Impacto en la política monetaria de la FED

- La Fed no es indiferente a este tipo de eventos que ponen en riesgo la estabilidad financiera y de momento debería privilegiar ese mandato.
- ¿Significa aquello que la Reserva Federal simplemente renunciara a su lucha contra la inflación? En principio, si bien los desarrollos recientes deberían hacerles pensar dos veces la velocidad del endurecimiento monetario en curso, es prematuro concluir el fin del ciclo de ajuste (alzas de tasas). **Si los riesgos financieros se estabilizan y la inflación persiste, el banco central puede volver a enfocarse en su mandato de estabilidad de precios, pero hay discreción en cuanto al grado de agresividad en su implementación.**
- **Ahora bien, las caídas de SVB y Signature Bank deberían servir como una llamada de atención de que la Fed ya ha endurecido bastante.** Como resultado, con la marea de liquidez en retroceso y la presión que esto está ejerciendo sobre los bancos, que puede llevar a la economía estadounidense a la recesión, **tampoco debería sorprendernos si la Fed señala una pausa en las alzas de tasas y el QT (Quantitative tightening) en las próximas reuniones.**

Impacto sobre el crecimiento

Los bancos pequeños y medianos representan el 50% de los préstamos comerciales e industriales de EE. UU., el 60% de los préstamos inmobiliarios residenciales, el 80% de los préstamos inmobiliarios comerciales y el 45% de los préstamos de consumo.

- Los obstáculos para el crecimiento del crédito podrían sustraer un 0,5-1,0 % del PIB en los próximos trimestres
- **Esto sería consistente con la perspectiva de una recesión inducida por la Reserva Federal, según JPM**

Impacto sobre activos

- Renta variable: No espere que esta vez las inyecciones de liquidez resulten en una gran repunte del mercado
- Los datos crediticios de febrero en China, enviaron la señal de compra más fuerte desde 2020
- **La racha del Value vs Growth se ha estancado este año**
- **Tasas base más bajas**
- **Mayor riesgo de crédito**

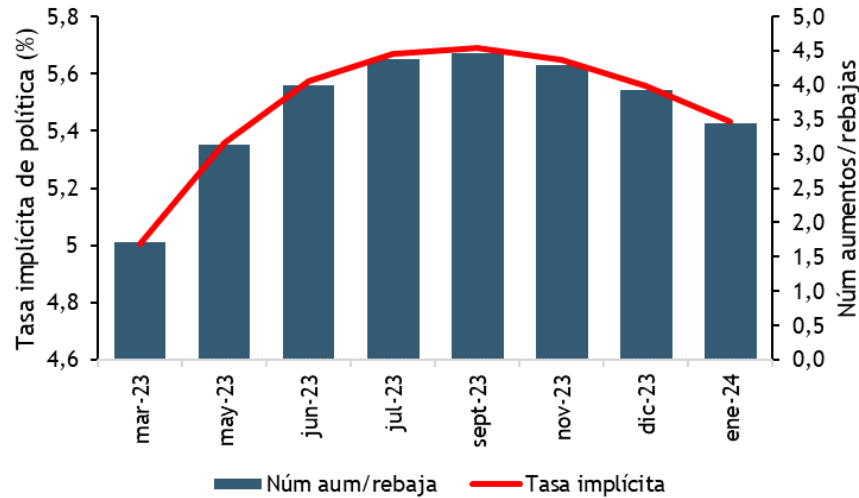
El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

Impacto en la política monetaria de la FED

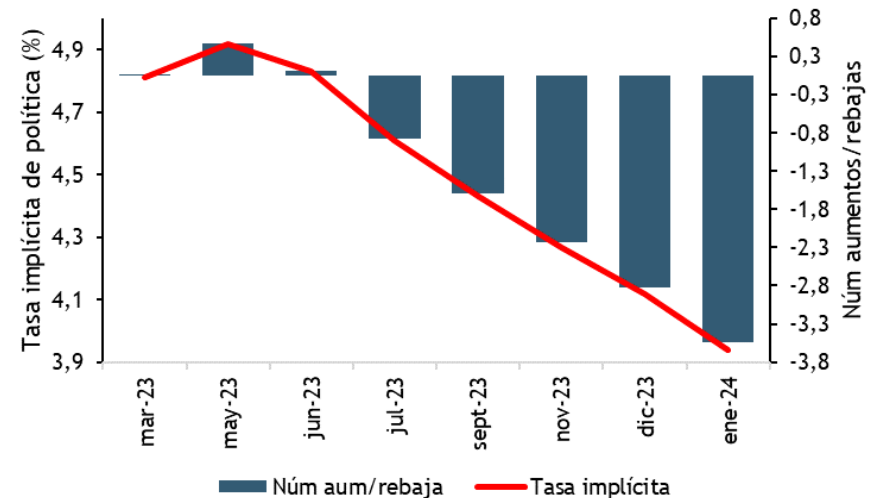
La credibilidad de un Banco Central también se juega haciendo lo que tiene más sentido para la economía dependiendo de las circunstancias

- La decisión de política monetaria de esta semana en EE. UU era particularmente compleja, dados los desarrollos recientes en el sistema financiero y una inflación que se mantiene en niveles elevados.
- Recuerde usted que, tras una serie de sorpresas al alza en los datos económicos durante el mes de febrero, el mercado comenzó a inclinarse para un ciclo de endurecimiento monetario más agresivo del previamente incorporado, **para llegar a poner en precios hasta 100 pb más de aumentos de la tasa de fondos federales hasta niveles cercanos al 6%**.
- Dicho eso, las cosas cambiaron dramáticamente desde el colapso del Silicon Valley Bank y la crisis liquidez posterior, incluida una salida récord de depósitos del sistema, **que ha llevado al mercado a pasar de incorporar 100 pb más de aumentos de tasas para este año, a prácticamente 100 pb de recortes**.

Tasa implícita de política y número de aumentos y rebajas (previo al colapso de Silicon Valley Bank)



Tasa implícita de política y número de aumentos y rebajas (al 23/03/23)



El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

Impacto en la política monetaria de la FED

La credibilidad de un Banco Central también se juega haciendo lo que tiene más sentido para la economía dependiendo de las circunstancias

- En este contexto, la Reserva Federal optó esta semana por un delicado equilibrio en seguir enfatizando su compromiso con una inflación del 2.0%, aumentado la tasa de fondos federales en 25 pb al rango de 4.75% - 5.0%, **pero "moderando un poco el lenguaje" de la declaración, la cual paso de "aumentos en curso" a favor de la frase menos agresiva y menos comprometida de que "puede ser apropiado un endurecimiento adicional de la política"**.
- En referencia al sistema financiero, el comunicado señala que el "sistema bancario estadounidense es sólido y resistente" **y que es probable que los desarrollos recientes resulten en condiciones crediticias más estrictas para los hogares y las empresas y que pesen sobre la actividad económica, la contratación y la inflación**. Y en la conferencia de prensa, al hablar de las diversas políticas de rescate bancario, Powell dijo que "estas acciones demuestran que todos los ahorros de los depositantes en el sistema bancario están seguros". Esto parecería sugerir que las autoridades están dispuestas a invocar la excepción de riesgo sistémico cada vez que un banco quiebra. Cuando se le pidió a Powell que aclarara su comentario, fue escueto y repitió que "los depositantes deberían asumir que sus depósitos están seguros". **Powell también señaló que "los flujos de depósitos en el sistema bancario se han estabilizado durante la última semana". En la medida en que la Fed tiene una mirada más oportuna en los balances bancarios que el público, esta fue una noticia alentadora**.
- Respecto las proyecciones económicas (ver tabla a continuación), se deja entrever potencialmente un alza adicional para luego entrar en "modo pausa", tras lo cual lo más probable es que el próximo movimiento sea un recorte en nuestra opinión **Aunque el propio Powell rechazó las expectativas de recorte de tasas, las pobres perspectivas de crecimiento proyectadas para este año (+0.4%) que prácticamente tienen "implícitas una potencial recesión", nos hacen pensar que recortes pueden ser probables este año**.

Percent **Summary of Economic Projections (SEP)**

Variable	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP				
FOMC March 23 SEP	0,4	1,2	1,9	1,8
FOMC December 22 SEP	0,5	1,6	1,8	1,8
Difference	-0,1	-0,4	0,1	
Unemployment rate				
FOMC March 23 SEP	4,5	4,6	4,6	4,0
FOMC December 22 SEP	4,6	4,6	4,5	4,0
Difference	-0,1	0,0	0,1	
PCE inflation				
FOMC March 23 SEP	3,3	2,5	2,1	2,0
FOMC December 22 SEP	3,1	2,5	2,1	2,0
Difference	0,2	0,0	0,0	
Core PCE inflation				
FOMC March 23 SEP	3,6	2,6	2,1	
FOMC December 22 SEP	3,5	2,5	2,1	
Difference	0,1	0,1	0,0	
Federal funds rate				
FOMC March 23 SEP	5,1	4,3	3,1	2,5
FOMC December 22 SEP	5,1	4,1	3,1	2,5
Difference	0,0	0,2	0,0	

Fuente: Fynsa estrategia; Federal Reserve

El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

Impacto en la política monetaria de la FED

La credibilidad de un Banco Central también se juega haciendo lo que tiene más sentido para la economía dependiendo de las circunstancias

- Un debate creciente respecto a la política monetaria tiene que ver **si los mandatos para controlar la inflación y mantener la estabilidad financiera pueden ser abordados en forma diferente y separada.**
- **En este sentido, Powell se adhirió a la idea de separar la estabilidad financiera de las herramientas de política monetaria, aunque con limitaciones.** Cuando se le preguntó si le preocupaba que un alza de tasas pudiera exacerbar el problema en los bancos, dijo que la decisión sobre las tasas estaba "centrada en los resultados macroeconómicos" y que la situación de los bancos se abordaría con sus líneas de crédito. **Dicho esto, es difícil separar estos problemas, y la declaración también señala que es probable que los desarrollos bancarios recientes "resulten en condiciones crediticias más estrictas".**
- **En nuestra opinión, los dos objetivos están íntimamente vinculados:** las tasas de política monetaria más altas aumentan los costos de financiamiento bancario y reducen la demanda de préstamos, reduciendo las ganancias bancarias y endureciendo las condiciones financieras, enfriando así la actividad económica y, en última instancia, la inflación. **Es muy probable que la acumulación de tensiones financieras requiera que la FED sea mucho más cautelosa sobre el futuro endurecimiento monetario.**
- **Por lo demás las tasas más altas han contribuido al estrés financiero al erosionar la base de depósitos de los bancos:** los depositantes estadounidenses están saliendo de los bancos y entrando en fondos del mercado monetario para aprovechar las tasas más altas. Las recientes quiebras bancarias pueden haber acelerado esas salidas, arriesgándose a una contracción del crédito que podría generar una recesión y deflación. **Si la alta tasa de fondos de la Fed es la causa última del estrés financiero actual, entonces la salida más fácil es que la Fed deje de subir las tasas y comience a recortar.**
- "La credibilidad de un Banco Central también se juega haciendo lo que tiene más sentido para la economía dependiendo de las circunstancias"

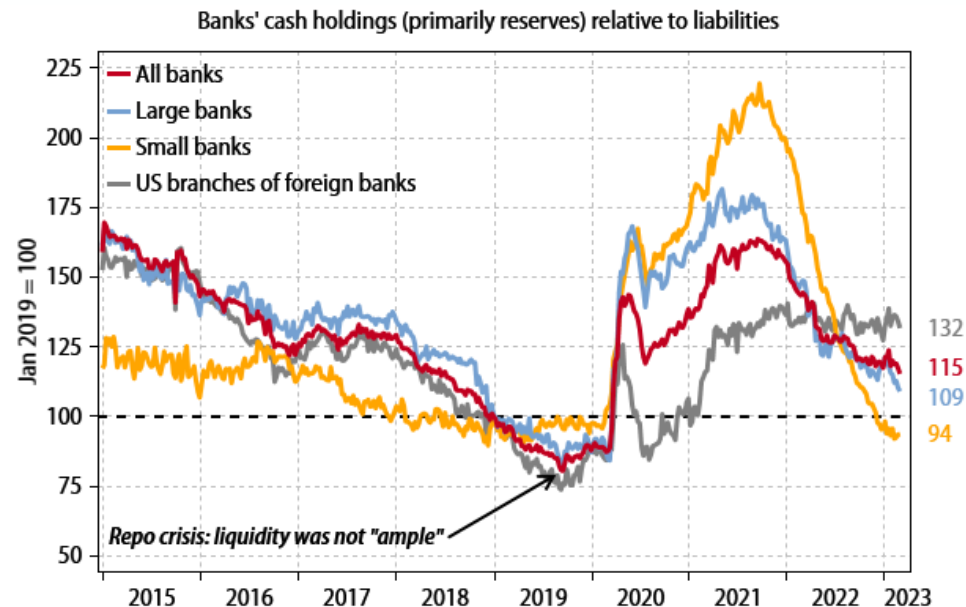
El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

Impacto en la política monetaria de la FED

- La Fed dice que continuará el QT (Quantitative tightening) hasta que las reservas bancarias ya no sean excesivas, solo amplias. Entonces, ¿cuánto es suficiente? La mejor guía es 2019. A principios de 2019, el sistema bancario funcionaba bien, por lo que podemos decir con confianza que las reservas eran amplias. **Pero cuando las reservas cayeron un poco más, en septiembre de 2019, el mercado de repos de EE. UU. sufrió una crisis de liquidez. En ese momento, la Fed se dio cuenta de que había drenado demasiada liquidez a través del QT y rápidamente giró hacia un quantitative easing (QE).**

Las reservas bancarias totales en relación con los pasivos bancarios (o en relación con el PIB nominal) todavía están muy por encima de los niveles de principios de 2019, pero están cayendo rápidamente.

Smaller Banks están a punto de enfrentar una restricción de liquidez por parte de la Fed QT



El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

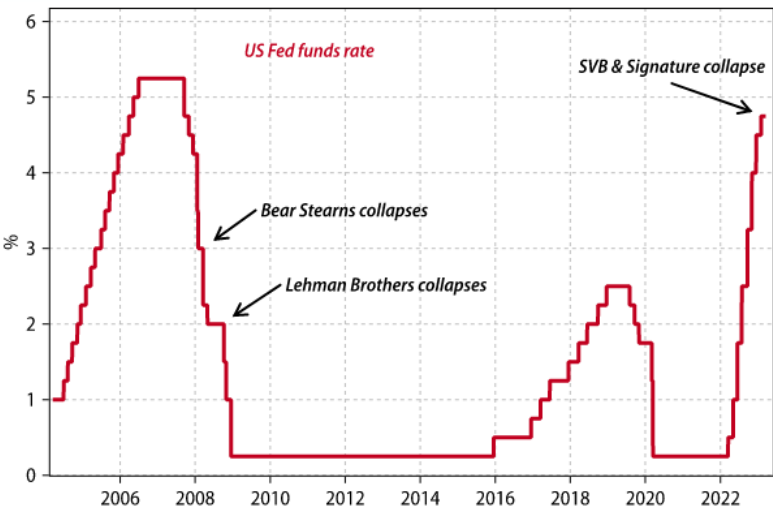
Impacto en la política monetaria de la FED: Estrategia de doble vía

¿Mandatos para controlar la inflación y mantener la estabilidad financiera como separados y diferentes, cada uno abordable con sus propias herramientas?

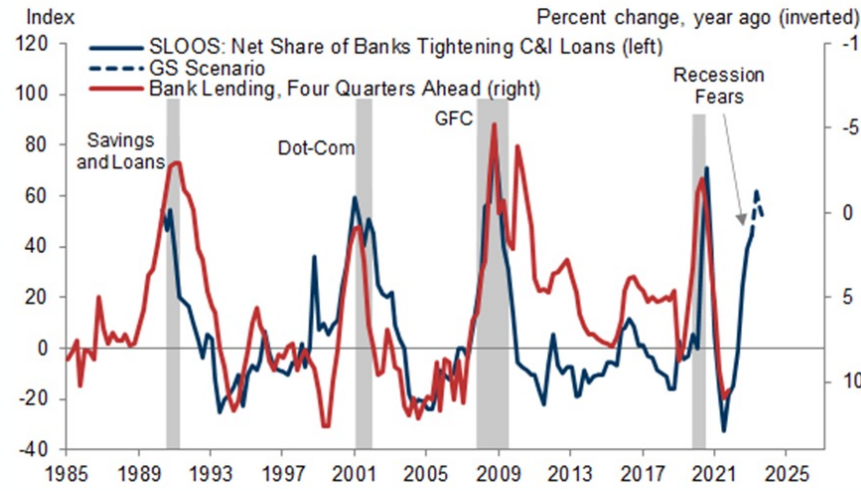
- La razón subyacente puede ser que los inversionistas no creen que los bancos centrales estén lidiando con la raíz del problema. El Banco Central Europeo, al seguir adelante con su alza de tasas de interés previamente señalada, trató sus mandatos para controlar la inflación y mantener la estabilidad financiera como separados y diferentes, cada uno abordable con sus propias herramientas. **En realidad, los dos objetivos están íntimamente vinculados: las tasas de política monetaria más altas aumentan los costos de financiamiento bancario y reducen la demanda de préstamos, reduciendo las ganancias bancarias y endureciendo las condiciones financieras, enfriando así la actividad económica y, en última instancia, la inflación. Es muy probable que la acumulación de tensiones financieras requiera que el BCE sea mucho más cauteloso sobre el futuro endurecimiento monetario.**
- Cuando la Reserva Federal se reúna esta próxima semana, la tentación será que siga una estrategia similar de doble vía, utilizando sus facilidades de préstamo y poderes regulatorios para calmar las preocupaciones sobre la estabilidad financiera mientras continúa subiendo las tasas para frenar la inflación. Pero las tasas más altas han contribuido al estrés financiero al erosionar la base de depósitos de los bancos: los depositantes estadounidenses están saliendo de los bancos y entrando en fondos del mercado monetario para aprovechar las tasas más altas. Las recientes quiebras bancarias pueden haber acelerado esas salidas, arriesgándose a una contracción del crédito que podría generar una recesión y deflación. **Si la alta tasa de fondos de la Fed es la causa última del estrés financiero actual, entonces la salida más fácil es que la Fed deje de subir las tasas y comience a recortar.**
- Goldman explica que este nivel de endurecimiento en los estándares crediticios equivale a uno o dos aumentos adicionales de 25 pb, lo que podría ayudar a explicar por qué las expectativas de aumentos de la Fed desde aquí se han derrumbado en medio del riesgo sistémico y las amenazas a la estabilidad financiera.

Más aumentos de tasas solo aumentarán aún más el riesgo. La crisis bancaria es seguida por estándares crediticios más estrictos

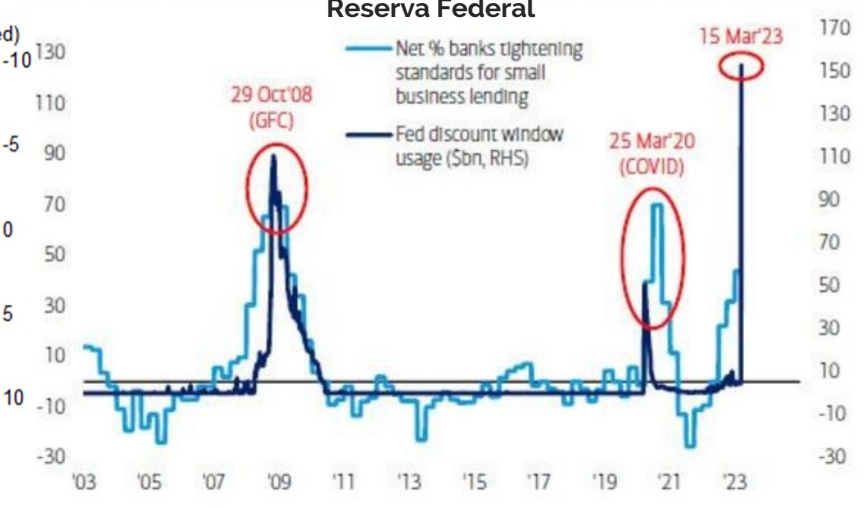
Puede que ya sea demasiado tarde para que los recortes en las tasas de interés eviten una recesión en EE. UU.



Los estándares de préstamos bancarios ya se habían endurecido sustancialmente en medio de los temores de recesión,



Ajuste de los estándares de préstamo para pequeñas empresas frente al uso de la ventana de descuento de la Reserva Federal

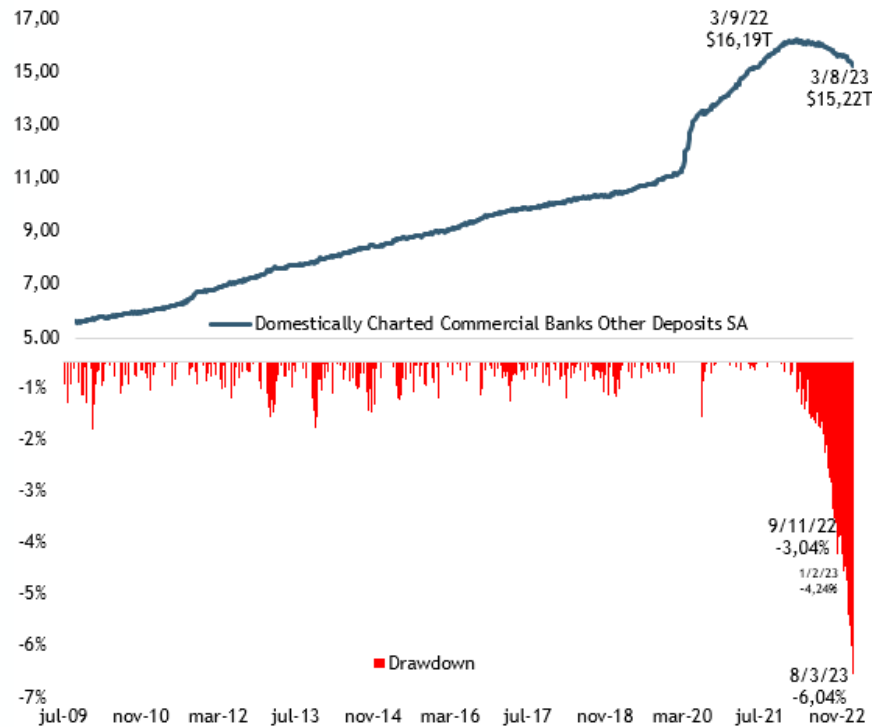


El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

Seguimiento salidas de depósitos bancos US

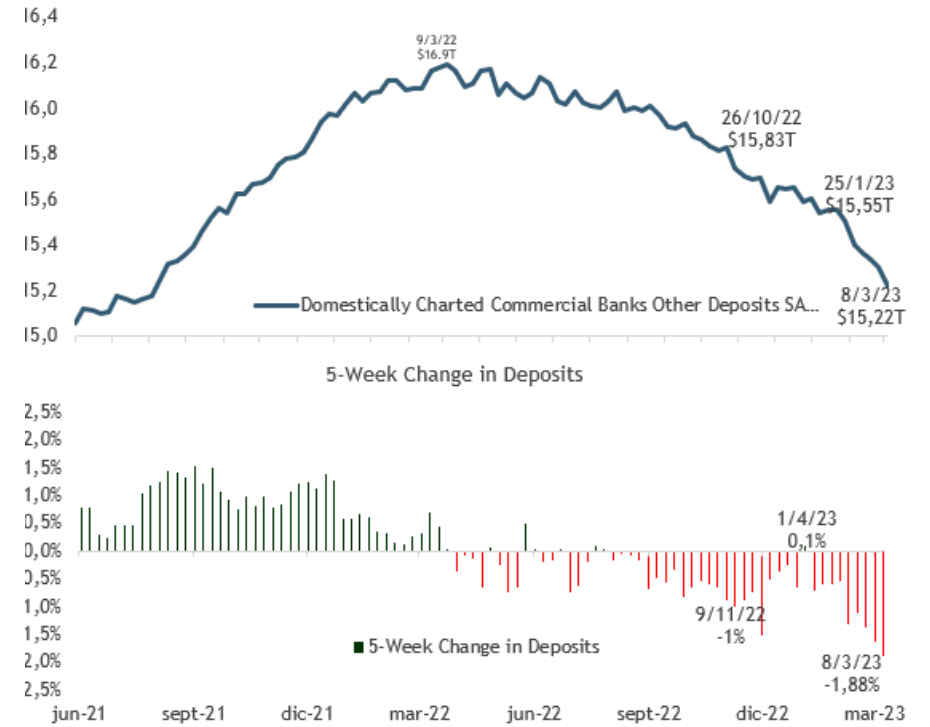
- La publicación H.8 de la Fed (<https://www.federalreserve.gov/releases/h8/current/>) informa sobre los depósitos totales de los bancos en US. Los datos de la semana pasada los conoceremos recién este viernes, y solo estarían disponibles hasta el miércoles 15 de marzo, pero eso ya incluiría el periodo post quiebra de SVB y SBNY.
- Entendiendo las características particulares de la corrida de SVB (discutidas ampliamente en comité), y como aquello afecto la confianza y propicio mayores corridas, (a partir del 9 de marzo) **lo interesante es que incluso antes de aquello, ya se venían observando salidas a un ritmo bastante alto, que solo pueden explicarse dadas las atractivas tasas en los mercados monetarios vs las tasas de depósitos ofrecidas por los bancos.**

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



El gráfico N°1 proviene del informe Fed H8. Está actualizado con los últimos datos disponibles al 8 de marzo... dos días antes de que Silicon Valley Bank quebrara. **¿Cuál ha sido la mayor retirada de depósitos desde la crisis financiera? Las semanas ANTES de las quiebras bancarias de las últimas semanas.**

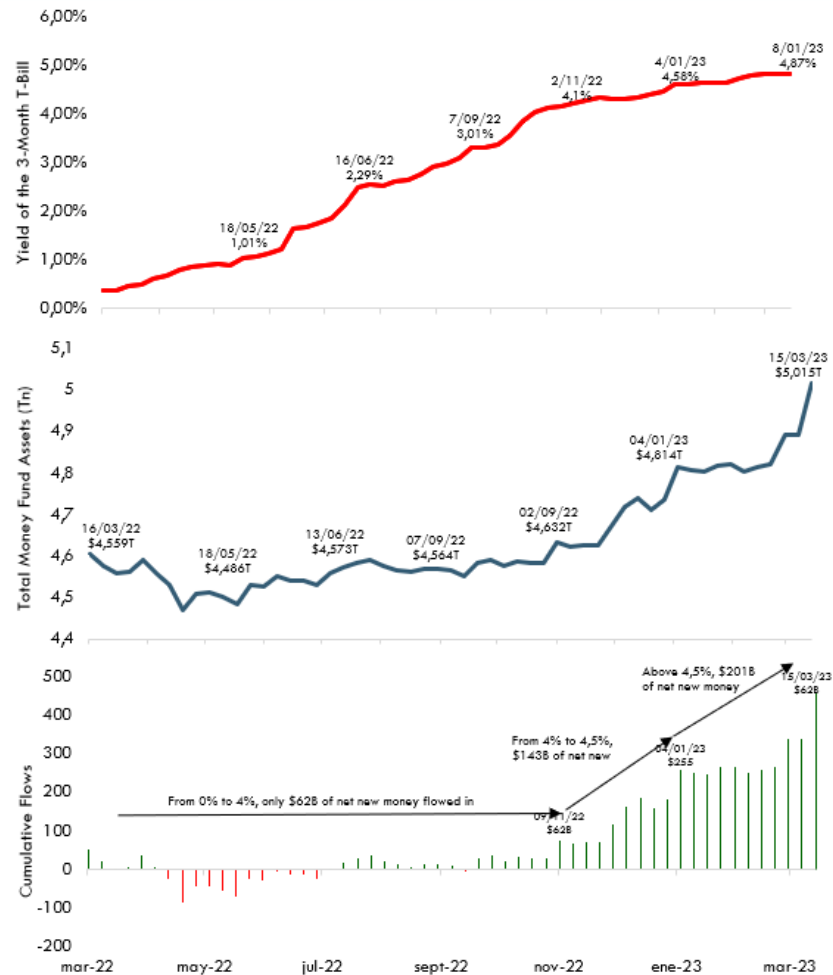
Y, como muestra el panel inferior del gráfico N°2, **las salidas de depósitos se estaban acelerando en las semanas previas a estas quiebras.**



El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

Seguimiento salidas de depósitos bancos US

- La publicación H.8 de la Fed (<https://www.federalreserve.gov/releases/h8/current/>) informa sobre los depósitos totales de los bancos en US. Los datos de la semana pasada los conoceremos recién este viernes, y solo estarían disponibles hasta el miércoles 15 de marzo, pero eso ya incluiría el periodo post quiebra de SVB y SBNY.
- Entendiendo las características particulares de la corrida de SVB (discutidas ampliamente en comité), y como aquello afecto la confianza y propicio mayores corridas, (a partir del 9 de marzo) **lo interesante es que incluso antes de aquello, ya se venían observando salidas a un ritmo bastante alto, que solo pueden explicarse dadas las atractivas tasas en los mercados monetarios vs las tasas de depósitos ofrecidas por los bancos.**



Money Market Fund Assets

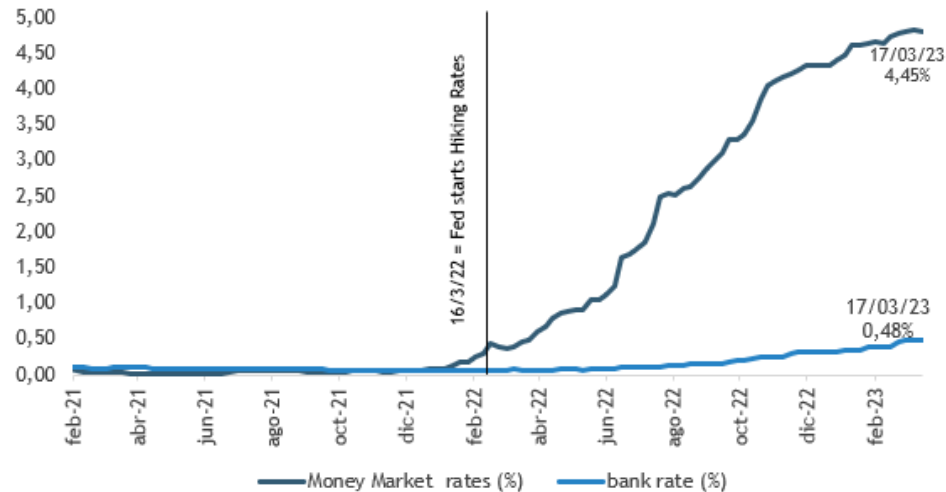
Entonces, ¿por qué hubo una gran fuga de depósitos de los bancos antes de las quiebras? Como muestra el grafico N°3, a medida que las tasas pasaron del 0% al 4% entre marzo y noviembre de 2022, las entradas en los fondos mutuos del mercado monetario fueron de US\$ 62 bn. Esto cambió cuando las tasas cruzaron por encima del 4%. US\$ 143 bn fluyeron hacia los fondos del mercado monetario a medida que las tasas aumentaron del 4% al 4,5%. Otros US\$ 201 bn fluyeron hacia los fondos del mercado monetario a medida que las tasas subieron por encima del 4,5%. **Una vez más, la actitud del público sobre el movimiento de dinero cambió cuando las tasas cruzaron por encima del 4%.**

El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

Seguimiento salidas de depósitos bancos US

- La publicación H.8 de la Fed (<https://www.federalreserve.gov/releases/h8/current/>) informa sobre los depósitos totales de los bancos en US. Los datos de la semana pasada los conoceremos recién este viernes, y solo estarían disponibles hasta el miércoles 15 de marzo, pero eso ya incluiría el periodo post quiebra de SVB y SBNY.
- Entendiendo las características particulares de la corrida de SVB (discutidas ampliamente en comité), y como aquello afecto la confianza y propicio mayores corridas, (a partir del 9 de marzo) **lo interesante es que incluso antes de aquello, ya se venían observando salidas a un ritmo bastante alto, que solo pueden explicarse dadas las atractivas tasas en los mercados monetarios vs las tasas de depósitos ofrecidas por los bancos.**

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



Por lo tanto, si la Fed sigue subiendo las tasas ampliara este diferencial aún más y los buscadores de rendimiento tendrán aún más incentivos para irse a los mercados monetarios

Esta es una de las razones por las que nos inclinamos que las alzas de tasas por parte de la FED están prontas a terminar , porque seguir subiendo sería "echarle más leña al fuego" y este dilema de la credibilidad de la FED con la inflación para mí no es tal, la credibilidad de un banco central también se juega haciendo lo que más sentido para la economía dependiendo de las circunstancias).

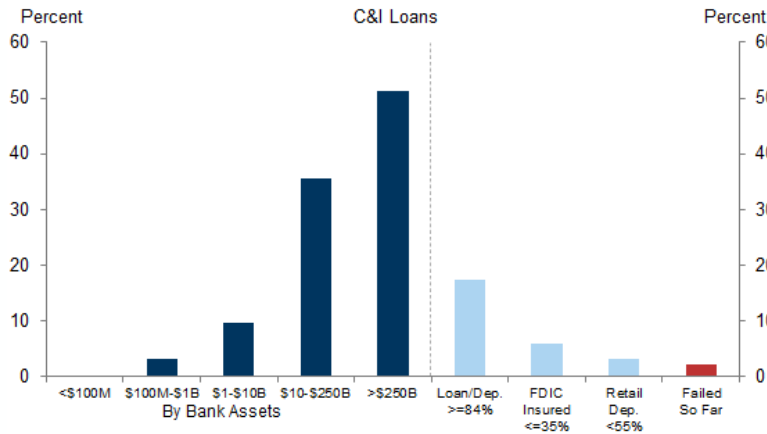
El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

Impacto económico

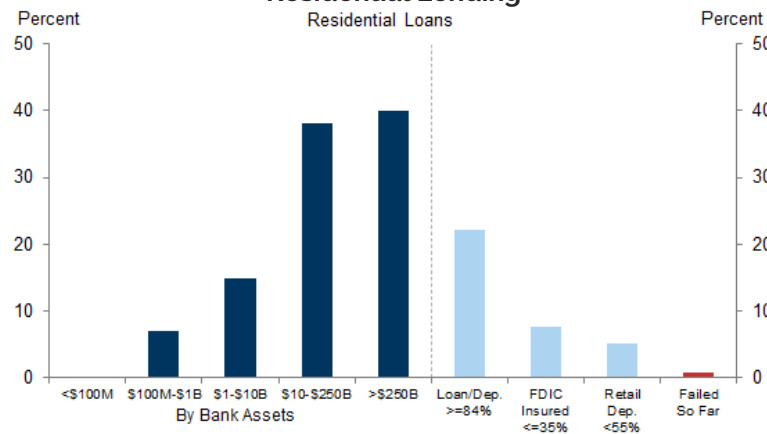
Los bancos pequeños y medianos representan el 50% de los préstamos comerciales e industriales de EE. UU., el 60% de los préstamos inmobiliarios residenciales, el 80% de los préstamos inmobiliarios comerciales y el 45% de los préstamos de consumo.

- Los obstáculos para el crecimiento del crédito podrían sustraer un 0,5-1,0 % del PIB en los próximos trimestres
- Esto sería consistente con la perspectiva de una recesión inducida por la Reserva Federal, según JPM

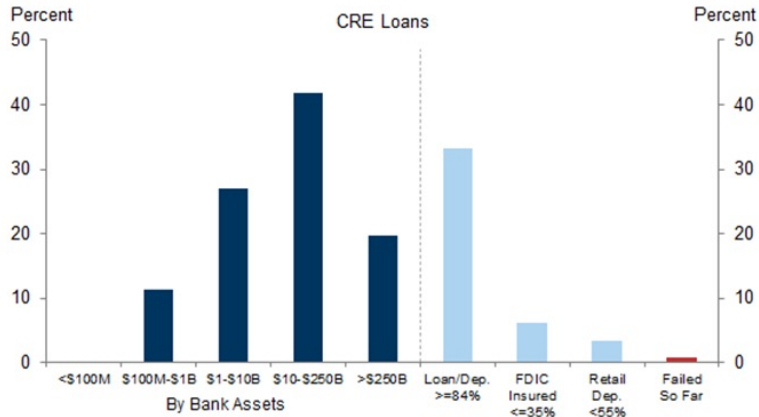
Banks With Less than \$200B in Assets Accounts for About Half of All Commercial and Industrial Lending



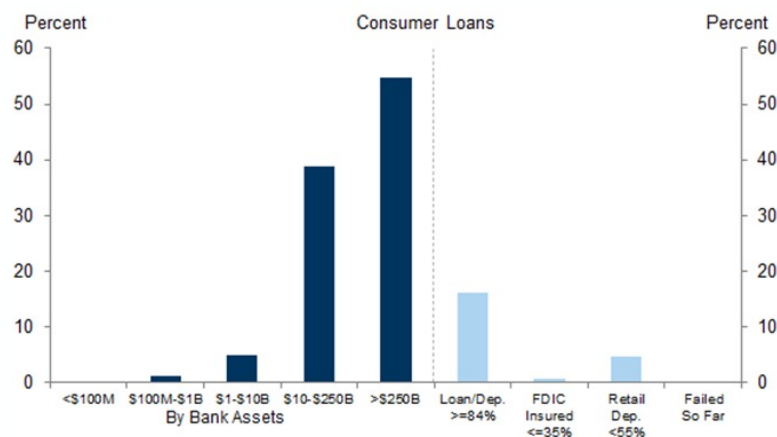
Small and Medium-Sized Banks Account for 60% of Total Residential Lending



Small and Medium-Sized Banks Account for About 80% of Total Real Estate Lending



Small and Medium-Sized Banks Account for About 45% of Total Consumer Loans



El canal de préstamos bancarios es potencialmente un obstáculo mayor para las perspectivas económicas.

- Primero, un éxodo de depósitos de esos bancos podría conducir a una contracción general de sus balances.
- En segundo lugar, los bancos pequeños y medianos pueden esperar un mayor escrutinio regulatorio tras las recientes quiebras bancarias.
- Tercero, los banqueros pueden ver razonablemente que el efecto de los dos primeros canales será malo para la economía y, por lo tanto, endurecerán los estándares crediticios como lo hacen normalmente cuando las perspectivas se deterioran.

Fuente: Fynsa Estrategia; GS

El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

Impacto económico

SVB fue en su mayoría mal administrado. Los préstamos CRE son donde pueden estar los problemas de mal crédito.

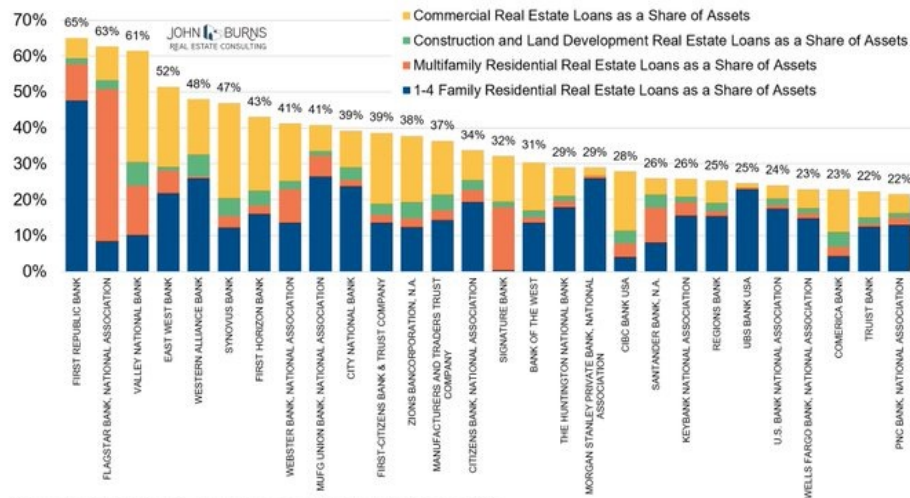
- El respaldo a los depósitos no asegurados implementado por la Fed/FDIC ayudará a aliviar más corridas bancarias importantes, pero no impedirá que los estándares de préstamo ya estrictos en toda la industria bancaria se vuelvan aún más estrictos. Tampoco evitará que aumente el costo de los depósitos, lo que presionará los márgenes de interés netos. En resumen, el riesgo de una crisis crediticia ha aumentado.

La tendencia de crecimiento de los préstamos inmobiliarios comerciales (CRE) y la última exposición a CRE de los bancos estadounidenses individuales

La Real estate exposure front and center for regional banks.

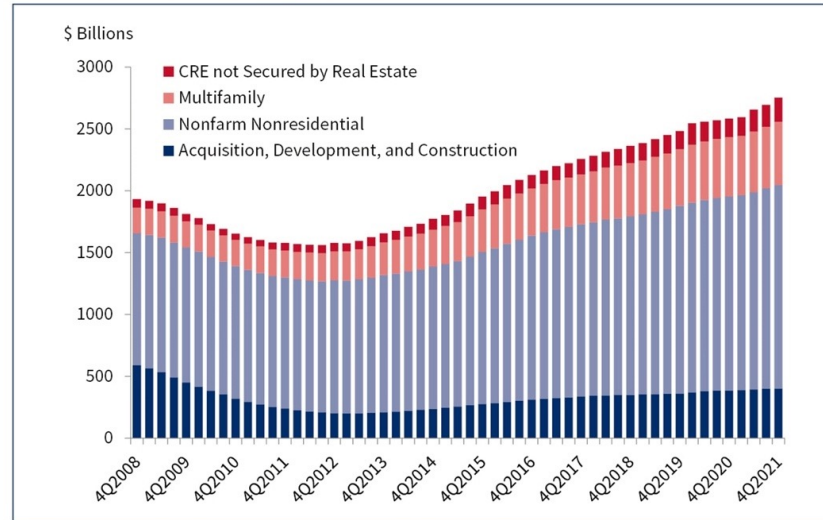
Real Estate Loans in Domestic Offices as % of Total Assets by Loan Type

Banks with \$50B+ in assets and >20% of assets in real estate loans



Sources: FDIC; John Burns Real Estate Consulting, LLC (Data: 4Q22, Pub: Mar-2023)
As seen in monthly *Burns US Housing Analysis and Forecast*

CRE loan Trends, by Type, at Banks



Source: FDIC; Consolidated Reports of Condition and Income.

U.S. CRE Market Components Among Selected U.S. Banks and Percentage of Capital

Ticker	U.S. Multi-family	CRE (non-farm/non-res, exc owner-occupied)	Construction, Land Development, and Farm	CRE (exc owner-occupied and multi-family) + Const/Develop/Farm	
				\$ mn	% CET1 Capital
WFC	26,324	73,339	23,290	96,629	72.4%
BAC	6,048	36,076	11,946	48,022	26.7%
JPM	79,735	27,224	9,282	36,506	16.7%
TFC	4,921	21,553	9,357	30,910	79.1%
USB	12,802	18,755	12,000	30,755	74.0%
MTB	5,675	20,517	8,783	29,301	188.3%
PNC	11,134	18,732	6,906	25,638	64.6%
CFG	7,826	13,741	6,117	19,858	106.9%
COF	9,165	16,690	2,859	19,549	43.7%
C	8,685	10,771	6,662	17,433	11.7%
VLY	7,929	13,542	3,711	17,253	399.8%
MS	2,032	13,419	322	13,741	20.0%
SBNY	19,512	11,967	1,647	13,614	145.6%
SNV	2,020	9,140	3,019	12,159	246.8%
FCNCA	2,549	8,597	3,463	12,059	133.7%
ZION	2,380	7,813	4,064	11,877	183.3%
HBAN	3,225	9,052	2,547	11,599	87.3%
GS	1,095	7,258	3,623	10,881	11.1%
KEY	7,155	6,248	2,604	8,852	59.9%
FITB	1,134	3,666	5,161	8,827	56.3%
RF	2,097	4,291	3,522	7,813	64.8%
CMA	2,230	3,976	3,428	7,404	93.9%
SANTAN	9,641	3,119	3,590	6,710	41.3%
CFR	282	3,657	2,091	5,747	153.2%
ASB	1,763	3,314	2,159	5,473	180.3%
BPOP	2,322	4,464	815	5,279	93.6%
BK	1,446	2,798	991	3,789	21.0%
NTRS	1,393	2,770	725	3,496	36.6%

Fuente: Fynsa Estrategia; JPM

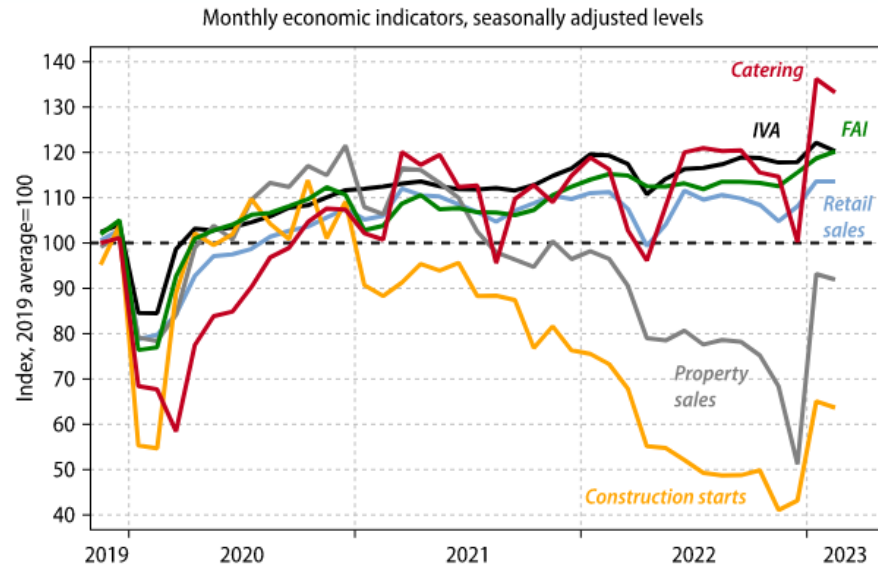
El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

Impacto económico: ¿EE.UU es la camisa menos sucia?

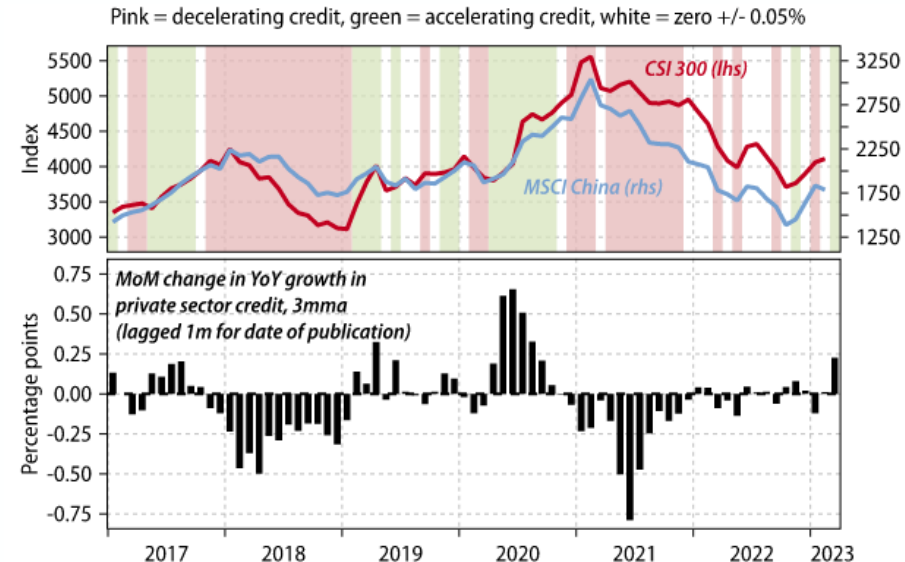
Comienza la reapertura de China

- El sistema financiero de China, por el contrario, parece estar preparándose para una fuerte expansión: los datos crediticios de febrero mostraron la aceleración más rápida en el crecimiento del crédito desde mediados de 2020. Históricamente, estos saltos en el impulso crediticio han sido una señal confiable de movimientos de riesgo en las acciones chinas, aunque el impacto por el momento se ha visto mitigado por el estado de ánimo de aversión al riesgo a nivel mundial. Otros datos económicos publicados la semana pasada confirmaron que el gasto de los consumidores finalmente está volviendo a la normalidad después del levantamiento de las restricciones de Covid. Es importante destacar que el sentimiento en el mercado inmobiliario parece mejor de lo esperado, lo que podría marcar una gran diferencia en la fortaleza de la recuperación. El Banco Popular de China cerró la semana con un recorte inesperado en la relación de requisitos de reserva de los bancos. El movimiento está destinado principalmente a evitar que la liquidez se ajuste más de lo previsto, ya que las tasas de interés interbancarias se han mantenido por encima de su referencia de política en las últimas semanas. Pero también podría ser en parte un movimiento preventivo para evitar que las tensiones financieras globales interrumpian la reapertura. El gobierno de China no está haciendo un estímulo masivo, lo que no parece necesario, pero apoyar la recuperación es la máxima prioridad.

Los sectores minorista e inmobiliario repuntaron en enero y febrero



Los datos crediticios de febrero enviaron la señal de compra más fuerte desde 2020



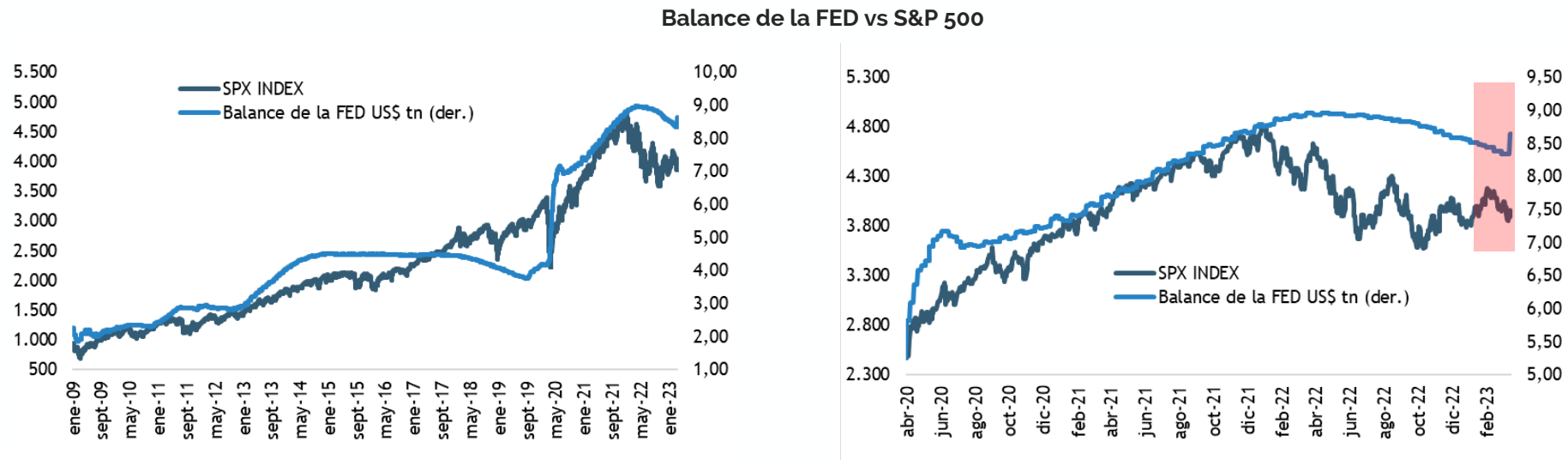
Fuente: Fynsa Estrategia; Gavekal

El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

¿ QE o no QE ?

No espere que esta vez las inyecciones de liquidez resulten en una gran repunte del mercado

- Si es probable que el crecimiento se desacelere debido al endurecimiento efectivo que atraviesa el sistema bancario de EE. UU., y el mercado de bonos parece respaldar esa conclusión, ¿por qué subieron las acciones de EE. UU. la semana pasada? Creemos que tiene que ver con la opinión de algunos de que el rescate de los depositantes por parte de la Fed/FDIC es una forma de flexibilización cuantitativa (QE) y proporciona el catalizador para que las acciones suban. **Si bien el aumento masivo en las reservas del balance de la Reserva Federal la semana pasada aumenta la liquidez en el sistema bancario, hace poco en términos de crear dinero nuevo que pueda fluir hacia la economía o los mercados, al menos más allá de un breve período de, digamos, unos pocos días o semanas. En segundo lugar, el hecho de que la Fed esté prestando, no comprando, también importa. Si un banco toma prestado de la Fed, está expandiendo su propio balance, haciendo que los índices de apalancamiento sean más vinculantes. Cuando la Fed compra el valor, el vendedor de ese valor tiene espacio en el balance disponible para una expansión renovada. Ese no es el caso en esta situación.**
- Según la publicación semanal de la hoja de balance de la Reserva Federal, la FED estaba prestando a las instituciones de depósito US\$308 bn, un aumento de US\$303 bn respecto a la semana anterior. De esto, US\$153 bn fueron crédito primario a través de la ventana de descuento, que a menudo se considera un préstamo temporal y es poco probable que se traduzca en la creación de nuevo crédito para la economía. US\$143 bn fue un préstamo a los bancos puente que la FDIC creó para Silicon Valley Bank and Signature. Estas reservas obviamente no van a ninguna parte solo se prestaron US\$ 12 bn a través de su nuevo programa de financiamiento a plazo bancario (BTFP), que se considera más permanente pero también es poco probable que termine convirtiéndose en nuevos préstamos en el corto plazo. **En resumen, es probable que ninguna de estas reservas se transmita a la economía como lo hacen normalmente los depósitos bancarios. En cambio, creemos que el conjunto Es probable que la velocidad del dinero en el sistema bancario caiga bruscamente y compense con creces cualquier aumento en las reservas, especialmente dada la naturaleza temporal/de emergencia de estos fondos. Es probable que la reciente rebaja de Moody's y Standard & Poor's de todo el sector contribuya aún más a esta desaceleración.**

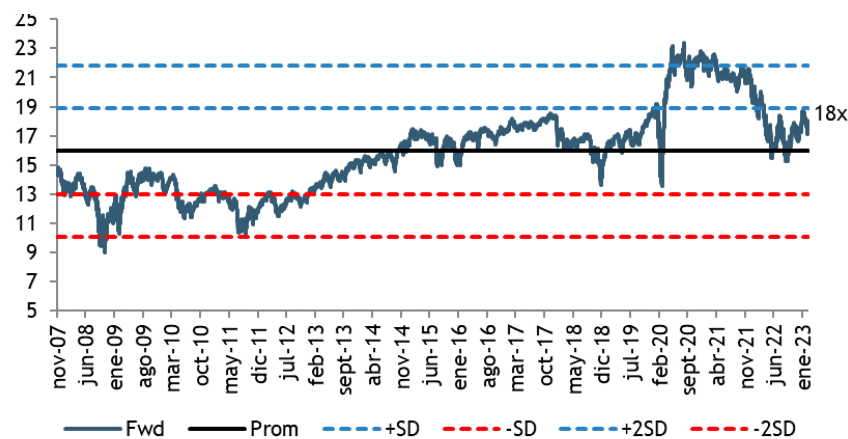
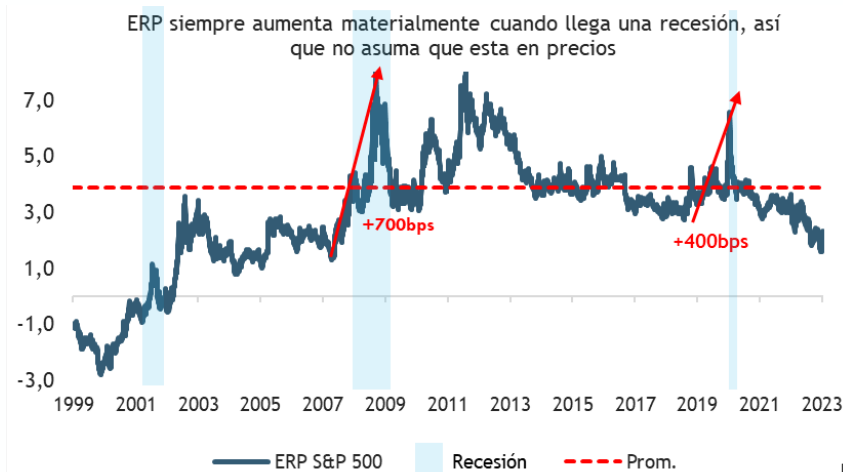
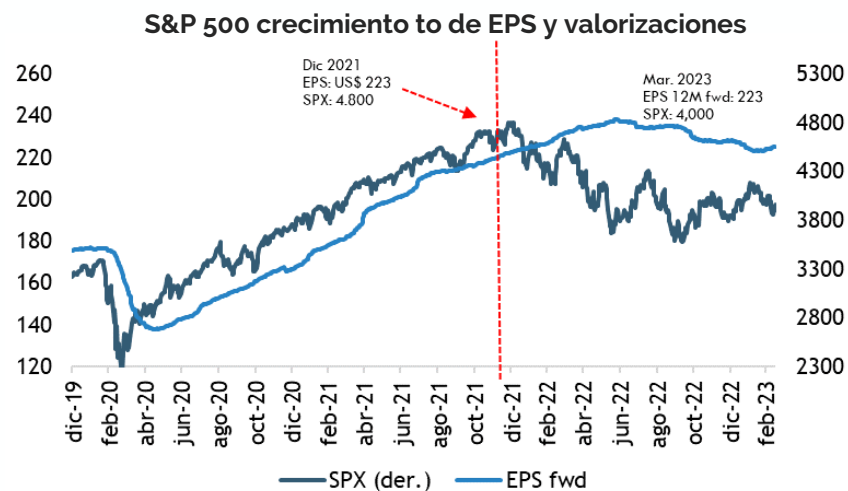
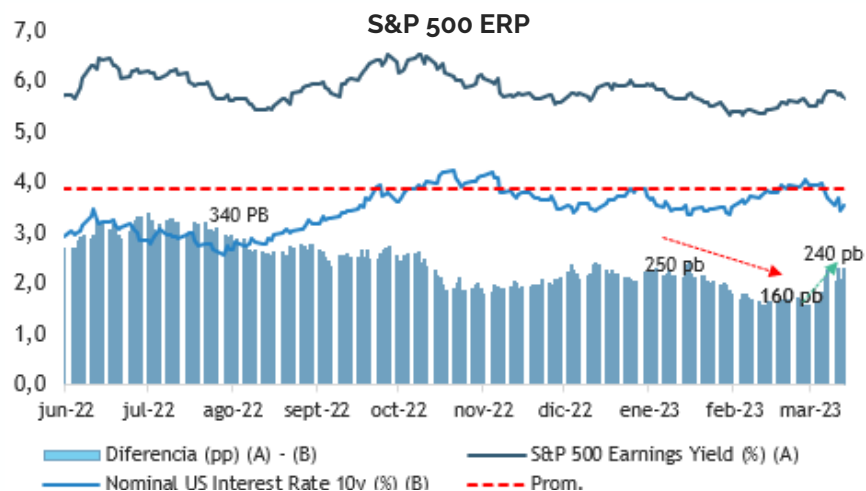


Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg. Datos al 17 de marzo de 2023

El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

Renta variable: Durante el último mes, la correlación entre acciones y bonos se ha invertido y ahora es negativa.

- Durante el último mes, la correlación entre acciones y bonos se ha invertido y ahora es negativa. En otras palabras, las acciones bajan cuando bajan las tasas y viceversa. Esto contrasta marcadamente con la mayor parte del año pasado, cuando las acciones estaban más preocupadas por la inflación, la reacción de la Fed y las tasas subiendo. En cambio, el camino de las acciones ahora se basa en el crecimiento, y parece ser que las previsiones de ganancias son demasiado optimistas, según constata MS. Desde la perspectiva del mercado de valores, los eventos de la semana pasada significan que la disponibilidad de crédito está disminuyendo para una amplia franja de la economía, que puede ser el catalizador que finalmente convenga a los participantes del mercado de que la prima de riesgo de las acciones (ERP) es demasiado baja. ERP del S&P 500 es actualmente es de 240 pb. **Dado el riesgo para la perspectiva de ganancias, la relación riesgo/recompensa en las acciones de EE. UU. sigue siendo poco atractiva hasta que el ERP esté al menos en 350-400 pb**



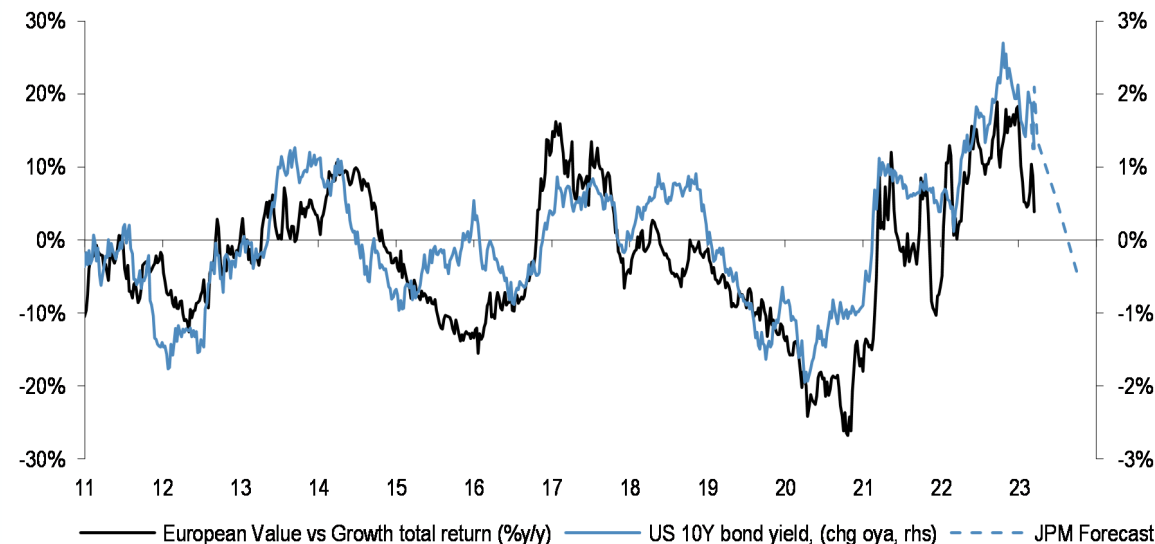
Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg. MS. Datos al 17 de marzo de 2023

El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

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, esta tendencia se encuentra comprometida este año.
- Esto se debe en parte a la opinión de que la inflación ha alcanzado su punto máximo, y que los rendimientos de los bonos en EE. UU. se estancarán/bajarán, en particular en el segundo semestre de este año.
- **El performance de Value vs Growth es sensible al movimiento de los rendimientos de los bonos (ver gráfico).**
- A largo plazo, los fundamentos siguen apuntando al estilo Value. Hemos sido optimistas sobre el factor valor el año pasado, y todavía vemos que las acciones de valor parecen mucho más interesantes que las de crecimiento en un horizonte de 2-3 años. La preocupación es que probablemente se debilitarán este año, ya que los mercados vuelven a fijar el precio en un escenario de recesión, mientras que los rendimientos de los bonos podrían reflejar el riesgo de errores de política de los bancos centrales, con una inversión continua de la curva de rendimiento..

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...

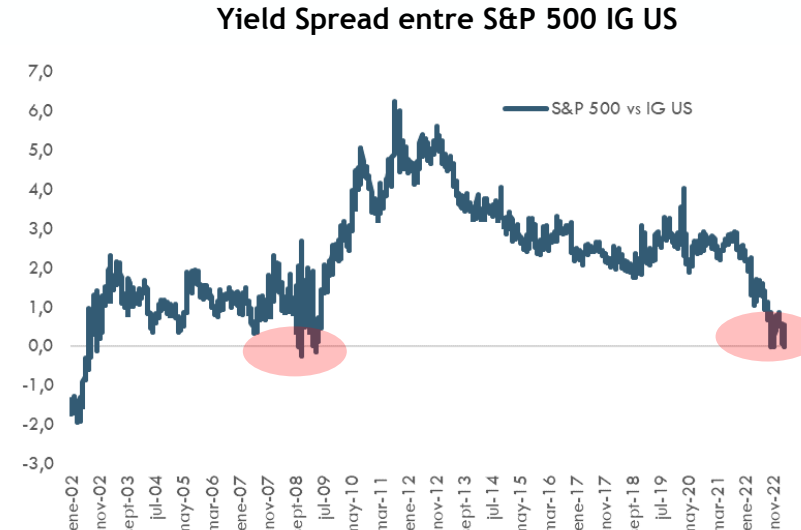
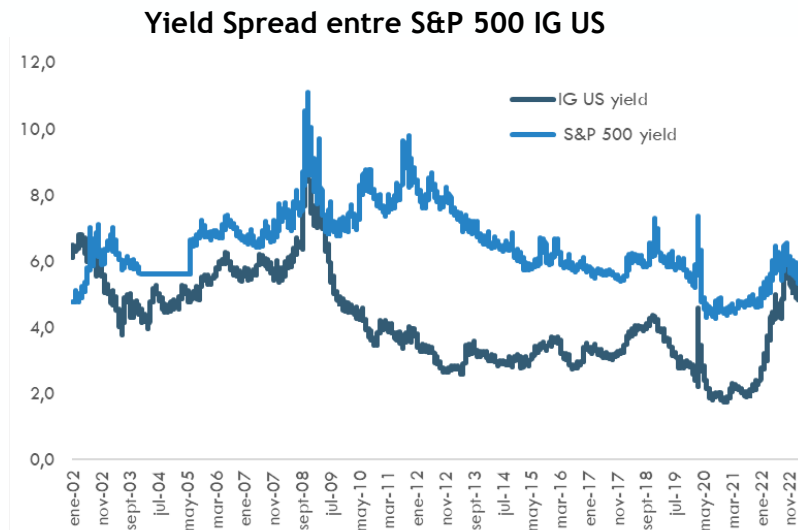


Visión Internacional: Sobre ponderar RF

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;

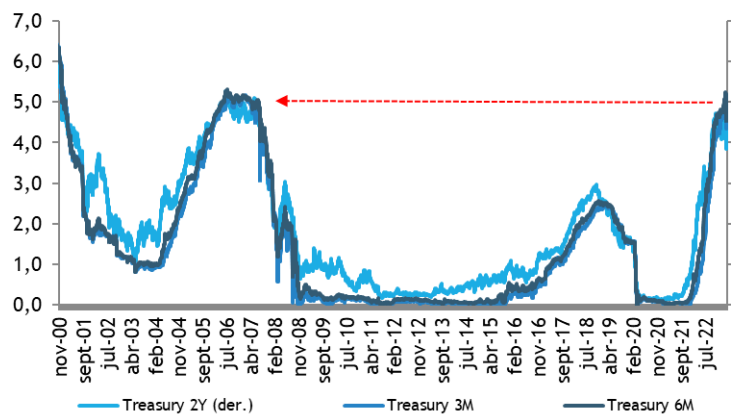
Visión Internacional: Sobre ponderar RF

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

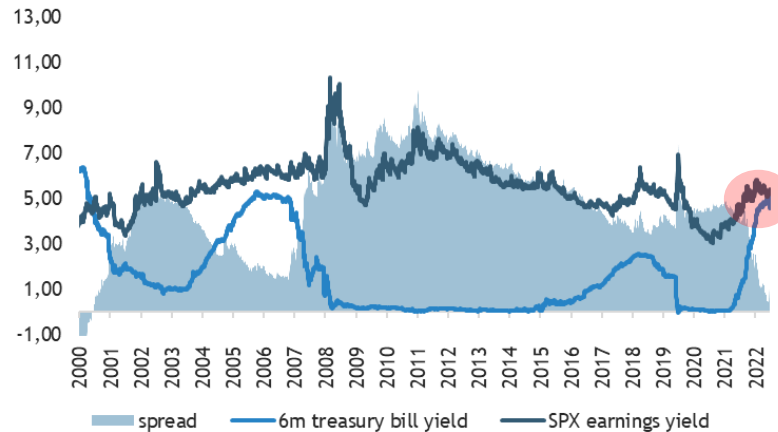
En particular aumentar la exposición a "efectivo" puede ser una buena alternativa. Tasas libres de riesgo en la parte corta de la curva soberana se han vuelto particularmente atractivas y pueden aportar no solo "yield" (un treasury Bill de 6m ya se acerca la 5%), y diversificación, sino también menos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

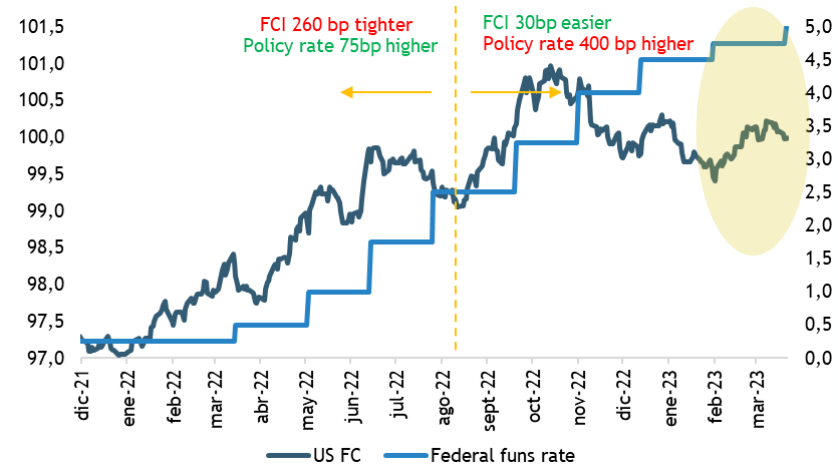
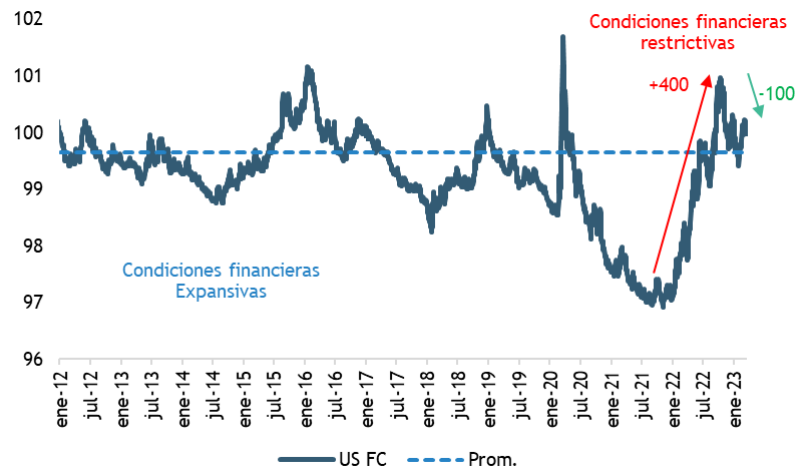


Condiciones Financieras

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.

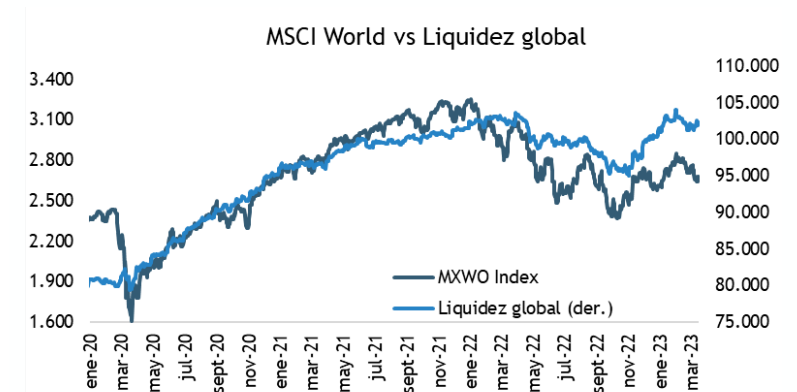
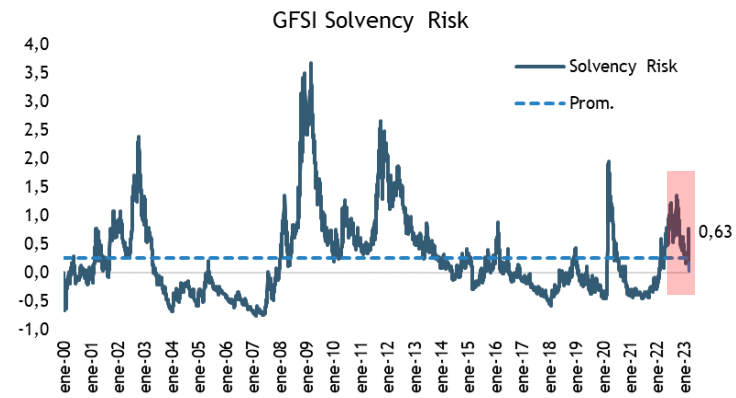
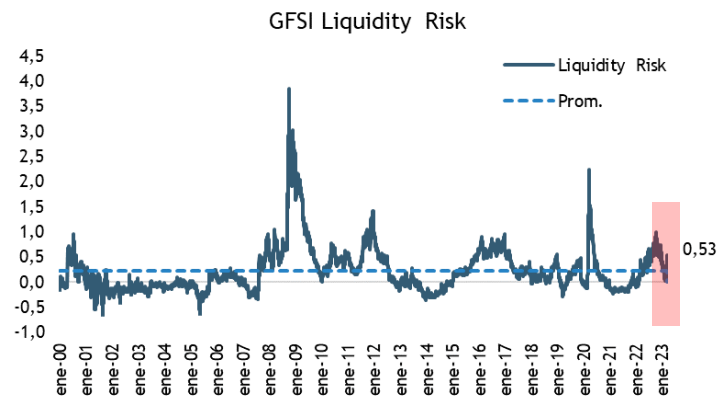
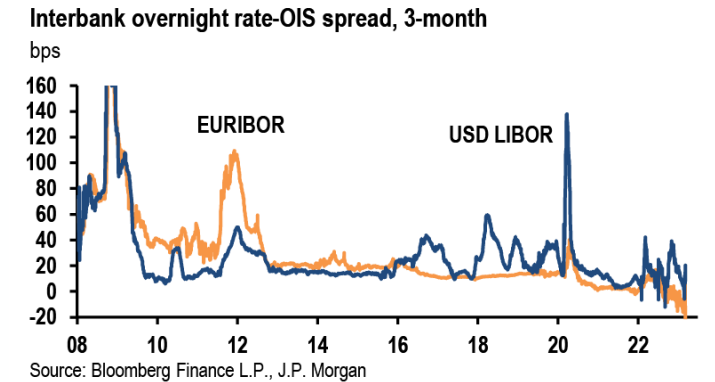
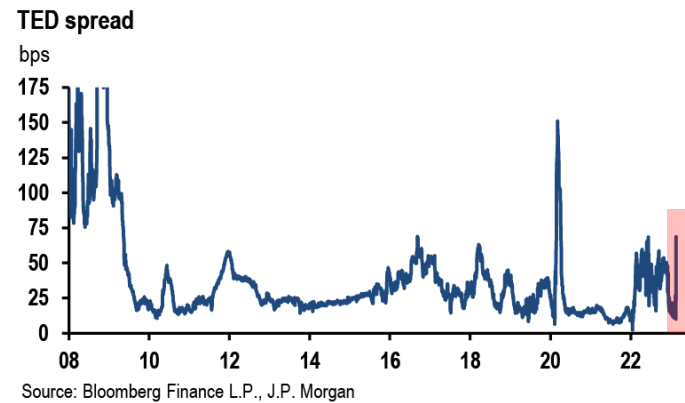
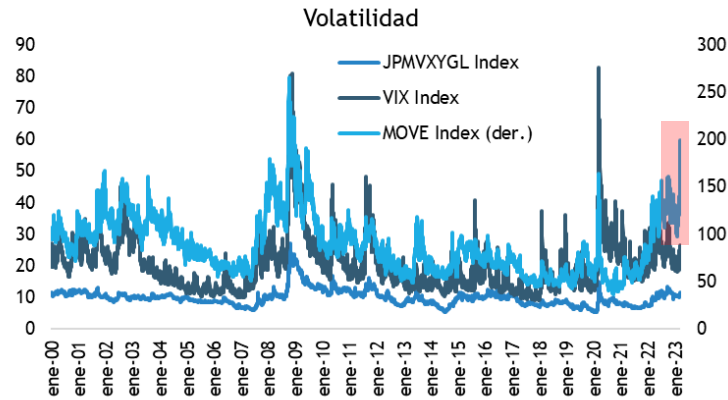
GS US Financial Conditions Index



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.



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 50%
- 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	51.5	46%	50.8
Nonmanufacturing sentiment	53.3	47%	52.6
Manufacturing sentiment	45.6	67%	50.3
Residential building permits	1448.3	52%	1475.8
Auto sales	14.9	17%	12.6
Payrolls	351.0	31%	282.0
Unemployment rate	3.6	29%	4.3
Initial claims	191.2	4%	288.6
Senior loan officer opinion survey	48.5	100%	15.9
All near-term economic indicators above		52%	
Background risk indicators		42%	
All economic indicators		59%	

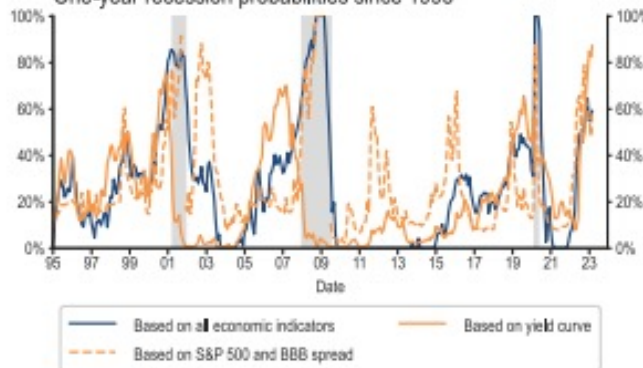
Source: J.P. Morgan. "Historical average unconditional probability" is the historical average probability of a recession starting within 12 months when beginning in an expansion, unconditional on any data. All other probabilities are based on regression models. Indicators enter the models as the deviation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

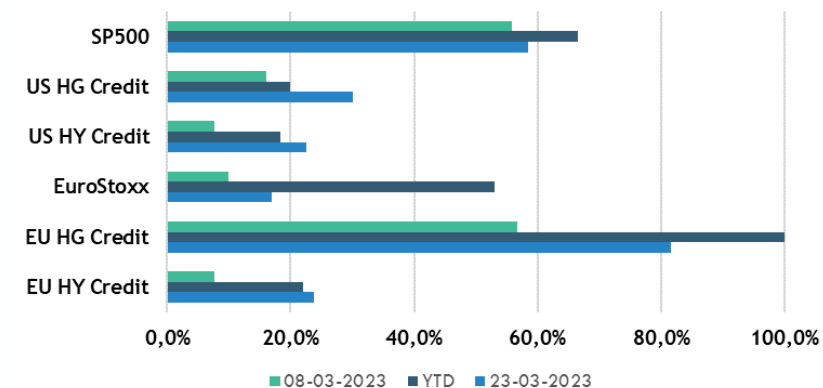
Indicator(s)	Current level	Implied 1-year recession probability	Level at 59% recession probability
S&P 500 drawdown from peak (%)	-15.8	57%	-16.7
A/BBB bond spread (bp)	165.0	30%	260.3
Yield curve (10yr minus 3mo, bp)	-131.0	87%	-14.5
S&P and spread together		59%	
S&P, spread, and yield curve		99%	
All financial and near-term economic		83%	
All financial and all economic		79%	

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

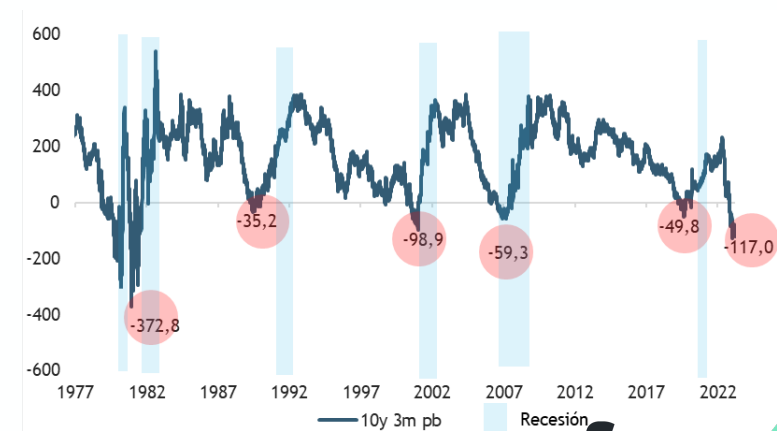
One-year recession probabilities since 1995



Probabilidad de Recesión según distintos mercados



Pendiente de la curva de rendimiento



Asset Allocation Internacional

Asset Allocation Internacional

		Fundamental					Tactico		Resumen Visión	
Asset Class		UW	N	OW	Cambio	Convicción	Allocation	Es tilo		
		● Underweight ● Neutral ● Overweight			▲ Alta ▼ Moderada Baja		(+/-) 5pp - 10pp	Value Core Growth	Internacional	
Principales asset class	Equities	●	○	○		Alta			El ciclo a la baja de las ganancias continuará, pero la inflación máxima reduce el riesgo de un endurecimiento excesivo de política	
	Fixed Income	○	○	●	▲	Alta			Spreads se han reducido y operan bajos sus promedios, pero los rendimientos del crédito de alta calidad siguen siendo atractivos.	
	Alternativos	○	●	○		Alta			Con mayores restricciones de liquidez comienzan a aparecer oportunidades tanto en la deuda privada, como el private equity	
	Cash	○	○	●	▲	Alta			Aumentar la exposición a "efectivo". Tasas libres de riesgo en la parte corta de la curva soberana se han vuelto particularmente atractivas, en momentos en que las valorizaciones no son particularmente atractivas en los activos tradicionales.	
Preferencias por asset class	Equities	United States	●	○	○			Core	Vulnerable a rebajas de utilidades. Se espera un EPS 23E en el rango US\$210 -US\$220 para el SPX (pero en recesión ese podrían caer al rango de US\$180 - US\$190) y sigue siendo caro en comparación con otras regiones	
		Europe	○	●	○			Value	Cierta riesgo de moderación de las ganancias, pero dividendos atractivos y un colchón de valoración relativa respecto al US entregan soporte	
		United Kingdom	○	○	●			Value	Las valoraciones parecen muy atractivas después de 6 años de bajo rendimiento. Reino Unido es un juego de valor. (bancos, minería, petroleras)	
		Japan	○	○	●			Core	Es probable que el apoyo de una moneda débil se desvanezca a mediados de año, pero las valoraciones y el apoyo a las ganancias siguen siendo favorables. Potencial ganancia FX	
		Emerging ex China	○	●	○			Core	La reapertura de China es un trade táctico clave, así también un dólar más débil y el apoyo político es tá aumentando, pero las valoraciones ya no son tan atractivas.	
		China	○	○	●	▲		Value	El presidente Xi insistió a tomar medidas más fuertes para impulsar la demanda interna y la inversión. Otro punto relevante es que el consumidor se encuentra en una excelente posición dado que cuenta con sus mayores ahorros desde el año 2015 y con una deuda de las más bajas en los últimos años.	
	Fixed income	U.S. Treasuries	○	○	●				Los rendimientos están muy por debajo de los máximos del ciclo, pero con el ciclo alcista acercándose al final, es probable que los rendimientos estén más cerca del techo y la demanda es sólida.	
		Corporate investment grade	○	○	●	▲			Rendimientos atractivos, especialmente a corto plazo; balances generalmente sólidos a medida que disminuye la volatilidad de las tasas	
		Corporate high yield	●	○	○				La baja emisión y la mayor calidad del índice HY mantuvieron los diferenciales contenidos, pero los diferenciales son vulnerables a las acciones más débiles	
		EMD hard currency	○	●	○				Cierta apoyo modesto frente a la desaceleración del crecimiento proveniente de la larga duración, pero poco margen para diferenciales más ajustados.	
	Duration	○	●	○				Los compradores de duración llegan a medida que el ciclo de alzas se acerca a su fin (se esperan fondos federales terminales entre el 5,5% y el 6,0%).		

Asset Allocation Internacional

Fundamental					Tactico		Resumen Visión			
Asset Class	UW	N	OW	Cambio	Convicción	Allocation		Es tilo		
● Underweight ● Neutral ● Overweight ▲ Alta ▼ Moderada ▼ Baja					(+/-) 5pp - 10pp Value Core Growth		Internacional			
Principales asset class	Equities	●	○	○				El ciclo a la baja de las ganancias continuará, pero la inflación máxima reduce el riesgo de un endurecimiento excesivo de política		
	Fixed Income	○	○	●				Spreads se han reducido y operan bajos sus promedios, pero los rendimientos del crédito de alta calidad siguen siendo atractivos.		
	Alternativos	○	●	○				Con mayores restricciones de liquidez comienzan a aparecer oportunidades tanto en la deuda privada, como el private equity		
	Cash	○	○	●	▲			Aumentar la exposición a "efectivo". Tasas libres de riesgo en la parte corta de la curva soberana se han vuelto particularmente atractivas, en momentos en que las valorizaciones no son particularmente atractivas en los activos tradicionales.		
Preferencias por asset class	Alternativos	Currency	USD	○	●	○			El USD ha girado a partir del 4T22 a medida que se desacelera el ciclo de alzas de la Fed. Si bien reconocemos los progresos de la inflación, son todavía insuficientes para alejar a la FED de seguir subiendo las tasas de interés, por lo que después de una caída de 12% desde los máximos de octubre el dólar queda expuesto a recuperaciones de corto plazo.	
		Alternativos	Private Equity	○	●	○				Valorizaciones se ajustaron en los últimos trimestres. (EV/EBITDA < 10X). Por liquidez ya se encuentran descuentos cercanos al 20%. Fondos grandes buscando bajar exposición y más liquidez. Fondos grandes buscando bajar exposición y más liquidez.
			Deuda Privada	○	●	○				Mercado de direct lending con alta competencia debido a la gran cantidad de dry powder. Empresas con peores múltiplos de deuda correrán mayores riesgos de default. Escenario económico de recesión genera buena oportunidad para deuda oportunística y distressed.
			Real State	○	●	○				Las mayores tasas de interés disminuyen las valorizaciones de los activos inmobiliarios, ajustando los cap rate. Mayores vacancias harán disminuir los ingresos en los próximos meses. Spreads entre cap rate y treasurie 10yr bajo promedios

Activos Internacionales

Resumen Visión

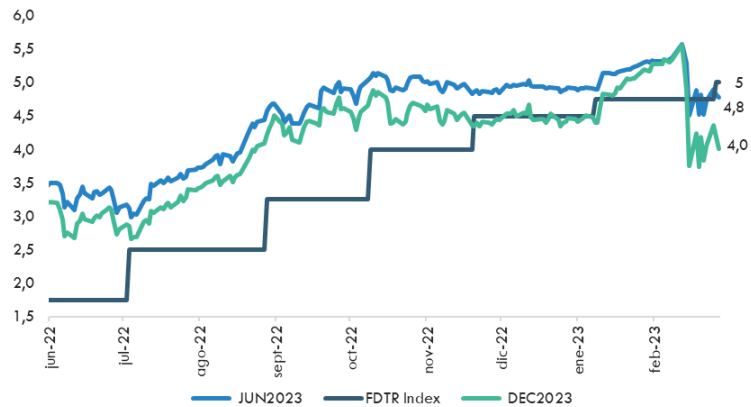
El nivel de incertidumbre inducido por la crisis bancaria nos mantiene con una postura más defensiva en términos de allocation

- **Cash**, mantenemos alta convicción
 - Dado el nivel de tasas que hay en la parte más corta de la curva, vemos más atractivos los bonos del tesoro americano entre 1 y 6 meses.
- **Fixed income**, seguimos manteniendo nuestra convicción alta en este activo
 - (+) Principalmente lo que vemos es un atractivo relativo respecto al equity (yield spread favorable a renta fija).
 - (+) además de atractivos niveles de tasas que se pueden encontrar en papeles de buena calidad crediticia. (IG YTM ~ 5.3%)
 - (-) Aunque vemos que la volatilidad de tasas seguir alta por más tiempo hasta que no haya consenso en un escenario de crecimiento e inflación.
 - (+) La asignación a renta fija se compone principalmente de US Treasuries y US IG Credit.
 - Respecto a la duración del portafolio hemos ido subiendo a una duración más neutral cercana a los 4 años
- **Equities**, mantenemos nuestra baja convicción con un underweight, aunque en niveles actuales (en torno a 4.000 puntos) vemos al S&P 500 cerca de su *Fair Value*
 - (-) No hay muchos incentivos para tomar más riesgo en acciones. (yield spread favorable a renta fija).
 - (-) Equity risk premium en niveles bajos para el contexto actual. (caso S&P 500).
 - (+) Mantenemos un view más constructivo en países fuera de Estados Unidos, especialmente China, a través de las acciones de la serie A.
 - (+) Seguimos manteniendo en un sesgo más value a través de las distintas zonas geográficas. Pero, evaluando estrategias más neutrales que podrían ser más defensivas para el caso de EE.UU (entendiendo que el value también es más cíclico).
- **Alternatives**, seguimos con una posición neutral
 - Deuda privada, vemos oportunidades en este vintage por el lado de la deuda distressed, condiciones favorables para los underwriters más que para los borrowers.
 - Real estate, es el mercado que hemos visto más complicado, producto de que los cap rate en general no han ajustado o les falta por ajustar, vemos el segmento residencial de single Family o multi Family como más resiliente y atractivo dentro del universo de real estate US.
 - Private equity, vemos oportunidades en estrategias de fondos secundarios que logren comprar con descuentos atractivos a otros LP's

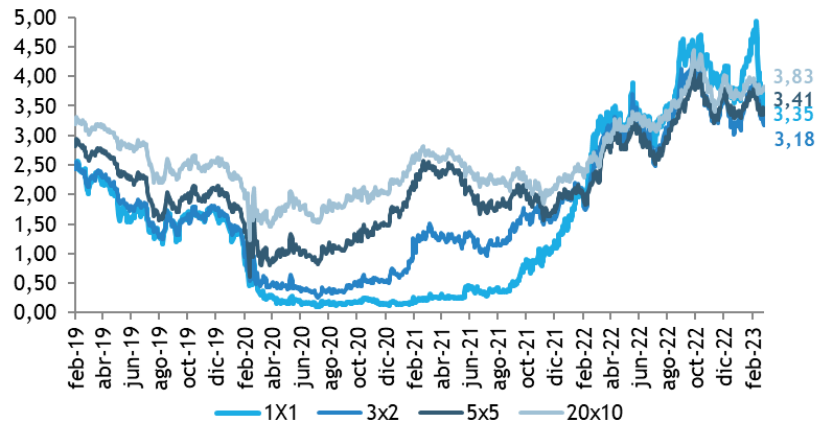
Visión Tasas base

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

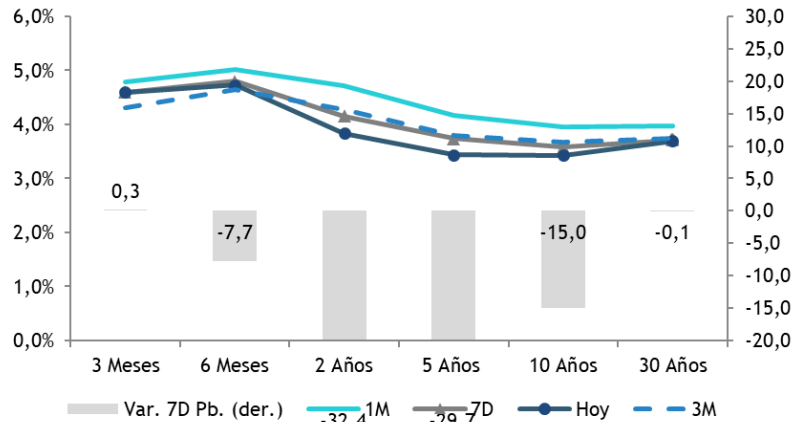
Expectativas de Tasas Fondos Federales



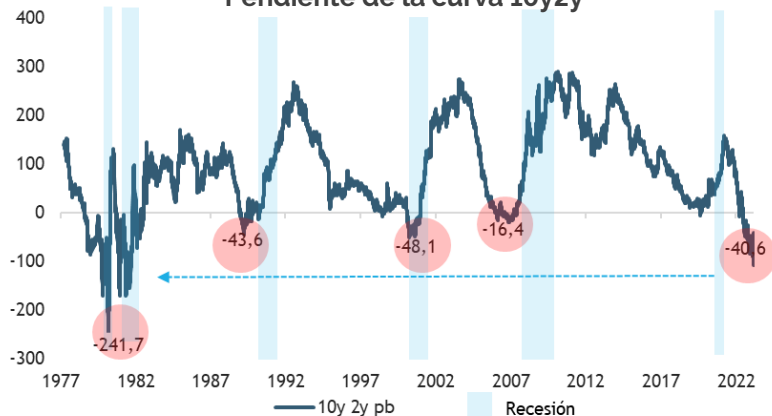
Fwd de tasas



Estructura de Tasas



Pendiente de la curva 10y2y



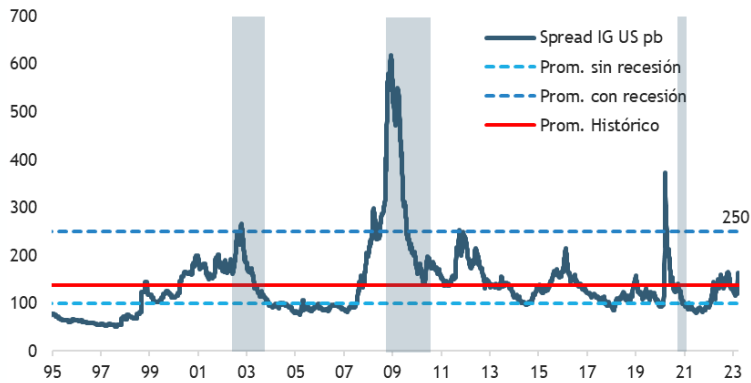
Asset Class	UW	N	OW	Cambio	Convicción
Tasas Base	● Underweight	● Neutral	● Overweight	▲ Alta	▼ Moderada
U.S. Treasuries	○	○	●		Baja

- Las tasas base se encuentran presionadas a la baja ante el temor de los problemas de Silicon Valley Bank y por el fuerte ajuste de las expectativas de la tasa terminal de la FED.
- Las expectativas de la tasa terminal de fondos federales cae fuertemente en estos últimos días hasta el 5%, luego de estar sobre el 5.5% en el último tiempo.
- La curva de rendimiento sigue invertida y reversión reciente es más consistente por los mayores riesgos de recesión.

Visión Renta Fija Global

Spreads se han reducido y operan bajos sus promedios, pero los rendimientos del crédito de alta calidad siguen siendo atractivos.

Spread IG US pb



Spread HY US pb



US Investment Grade Corporates in different fixed income regimes

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

		Rates (bps)										
		Lower									Higher	
			-100 bps	-75 bps	-50 bps	-25 bps	--	+25 bps	+50 bps	+75 bps	+100 bps	Traditional Risk-On
Quantitative Easing / Goldilocks			2,39%	2,64%	2,89%	3,14%	3,39%	3,64%	3,89%	4,14%	4,39%	
Tighter ↑ Spreads (bps)	-75 bps	70	20,37%	18,56%	16,75%	14,94%	13,13%	11,32%	9,51%	7,70%	5,89%	
	-50 bps	95	18,56%	16,75%	14,94%	13,13%	11,32%	9,51%	7,70%	5,89%	4,08%	
	-25 bps	120	16,75%	14,94%	13,13%	11,32%	9,51%	7,70%	5,89%	4,08%	2,28%	
	--	145	14,94%	13,13%	11,32%	9,51%	5,19%	5,89%	4,08%	2,28%	0,47%	
	+25 bps	170	13,13%	11,32%	9,51%	7,70%	5,89%	4,08%	2,28%	0,47%	-1,33%	
Wider ↓	+50 bps	195	11,32%	9,51%	7,70%	5,89%	4,08%	2,28%	0,47%	-1,33%	-3,14%	
	+75 bps	220	9,51%	7,70%	5,89%	4,08%	2,28%	0,47%	-1,33%	-3,14%	-4,94%	
	+125 bps	276	5,46%	3,65%	1,84%	0,04%	-1,77%	-3,57%	-5,38%	-7,18%	-8,98%	
		Prom. Recesión										
Traditional Risk-Off												
												Quantitative Tightening / Fear of the FED

Asset Class	UW	N	OW	Cambio	Convicción
	● Underweight	● Neutral	● Overweight	▲ Alta ● Moderada ▼ Baja	
Fixed Income	U.S. Treasuries	○	○	●	
	Corporate investment grade	○	○	●	
	Corporate high yield	●	○	○	
	EMD hard currency	○	●	○	
	Duration	○	●	○	

- **US Treasuries:** 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.
- **Corporate IG:** Rendimientos atractivos especialmente a corto plazo; balances generalmente sólidos a medida que disminuye la volatilidad de las tasas.
- **Corporate HY:** La baja emisión y la mayor calidad del índice HY mantuvieron los diferenciales contenidos, pero los diferenciales son vulnerables a las acciones más débiles.
- **EMD Hard Currency:** Cierta apoyo modesto frente a la desaceleración del crecimiento proveniente de la larga duración, pero poco margen para diferenciales más ajustados.

Visión Renta Variable Global

El enfoque pronto pasará de la valoración a las utilidades

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

Febrero

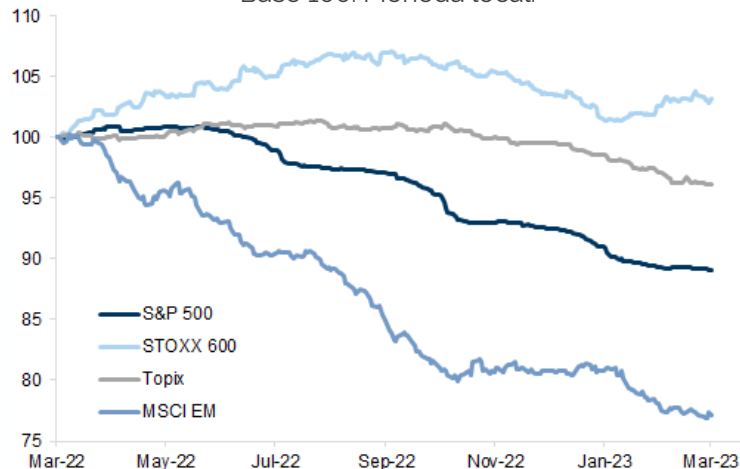
	Sales Growth (%)		EPS Growth (%)		Net Margin (%)	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
S&P 500	12.0	3.0	6.0	0.0	12.1	12.3
STOXX 600	20.1	-1.1	12.9	2.9	9.4	9.9
TOPIX (FY basis)	12.7	1.2	7.5	5.4	5.9	5.9
MSCI AP ex Japan	10.8	4.6	4.4	1.0	10.4	10.0
MSCI EM	13.4	4.7	5.3	-3.5	10.7	9.8
MSCI AC World	12.7	1.9	5.6	1.2	10.9	11.0
Energy	47.1	-9.4	116.6	-18.4	11.7	10.1
Materials	11.2	-2.6	-4.3	-17.3	11.3	9.7
Industrials	14.5	2.3	16.2	-1.9	8.3	8.0
Cons. Discretionary	12.7	6.4	2.3	15.4	6.1	6.7
Cons. Staples	10.6	4.5	5.7	4.5	6.7	6.8
Health Care	8.4	3.0	4.7	-4.5	11.4	10.6
Financials	2.0	7.1	-12.2	17.4	16.3	18.3
IT	8.7	1.3	5.5	-4.5	17.6	16.4
Communication Svs	3.7	3.5	-22.8	14.3	9.8	12.4
Utilities	12.3	-0.9	7.4	12.3	7.5	8.8
Real Estate	5.7	5.4	10.2	2.2	17.0	14.9

Marzo

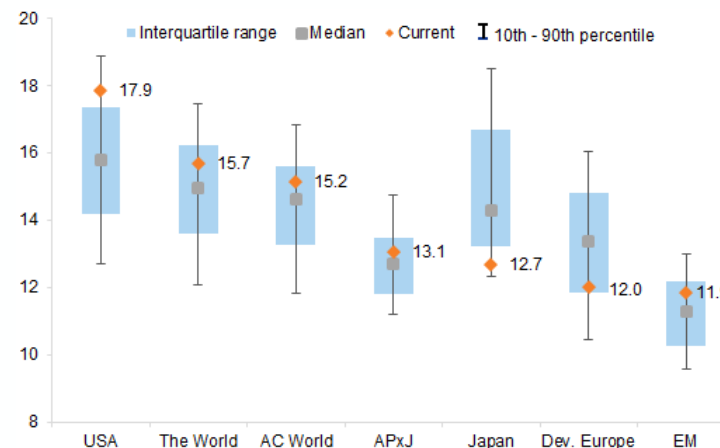
	Sales Growth (%)		EPS Growth (%)		Net Margin (%)	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
S&P 500	3.0	5.0	0.0	12.0	12.2	12.8
STOXX 600	-2.2	1.7	2.5	8.3	9.8	10.2
TOPIX (FY basis)	3.3	2.2	5.7	8.9	5.9	6.2
MSCI AP ex Japan	5.0	7.5	1.3	16.7	9.9	10.8
MSCI EM	4.5	7.2	-4.1	16.8	9.7	10.6
MSCI AC World	1.9	4.2	1.5	11.1	10.9	11.5
Energy	-8.9	-4.1	-19.3	-5.0	10.0	9.5
Materials	-2.3	0.9	-17.2	5.2	9.6	9.9
Industrials	2.4	4.3	-1.1	10.4	8.0	8.4
Cons. Discretionary	6.6	7.2	17.3	18.6	6.6	7.3
Cons. Staples	4.5	4.3	4.1	9.3	6.8	7.1
Health Care	3.0	5.8	-4.7	11.6	10.6	11.2
Financials	7.9	4.6	18.1	9.9	18.2	18.6
IT	1.1	9.0	-5.0	20.1	16.3	17.9
Communication Svs	3.7	5.7	17.1	17.4	12.5	13.8
Utilities	-6.2	0.4	13.4	11.3	8.6	9.6
Real Estate	5.6	5.8	1.9	6.3	14.2	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



Asset Class	UW	N	OW	Cambio	Convicción
	● Underweight	● Neutral	● Overweight	▲ Alta	▼ Moderada
					▼ Baja
Equities	United States	●	○	○	
	Europe	○	●	○	
	United Kingdom	○	○	●	
	Japan	○	○	●	
	Emerging ex China	○	●	○	
	China	○	○	●	▲

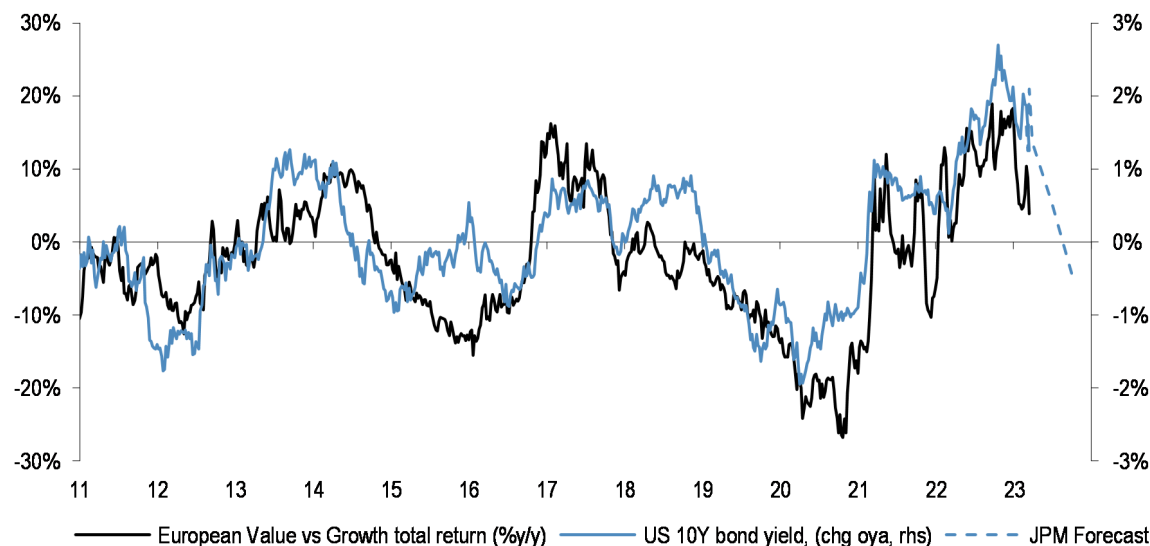
- **US:** Vulnerable a rebajas de utilidades. Se espera un EPS 23E en el rango. US\$210 -US\$220 para el SPX (pero en recesión ese podrían caer al rango de US\$180 - US\$190) y sigue siendo caro en comparación con otras regiones.
- **Europa:** Cierta riesgo de moderación de las ganancias, pero dividendos atractivos y un colchón de valoración relativa respecto al US entregan soporte
- **UK:** Las valoraciones parecen muy atractivas después de 6 años de bajo rendimiento. Reino Unido es un juego de valor. (bancos, minería, petroleras)
- **Japón:** Es probable que el apoyo de una moneda débil se desvanezca a mediados de año, pero las valoraciones y el apoyo a las ganancias siguen siendo favorables. Potencial ganancia FX
- **EM:** La reapertura de China es un trade táctico clave, así también un dólar más débil y el apoyo político está aumentando, pero las valorizaciones ya no son tan atractivas.

Visión Renta Variable Global

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, esta tendencia se encuentra comprometida este año.
- Esto se debe en parte a la opinión de que la inflación ha alcanzado su punto máximo, y que los rendimientos de los bonos en EE. UU. se estancarán/bajarán, en particular en el segundo semestre de este año.
- **El performance de Value vs Growth es sensible al movimiento de los rendimientos de los bonos (ver gráfico).**
- A largo plazo, los fundamentos siguen apuntando al estilo Value. Hemos sido optimistas sobre el factor valor el año pasado, y todavía vemos que las acciones de valor parecen mucho más interesantes que las de crecimiento en un horizonte de 2-3 años. La preocupación es que probablemente se debilitarán este año, ya que los mercados vuelven a fijar el precio en un escenario de recesión, mientras que los rendimientos de los bonos podrían reflejar el riesgo de errores de política de los bancos centrales, con una inversión continua de la curva de rendimiento..

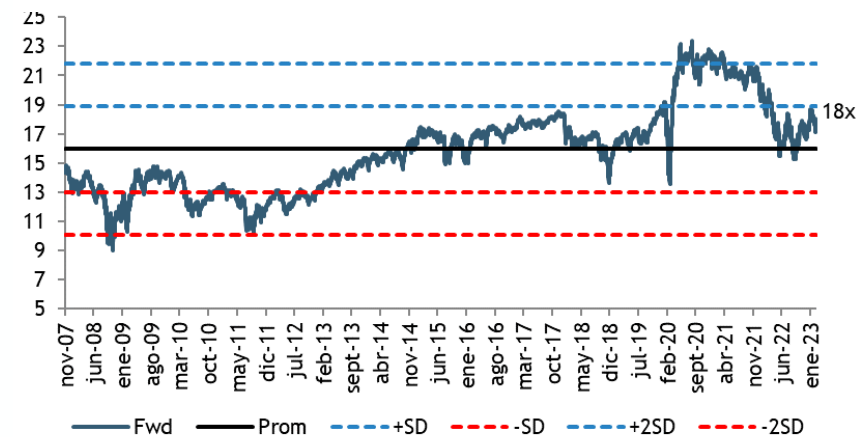
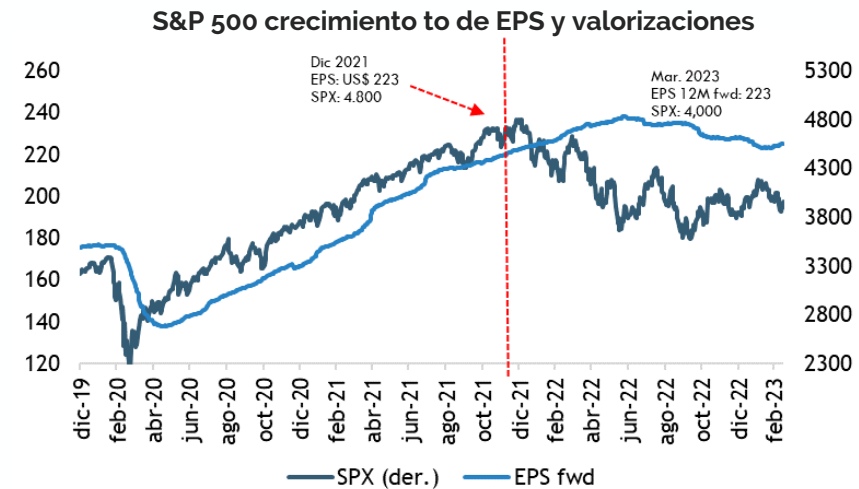
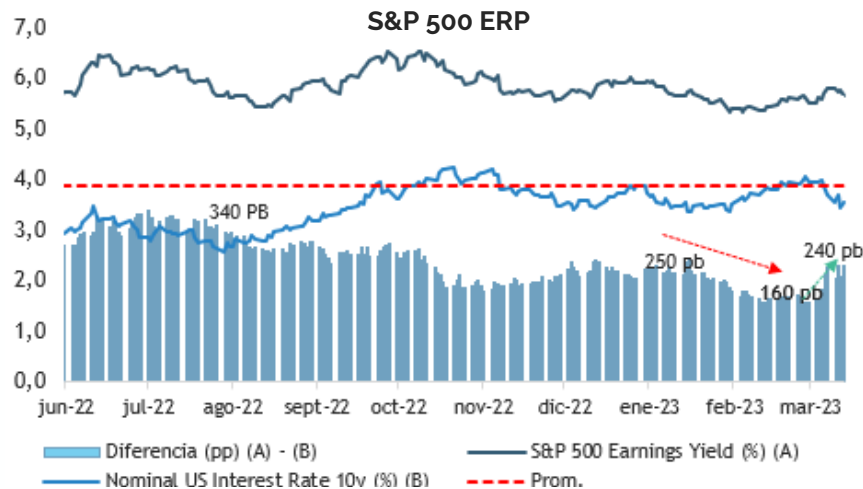
El rendimiento relativo de los factores depende de la dirección de los rendimientos de los bonos... Es probable que el rendimiento a 10 años baje en el segundo semestre...



Visión Renta Variable EE.UU

Renta variable: Durante el último mes, la correlación entre acciones y bonos se ha invertido y ahora es negativa.

- Durante el último mes, la correlación entre acciones y bonos se ha invertido y ahora es negativa. En otras palabras, las acciones bajan cuando bajan las tasas y viceversa. Esto contrasta marcadamente con la mayor parte del año pasado, cuando las acciones estaban más preocupadas por la inflación, la reacción de la Fed y las tasas subiendo. En cambio, el camino de las acciones ahora se basa en el crecimiento, y parece ser que las previsiones de ganancias son demasiado optimistas, según constata MS. Desde la perspectiva del mercado de valores, los eventos de la semana pasada significan que la disponibilidad de crédito está disminuyendo para una amplia franja de la economía, que puede ser el catalizador que finalmente convenga a los participantes del mercado de que la prima de riesgo de las acciones (ERP) es demasiado baja. ERP del S&P 500 es actualmente es de 220 pb. **Dado el riesgo para la perspectiva de ganancias, la relación riesgo/recompensa en las acciones de EE. UU. sigue siendo poco atractiva hasta que el ERP esté al menos en 350-400 pb**



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

Visión Renta Variable EE.UU

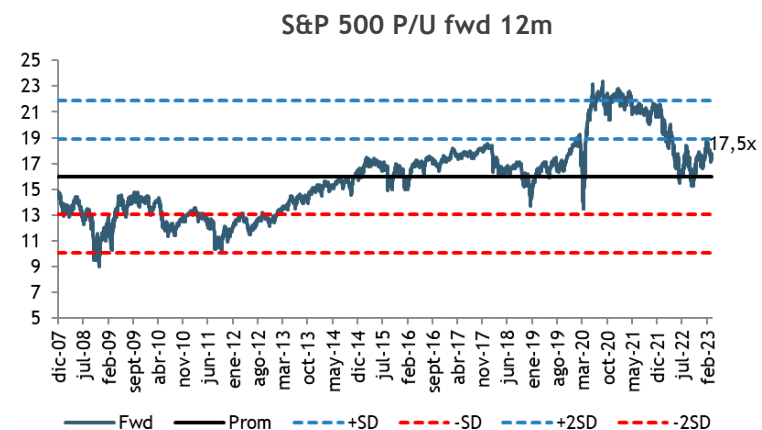
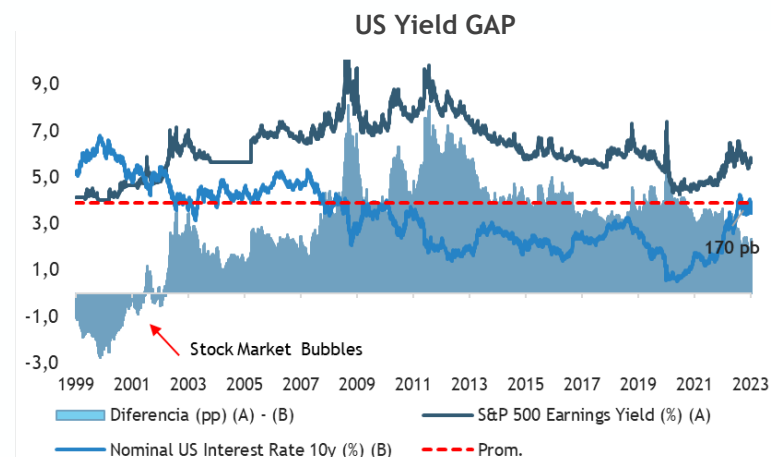
S&P 500: Potencial más bajo por mayores tasas de interés, incertidumbre política (monetaria) y ajustes de EPS

Escenario Solft landing

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

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

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

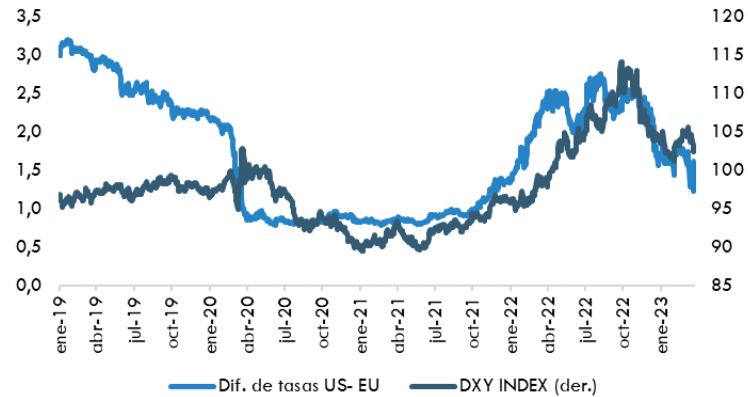


Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg. Datos al 23 de Marzo 2023

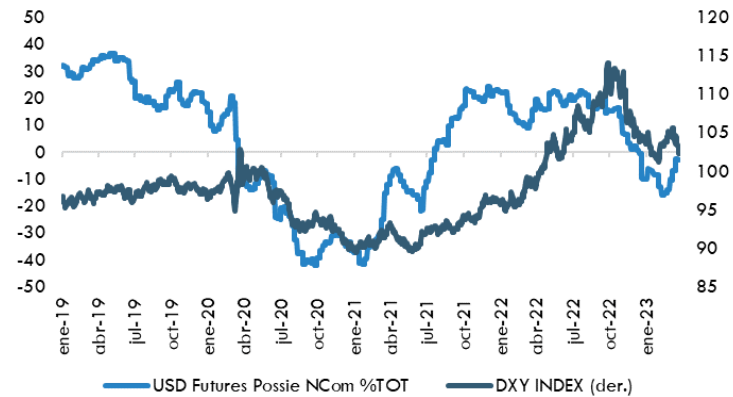
Visión Dólar

Diferenciales se vuelven menos favorables hacia el dólar

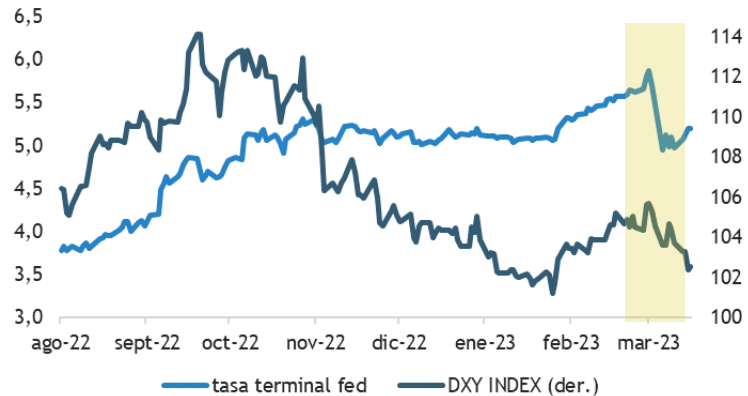
Dólar vs Diferencial de Tasas US-EU



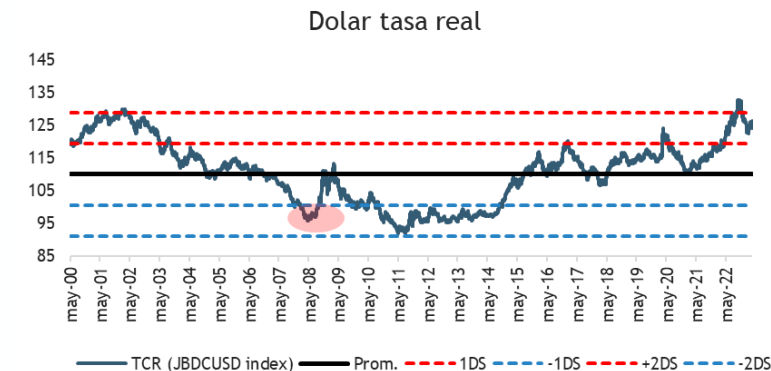
Dólar vs Posiciones Especulativas



Dólar vs tasas terminal FED



Dólar Tasa Real



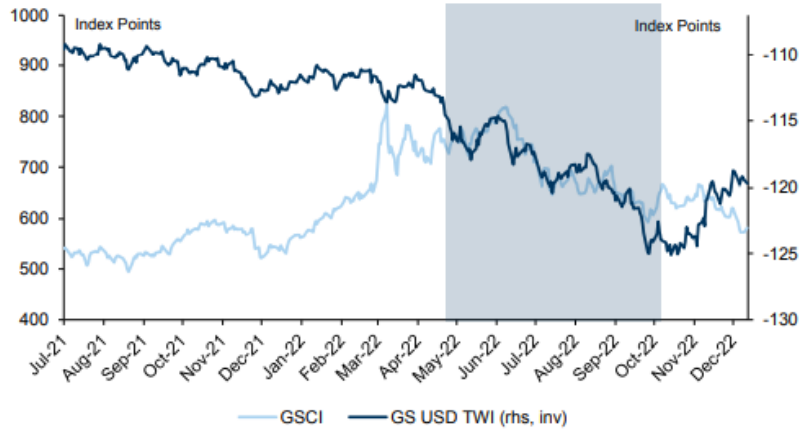
Asset Class	UW	N	OW	Cambio	Convicción
	● Underweight	● Neutral	● Overweight	▲ Alta	Moderada
				▼ Baja	
Currency					
USD	○	●	○		

- **USD:** La mayor aversión al riesgo puede llevar al dólar a recuperar su condición de refugio

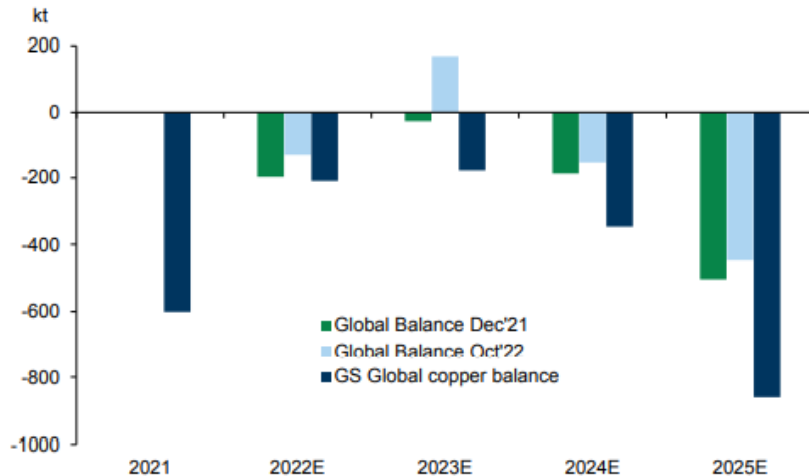
Visión Commodities

Un superciclo subinvertido

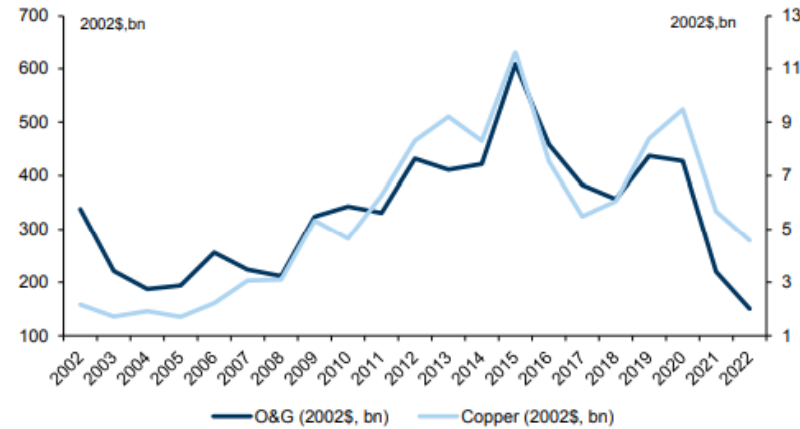
Las materias primas han estado dominadas por el dólar en 2022



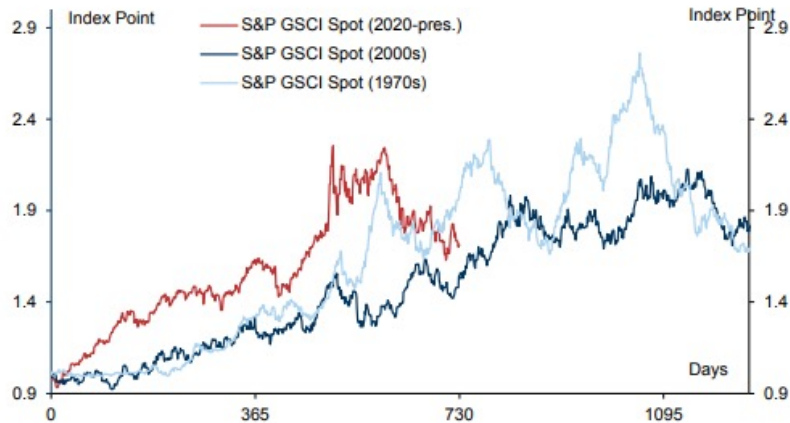
Se espera que el mercado del cobre permanezca en déficit el próximo año, sin que ahora se anticipe un superávit en el horizonte fundamental a futuro. GS global copper balance (current, Oct'22 & Dec'21)



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



Asset Class	UW	N	OW	Cambio	Convicción
	● Underweight	● Neutral	● Overweight	▲ Alta	▲ Moderada
				▼ Baja	
Commodities	Energía	○	●	○	
	Metales Industriales	○	○	●	

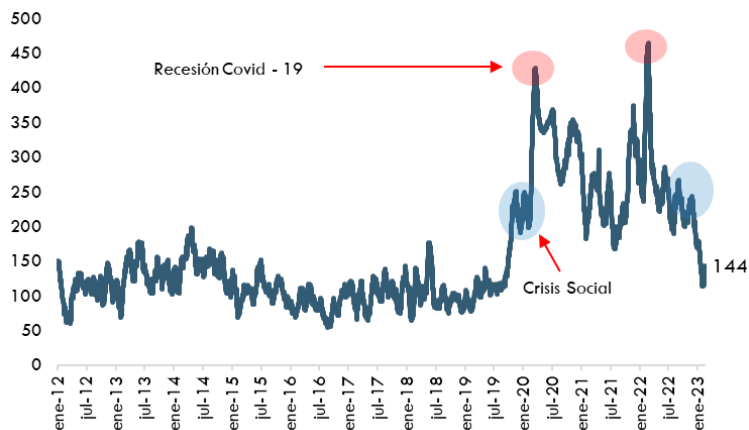
- El sector parece barato y debería beneficiarse de inventarios históricamente bajos, estacionalidad favorable, peak de DXY y cambio de política en China.

Asset Allocation Local

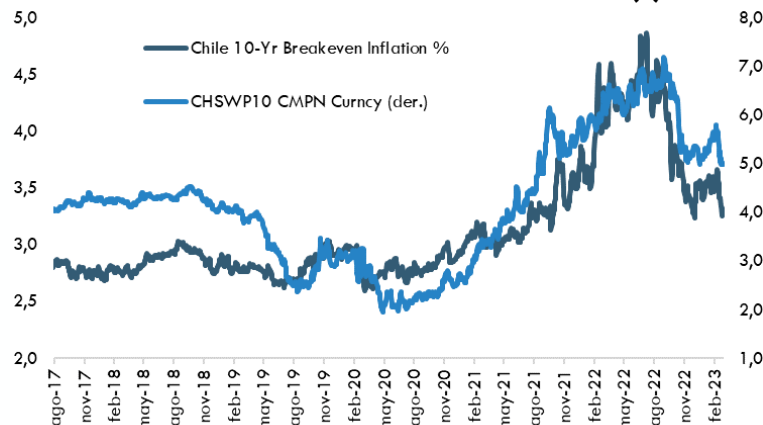


Chile 2023 en gráficos

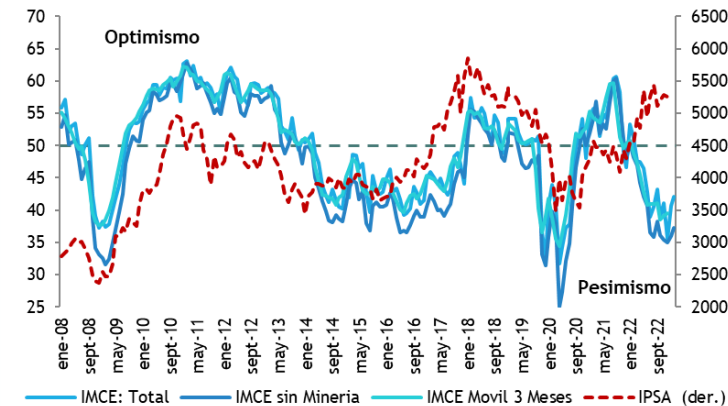
Incertidumbre Económica (+)



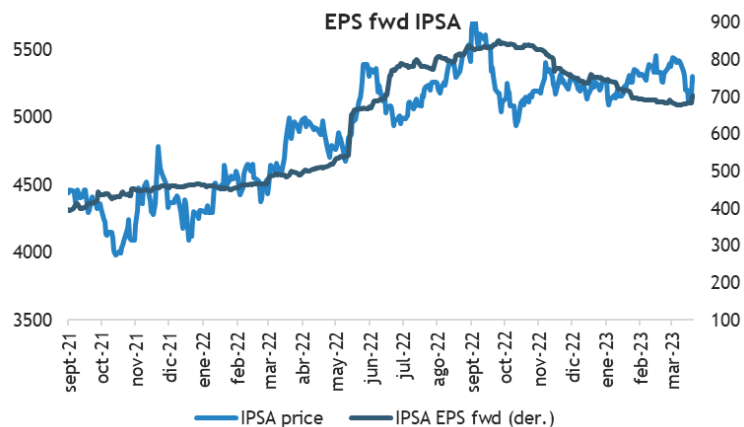
Tasa de interés e inflación (-)



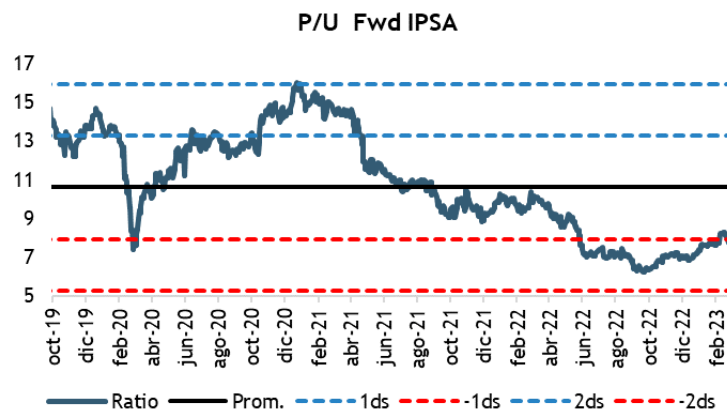
Confianza empresarial (-)



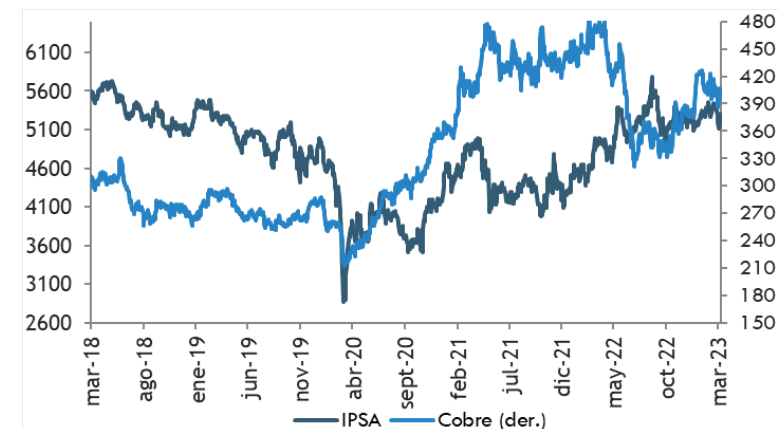
Crecimiento de Utilidades (+)



Valorizaciones (+)



Cobre (+)



(+) mejorando (-) empeorando

Resumen Visión: factores que impulsan nuestras opiniones para el 1Q23

Activos locales ofrecen una atractiva relación riesgo retorno

Driver	Impacto	Principales supuestos	Desarrollos recientes
Crecimiento global	Negativo	Para 2023 se proyecta una contracción del PIB del -1% con sesgo a la baja. Escenario base inflación al cierre 2023: 4,7% a/a.	La incertidumbre local se modera y se acerca a niveles previos a 2019, sin embargo 2023 seguirá marcado por procesos de reforma en curso.
La política monetaria	Neutral	Se mantiene expectativa de TPM en 11,25% por un largo periodo. Cambio en el stance de política podría retrasarse hasta finales de 2T-23 o inicios de 3T-23	Banco Central como era ampliamente esperado, se mantuvo en 11,25%, decisión que fue tomada de manera unánime por los consejeros. La inflación se mantiene muy alta y su convergencia a la meta del 3% aún está sujeta a riesgos
Tasas	Neutral	En los últimos 12m parte corta de la curva fuertemente al alza, dando espacio a un posicionamiento atractivo de riesgo/retorno	Si bien los riesgos al alza persisten, en principio nos inclinamos porque las tasas base ya estarían alcanzando un "nivel máximo relevante" y varias divergencias que observábamos en meses previos, entre el nivel de tasas y los niveles de inflación, así como tasas reales que eran muy bajas comparadas con otros ciclos de ajustes, se han ido cerrando.
Crédito	Neutral	Sobre ponderar emisores corporativos de clasificaciones de riesgo elevadas. (AAA; AA)	Los spreads corporativos aumentan en el margen, dados los mayores riesgos el crecimiento, pero se mantienen por debajo de los niveles prepandemia.
Tipo de Cambio	Neutral	En lo local, el tipo de cambio cotiza \$30 por debajo de los niveles que consideramos fair value para el corto plazo, y los niveles de tipo de cambio real ya no apuntan a una moneda tan "subvaluada"	La zona en torno a \$800 nos parece atractiva para reanudar compras de dólares.
Utilidades	Negativo	Una inminente corrección en las utilidades de las empresas IPSA, con caídas en torno a 25-30% en 2023.	Las revisiones de EPS a la baja
Valorizaciones	Neutral	IPSA ofrece un descuento sustancial en relación con sus pares y su propia historia	IPSA transa a 7,6x Fwd P/E (descuento de 10% frente al Latam); 1x Fwd P/B; MSCIEU 12,5X fwd
Sentiment y posicionamiento	Neutral	Baja representación del asset class en los portafolios de inversionistas locales e internacionales.	
Flujos	Positivo	Mayor demanda institucional y extranjera	


Activos Locales

Resumen Visión

Activos locales ofrecen una atractiva relación riesgo retorno, dado el reequilibrio macro en curso y moderación de riesgos políticos – institucionales.

- **Cash**, tasas atractivas, pero vemos más oportunidades en renta fija y variable
- **Fixed income**, mantener posicionamiento en la parte corta de la curva. Neutralidad en términos de exposición a UF
 - (+) Tasas más atractivas después de los ajustes recientes.
 - (+) En los últimos 12m parte corta de la curva fuertemente al alza, dando espacio a un posicionamiento atractivo de riesgo/retorno y tasas largas en niveles más bajos.
 - (-) Los spreads corporativos aumentan en el margen, dados los mayores riesgos el crecimiento, pero se mantienen por debajo de los niveles prepandemia.
- **Equities**, IPSA ofrece una atractiva relación riesgo retorno
 - Uno de los pocos mercados a nivel global con posibilidad de expandir múltiplos. Alto dividend yield. Potencial de apreciación del CLP en línea con la depreciación del DXY y alza del precio de los commodities.
 - (+) IPSA ofrece un descuento sustancial en relación con sus pares y su propia historia.
 - (+) Atractivo dividend yield 8,5%.
 - (-) Utilidades revisándose a la baja para 2023.
- **Dólar**, tipo de cambio comienza a ajustarse a sus fundamentos
 - (+) Atractivo carry.
 - (+) Mejores términos de intercambio.
 - (-) En términos reales el peso ya no parece subvaluado.
 - La zona de \$780 - \$800 nos parece atractiva para reanudar compras de dólares.

Asset Allocation Local

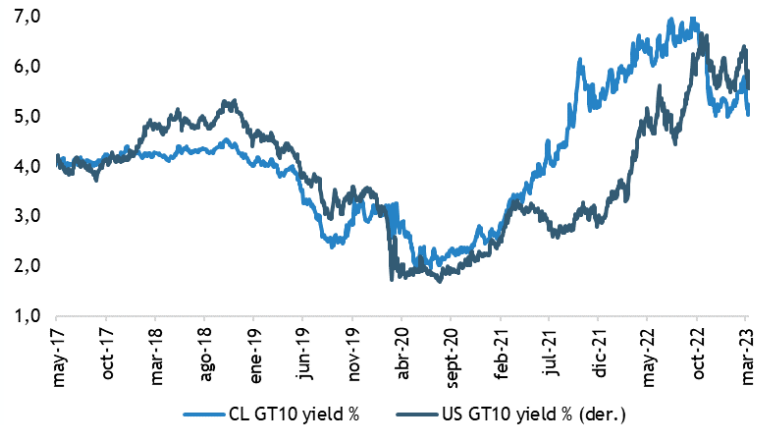
Asset Class		UW	N	OW	Cambio	Convicción	Resumen Visión
							Local
Principales asset class	Equities	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>			IPSA ofrece una atractiva relación riesgo retorno
	Duration	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>			En los últimos 12m parte corta de la curva fuertemente al alza, dando espacio a un posicionamiento atractivo de riesgo/retorno y tasas largas son caras según distintas metodologías.
	Fixed income	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>			Sobre ponderar emisores corporativos de clasificaciones de riesgo elevadas. (AAA; AA)
	Cash	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>			Atractivos devengos en renta fija de bajo riesgo en crédito y duración
Preferencias por asset class	Renta Variable Local	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/>					Uno de los pocos mercados a nivel global con posibilidad de expandir múltiplos. Alto dividend yield. Potencial de apreciación del CLP en línea con la depreciación del DXY y alza del precio de los commodities.
							IPSA ofrece un descuento sustancial en relación con sus pares y su propia historia
							Atractivo dividendo yield 8,5%
	Nuestras proyecciones apuntan a que el IPSA suba a alrededor de 6.500 puntos en 12 meses, lo que equivale a un alza de ~25% con respecto a los niveles actuales.						
	Baja representación de la asset class en los portafolios de inversionistas locales e internacionales						
	Sectores a sobre ponderar: Commodities, Telecom, Consumo.						
	Renta Fija Local	<input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/>					En los últimos 12m parte corta de la curva fuertemente al alza, dando espacio a un posicionamiento atractivo de riesgo/retorno y tasas largas en niveles más bajos.
Sobre ponderar emisores corporativos de clasificaciones de riesgo elevadas. (AAA; AA)							
Los spreads corporativos aumentan en el margen, dados los mayores riesgos el crecimiento, pero se mantienen por debajo de los niveles prepandemia							
La inflación más persistente del 2022, junto con el des anclaje de expectativas, llevó al Banco Central a aumentar la TPM a niveles del 11,25%, la cual mantuvo en su última RPM y probablemente mantendrá la primera parte del 2023 a la espera de datos más consistentes de inflación a la baja. Según los FWD, la inflación debería descender en los siguientes meses, cayendo de 14% para marzo 2024.							
Mejor dinámica de flujos institucionales							
Tipo de Cambio	<input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/>					En lo local, el tipo de cambio cotiza \$30 por debajo de los niveles que consideramos fair value para el corto plazo, y los niveles de tipo de cambio real ya no apuntan a una moneda tan "subvaluada"	
						La zona en torno a \$800 nos parece atractiva para reanudar compras de dólares.	

Visión Renta Fija Local

El mercado ha comenzado a prever reducciones en la TPM en las siguientes reuniones del Banco Central

- Tras la sorpresa a la baja en la inflación de febrero (-0,1% vs estimación de +0,3%), las tasas base han empezado a mostrar importantes ajustes a la baja, tendencia retroalimentada por la caída de tasas soberanas en EE.UU.
- La situación financiera global ha afectado el mercado de renta fija local. Tras los distintos casos de insolvencia de los bancos en Estado Unidos y Europa, el mercado ha proyectado una normalización en las políticas monetarias. En el caso local, **el mercado ha comenzado a prever reducciones en la TPM en las siguientes reuniones del Banco Central. En 6 meses se espera una baja aproximadamente 100pbs.**
- Pendiente negativa, mayor devengo en plazos cortos.** Plazos mayores a 5 años en niveles considerados caros.

Evolución Tasas Locales vs. Tasa Americana



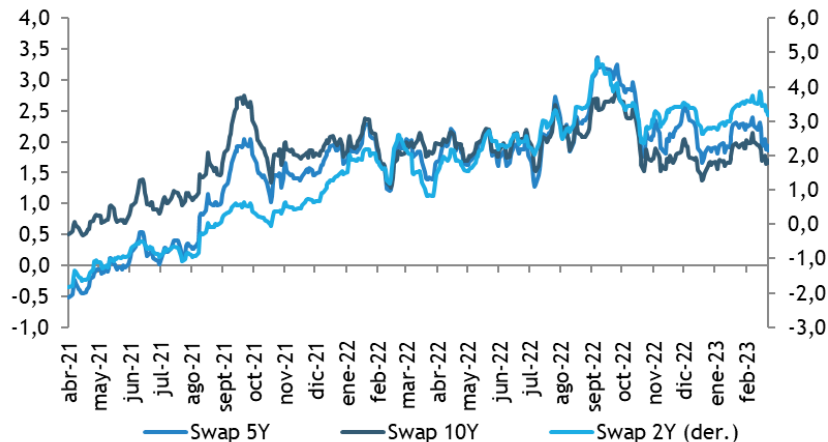
Monitor de Tasas Swap CLP

	3 Meses	6 Meses	2 Años	5 Años	10 Años	20 Años
Var 12m Pb.	339,6	246,0	-59,7	-124,4	-93,5	-97,2
Var 90D Pb.	-27,2	-42,5	-10,5	-27,3	-14,0	-12,7
Var 30D Pb.	-26,7	-32,5	-55,0	-58,3	-43,0	-44,0
Var 7D Pb.	-25,4	-50,0	-67,7	-57,8	-31,5	-32,2
Var 1D Pb.	-4,9	-7,0	-13,7	-13,8	-6,5	-8,7
Hoy	11,071%	10,690%	7,308%	5,365%	5,045%	5,068%
Ayer	11,120%	10,760%	7,445%	5,503%	5,110%	5,155%
7D	11,325%	11,190%	7,985%	5,943%	5,360%	5,390%
1M	11,338%	11,015%	7,858%	5,948%	5,475%	5,508%
3M	11,343%	11,115%	7,413%	5,638%	5,185%	5,195%
12M	7,675%	8,230%	7,905%	6,609%	5,980%	6,040%

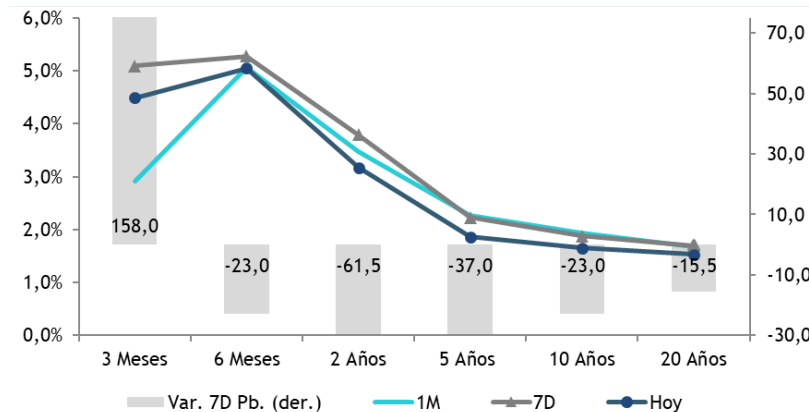
IPC's Esperados

Mes	IPC fwd	IPC Acumulado	1W
mar-23	1,09%	1,09%	0,02%
abr-23	0,45%	1,54%	-0,10%
may-23	0,41%	1,95%	-0,10%
jun-23	0,37%	2,31%	-0,13%
jul-23	0,39%	2,70%	0,03%
ago-23	0,29%	2,99%	-0,10%
sept-23	0,50%	3,49%	0,04%
oct-23	0,45%	3,94%	0,10%
nov-23	0,15%	4,09%	-0,03%
dic-23	0,16%	4,25%	-0,03%
ene-24	0,30%	4,55%	-0,08%
feb-24	0,33%	4,88%	0,00%
mar-24	0,50%	5,38%	-0,04%
Total	5,38%	5,38%	-0,39%

Tasas Base en UF



Curva de Tasas reales

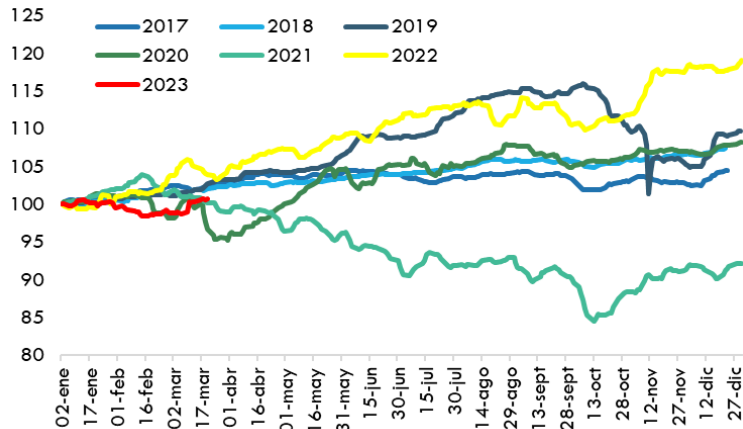


Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg. Datos al 17 de Marzo 2023

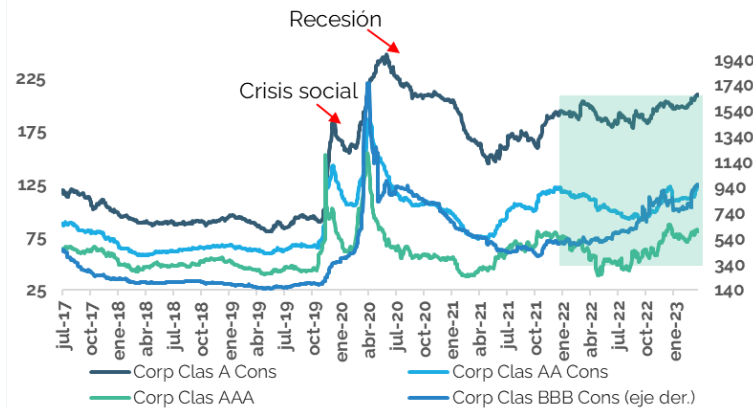
Visión Renta Fija Local

Mantener posicionamiento en la parte corta de la curva en UF

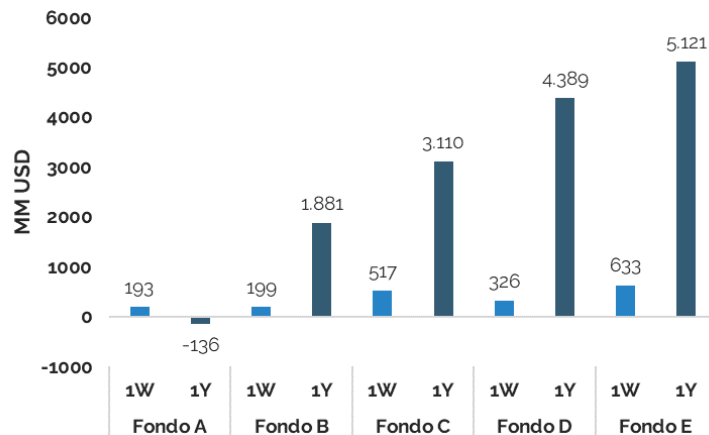
Retornos Históricos Índice Bonos Corporativos (Base 100)



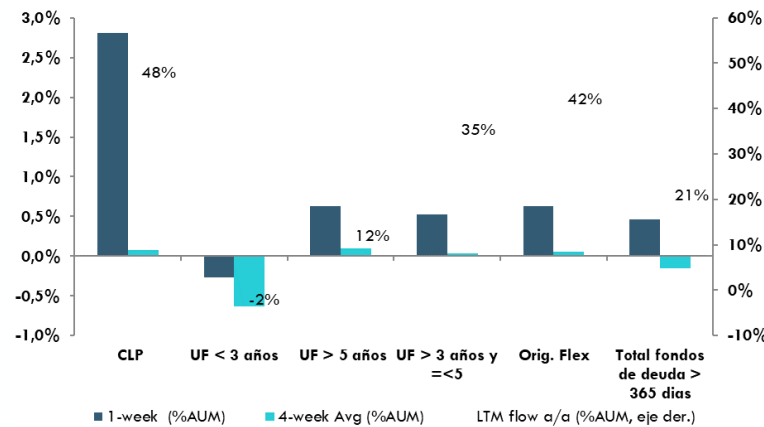
Spread Corporativos



Fondo AFPs (MM USD)



Flujos Fondos Mutuos



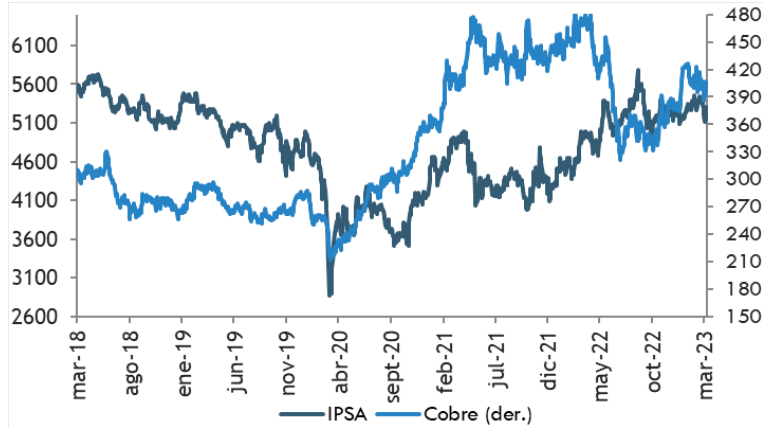
Asset Class	UW	N	OW	Cambio	Convicción
	● Underweight	● Neutral	● Overweight	▲ Alta	▼ Moderada
					▼ Baja
Renta Fija Local	○	●	○		

- En los últimos 12m parte corta de la curva fuertemente al alza, dando espacio a un posicionamiento atractivo de riesgo/retorno y tasas largas en niveles más bajos.
- Sobre ponderar emisores corporativos de clasificaciones de riesgo elevadas. (AAA; AA)
- Los spreads corporativos aumentan en el margen, dados los mayores riesgos el crecimiento, pero se mantienen por debajo de los niveles prepandemia
- La inflación más persistente del 2022, junto con el des anclaje de expectativas, llevó al Banco Central a aumentar la TPM a niveles del 11,25%, la cual mantuvo en su última RPM y probablemente mantendrá la primera parte del 2023 a la espera de datos más consistentes de inflación a la baja. Según los FWD, la inflación debería descender en los siguientes meses, cayendo del 4% para marzo 2024.
- Mejor dinámica de flujos institucionales

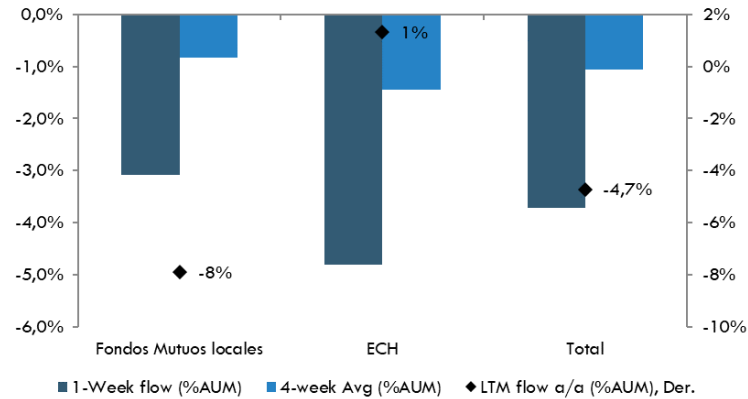
Visión Renta Variable Local

IPSA ofrece una atractiva relación riesgo retorno

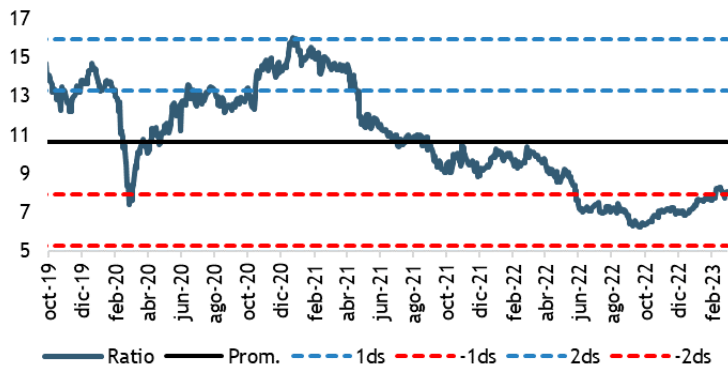
IPSA vs Cobre



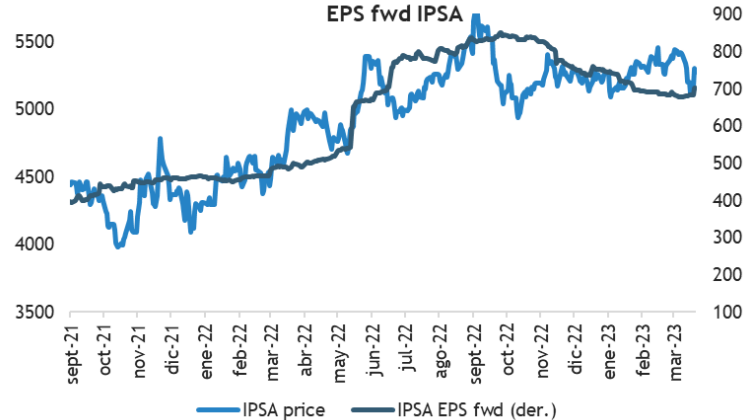
Flujos FFMM + ETF Chile



P/U Fwd IPSA



EPS fwd IPSA



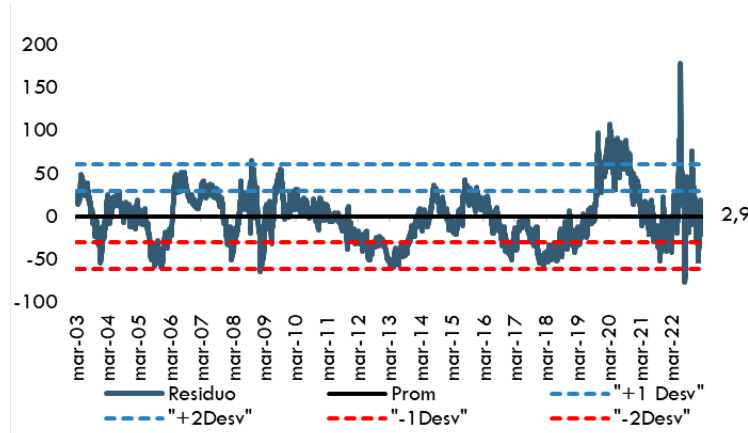
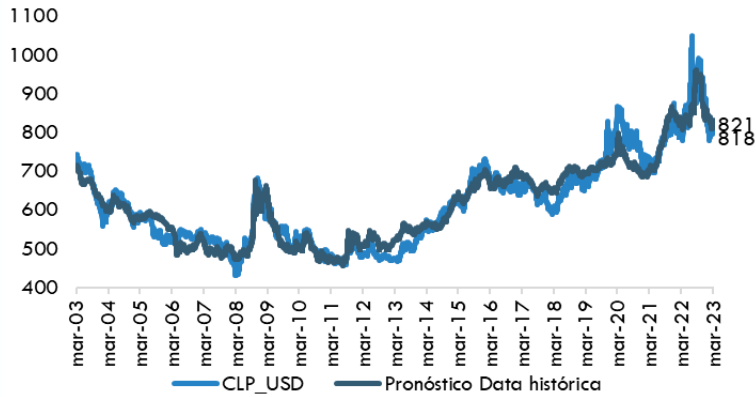
Asset Class	UW	N	OW	Cambio	Convicción
	● Underweight	● Neutral	● Overweight	▲ Alta	Moderada
				▼ Baja	
Renta Variable Local	○	○	●		

- Uno de los pocos mercados a nivel global con posibilidad de expandir múltiplos. Alto dividend yield. Potencial de apreciación del CLP en línea con la depreciación del DXY y alza del precio de los commodities.
- IPSA ofrece un descuento sustancial en relación con sus pares y su propia historia
- Atractivo dividendo yield 8,5%
- Nuestras proyecciones apuntan a que el IPSA suba a alrededor de 6.500 puntos en 12 meses, lo que equivale a un alza de ~25% con respecto a los niveles actuales.
- Baja representación del asset class en los portafolios de inversionistas locales e internacionales
- Sectores a sobre ponderar: Commodities, Telecom, Consumo.

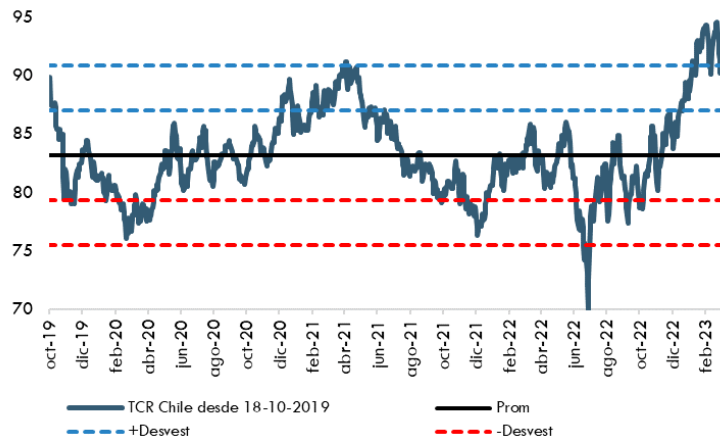
Visión Tipo de Cambio

Tipo de cambio comienza a ajustarse a sus fundamentos

Tipo de Cambio vs Modelo



Tipo de cambio real



CLPUSD vs NDF (Pesos; MM USD)



Asset Class	UW	N	OW	Cambio	Convicción
● Underweight	○	●	○	▲ Alta	Moderada
● Neutral	○	●	○	▼ Baja	
● Overweight	○	●	○		

- La tendencia del dólar a nivel global se ha ido consolidando a la baja en los últimos meses, dadas las perspectivas de una menor inflación y menores tasas de interés en EE. UU. Si bien reconocemos los progresos de la inflación, son todavía insuficientes para alejar a la FED de seguir subiendo las tasas de interés, por lo que después de una caída de 12% desde lo máximos de octubre el dólar queda expuesto a recuperaciones de corto plazo.
- El tipo de cambio cotiza cercano a nuestro modelo de equilibrio. Inversionistas extranjeros han estado aumentando sus apuestas contra el peso, las que se ubican en ~US\$6000 MM.

Flujos de inversión



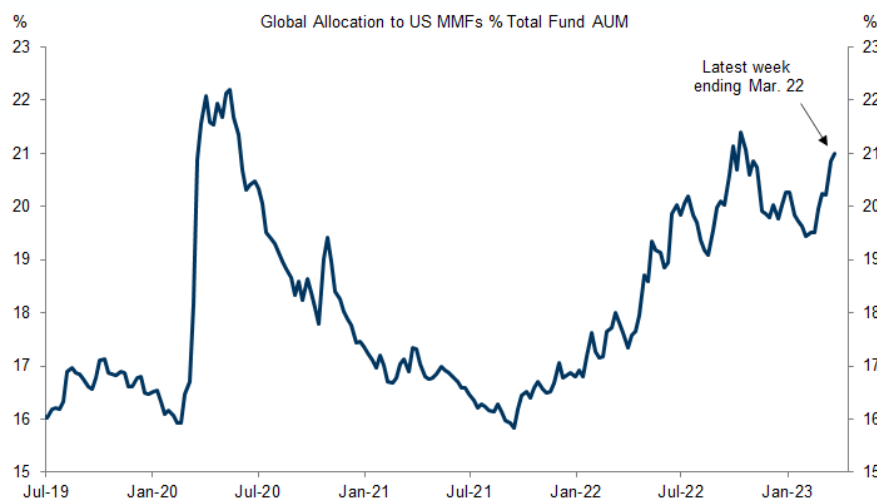
Flujos de Inversión

Un cambio en el sentimiento

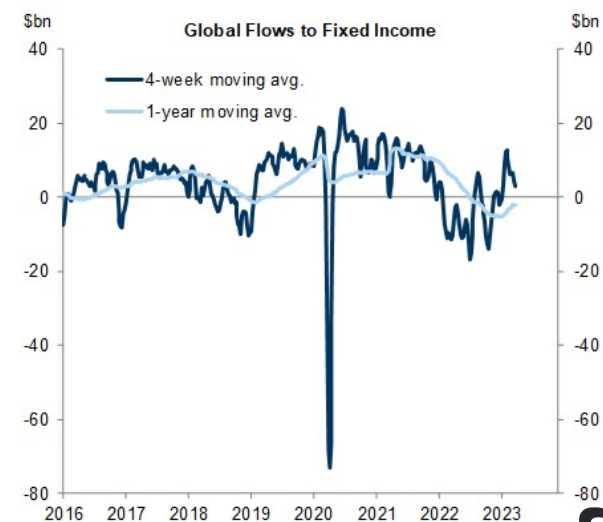
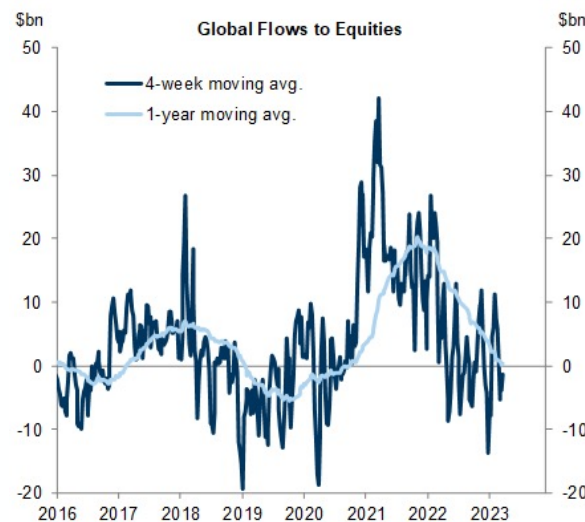
- Los activos de los fondos del mercado monetario aumentaron en 143.000 millones de dólares. La demanda de efectivo siguió siendo fuerte debido al entorno de riesgo imperante, así como a los mayores rendimientos ofrecidos por los FMM de EE. UU.
- En general, el posicionamiento en fondos monetarios frente a otro tipo de fondos ha aumentado notablemente en las últimas semanas. La mayoría de estas entradas parecen provenir de fuentes distintas a los fondos mutuos y los ETF, dadas las salidas más limitadas de los fondos de acciones y bonos.

	Global Fund Flows Summary			
	Millions USD		% AUM	
	4wk sum	22-Mar	4wk avg	22-Mar
Equity	-5,373	2,621	-0.01	0.02
Fixed Income	12,214	-1,472	0.05	-0.02
of which: EM	-7,118	-1,915	-0.38	-0.41
Money Markets	341,783	142,871	1.18	1.95
FX Flows*	-5,242	-6,263	-0.02	-0.07

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



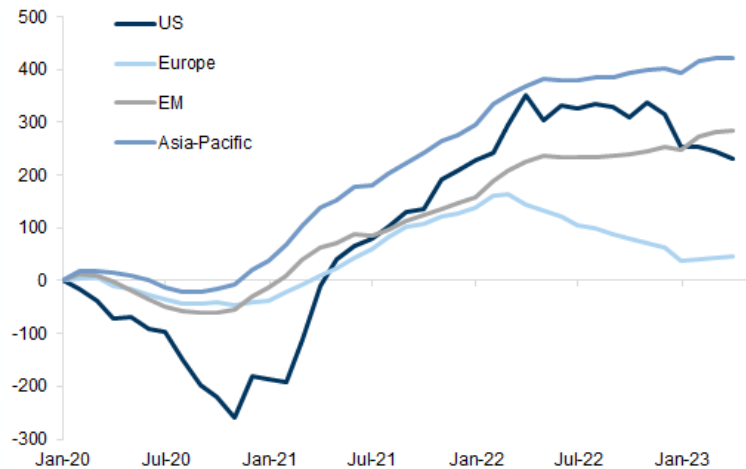
Note: Total fund AUM includes equity and bond mutual funds, ETFs, and MMFs.



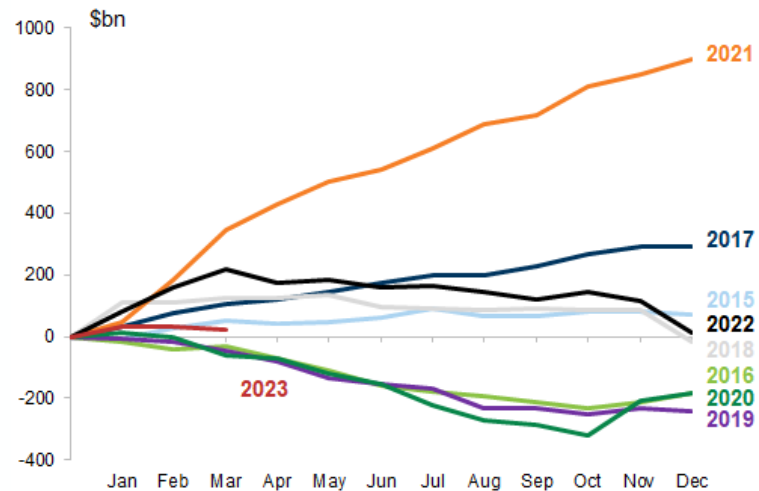
Flujos de Inversión

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

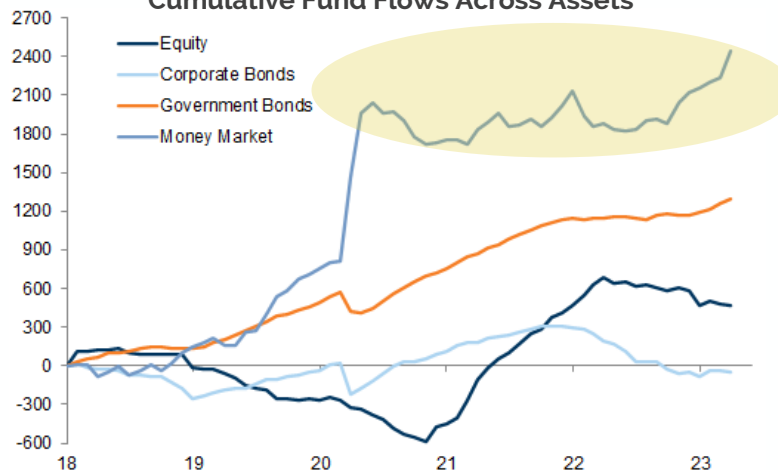
Flujos acumulados en acciones por regiones. Monthly flows, USD bn. EPFR Country Flows (weekly data for current month).



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



Cumulative Fund Flows Across Assets



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

Asset Allocation Alternativos



Activos alternativos

Resumen Visión

Deuda Privada

- Distintas estrategias dependiendo de donde estemos en el ciclo económico, dado el contexto actual vemos 2 estrategias que hacen sentido.
- La primera es Direct Lending, donde instituciones no bancarias originan prestamos senior con algún colateral a empresas del Middle Market (ventas 50M – 1 B)
- Esta estrategia busca entrennnnngar un flujo constante de pagos a los inversionistas junto con reducir la volatilidad de la cartera.
- El retorno viene principalmente por el cupón que a día de hoy está en LIBOR/SOFR + 550-650 pb.
- Dado un entorno económico más difícil y niveles de tasas de interés estructuralmente mas altos, se espera que el retorno promedio de los últimos 10 años de 10,8% baje a un 9,23% por un aumento en los defaults e impagos.
- Producto de covenants exigentes, las tasas de no pago son de un 2,4% con recuperación del 72% lo que termina en una tasa de pérdida del 0,67% anualizada desde el año 2004, en periodos de crisis económicas fuertes como el periodo 2008-2010 y 2020, las perdidas realizadas de un portafolio acumularon un -10% y -3,3% respectivamente.
- Pese a lo anterior, los retornos de esta estrategia durante los años 2008, 2009, 2010 y 2020, fueron los siguientes: -6.5%, 13.18%, 15.79% y 5.45%, probando que el cupon compensa las perdidas que puede tener el portafolio en un año de crisis económica.
- La segunda es Distressed debt, como el nombre lo dice se busca llegar a empresas que estén con dificultades de flujo, para adquirir generalmente la parte más senior de la estructura de capital a un descuento, respecto a su valor par, para luego venderla y hacer una ganancia de capital.
- Las oportunidades para invertir en esta estrategia se encuentran en la última parte de expansión del ciclo económico y al contraerse la economía (en periodos malos), bajo el contexto actual donde en mercados como el americano donde se ha retirado mucha liquidez, y las tasas base han subido tan rápido, y gran parte del mercado apuesta a que esto va a generar una recesión en los próximos 12 meses, vamos a comenzar a ver cada vez más seguido que compañías se vean en aprietos, en contraste a una década pasada donde abundaba la liquidez y las tasas de interés eran menores.

Private Equity

- Múltiplos de entrada en nuevos deals menor a 10x EV/EBITDA (menor versus los mercados públicos)
- Managers usando menos deuda en los deals y buscan compañías menos apalancadas, ratio Deuda/EBITDA bajo de 6x a 5x
- Actividad en los mercados sigue baja, retrasando las ventas de compañías y empeorando los problemas de liquidez de los LP's.
- Secundarios, mejor estrategia ajustando por riesgo/retorno, menores dispersiones, compañías más maduras, distribuciones a temprana edad, portafolio más diversificado y duraciones más corta.
- Debido a los problemas de liquidez, el mundo de los secundarios está ofreciendo descuentos atractivos, en promedio un 20%.
- Ultima reunión con un manager especializado em secundarios comento que ya están consiguiendo descuentos del 23% sobre el promedio de mercado.
- Mundo privado entrega un premio anualizado de 504 bps versus el mercado tradicional (PE vs MSCI World).

Visión Private Credit

Oportunidades entre desafíos

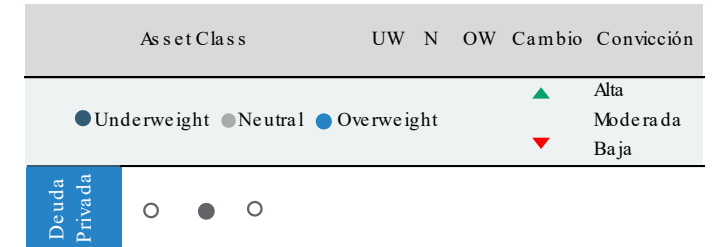
Estrategia

Estrategia	UW	N	OW
Primario		X	
Co inversión		X	
Secundario		X	
Fondo de Fondos		X	

Estrategia	UW	N	OW
Open end		X	
Closed end		X	

Sub clase de deuda privada

Sub - Clase	UW	N	OW
Direct Lending		X	
- BDC's		X	
- Deuda inmob		X	
Mezzanine	X		
Oportunistico			X
Distressed			X



Deuda privada:

- Alta cantidad de dry powder y entorno con oportunidades de financiación mas reducidas, genera mayor competencia en el direct lending.
- Entorno con empresas mas apalancadas que en el pasado aumenta los riesgos de default. (Ratios Deuda/Ebitda 6,1x a final del 2021).
- Mayores tasas afectan directamente los retornos de fondos de direct lending que generalmente se encuentran apalancados.
- Los riesgos de resección y el escenario con empresas con altos niveles de apalancamiento generan un buen ecosistema para la deuda distressed y oportunista.

Visión Private Credit

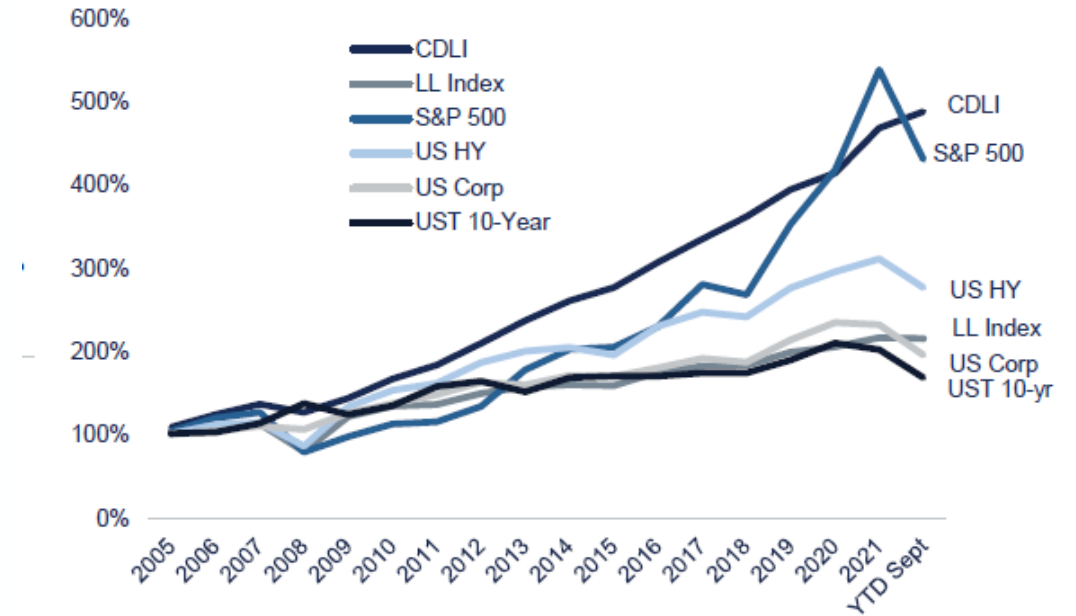
Oportunidades entre desafíos

Comparing Risk and Return Across Select Asset Classes

(Q4 2004 through Q3 2022 Annualized)



CUMULATIVE RETURNS FOR CLIFFWATER DIRECT LENDING INDEX (CDLI) EXCEED TRADITIONAL CREDIT STRATEGIES



Visión Real Estate

Mayores tasas de interés compiten con los activos inmobiliarios y los hacen menos atractivo

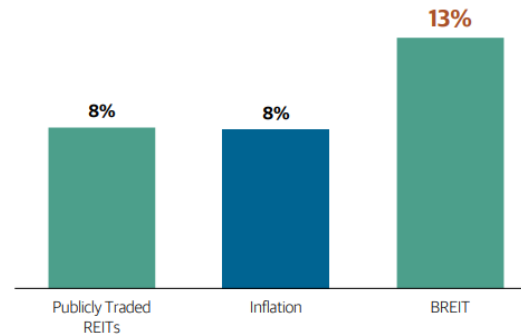
Cap rates
(NOI/Property value)

Metro	Industrial	Apartment	Office	Retail
Denver	5.5%	4.5%	5.8%	5.3%
Los Angeles	4.3%	3.9%	5.0%	5.0%
Miami	5.1%	5.4%	5.7%	5.1%
New York	5.4%	5.3%	5.2%	5.9%
Sacramento, Calif.	5.7%	4.7%	6.2%	5.6%
San Francisco	3.9%	3.8%	4.4%	5.1%
Seattle	4.3%	4.0%	5.4%	5.6%
Washington, D.C.	6.5%	4.5%	6.8%	5.8%

Source: CoStar, Q2/2022

Valuation vs public markets
(PE Ratio)

GROWTH IN SAME PROPERTY NOI VS. INFLATION



Asset Class	UW	N	OW	Cambio	Convicción
Real State	● Underweight	● Neutral	● Overweight	▲ Alta ▼ Baja	Alta Moderada Baja

Renta Inmobiliaria:

- **Multifamily:** Tenants están dispuestos a pagar mas arriendo en un entorno donde el financiamiento para vivienda propia es mas caro.
- **Comercial:** menor flujo aumenta vacaciones en el sector.
- **Oficinas:** altas vacaciones producto de WFH generan espacio para reconversiones.
- **Industrial:** mas demanda de productos online, mercado con rápida absorción, vacaciones bajas.
- **Valorizaciones:** mayores tasas de interés golpean valorizaciones para que cap rates se ajusten a la nueva realidad. Mayores vacaciones golpean ingresos, ingresos deberían caer en los próximos meses. Gap entre vendedores y compradores llevara los precios a la baja.
- Spread entre treasury 10 yr y cap rate bajo promedios, hace re plantearse si vale la pena tomar riesgo en estrategias core y core-plus v/s la renta fija tradicional.
- Mayor oportunidad en value add y opportunistic real estate debido a que ofrecen mayor retorno esperado.

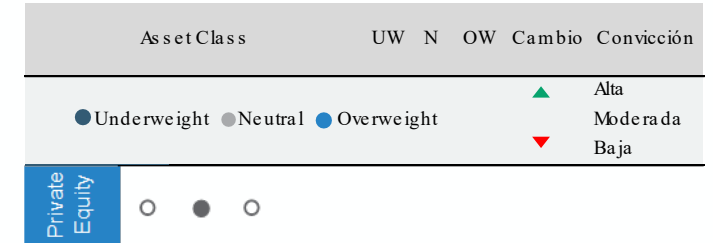
Visión Private Equity

Oportunidades entre desafíos

Estrategia

Estrategia	UW	N	OW
Primario	X		
Co inversión		X	
Secundario			X
Fondo de Fondos		X	

Estrategia	UW	N	OW
Open end		X	
Closed end		X	



Private equity

- Valorizaciones se ajustaron en los últimos trimestres. (EV/EBITDA < 10X)
- - EBITDA / + tasas de interés
- Dry powder sigue siendo alto, deal flow bajo.
- Menores M&A, IPO's, Spac's, dificultan el exit.
- Liquidez → Mayores descuentos / oportunidades.
- Fondos secundarios y de co-inversiones serán atractivos vintages.
- Por iliquidez ya se encuentran descuentos cercanos al 20%

Venture capital

- Fondos grandes buscando bajar exposición y mas liquidez.
- Menor apetito por riesgo
- Sectores tecnológicos y layoffs generan salidas de los shareholders que son empleados.
- Lo anterior genera descuentos en la salida, 50 - 70%
- Horizontes de inversión mas largos y mayores loss rate
- Fondos secundarios pueden ser atractivos bajo este concepto

Activos Alternativos

Retornos esperados para los próximos años

Contribution to Estimated Volatility (bps)²

Idiosyncratic

Liquidity

EM Spread

Corp HY Spread

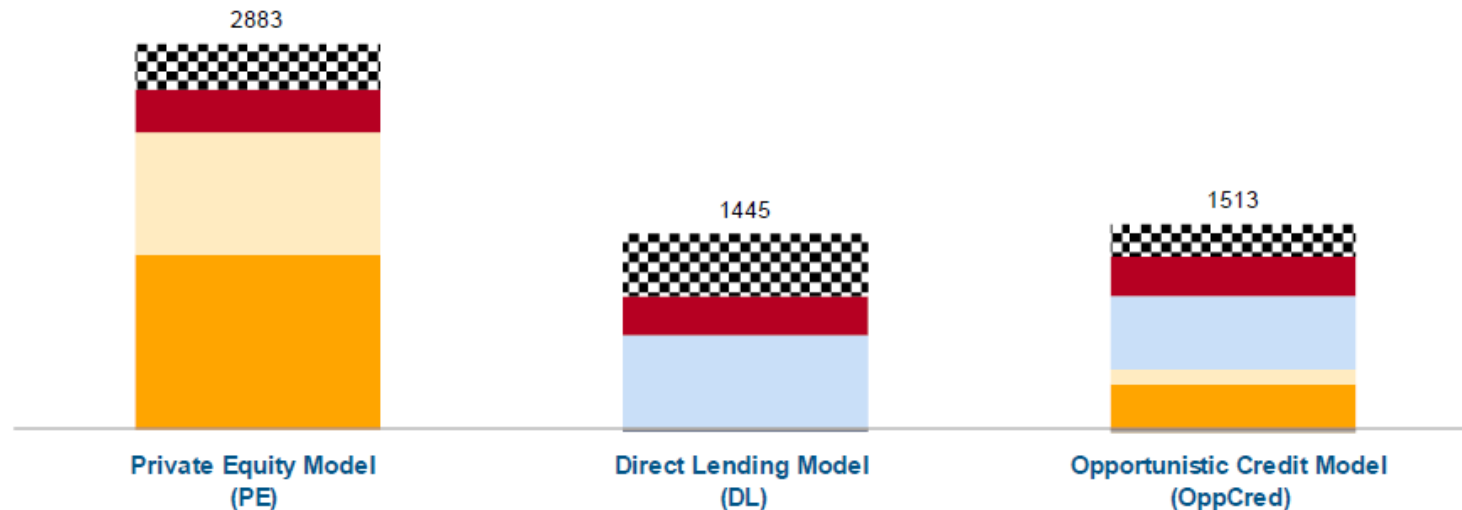
Corp IG Spread

Slope/Convexity

Nominal Duration (DM)

Equity Industry/Style

World Equity (DM)



	Private Equity Model (PE)	Direct Lending Model (DL)	Opportunistic Credit Model (OppCred)
Estimated Return (Top Quartile) ¹	15.7%	11.6%	13.4%
Estimated Volatility ²	28.8%	14.5%	15.1%
Estimated Volatility (Smooth) ²	9.6%	8.5%	9.8%
Worst 12-mo. Loss ²	49.6%	22.9%	24.7%
Sharpe Ratio (Top Quartile) ³	0.43	0.57	0.67
Equity Beta vs. S&P500	1.57	0.58	0.75

Fuente: Pimco

fynsa 40 años

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

+56 22 499 1500

fynsa@fynsa.cl

www.fynsa.com



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.