

Update Outlook 2023

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



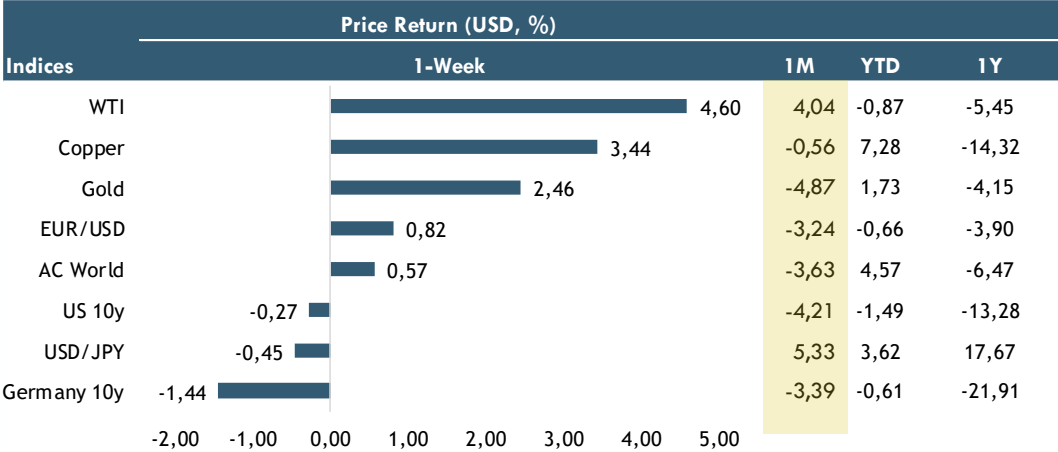
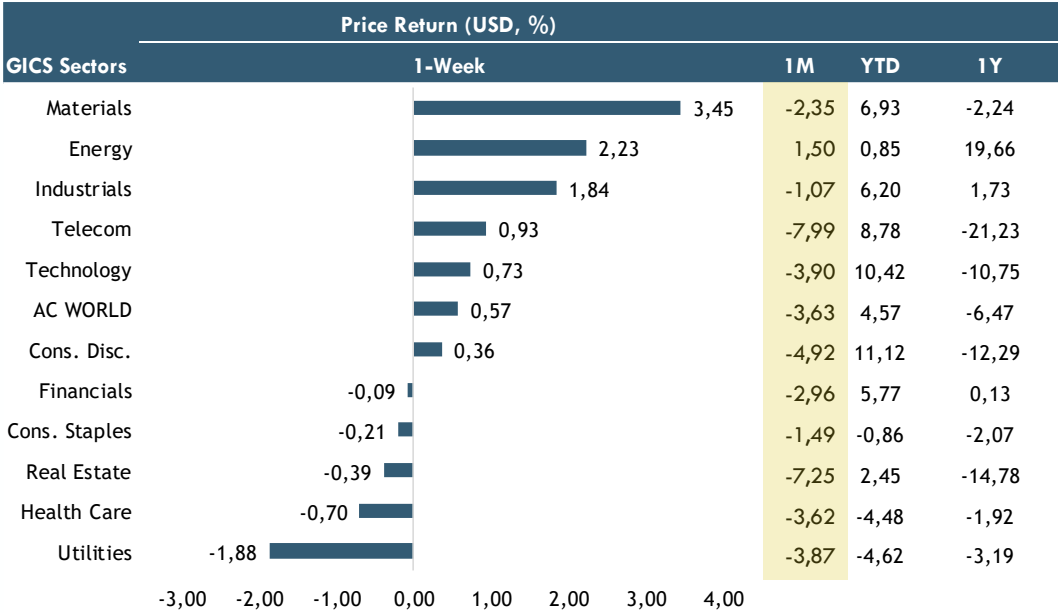
Comité de Asset allocation

Marzo 2023

Monitor de Mercados

Mercado sigue presionado por mayores tasas de interés

RESUMEN					
	Actual	1W (%)	1M (%)	YTD (%)	1Y (%)
Renta Variable					
Mdos. Desarrollados (URTH)	116,2	2,22	-1,69	6,33	-4,21
Mdos. Emergentes (EEM)	39,6	3,28	-3,24	4,37	-11,06
Rusell 1000 value (IWD)	156,7	1,50	-2,20	3,31	-1,65
Rusell 1000 growth (IWF)	233,8	2,34	-2,00	9,12	-10,70
S&P 500 (SPY)	403,8	1,87	-2,08	5,58	-5,82
Nasdaq (QQQ)	299,2	2,53	-2,27	12,37	-11,93
Eurozona (EZU)	44,6	3,34	-0,29	12,93	10,47
Japon (EWJ)	57,4	3,20	-1,14	5,44	-6,28
China (MCHI)	50,5	5,80	-3,83	6,38	-8,92
Latam (ILF)	24,3	1,68	-0,45	6,03	-1,45
Chile (ECH)	29,2	4,21	0,38	7,94	17,85
Commodities					
WTI	79,8	4,60	4,04	-0,87	-5,45
Copper	408,8	3,44	-0,56	7,28	-14,32
Gold	1.855,6	2,46	-4,87	1,73	-4,15
Iron Ore 62%	126,6	0,63	0,25	13,80	-16,19
China Lithium Carbonate 99%	46.710,0	-8,25	-26,79	-32,03	-31,02
China Lithium Hydroxide 56.5%	61.193,7	-3,98	-12,25	-20,81	-5,59
Renta Fija Internacional					
Bloomberg Barclays Global	442,5	-0,39	-3,79	-0,76	-13,92
Bloomberg Barclays EM USD agregado	1.074,9	-0,60	-2,84	0,13	-7,30
US Corporate Investment Grade	2.966,8	-0,53	-3,44	-0,05	-10,96
US Corporate High Yield	2.232,6	0,13	-1,47	2,13	-5,45
Monedas					
Dólar Index (DXY)	104,5	-0,66	3,27	0,97	6,89
Euro (EUR)	1,1	0,82	-3,24	-0,66	-3,90
Yen Japonés (JPY)	135,9	0,45	-5,07	-3,50	-15,02
Peso Chileno (CLP)	803,8	2,73	-1,61	5,83	-0,96



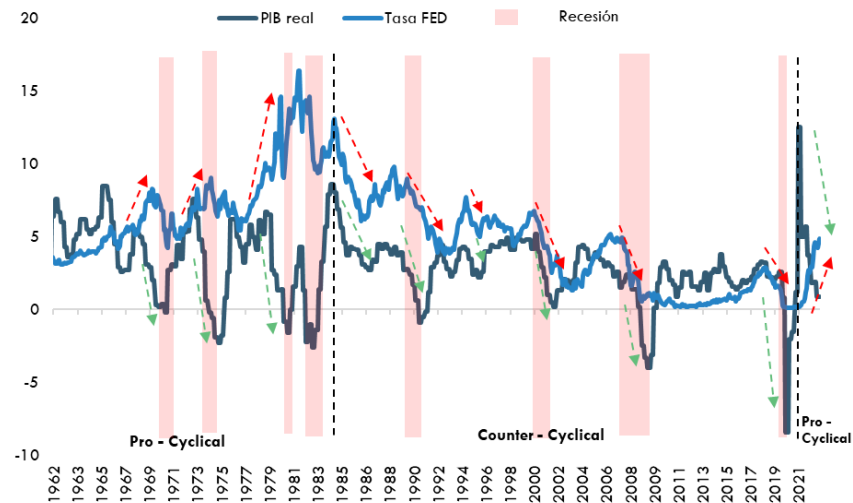
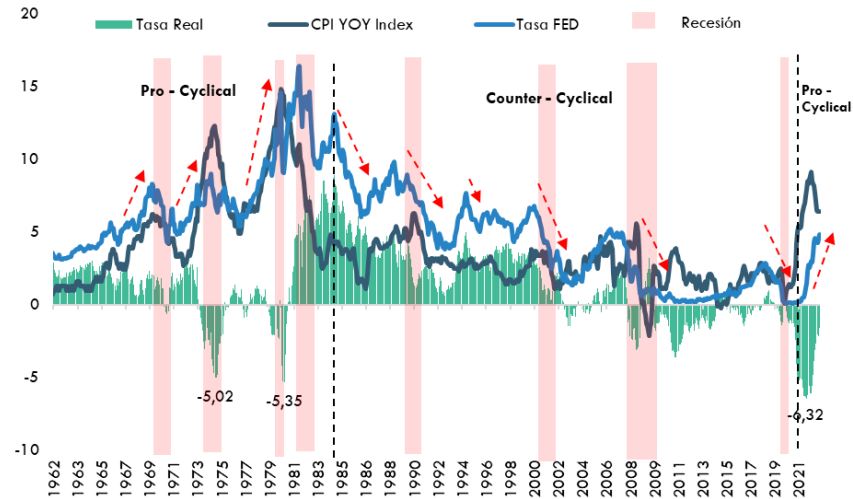
Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg. Datos al 03 de marzo de 2023



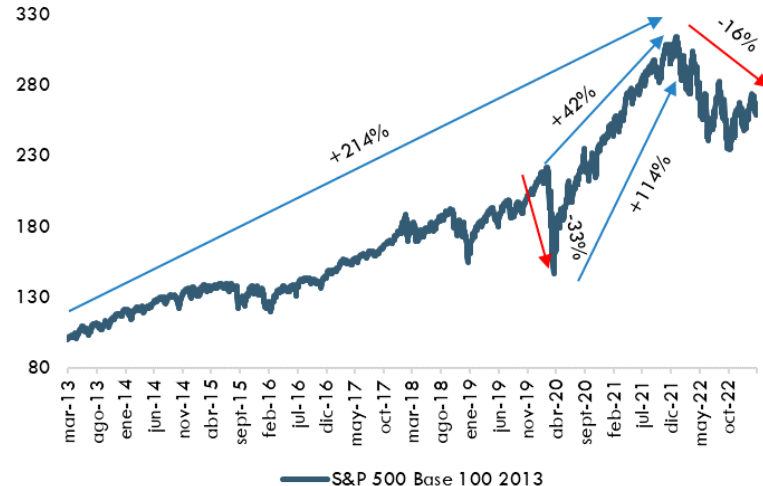
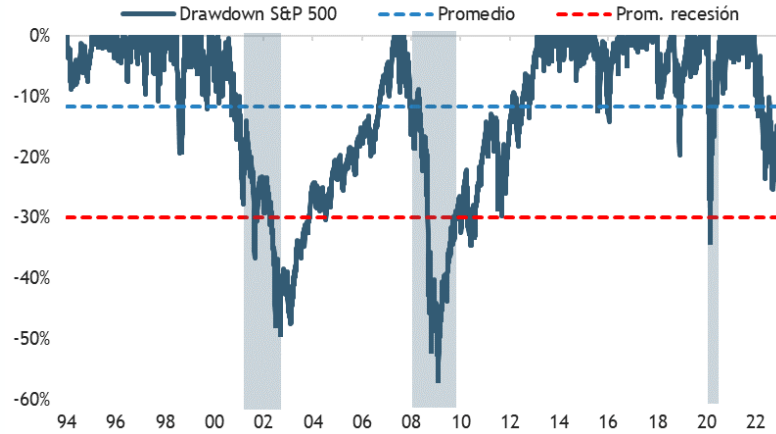
Monitor de Mercados

Mercado sigue presionado por mayores tasas de interés

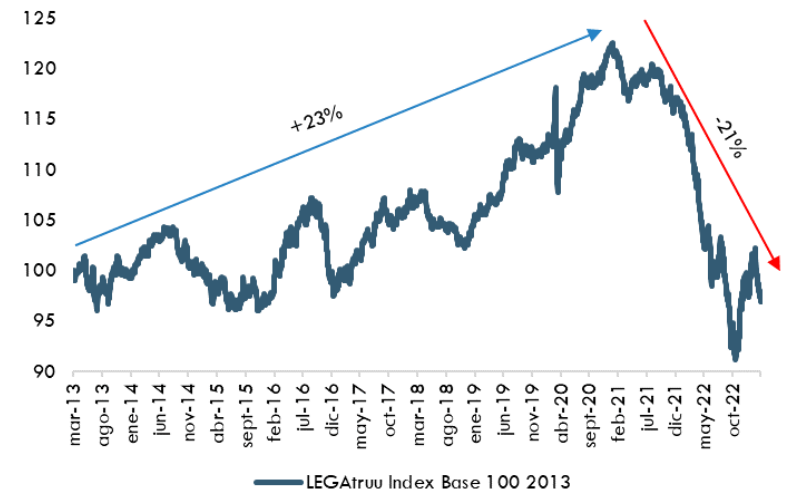
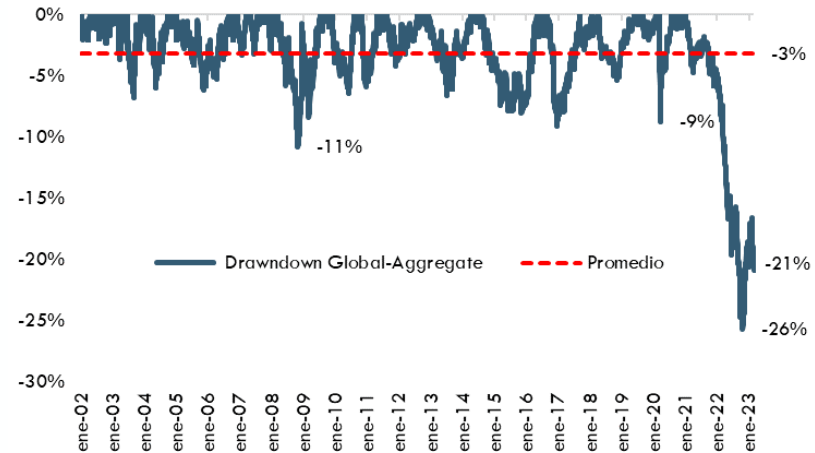
Inflación, crecimiento y tasas de interés



Renta Variable



Renta fija



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	Neutral	Proyecciones conservadoras, con riesgos de una "recesión global leve" este año. Escenario base 2023 inflación: el año va a seguir siendo inflacionario, pero a un ritmo más moderado. (en torno al 4,0% para EE. UU).	Los datos recientes respaldan una disminución de los riesgos de recesión a corto plazo, El PMI global compuesto está en 49,8. Los datos económicos en general sorprediedo al alza
La política monetaria	Neutral	Un ritmo más lento pero un peak más alto (tasa terminal sobre el 5,0% y sin recortes en 2023 para el caso de la FED).	Las condiciones financieras se han estado aliviando, lo que conspira con el objetivo de mantener bien ancladas las expectativas de inflación
Tasas	Neutral	El enfriamiento de la inflación estadounidense aboga por una reducción del ritmo de alzas, no de los niveles de los rendimientos. 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	Rendimientos atractivos, especialmente a corto plazo; balances generalmente sólidos a medida que disminuye la volatilidad de las tasas. Sobreponderar IG US. Las cosas comienzan a verse más atractivas en el mercado de bonos. La deuda IG en EE. UU. ofrece hoy una tasa del 5,0%, el nivel más alto en 15 años.	Dado que la volatilidad de las tasas probablemente a tendido a disminuir, esperamos que surjan mejores oportunidades de carry en el crédito con grado de inversión (IG) de EE. UU
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 16x Fwd P/E ; MSCI EM 12x Fwd P/E; MSCI EU 12,9X fwd
Tecnico	Neutral	El sentimiento es cauteloso y los aspectos técnicos han mejorado.	AAll 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

Scenario 1 = Inflación Persistente: Los indicadores líderes se estabilizan antes de mejorar en la primera mitad del año. Las preocupaciones sobre una recesión mundial resultan demasiado pesimistas, ya que los mercados laborales siguen siendo sólidos. La inflación subyacente se mantiene significativamente por encima de los objetivos de los bancos centrales y se incorporan aún más en las expectativas. China se recupera a medida que se levantan las restricciones de covid, se intensifica la política y se dejan de lado los desafíos del mercado inmobiliario.

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

Posicionamiento

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

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

Currencies: Persiste dólar más fuerte.

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

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

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

Posicionamiento

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

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

Currencies: el dólar se mantienen dentro de rango pero es volátil

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

Pero podrían terminar acá

Scenario 3 = Soft Landing: Los indicadores líderes se estabilizan antes de mejorar en la primera mitad del año. Las preocupaciones sobre una recesión mundial resultan demasiado pesimistas, ya que los mercados laborales siguen siendo sólidos. La inflación subyacente avanza hacia los objetivos de los bancos centrales a medida que disminuyen los precios de la energía y los alimentos y los efectos de base reducen las comparaciones interanuales. China se recupera a medida que se levantan las restricciones de covid, se intensifica la política y se dejan de lado los desafíos del mercado inmobiliario.

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

Posicionamiento

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

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

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

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

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

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

Posicionamiento

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

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

Currencies: El dólar se debilita

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

Hoy los mercados se ubican aquí

La inflación se modera

Traditional Risk-On

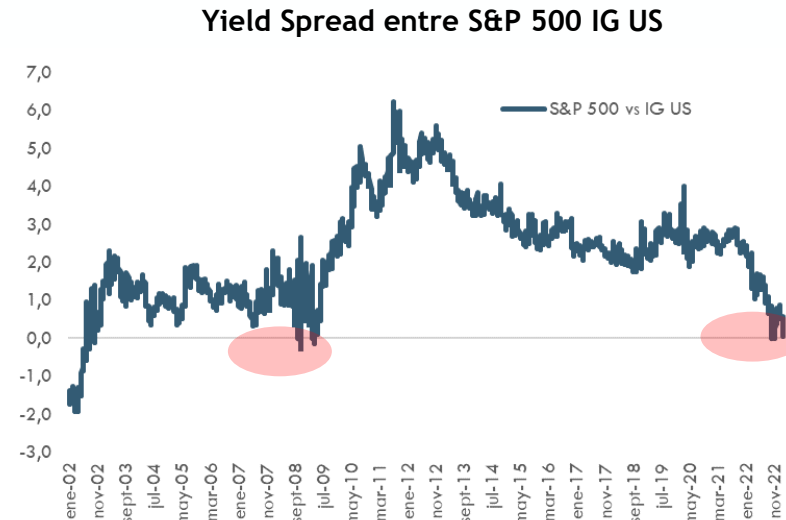
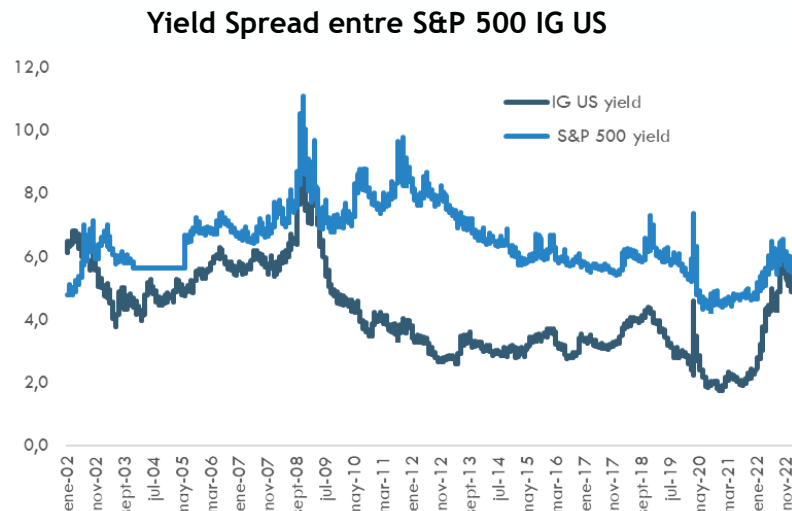
Quantitative Easing / Goldilocks

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.



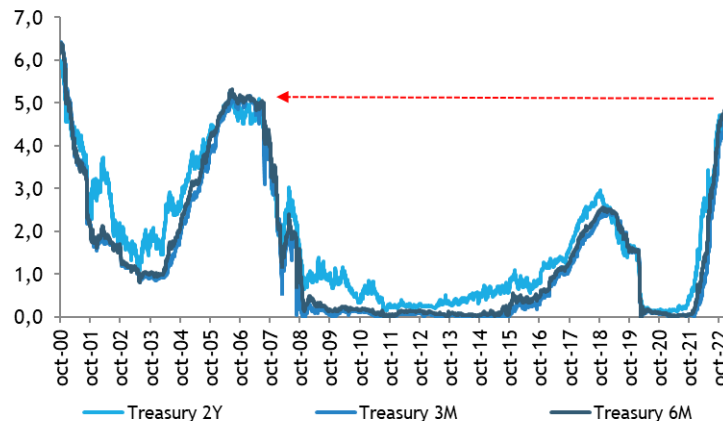
Visión Internacional: Sobre ponderar RF

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

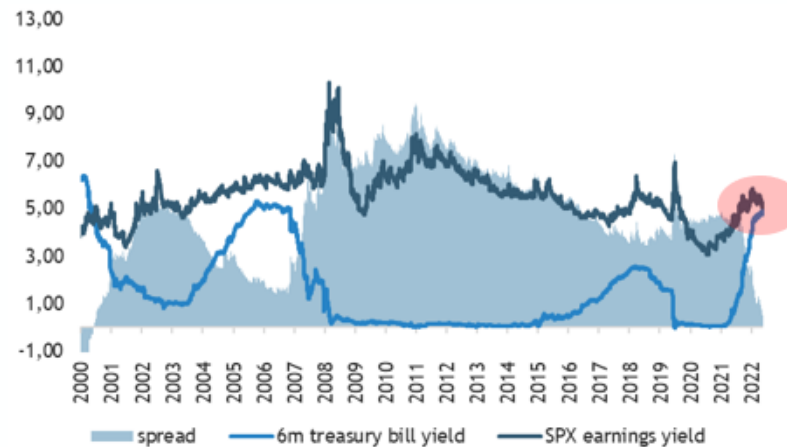
En particular aumentar la exposición a “efectivo” puede ser una buena alternativa. Tasas libres de riesgo en la parte corta de la curva soberana se han vuelto particularmente atractivas y pueden aportar no solo “yield” (un treasury Bill de 6m ya se acerca la 5%), y diversificación, sino también menos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



Visión Internacional: Sobre ponderar RF

La divergencia entre la renta variable y los niveles de tasas de interés no puede ir mucho más allá, y debería revertirse

Cuando publicamos nuestra visión 2023 para activos internacionales Ver <https://www.fynsa.com/newsletter/panorama-2023/>, destacábamos que las mayores tasas de interés ejercieron presión sobre las valorizaciones durante 2022, pero que en 2023 el enfoque pasará de las valorizaciones a las utilidades corporativas, en un entorno macro cada vez más desafiante. **Ahora bien, lo que queda en evidencia en el gráfico adjunto, es que por lo menos hasta ahora, se sigue tratando más de las tasas de interés.** Desde mediados de 2022 el mercado ha transitado por una serie de caídas y recuperaciones que pueden ser explicadas casi en su totalidad por la trayectoria de las tasas de interés que propician expansiones o compresiones de múltiplos, **cuando las utilidades esperadas se han estado corrigiendo persistentemente a la baja.**

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



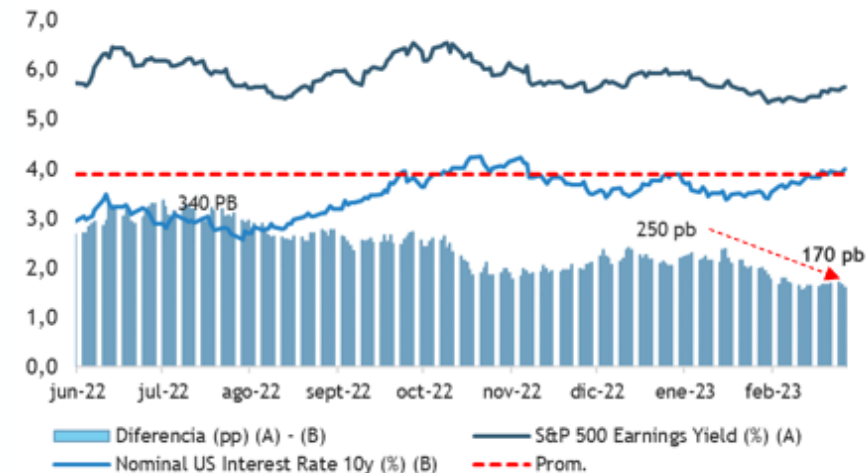
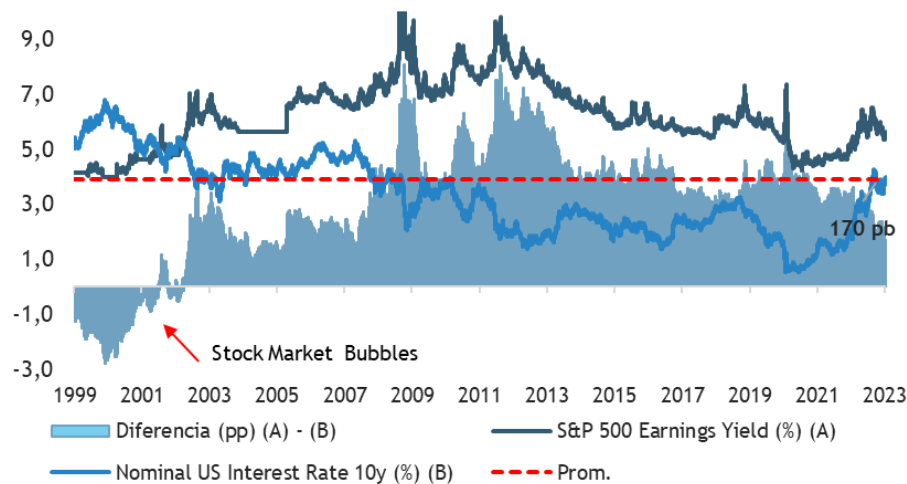
Visión Internacional: Sobre ponderar RF

La divergencia entre la renta variable y los niveles de tasas de interés no puede ir mucho más allá, y debería revertirse

La pregunta que sigue entonces es ¿porque el mercado no se ha ajustado mayormente a las renovadas presiones de tasas? Es importante tener en cuenta que la primera parte del repunte de este año puede justificarse por las buenas noticias de la reapertura de China, la moderación de la inflación de EE. UU. y la caída de los precios del gas natural en Europa, así también por ciertos factores más bien "técnicos" como cobertura de cortos. **Así entonces la narrativa pasó de una probable recesión a hablar de Goldilocks y luego un Soft landing, que ha mejorado en el margen la visibilidad corporativa y que se ha traducido en una compresión de la prima por riesgo accionaria (Equity Risk Premium) que ha pasado de cerca de 250 pb a fines de 2022, a tan solo 170pb a fines de febrero, el nivel más bajo en 15 años.**

Sin embargo, creemos que la divergencia entre la renta variable y las tasas de interés no puede ir mucho más allá, y puede revertirse. La relación riesgo-recompensa de mantener bonos hasta 2 años al actual nivel de rendimiento (en torno al 5%) parece mejor que la renta variable (earnings yield) que en cualquier otro momento desde la gran crisis financiera (es decir, el spread entre las tasas cortas soberanas y el earnings yield de las acciones está en el punto más bajo desde 2007).

S&P 500. Equity Risk Premium



Riesgos de recesión

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

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

One year recession risk details

Probabilities of US recession within 1 year from economic indicators

Indicator(s)	Current level	Implied 1-year recession probability	Level at 50% recession probability
Historical average unconditional probability		18%	
Consumer sentiment	53.8	35%	51.3
Nonmanufacturing sentiment	54.0	45%	53.0
Manufacturing sentiment	49.2	58%	51.4
Residential building permits	1319.7	72%	1485.7
Auto sales	15.7	10%	12.6
Payrolls	356.0	33%	296.0
Unemployment rate	3.5	16%	4.5
Initial claims	192.0	2%	309.1
Senior loan officer opinion survey	48.5	100%	15.9
All near-term economic indicators above		49%	
Background risk indicators		43%	
All economic indicators		57%	

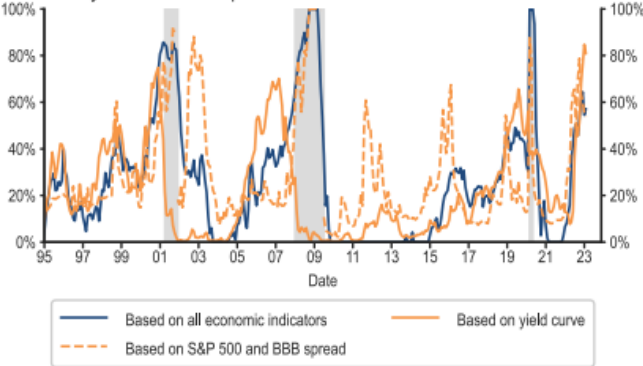
Source: J.P. Morgan. "Historical average unconditional probability" is the historical average probability of a recession starting within 12 months when beginning in an expansion, unconditional on any data. All other probabilities are based on regression models. Indicators enter the models as the deviation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

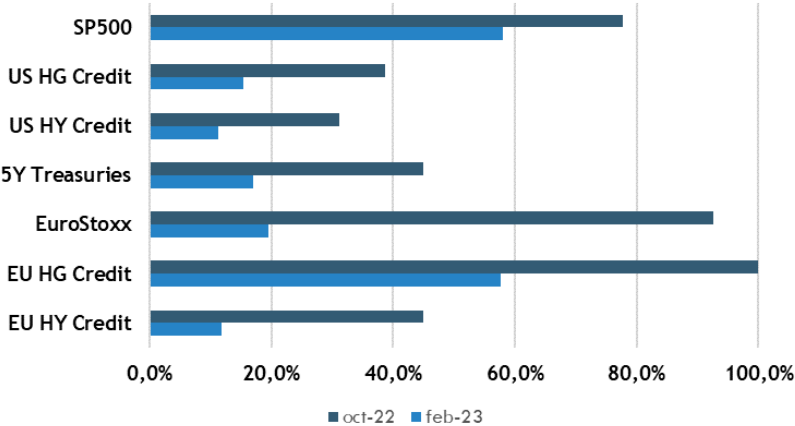
Indicator(s)	Current level	Implied 1-year recession probability	Level at 57% recession probability
S&P 500 drawdown from peak (%)	-14.2	52%	-16.0
A/BBB bond spread (bp)	160.2	29%	252.6
Yield curve (10yr minus 3mo, bp)	-96.0	81%	-7.5
S&P and spread together		54%	
S&P, spread, and yield curve		96%	
All financial and near-term economic		80%	
All financial and all economic		76%	

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

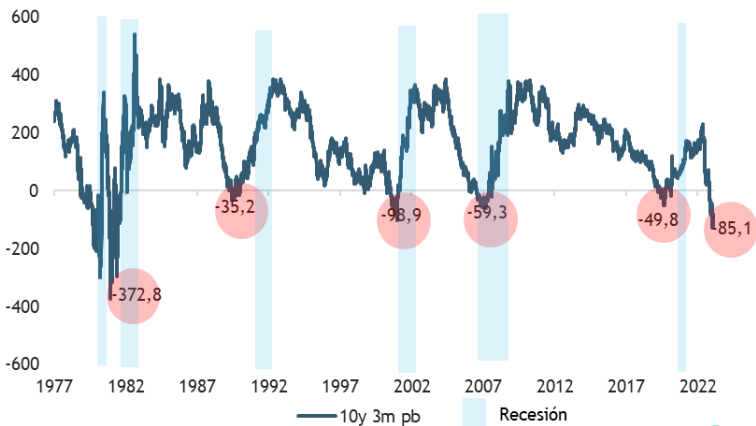
One-year recession probabilities since 1995



Probabilidad de Recesión según distintos mercados



Pendiente de la curva de rendimiento

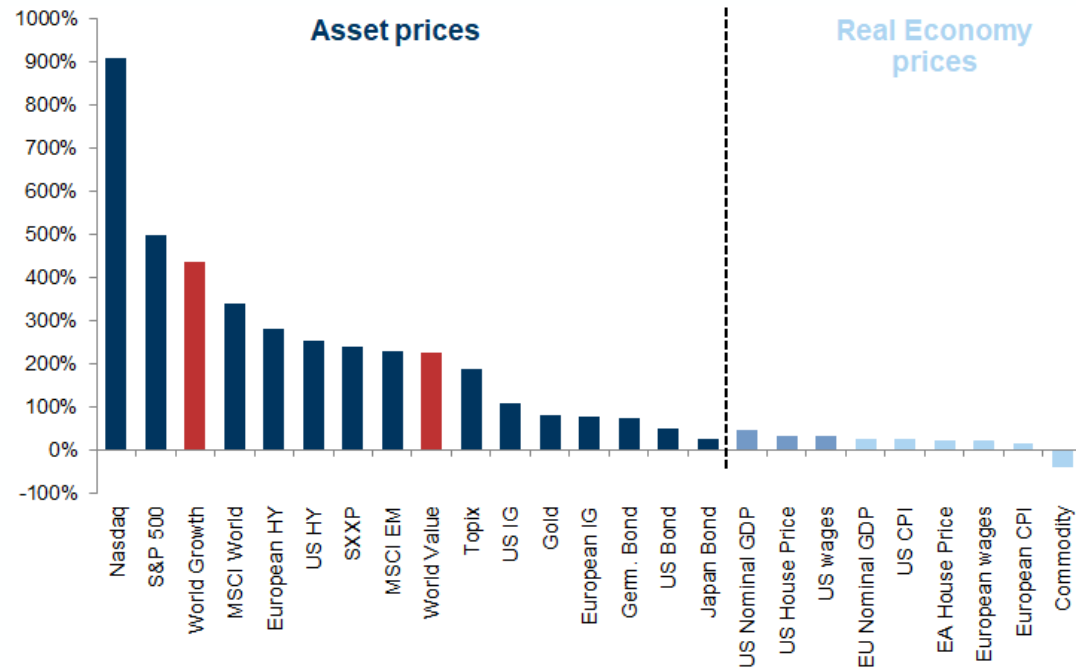


Cambio estructural en términos de posicionamiento

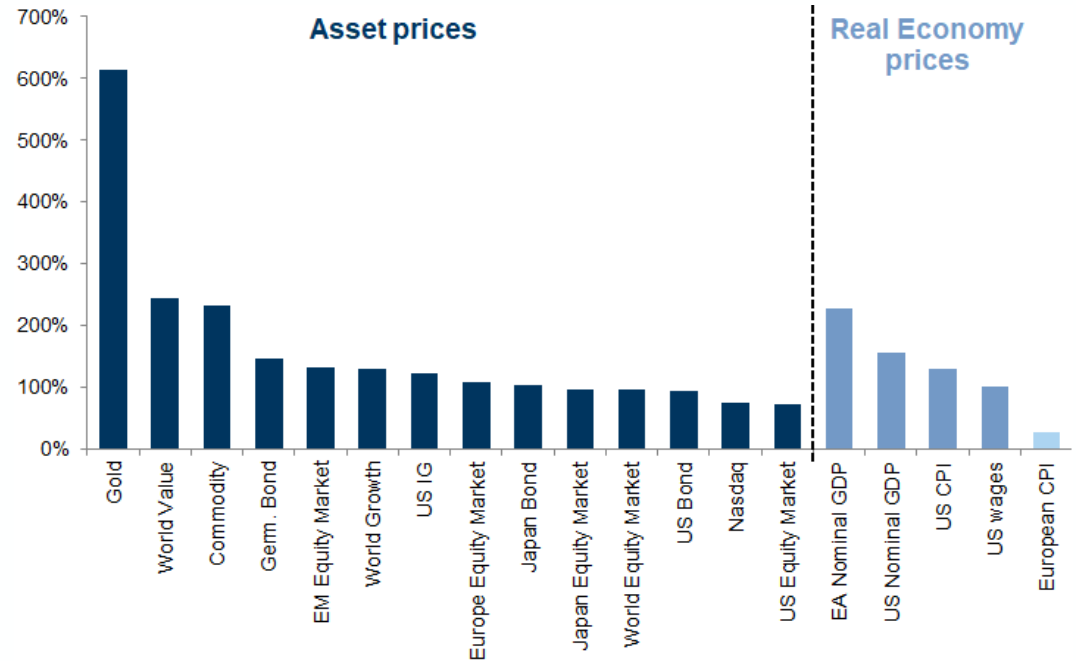
Escenario esperado ¿ en que activos posicionarse?

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

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



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



Cambio estructural en términos de posicionamiento

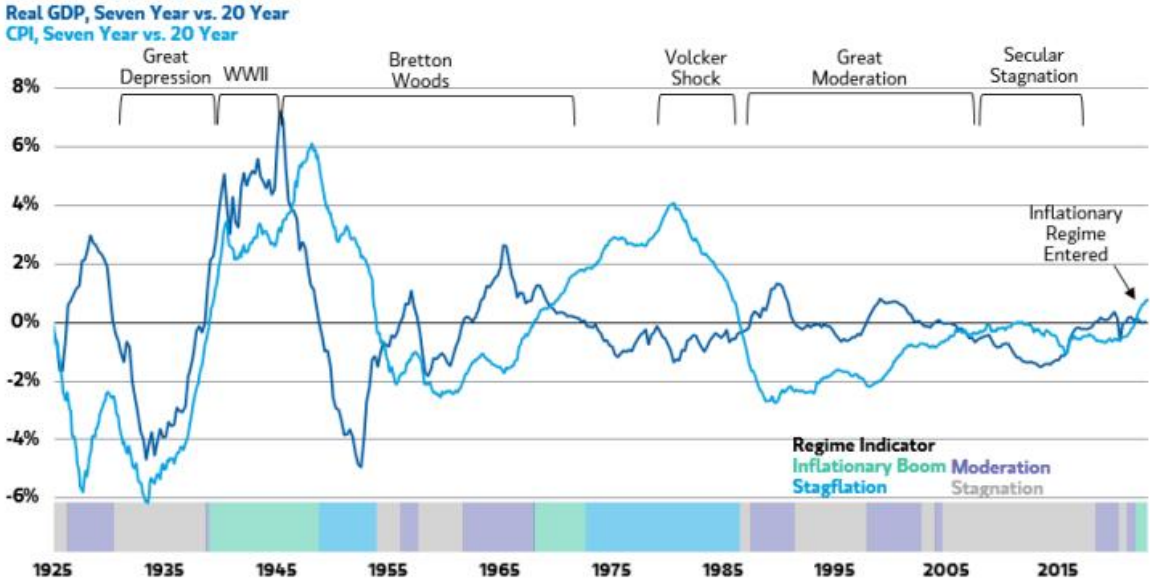
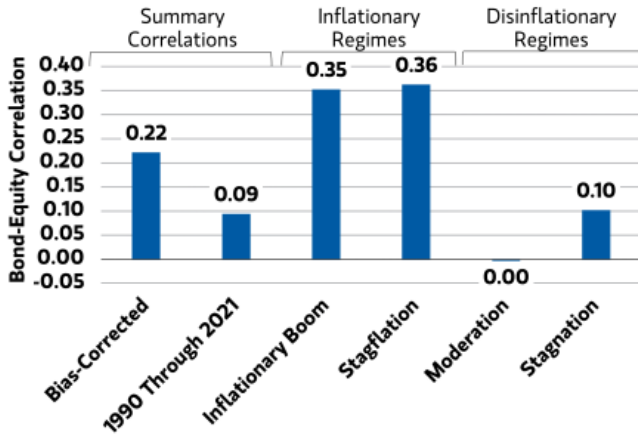
El dominio reciente de los regímenes des inflacionarios no es representativo de la historia

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

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

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

Source: Morgan Stanley Wealth Management Global Investment Office



Note: CPI as of Dec. 31, 2022; regime indicator and GDP as of Sept. 30, 2022.
Source: Ibbotson, Bloomberg, US Bureau of Labor Statistics, US Federal Reserve, Morgan Stanley Wealth Management Global Investment Office

Asset Allocation Internacional

Fundamental						Tactico			
Asset Class		UW	N	OW	Cambio	Convicción	Allocation	Estilo	Resumen Visión
● 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 aparacer 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	Equities	United States	●	○	○			Value	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	Cierto 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 está aumentando, pero las valorizaciones ya no son tan atractivas.
		China	○	○	●	▲		Value	El presidente Xi instó 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 rendimientosesten 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	○	●	○				Cierto 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

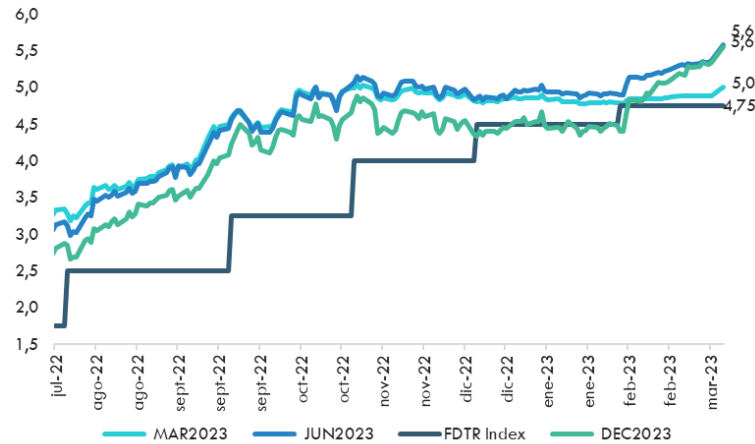
Fundamental						Tactico			
Asset Class		UW	N	OW	Cambio	Convicción	Allocation	Estilo	Resumen Visión
● Underweight● Neutral● Overweight						▲ Alta ▼ Moderada Baja	(+/-) 5pp - 10pp	Value Core Growth	Internacional
Principales asset class	Equities	●	○	○					El ciclo a la baja de las ganancias continuará, 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 aparacer 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	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 lo máximos de octubre el dólar queda expuesto ar recuperaciones de corto plazo.
		Private Equity	○	●	○				Valorizaciones se ajustaron en los últimos trimestres. (EV/EBITDA < 10X). Por iliquidez ya se encuentran descuentos cercanos al 20% Fondos grandes buscando bajar exposición y mas liquidez. Fondos grandes buscando bajar exposición y mas liquidez.
		Deuda Privada	○	●	○				Mercado de direct lending con alta competencia debido a la gran cantidad de drypoder.Empresas con peores múltiplos de deuda correrán mayores riesgos de default. Escenario económico de recesión genera buena oportunidad para deuda oportunistica 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 cape rate y treasurie 10yr bajo promedios

Asset Allocation Internacional

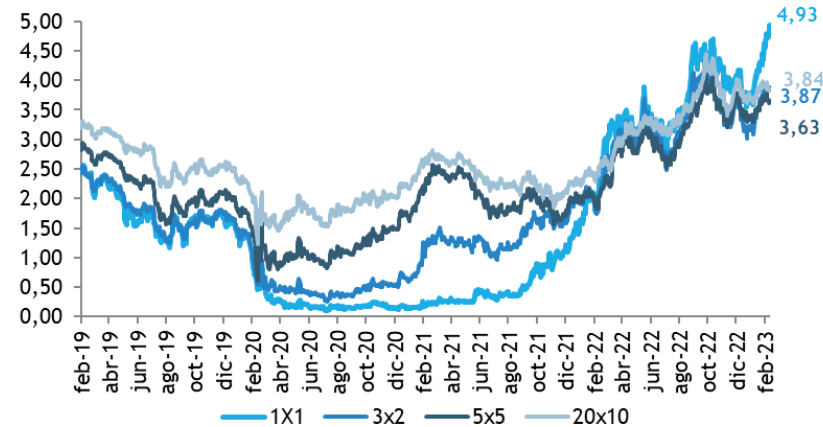
Visión Tasas Soberanas

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

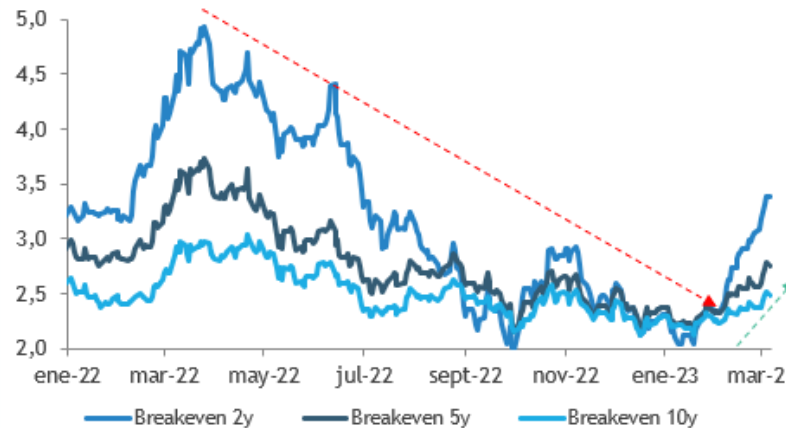
Expectativas de Tasas Fondos Federales



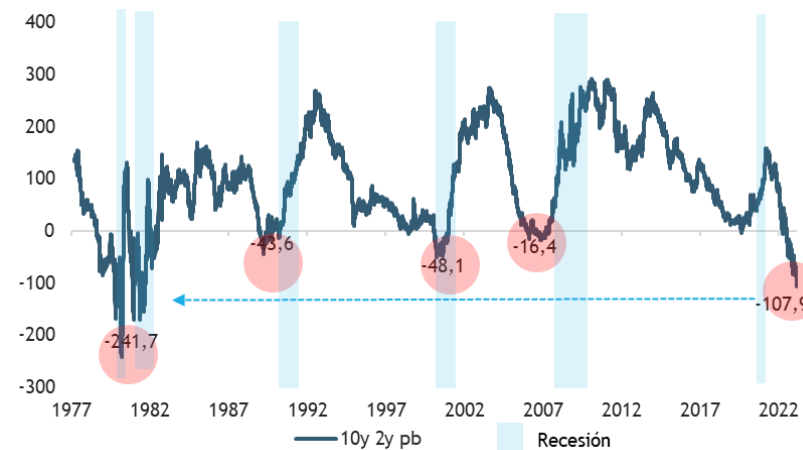
Fwd de tasas



Breakeven De inflación US



Pendiente de la curva 10y2y

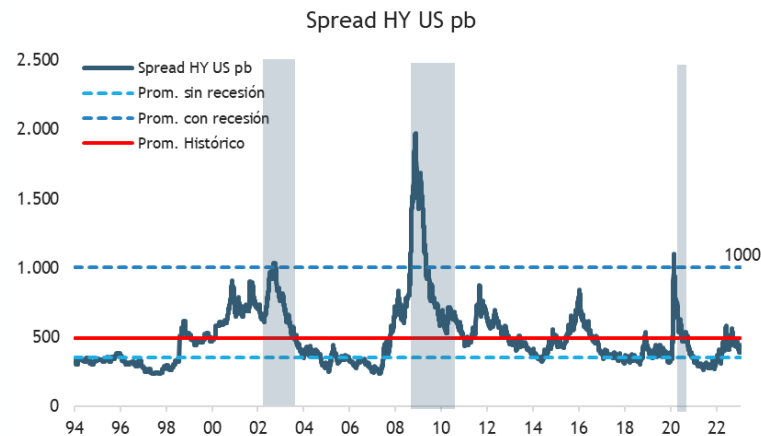
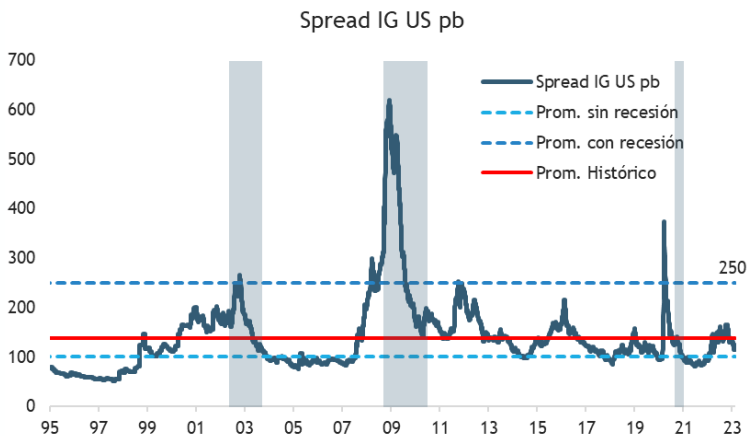


Asset Class	UW	N	OW	Cambio	Convicción
● Underweight	● Neutral	● Overweight	▲ Alta	▼ Moderada	▼ Baja
Tasas Base	U.S. Treasuries	○	○	●	

- **Tasas base:** Los rendimientos soberanos se recuperan con fuerza tras los sólidos datos laborales en EE.UU.
- **Breakeven:** Expectativas de inflación vuelven a subir
- **Fondos federales:** Tasa terminal de fondos federal ya supera el 5,5%
- **Pendiente de la curva:** La curva de rendimiento sigue profundamente invertida

Visión Renta Fija Global

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



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
Tighter ↑ Spreads (bps) ↓ Wider	Quantitative Easing / Goldilocks	2,97%	3,22%	3,47%	3,72%	3,97%	4,22%	4,47%	4,72%	4,97%		
	-75 bps	21,06%	19,28%	17,51%	15,74%	13,97%	12,20%	10,43%	8,66%	6,89%		
	-50 bps	19,28%	17,51%	15,74%	13,97%	12,20%	10,43%	8,66%	6,89%	5,13%		
	-25 bps	17,51%	15,74%	13,97%	12,20%	10,43%	8,66%	6,89%	5,13%	3,36%		
	--	15,74%	13,97%	12,20%	10,43%	5,62%	6,89%	5,13%	3,36%	1,59%		
	+25 bps	13,97%	12,20%	10,43%	8,66%	6,89%	5,13%	3,36%	1,59%	-0,17%		
	+50 bps	12,20%	10,43%	8,66%	6,89%	5,13%	3,36%	1,59%	-0,17%	-1,94%		
	+75 bps	10,43%	8,66%	6,89%	5,13%	3,36%	1,59%	-0,17%	-1,94%	-3,70%		
	+125 bps	4,70%	2,93%	1,17%	-0,60%	-2,36%	-4,13%	-5,89%	-7,65%			
		Prom. Recesión										
		253	6,47%									
		Traditional Risk-Off										
		Quantitative Tightening / Fear of the FED										

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

Asset Class		UW	N	OW	Cambio	Convicción
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

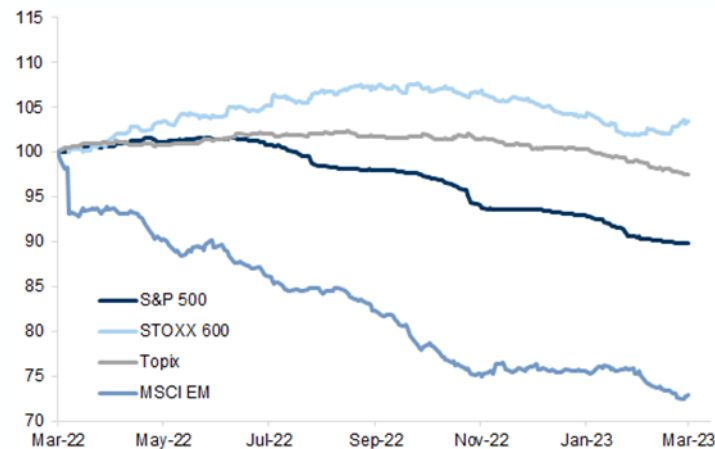
Enero

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

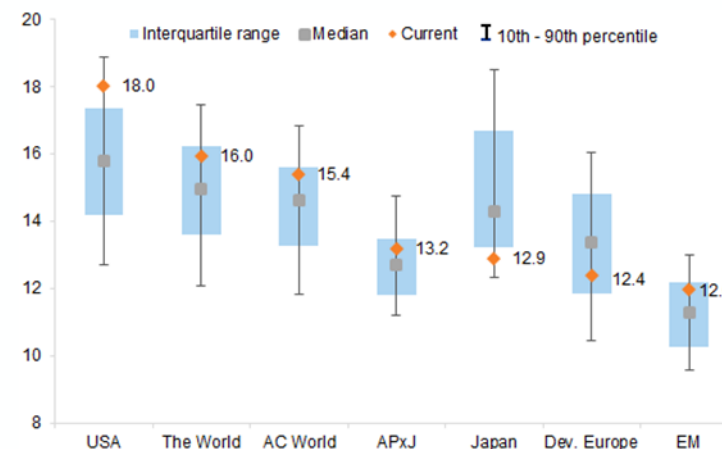
Febrero

	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

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	Alta
					▼ Moderada	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.

Renta Variable EEUU.

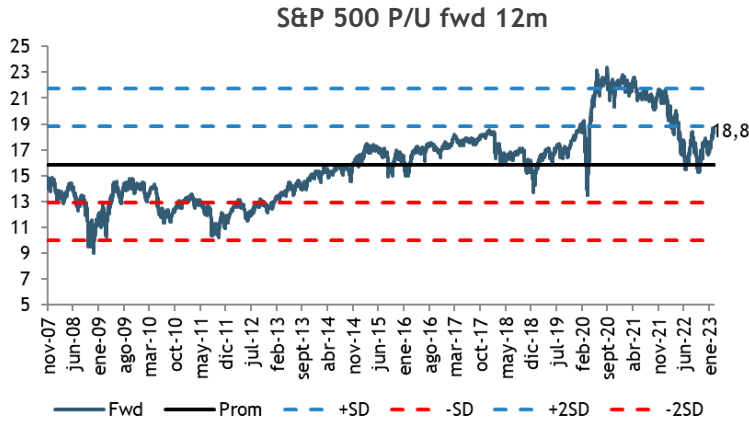
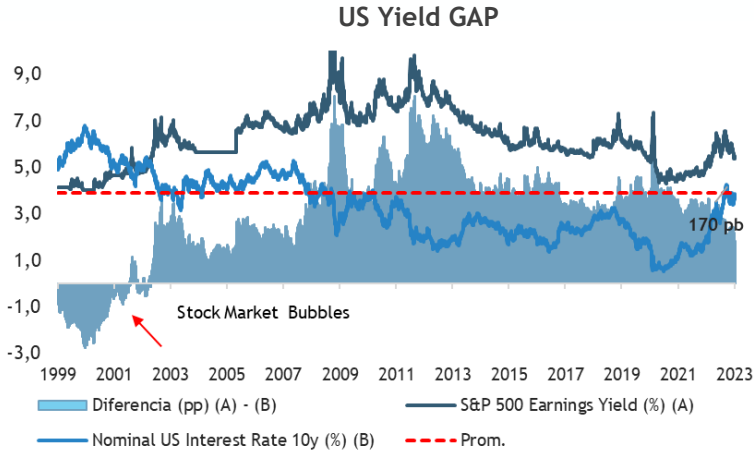
S&P 500: Potencial más bajo por mayores tasas de interés, incertidumbre política (monetaria) y ajustes de EPS

Escenario Solft landing

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

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

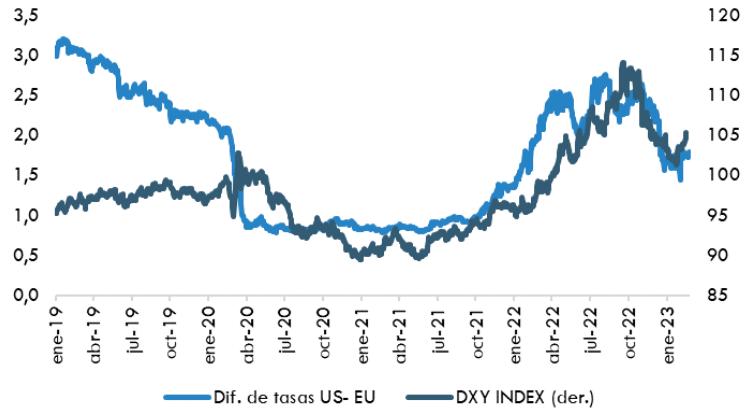
	10-Year US Treasury Yield							
	2,50%	2,70%	3,00%	3,20%	3,50%	3,70%	4,00%	4,50%
\$180	3600	3462	3273	3158	3000	2903	2769	2571
\$195	3900	3750	3545	3421	3250	3145	3000	2786
\$225	4500	4327	4091	3947	3750	3629	3462	3214
	4413			3849			3338	
\$230	4600	4423	4182	4035	3833	3710	3538	3286
	Caso alcista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



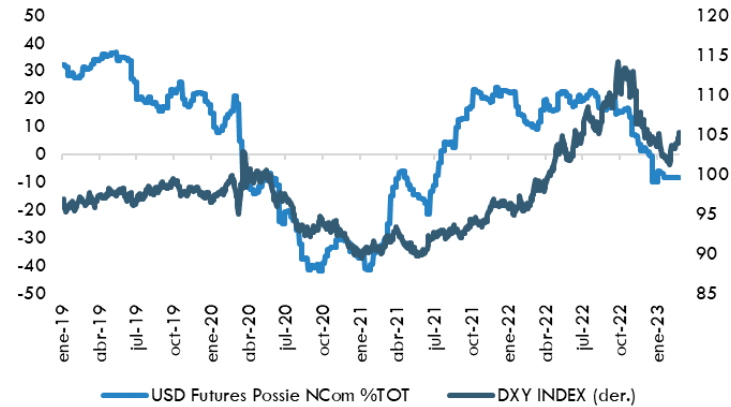
Visión Dólar

Diferenciales se vuelven menos favorables hacia el dólar

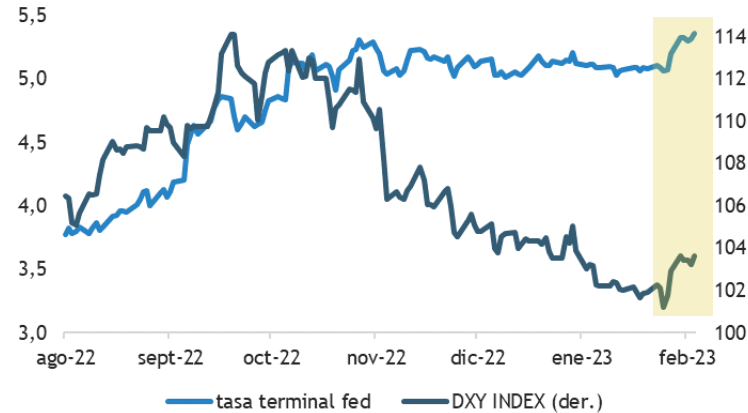
Dólar vs Diferencial de Tasas US-EU



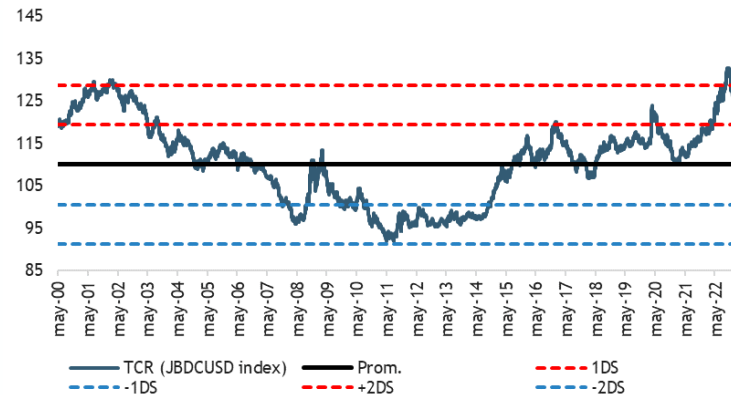
Dólar vs Posiciones Especulativas



Dólar vs tasas terminal FED



Dólar Tasa Real



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

- **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 lo máximos de octubre el dólar queda expuesto a recuperaciones de corto plazo.**

Visión y Asset Allocation Local

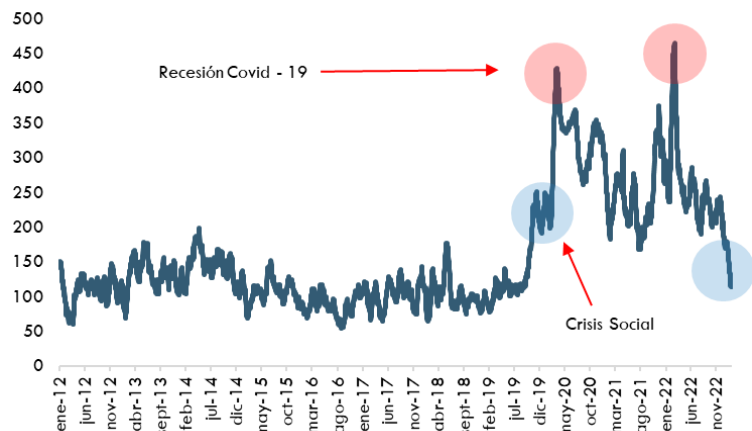
Resumen Visión: factores que impulsan nuestras opiniones para el 1Q23

Activos locales ofrecen una atractiva relación riesgo retorno

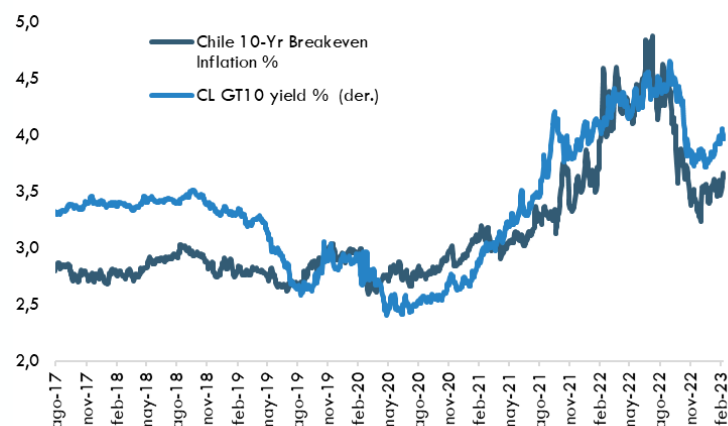
Driver	Impacto	Principales supuestos	Desarrollos recientes
Crecimiento global	Negativo	Para 2023 se proyecta una contracción del PIB del -1% con sesgo a la baja. Escenario base inflación al cierre 2023: 4,7% a/a.	La incertidumbre local se modera y se acerca a niveles previos a 2019, sin embargo 2023 seguirá marcado por procesos de reforma en curso.
La política monetaria	Neutral	Se mantiene expectativa de TPM en 11,25% por un largo período. 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	Nuetral	En los últimos 12m parte corta de la curva fuertemente al alza, dando espacio a un posicionamiento atractivo de riesgo/retorno	Las tasas base han empezado a mostrar importantes ajustes al alza, incorporando un ciclo de recortes más tardío de la tasa de política monetaria , tendencia retroalimentada por el alza de tasas soberanas en EEUU.
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	Después de llegar a cotizar cerca de \$40 por debajo de los niveles que considerábamos de equilibrio, el tipo de cambio ha vuelto a alinearse más a sus "fundamentales", en un contexto de cierta recuperación del dólar a nivel global	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.	Revisiones más a la baja en las utilidades corporativas.
Valorizaciones	Positivo	IPSA ofrece un descuento sustancial en relación con sus pares y su propia historia	IPSA transa a 8,0x P/E Fwd (descuento de 5% frente al Latam); 1x P/B 35% respecto a Latam
Sentiment y posicionamiento	Neutral	Baja representación del asset class en los portafolios de inversionistas locales e internacionales.	
Flujos	Positivo	Mayor demanda institucional y extranjera	

Chile 2023 en gráficos

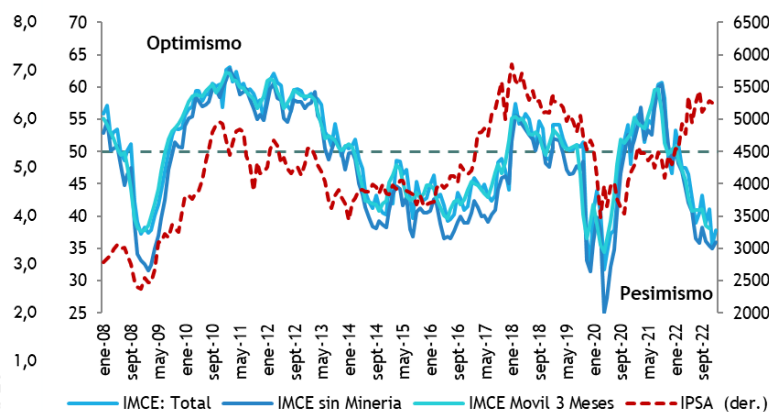
Incertidumbre económica (+)



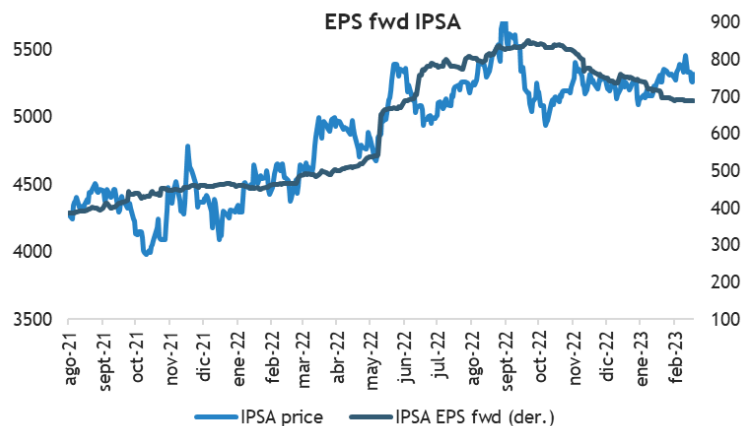
Tasa de interés e inflación (+)



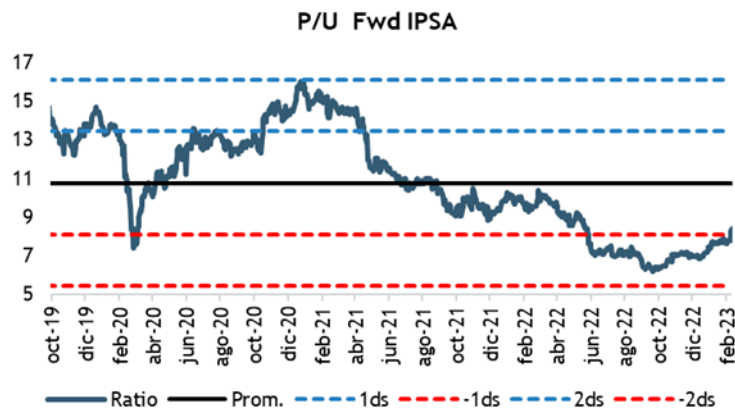
Confianza empresarial (-)



Crecimiento de Utilidades (-)



Valorizaciones (+)



Cobre (+)



(+) mejorando (-) empeorando

Asset Allocation Local

Asset Class		UW	N	OW	Cambio	Convicción	Resumen Visión	
		● Underweight ● Neutral ● Overweight			▲ Alta ▼ Moderada Baja			
							Local	
Principales asset class	Equities	○	○	●			IPSA ofrece una atractiva relación riesgo retorno	
	Duration	●	○	○			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	○	●	○			Sobre ponderar emisores corporativos de clasificaciones de riesgo elevadas. (AAA; AA)	
	Cash	○	●	○			Atractivos devengos en renta fija de bajo riesgo en crédito y duración	
Preferencias por asset class	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 dividen 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.	
	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.	
	Tipo de Cambio						Mejor dinámica de flujos institucionales	
		○ ● ○					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.	

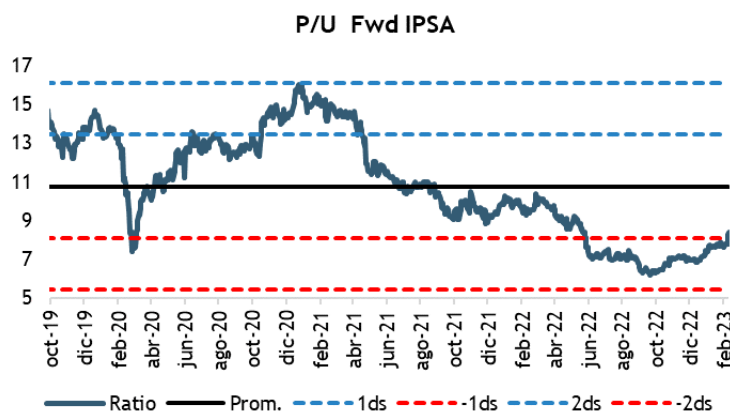
Visión Renta Variable Local

IPSA ofrece una atractiva relación riesgo retorno

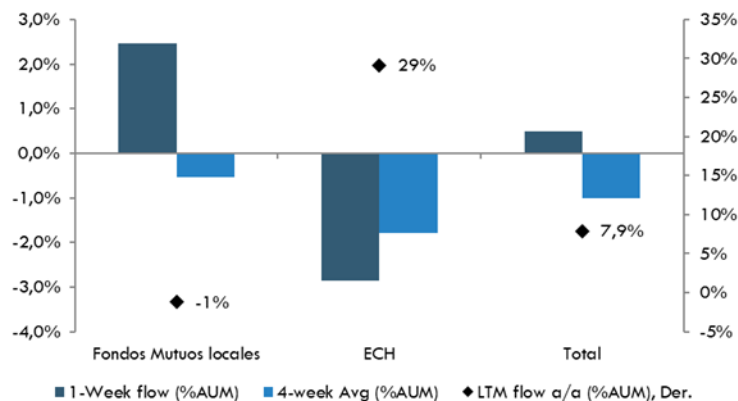
IPSA vs Cobre



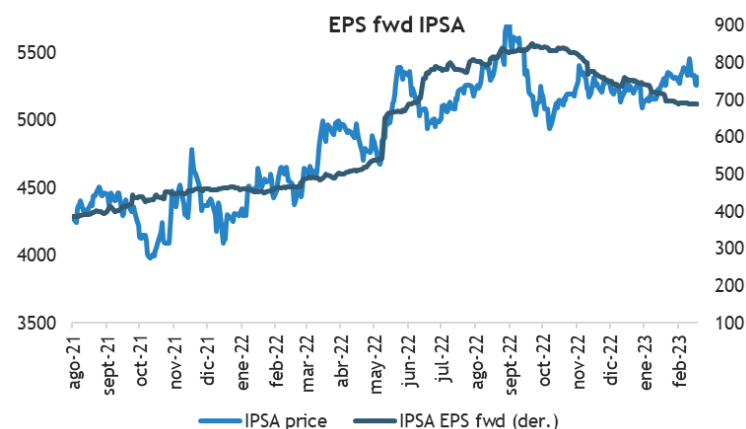
IPSA. Valorizaciones



Flujos FFMM + ETF Chile



IPSA. Utilidades

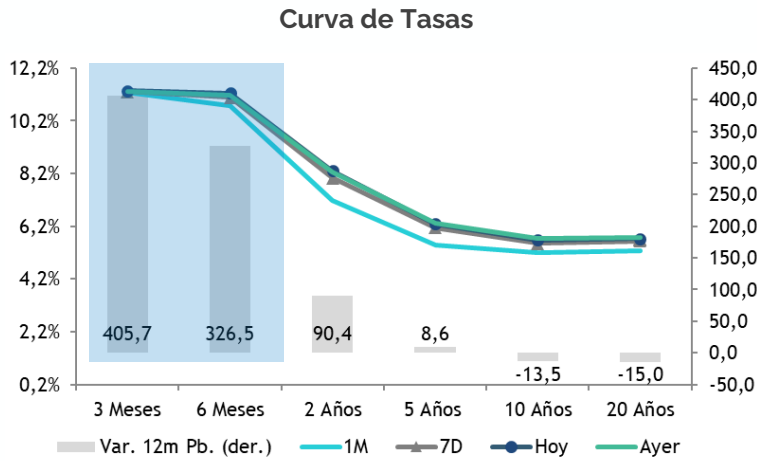


Asset Class	UW	N	OW	Cambio	Convicción
	● Underweight	● Neutral	● Overweight	▲ Alta	Moderada
				▼ Baja	
Renta Variable Local	○	○	●		

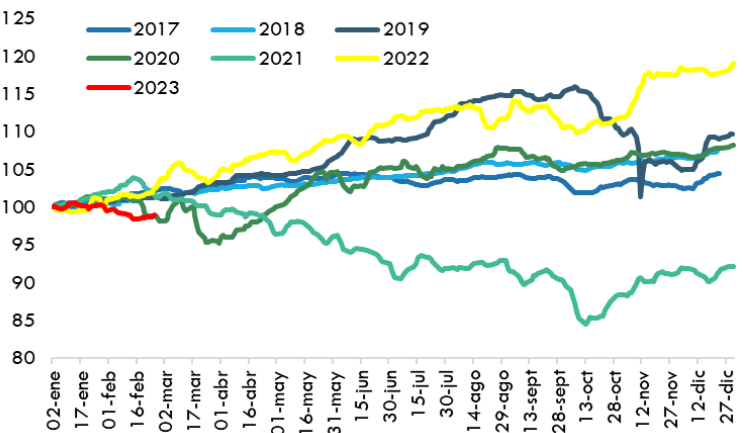
- **Uno de los pocos mercados a nivel global con posibilidad de expandir múltiplos.** Alto dividend yield. Potencial de apreciación del CLP en línea con la depreciación del DXY y alza del precio de los commodities.
- **IPSA ofrece un descuento sustancial en relación con sus pares y su propia historia.**
- 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 ~20% 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 Renta Fija Local

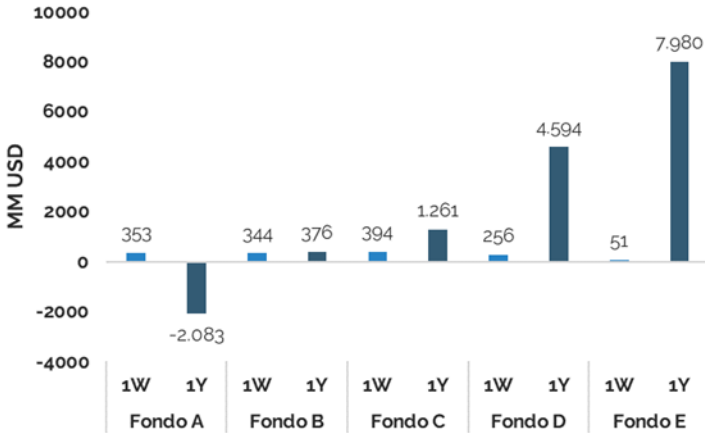
Mantener posicionamiento en la parte corta de la curva en UF



Retornos Históricos Índice Bonos Corporativos (Base 100)



Fondo AFPs (MM USD)

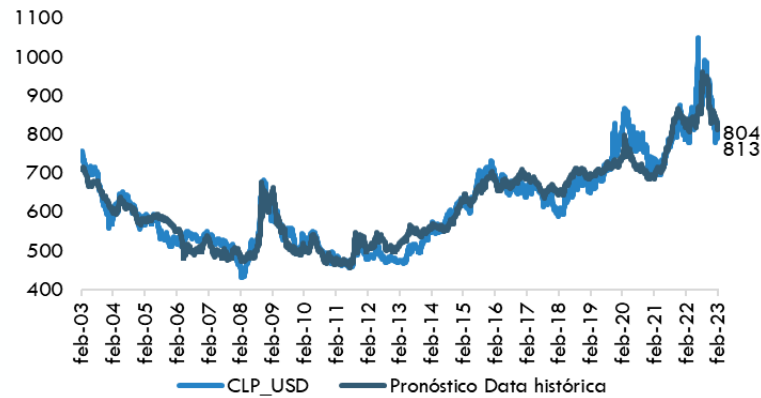


Asset Class			UW	N	OW	Cambio	Convicción
Renta Fija Local	● Underweight	● Neutral	● Overweight			▲	Alta
							Moderada
						▼	Baja

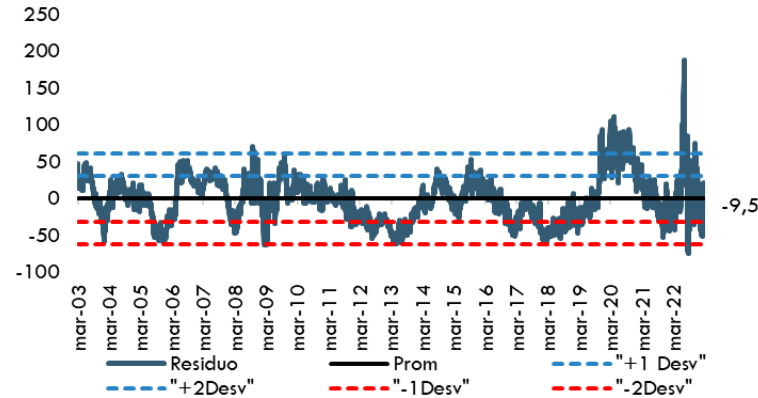
- En los últimos 12m parte corta de la curva fuertemente al alza, dando espacio a un posicionamiento atractivo de riesgo/retorno y tasas largas en niveles más bajos.
- Sobre ponderar emisores corporativos de clasificaciones de riesgo elevadas. (AAA; AA)
- Los spreads corporativos aumentan en el margen, 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 Tipo de Cambio

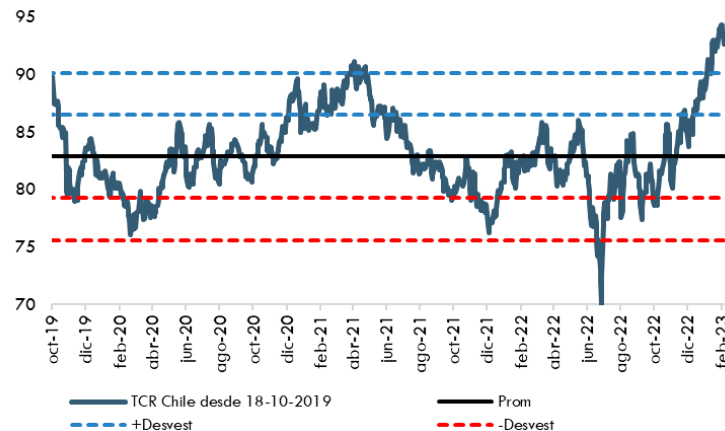
Tipo de cambio comienza a ajustarse a sus fundamentos



Tipo de Cambio vs Modelo



Tipo de cambio real



CLPUSD vs NDF (Pesos; MM USD)



	Asset Class			UW N OW Cambio Convicción	
	Underweight	Neutral	Overweight	Alta	Moderada
Tipo de Cambio	●	●	●	▲	▼

- 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 máximo de octubre el dólar queda expuesto a recuperaciones de corto plazo.
- Después de llegar a cotizar cerca de \$40 por debajo de los niveles que considerábamos de equilibrio, el tipo de cambio ha vuelto a alinearse más a sus "fundamentales", en un contexto de cierta recuperación del dólar a nivel global y deterioro de expectativas locales que han llevado a extranjeros a volver a aumentar sus apuestas contra el peso en US\$3000 MM durante febrero

Asset Allocation Alternativos

Visión Private Credit

Oportunidades entre desafíos

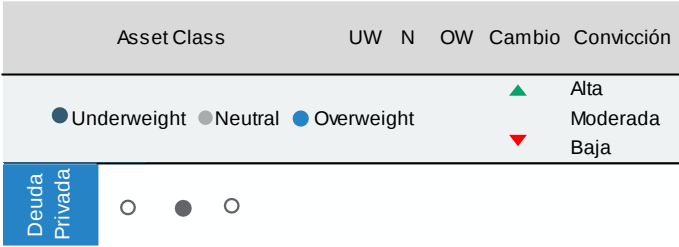
Estrategia

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 Real Estate

Mayores tasas de interés compiten con los activos inmobiliarios

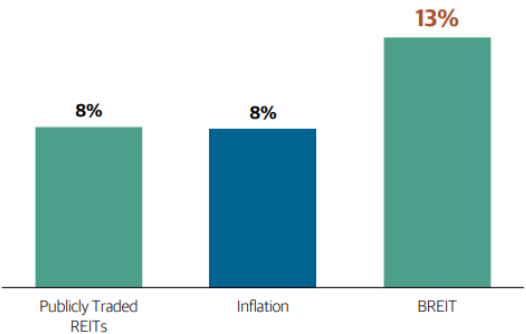
Cap rates
(NOI/Property value)

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
	● Underweight	● Neutral	● Overweight	▲	Alta
				▼	Moderada
					Baja
Real State	○	●	○		

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 vacancias en malls caen las rentas variables.
- **Oficinas:** altas vacancias producto de WFH generan espacio para reconversiones.
- **Industrial:** mas demanda de productos online, mercado con rápida absorción, vacancias bajas.
- **Valorizaciones:** mayores tasas de interés golpean valorizaciones para que cap rates se ajusten a la nueva realidad. Mayores vacancias golpean ingresos, ingresos deberian 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.

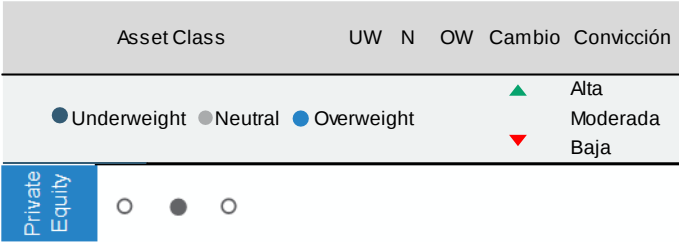
Visión Private Equity

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%

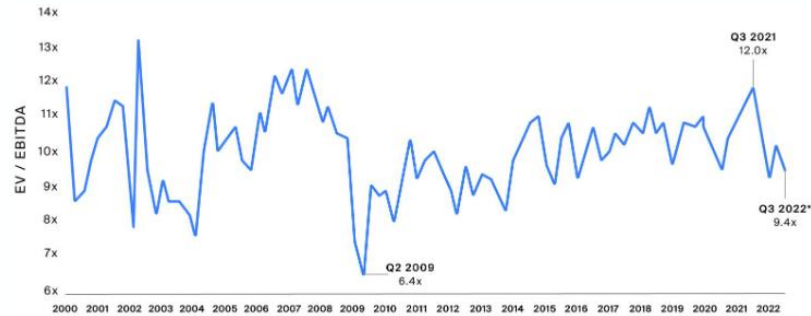
Venture capital

- 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

Visión Private Equity

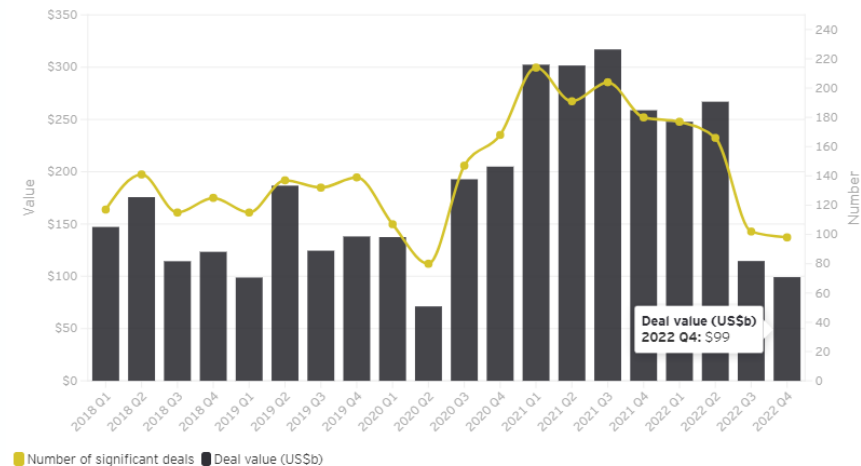
Ajuste en valorizaciones, menor deal Flow, menor liquidez, buenas oportunidades

Valuation
(EV/EBITDA)

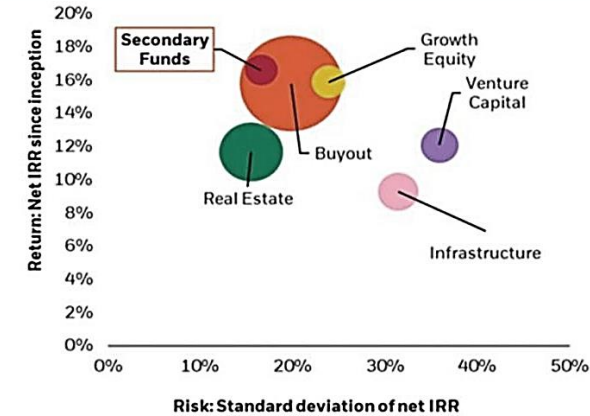


Markets activity

Activity declined significantly in the second half of the year as macro impediments impacted deal activity

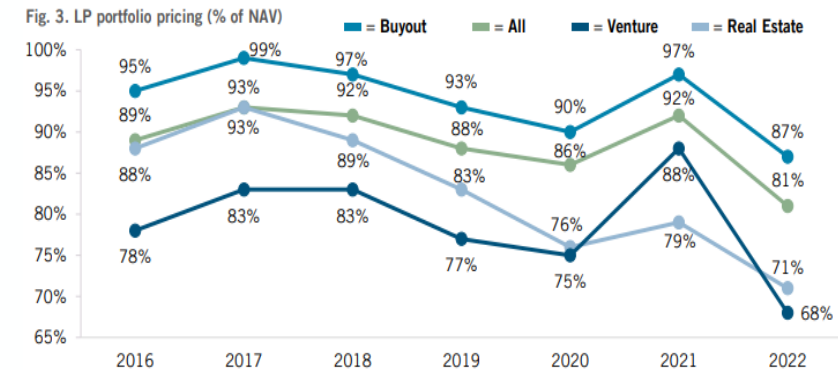


Secondary
Risk/Return



Preqin. Risk/return profiles of various private capital strategies from Q1 2000 through Q2 2021.

Discounts





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

+56 22 499 1500

fynsa@fynsa.cl

www.fynsa.cl



Disclaimer

El presente documento ha sido preparado por Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa y su contenido es de carácter estrictamente confidencial. Éste no puede ser reproducido, distribuido o publicado por el receptor ni utilizado bajo ningún concepto sin previo consentimiento por escrito de Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa.

El objeto del presente documento es entregar información que contribuya al proceso de evaluación de alternativas de inversión.

Este documento no es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguno de los instrumentos financieros a los que se hace referencia en él.

Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa no se hace responsable por la rentabilidad de los Activos administrados o por las fluctuaciones en el valor de mercado de los mismos. Asimismo, Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa no asume responsabilidad por la incobrabilidad de los activos cuyos obligados al pago entren en insolvencia o sean declarados en quiebra o dejen, por cualquier motivo, de pagar sus obligaciones. Todo lo anterior, en la medida que haya dado cumplimiento a las disposiciones contenidas en el Contrato de Administración de Cartera, en la Ley 20.712 sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales, en las disposiciones contenidas en el artículo 179 de la Ley 18.045 de Mercado de Valores, respecto de los recursos custodiados en virtud de la actividad de administración de cartera y demás leyes y normativa aplicable.

Los riesgos que representan las operaciones con cada uno de los tipos de activos en que sean invertidos los recursos, no son de responsabilidad de Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa. La rentabilidad que se obtenga de la inversión que el administrador realice, estarán sujetas al riesgo propio de las inversiones y de otros factores, por lo que, durante la vigencia de ellas, o a la fecha de su liquidación, el resultado podrá ser favorable o adverso para el cliente. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen nuestro juicio o visión a su fecha de publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.

Las rentabilidades pasadas no garantizan que ellas se repitan en el futuro.

Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa hace presente al receptor de este documento que, con carácter previo a la toma de cualquier decisión sobre la realización de alguna operación o transacción descrita o derivada del presente documento, se requiere que lleve a cabo sus propios trabajos de análisis técnico, contable, legal y tributario.