

An aerial photograph of a city, likely Santiago, Chile, featuring a prominent skyscraper with a curved facade and a complex highway interchange on the left. The city is densely packed with buildings, and a large green area is visible in the background.

Visión y Estrategia Internacional

Marzo 2025

Outlook 2T25

El “excepcionalismo estadounidense” se está moderando.

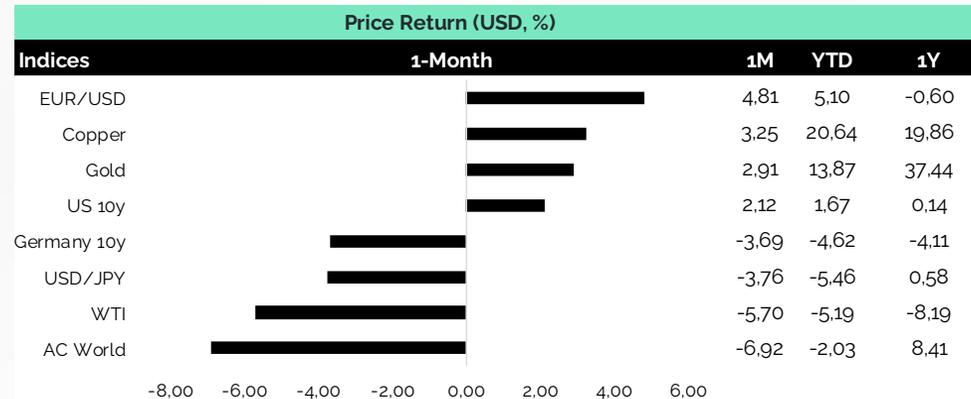
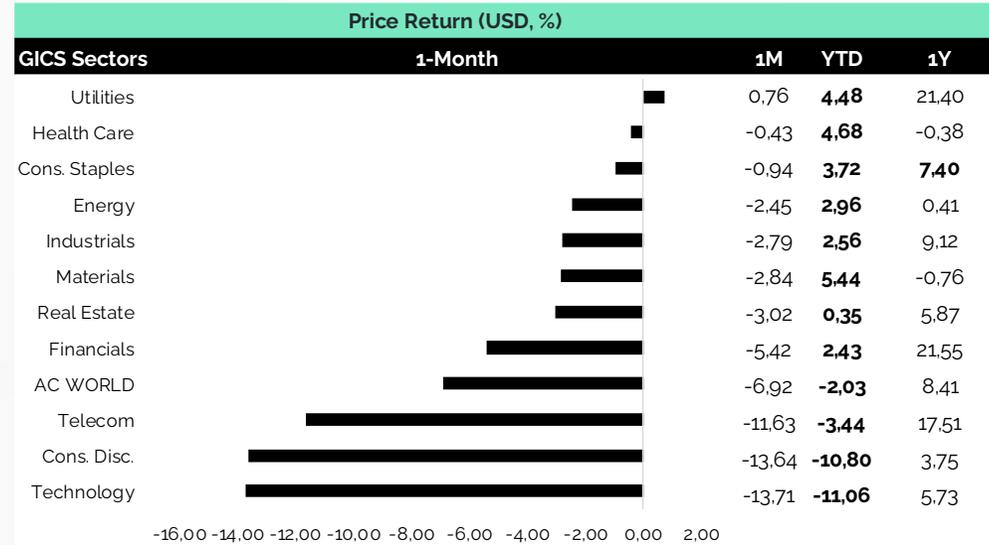
Outlook internacional 2T25

El “excepcionalismo estadounidense” se está moderando.

- Consideramos prematuro plantear perspectivas de una recesión en EE. UU. cuando el mercado laboral presenta una situación tan ajustada y las presiones inflacionarias siguen elevadas en algunas métricas. **Por lo demás existe un amplio margen de maniobra de la Fed para recortar.**
- **Sin embargo, es indiscutible que el “excepcionalismo estadounidense” se está moderando.** Al fin y al cabo, los datos estadounidenses se han suavizado en las últimas semanas y la rentabilidad de la renta variable estadounidense ha tenido un rendimiento inferior a la del resto del mundo durante el primer trimestre. Las probabilidades de una recesión basadas en modelos han aumentado ligeramente, **y si bien la dirección futura de las probabilidades de recesión sigue siendo incierta, con una elevada incertidumbre macroeconómica, y una falta de visibilidad en torno a la política estadounidense en múltiples dimensiones (comercial, fiscal, migratoria), nuestro escenario base no considera una recesión en EE. UU. durante este año.**
- En renta variable, dada la reciente caída del 10% del SPX, cierta sobreventa podría ofrecer algún soporte técnico a corto plazo. **Sin embargo, en términos generales, creemos que los temores sobre el crecimiento seguirán pensando, lo que podría resultar en una renovada presión sobre las acciones, que limitará los rendimientos de los bonos e impulsará otra etapa de liderazgo defensivo.**
- **Además, seguimos siendo cautelosos en el estilo de crecimiento este año, Mag-7 y en US Tech este año,** y esperamos que estos grupos se queden rezagados del mercado, lo que implícitamente conduce a una ampliación del mercado **y un mejor rendimiento del SPW (equal weight) frente al SPX.**
- **Adicionalmente, creemos que los mercados ex -US podrían seguir beneficiándose de la rotación regional en curso durante el 1T25, ya que el temor al crecimiento de EE. UU. acabará presionando a la baja los rendimientos de los bonos y a la Fed.** A diferencia del comportamiento histórico, donde el dólar estadounidense tendía a fortalecerse durante las fases de aversión al riesgo, esta vez el dólar estadounidense se encuentra más débil. Esto no quiere decir que la “disociación en curso”, con mercados US débiles y mercados ex -US fuertes, pueda prevalecer. **Los mercados emergentes y la eurozona probablemente se moverán junto con EE. UU., pero podrían no presentar betas más altos, tradicionales en los ajustes de mercado.**
- **En renta fija, nos sigue gustando la atractiva relación riesgo retorno en deuda investment grade US.** Creemos que la renta fija está mejor posicionada para 2025, gracias a los rendimientos atractivos que ofrece la renta fija de alta calidad (Investment Grade), **con valoraciones más favorable en comparación con la renta variable.**
- Con el “excepcionalismo” de las acciones estadounidenses ya menguando y ahora con las perspectivas de suavización en los datos estadounidenses, **la posibilidad de una mayor flexibilización de la Fed se está descontando cada vez más en los mercados y provocando que el dólar se pueda seguir debilitando al menos durante el 2T25.**

Monitor de Mercados

RESUMEN					
	Actual	MTD (%)	1M (%)	YTD (%)	1Y (%)
Renta Variable					
Mdos. Desarrollados (URTH)	154.5	-3.46	-5.56	-0.67	10.11
Mdos. Emergentes (EEM)	44.6	3.17	0.38	6.60	11.28
Rusell 1000 value (IWD)	186.1	-4.24	-4.29	0.54	9.07
Rusell 1000 growth (IWF)	369.2	-6.44	-11.33	-8.06	11.12
Rusell 2000 (RTY)	2.044.1	-5.40	-10.20	-8.11	1.99
S&P 500 (SPY)	562.8	-5.28	-7.69	-3.97	10.69
S&P 500 Equal Weight (RSP)	172.7	-4.17	-4.65	-1.47	6.45
Nasdaq (QQQ)	479.7	-5.61	-10.87	-6.18	9.87
Eurozona (EZU)	55.1	5.25	3.78	16.82	12.61
Japon (EWJ)	70.4	2.75	1.41	4.84	4.24
China (MCHI)	57.4	7.07	7.31	22.43	46.15
Latam (ILF)	23.8	6.21	-1.37	13.77	-9.50
Chile (ECH)	30.1	5.03	3.12	20.05	14.09
Commodities					
WTI	67.2	-3.70	-5.70	-5.19	-8.19
Copper	485.8	7.60	3.25	20.64	19.86
Gold	2.988.6	4.57	2.91	13.87	37.44
Iron Ore 62%	102.9	-3.79	-4.11	-0.73	-7.98
China Lithium Carbonate 99,5%	10.342.1	-0.47	-2.22	-0.27	-32.57
China Lithium Hydroxide 56,5%	9.658.2	-0.36	-0.85	0.46	-28.31
Renta Fija Internacional					
Bloomberg Barclays Global	474.7	0.54	2.09	2.36	3.16
Bloomberg Barclays EM USD agreg.	1.276.6	-0.20	1.38	2.24	8.77
US Corporate Investment Grade	3.346.5	-0.55	1.48	1.54	5.39
US Corporate High Yield	2.705.4	-1.16	-0.37	0.86	8.26
Monedas					
Dólar Index (DXY)	103.7	-3.65	-3.94	-4.42	0.87
Euro (EUR)	1.1	4.89	4.81	5.10	-0.60
Peso Chileno (CLP)	928.8	3.66	2.54	7.29	1.86
Yen Japonés (JPY)	148.6	1.36	3.91	5.79	-0.58
Emerging Markets Currency	45.0	2.28	2.01	5.03	-4.38



Outlook 2T25

Allocation

View 12 meses



Subponderar



Neutral



Sobreponderar

Asset class	UW	N	OW
Cash (1-3 M; MM)		●	
Fixed Income			●
Equities	●		

Fixed Income	UW	N	OW
Credit Risk	●		
Duration Risk*	●		

*Neutral en duración considerado como 4 años

Equities (Unhedge)	UW	N	OW
US		●	
Europe		●	
Japan		●	
EM Ex - China		●	
China		●	
Latam		●	

Macroeconomía

Outlook 2T25: Economía

Economía mundial sigue expandiéndose, aunque a un ritmo mas moderado

Crecimiento del PIB, % interanual: GS frente a consenso

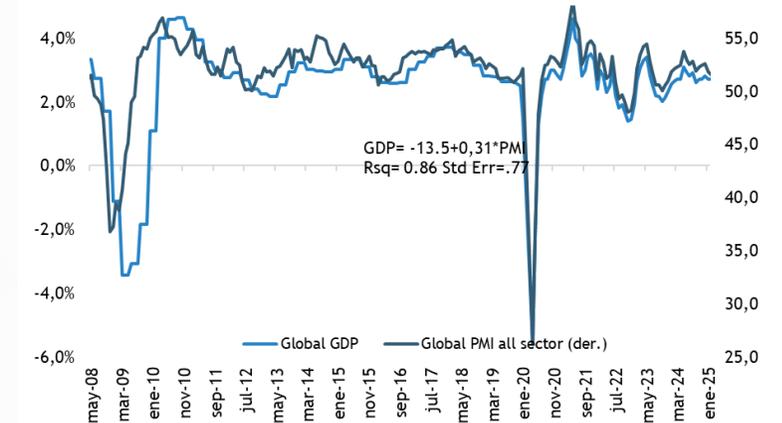
Percent Change yoy	Real GDP Growth				
	2024		2025		2026
	GS	GS	Cons*	GS	Cons*
USA	2.8	2.0	2.2	1.9	2.0
Japan	0.1	1.3	1.2	1.1	0.9
Euro area	0.7	0.8	0.9	1.3	1.2
Germany	-0.2	0.2	0.3	1.5	1.1
France	1.1	0.6	0.7	1.0	1.1
Italy	0.5	0.4	0.6	1.1	0.9
Spain	3.2	2.4	2.5	1.7	1.9
UK	0.9	0.9	1.0	1.3	1.4
China	5.0	4.5	4.5	4.0	4.2
Developed Markets	1.8	1.5	1.7	1.7	1.7
Emerging Markets	4.0	3.9	3.9	3.8	3.8
World	2.7	2.5	2.6	2.6	2.6

* Bloomberg country and GS aggregate consensus

PMI Compuesto Global



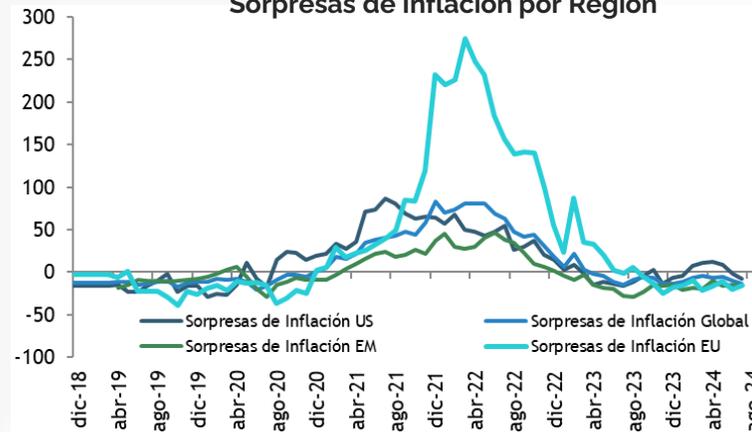
PMI Compuesto Global vs PIB Global



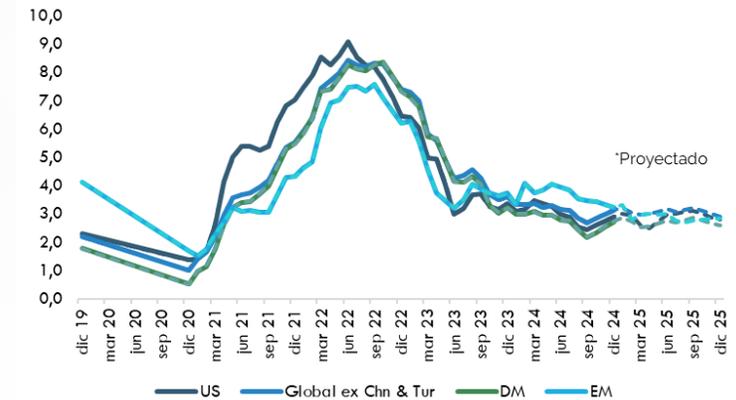
Inflación esperada al cierre de 2024

	CPI 2025 consensus
US	2,8%
Japan	2,5%
Euro area	2,1%
UK	3,3%
China	0,6%
Brazil	5,5%
Chile	3,9%
Colombia	4,3%
Mexico	3,9%

Sorpresas de Inflación por Región



Inflación por Región



Outlook 2T25: Encuestas

El crecimiento se desacelera, pero se mantiene en territorio expansivo

El indicador de PMI disminuye por segundo mes consecutivo, dejando una señal poco clara de su dirección, considerando los riesgos que pueden generar las políticas comerciales y fiscales de Estados Unidos, a pesar de esto, el índice sigue ejecutándose en terreno expansivo, por otro lado, la caída en servicios ha sido compensada con un aumento en la actividad manufacturera, mostrando una mayor rotación en la actividad y aportando al equilibrio del índice compuesto.

		J.P Morgan global PMI resumen																									
		2023												2024												2025	
		Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sept	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb
Output	Total	49,7	52,1	53,4	54,2	54,4	52,6	51,6	50,6	50,5	50,0	50,5	51,0	51,8	52,1	52,3	52,4	53,7	52,9	52,5	52,8	51,9	52,3	52,4	52,6	51,8	51,5
	Manufactura	48,9	50,7	50,6	50,8	51,4	49,2	48,8	49,4	49,8	48,9	49,9	49,4	50,3	51,2	51,9	51,4	52,8	52,3	50,2	50,0	49,2	50,1	50,4	49,2	50,6	51,5
	Servicios	50,1	52,6	54,4	55,4	55,5	53,8	52,6	51,0	50,7	50,4	50,6	51,6	52,3	52,4	52,4	52,7	54,0	53,1	53,3	53,8	52,9	53,1	53,1	53,8	52,2	51,6
Nuevas Ordenes	Total	49,8	51,3	52,6	53,2	53,7	52,3	50,7	50,0	49,5	49,3	50,1	50,9	51,4	51,6	52,1	51,7	52,7	51,9	51,8	52,1	51,0	51,6	52,3	52,5	52,0	51,4
	Manufactura	47,7	49,3	49,5	49,4	49,3	48,0	47,6	48,1	48,4	48,5	48,9	48,6	49,8	50,4	50,9	50,4	51,2	50,7	48,8	48,9	47,2	48,8	50,2	49,5	50,8	51,3
	Servicios	50,6	52,0	53,7	54,6	55,4	53,9	51,8	50,8	49,8	49,6	50,5	51,8	52,0	52,0	52,5	52,2	53,2	52,4	52,8	53,3	52,4	52,7	53,0	53,6	52,5	51,4
Output futuro	Total	64,1	64,8	64,1	64,6	63,8	64,0	61,8	62,4	62,1	61,4	61,3	62,6	63,7	63,0	63,8	62,8	63,6	62,1	61,9	62,1	59,8	62,3	62,4	61,9	62,7	61,3
	Manufactura	62,3	62,8	62,5	63,0	61,0	59,6	60,8	59,7	60,7	58,5	60,1	60,6	62,5	62,3	62,3	61,4	62,0	59,6	60,4	60,3	58,0	59,6	61,7	59,1	61,7	62,0
	Servicios	64,7	65,6	64,7	65,3	64,8	65,6	62,2	63,4	62,7	62,5	61,7	63,4	64,1	63,3	64,3	63,3	64,2	63,1	62,5	62,8	60,4	63,2	62,7	63,0	63,0	61,1
Empleo	Total	50,4	51,5	51,9	52,3	52,0	51,9	51,0	51,0	50,7	50,5	50,1	50,5	50,7	50,7	50,9	49,9	50,9	51,3	51,3	49,9	50,0	49,8	50,0	50,3	50,8	49,8
	Manufactura	50,0	51,1	50,3	50,5	50,0	50,0	50,1	50,6	49,7	48,7	49,2	48,7	49,4	49,6	50,1	50,0	50,3	50,5	50,0	49,7	48,9	48,5	49,0	49,4	48,5	49,2
	Servicios	50,6	51,7	52,4	53,0	52,7	52,5	51,3	51,2	51,1	51,1	50,5	51,1	51,2	51,1	51,2	49,8	51,1	51,5	51,7	50,0	50,4	50,2	50,3	50,6	51,6	50,0
Output precios	Total	55,0	55,3	54,8	55,0	54,4	53,4	53,7	53,4	53,6	53,0	53,5	53,5	52,6	53,5	53,8	53,2	53,2	52,8	52,6	52,3	52,5	52,0	52,1	52,4	53,0	52,6
	Manufactura	54,8	54,7	52,8	51,6	49,9	49,3	49,6	50,5	51,7	51,5	51,0	51,5	51,5	51,5	51,2	51,5	51,7	52,3	51,4	51,7	51,3	51,4	51,8	51,2	51,5	52,2
	Servicios	55,0	55,5	55,6	56,2	56,1	54,9	55,2	54,5	54,3	53,5	54,4	54,2	53,0	54,2	54,7	53,8	53,8	53,0	53,1	52,6	52,9	52,2	52,1	52,7	53,5	52,7

Outlook 2T25: Encuestas

El crecimiento se desacelera, pero se mantiene en territorio expansivo

El índice PMI demuestra que se han continuado acortando las grandes brechas regionales presenciadas hace unos años, producto de una desaceleración en E.E.U.U y una actividad en Europa en el margen plana durante febrero. Los riesgos siguen estando latentes a medida que las políticas comerciales globales se agudizan.

Momentum PMI compuesto por región (manufactura y servicios)

	2022												2023												2024													
	ene-22	feb-22	mar-22	abr-22	may-22	jun-22	jul-22	ago-22	sep-22	oct-22	nov-22	dic-22	ene-23	feb-23	mar-23	abr-23	may-23	jun-23	jul-23	ago-23	sep-23	oct-23	nov-23	dic-23	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	may-24	jun-24	jul-24	ago-24	sep-24	oct-24	nov-24	dic-24	ene-25	feb-25
Global	51,4	53,5	52,7	51,2	51,3	53,5	50,8	49,3	49,6	49,0	48,0	48,2	49,8	52,1	53,4	54,2	54,4	52,7	51,7	50,6	50,5	50	50,4	51	51,8	52,1	52,3	52,4	53,7	52,9	52,5	52,8	51,9	52,3	52,4	52,6	51,8	51,5
Mercados desarrollados	51,2	54,7	56,0	55,5	53,7	52,5	49,0	46,9	49,3	48,5	47,3	47,1	48,4	51,1	52,6	53,7	53,7	52,2	51,0	49,5	49,7	49,4	49,6	49,8	50,8	51,4	51,5	51,8	53,4	52,8	52,7	53,2	52,3	52,3	52,2	52,7	51,7	51
Mercados emergentes	50,8	51,3	46,8	43,4	46,9	55,2	54,0	53,4	50,1	49,8	49,0	50,1	51,9	53,9	54,6	54,9	55,6	53,5	52,9	52,7	52	51,1	52	53,1	53,5	53,4	53,7	53,6	54,4	53,3	52,4	52,1	51,1	52,5	52,8	52,4	51,9	52,4
EE.UU.	51,1	55,9	57,7	56,0	53,6	52,3	47,7	44,6	49,5	48,2	46,4	45,0	46,8	50,1	52,3	53,4	54,3	53,2	52,0	50,2	50,2	50,7	50,7	50,9	52	52,5	52,1	51,3	54,5	54,8	54,3	54,6	54	54,1	54,9	55,4	52,7	51,6
Japón	49,9	45,8	50,3	51,1	52,3	53,0	50,2	49,4	51,0	51,8	48,9	49,7	50,7	51,1	52,9	52,9	54,3	52,1	52,2	52,6	52,1	50,5	49,6	50	51,5	50,6	51,7	52,6	52,6	49,7	52,5	52,9	52	49,6	50,1	50,5	51,1	52
Reino Unido	54,2	59,9	60,9	58,2	53,1	53,7	52,1	49,6	49,1	48,2	48,2	49,0	48,5	53,1	52,2	54,9	54,0	52,8	50,8	48,6	48,5	48,7	50,7	52,1	52,9	53	52,9	54,1	53	52,3	52,8	53,8	52,6	51,8	50,5	50,4	50,6	50,5
Eurozona	52,3	55,5	54,9	55,8	54,8	52,0	49,9	48,9	48,1	47,3	47,8	49,3	50,3	52,0	53,7	54,1	52,8	49,9	48,6	46,7	47,2	46,5	47,6	47,6	47,9	49,2	49,9	51,7	52,2	50,9	50,2	51	49,6	50	48,3	49,6	50,2	50,2
Alemania	53,8	55,6	55,1	54,3	53,7	51,3	48,1	46,9	45,7	45,1	46,3	49,0	49,9	50,7	52,6	54,2	53,9	50,6	48,5	44,6	46,4	45,9	47,8	47,4	47	46,3	47,4	50,6	52,4	50,4	49,1	48,4	47,5	48,6	47,2	48	50,5	50,4
China	50,1	50,1	43,9	37,2	42,2	55,3	54,0	53,0	48,5	48,3	47,0	48,3	51,1	54,2	54,5	53,6	55,6	52,5	51,9	51,7	50,9	50	51,6	52,6	52,5	52,5	52,7	52,8	54,1	52,8	51,2	51,2	50,3	51,9	52,3	51,4	51,1	51,5
India	53,0	53,5	54,3	57,6	58,3	58,2	56,6	58,2	55,1	55,5	56,7	59,4	57,5	59,0	58,4	61,6	61,6	59,4	61,9	60,9	61	58,4	57,4	58,5	61,2	60,6	61,3	61,5	60,5	60,9	60,7	60,7	58,3	59,1	58,6	59,2	57,7	58,8
Brasil	50,9	53,5	56,6	58,5	58,0	59,4	55,3	53,2	51,9	53,4	49,8	49,1	49,9	49,7	50,7	51,8	51,8	51,5	49,6	50,6	49	50,3	50,7	50	53,2	55,1	55,1	54,8	54	54,1	56,0	52,9	55,2	55,2	53,5	51,5	48,2	51,2

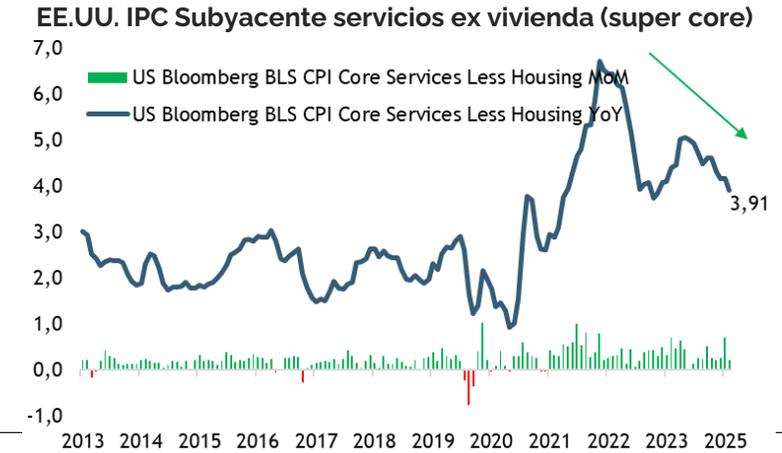
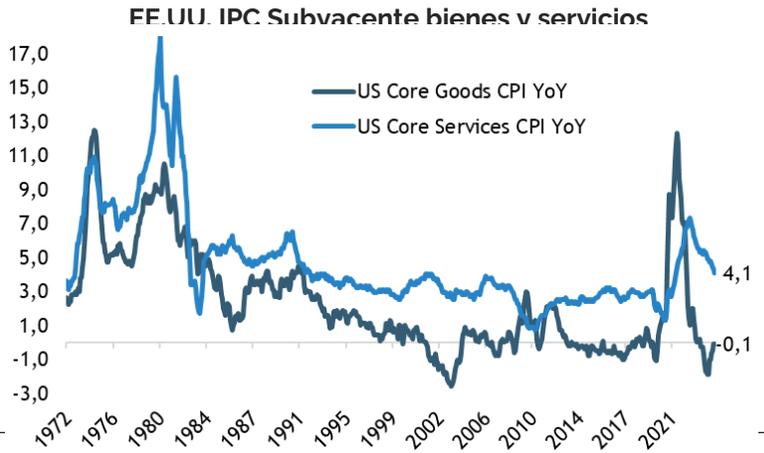
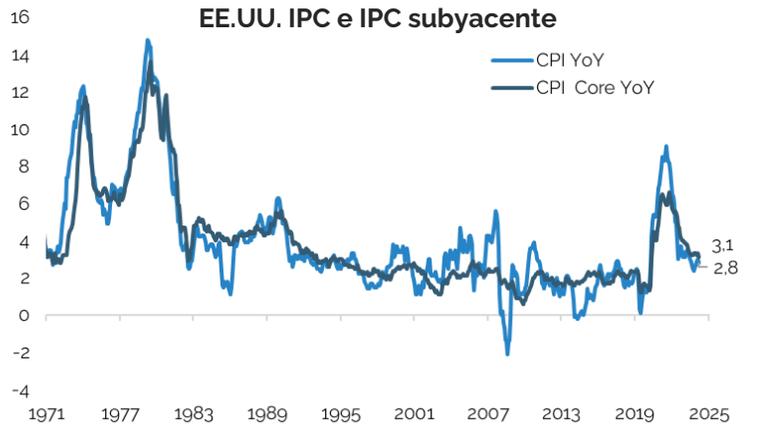
Fuentes: Fynsa Inversiones. JP Morgan . Datos a febrero 2025

Outlook 2T25: Inflación

Los nuevos datos de inflación continúan dificultando el camino al objetivo de 2% de la FED

Índice de precios al consumidor EE. UU.

Weights		31/10/2023	30/11/2023	31/12/2023	31/1/2024	29/2/2024	31/3/2024	30/4/2024	31/5/2024	30/6/2024	31/7/2024	31/8/2024	30/9/2024	31/10/2024	30/11/2024	31/12/2024	31/1/2025	28/2/2025
		oct-23	nov-23	dic-23	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	may-24	jun-24	jul-24	ago-24	sep-24	oct-24	nov-24	dic-24	ene-25	feb-25
100,00	All items	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,2
13,47	Food	0,3	0,2	0,2	0,4	0,0	0,1	0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,2
8,66	Food at home	0,3	0,0	0,1	0,4	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,4	0,3	0,5	0,0
4,81	Food away from home(1)	0,4	0,4	0,3	0,5	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,2	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,4
6,91	Energy	-2,1	-1,6	-0,2	-0,9	2,30	1,1	1,1	-2,0	-2,0	-0,4	-1,0	-1,0	-0,2	0,1	2,4	1,1	0,2
3,59	Energy commodities	-4,3	-3,8	-0,7	-3,2	3,6	1,5	2,7	-3,5	-3,7	-0,8	-1,3	-2,3	-1,1	0,2	3,9	1,9	-0,9
3,30	Gasoline (all types)	-4,3	-4,0	-0,6	-3,3	3,8	1,7	2,8	-3,6	-3,8	-0,9	-1,2	-2,3	-1,0	0,3	4	1,8	-1
0,13	Fuel oil(1)	-6,4	-1,1	-3,3	-4,5	1,1	-1,3	0,9	-0,4	-2,4	0	-2,8	-3,8	-2,3	-1,4	2,1	6,2	0,8
3,32	Energy services	0,4	1,0	0,3	1,4	0,8	0,7	-0,7	-0,2	-0,1	0	-0,7	0,6	0,7	-0,1	0,8	0,3	1,4
2,54	Electricity	0,4	1,0	0,6	1,2	0,3	0,9	-0,1	0	-0,7	0,2	-0,4	0,5	0,8	-0,2	0,2	0	1
0,78	Utility (piped) gas service	0,3	1,2	-0,6	2	2,3	0	-2,9	-0,8	2,4	-0,5	-1,6	0,7	0,5	0,5	2,8	1,8	2,5
79,62	All items less food and energy	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,4	0,2
21,34	Commodities less food and energy commodities	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	0,1	-0,2	-0,1	0	-0,1	-0,2	-0,1	0,2	0,0	0,2	0	0,3	0,2
4,29	New vehicles	-0,1	0,0	0,2	0	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,2	-0,1	0,00	0,1	0,0	0,4	0	0	-0,1
2,57	Used cars and trucks	-0,4	1,4	0,6	-3,4	0,5	-1,1	-1,4	0,6	-1,5	-1,4	-0,20	0,5	1,2	1,3	0,8	2,2	0,9
2,61	Apparel	0,0	-0,6	0	-0,7	0,6	0,7	1,2	-0,3	0,1	-0,3	0,1	1	-0,9	0,1	0,1	-1,4	0,6
1,46	Medical care commodities(1)	0,4	0,5	-0,1	-0,6	0,1	0,2	0,4	1,3	0,2	0,2	-0,2	-0,7	-0,2	-0,1	0	1,2	0,1
58,27	Services less energy services	0,3	0,5	0,4	0,7	0,5	0,5	0,4	0,2	0,1	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,5	0,3
34,59	Shelter	0,3	0,4	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,2	0,4	0,5	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3
5,87	Transportation services	0,9	1,0	0,1	1,0	1,4	1,5	0,9	-0,5	-0,5	0,4	0,8	1,2	0,4	0,1	0,5	1,8	-0,8
6,47	Medical care services	0,2	0,5	0,5	0,7	-0,1	0,6	0,4	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,6	0,3	0,3	0,2	0	0,3



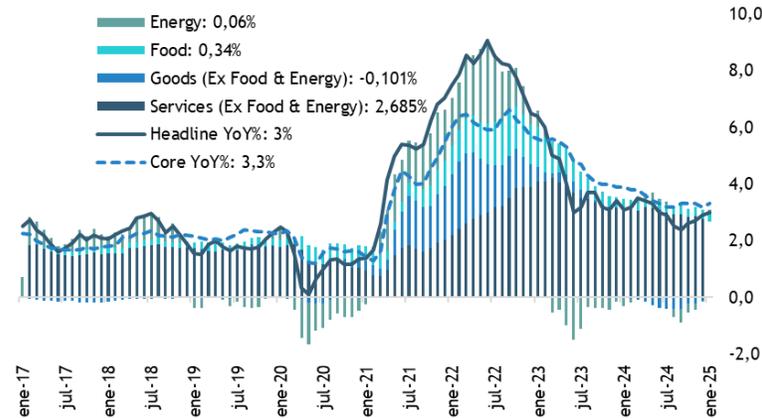
Outlook 2T25: Inflación

En la práctica el progreso adicional de la inflación al 2,0%, ha sido escaso en los últimos meses

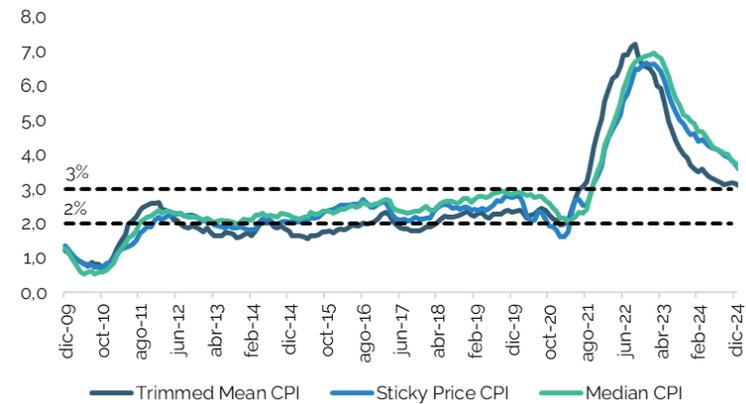
Los servicios, donde los salarios tienden a ser un impulsor particularmente fuerte de los precios, siguen siendo problemáticos.

Las diversas medidas estadísticas especializadas elaboradas por diferentes equipos de economistas dentro de la Fed confirman que la inflación se mantiene por encima del 3% (la parte superior del rango objetivo de la Fed) y ya no está disminuyendo claramente.

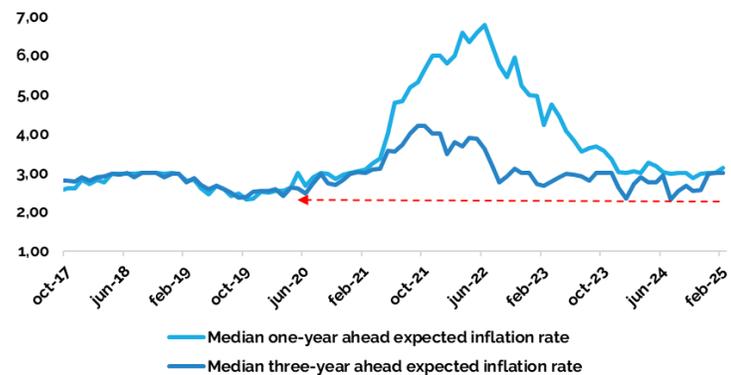
La inflación sigue tratándose aun de los servicios



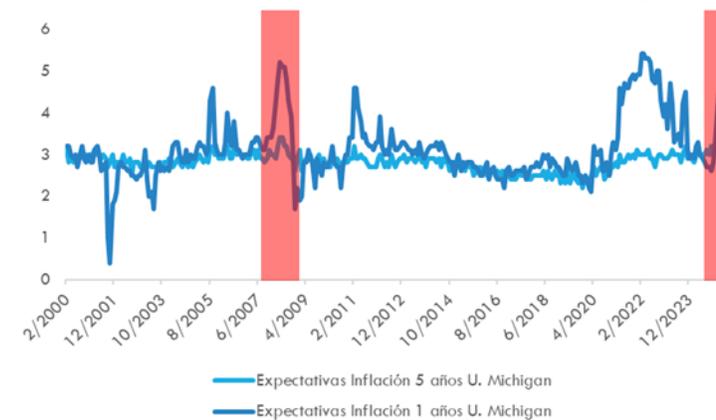
Statistically Sticky



Expectativas de inflación FED NY



Expectativas de inflación de la FED de Michigan

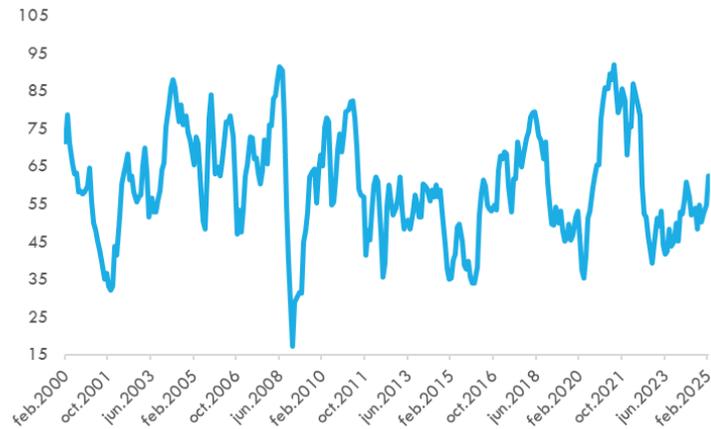


Outlook 2025 - Inflación

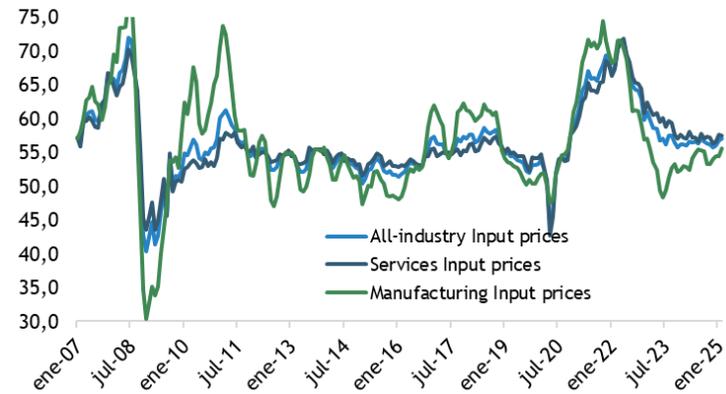
En la práctica el progreso adicional de la inflación al 2,0%, ha sido escaso en los últimos meses

Los efectos de los aranceles se comienzan a sentir en las encuestas de inflación, mostrando un repunte desde fines del año pasado, en especial en manufactura, la cual se vería más afectada ante políticas comerciales más agresivas.

ISM manufacturing Price index



PMI JPM Input de precios



ISM service Price Index

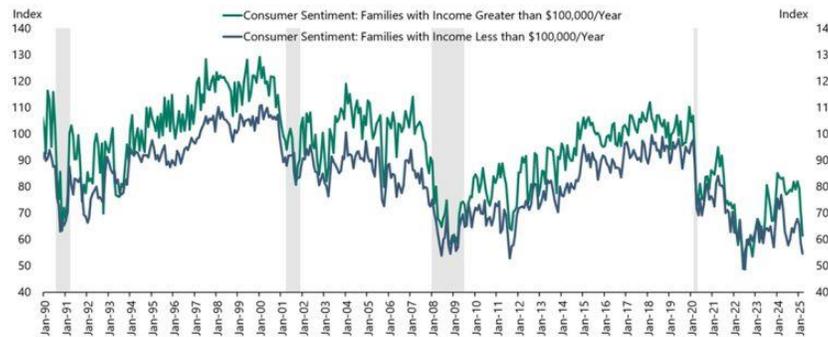


Outlook 2T25: Confianza e incertidumbre

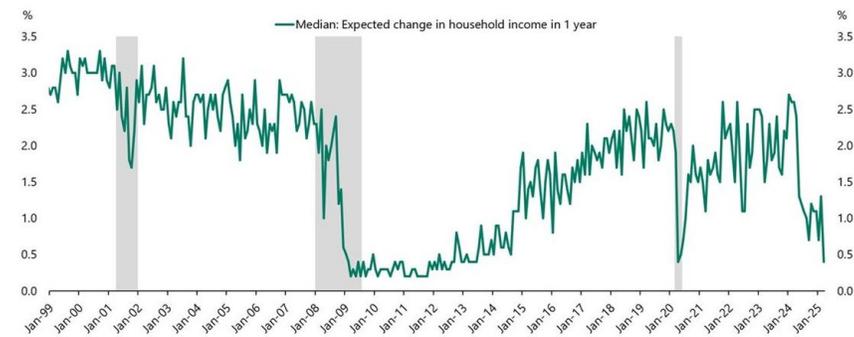
La confianza del consumidor se está deteriorando a un ritmo preocupante

- La confianza del consumidor está disminuyendo rápidamente, tanto para los hogares que ganan más de 100.000 dólares como para los que ganan menos de 100.000 dólares. La preocupación de los consumidores por perder su empleo se sitúa en niveles que normalmente se observan durante las recesiones. Un porcentaje récord de consumidores piensa que las condiciones empresariales están empeorando. Las expectativas de ingresos de los hogares están disminuyendo y la **incertidumbre política a niveles de recesión, todo esto asociado a con la política arancelaria.**

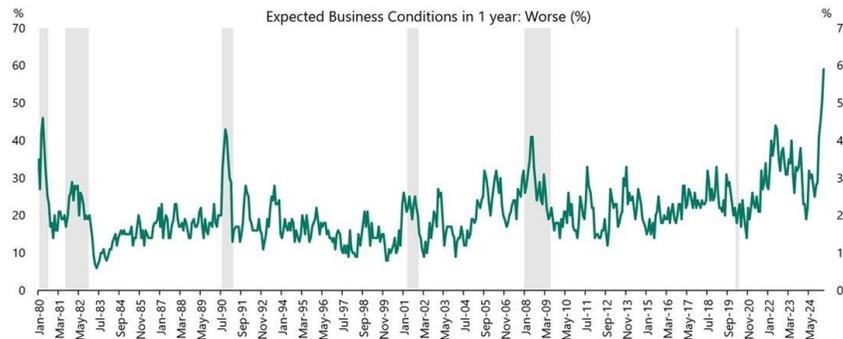
La confianza del consumidor está disminuyendo en todos los grupos de ingresos



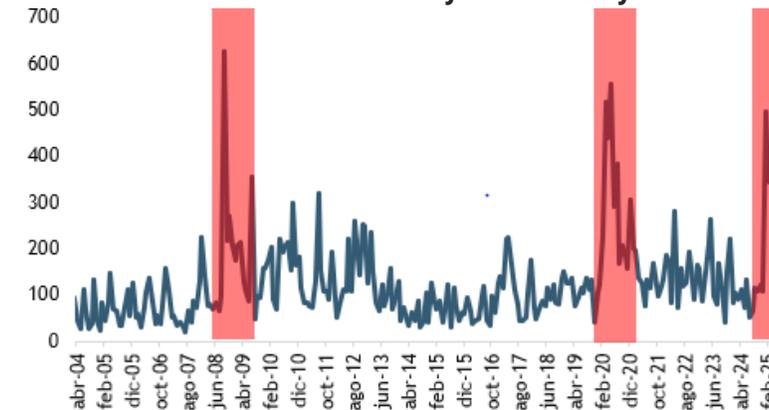
Disminución significativa de las expectativas de ingresos de los hogares



Récord: un alto porcentaje de consumidores cree que las condiciones de negocios están empeorando



US Economic Policy Uncertainty



Outlook 2T25: Riesgos de Recesión acotados

U.S.: Riesgos de Recesión

JPM Probabilidades de recesión a un año

Probabilities of US recession within 1 year from economic indicators

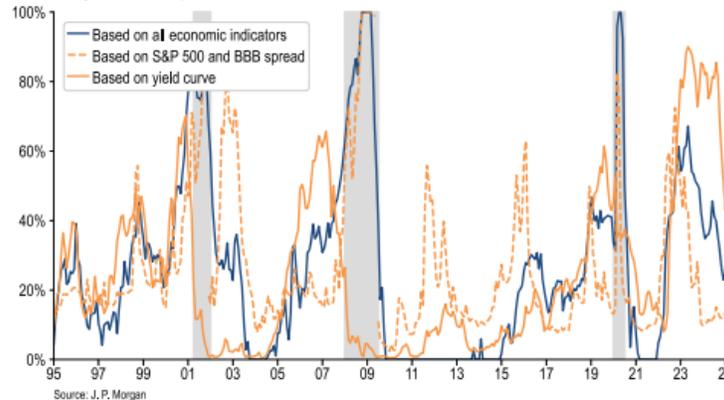
Indicator(s)	Current level	Implied 1-year recession probability	Level at 50% recession probability
Historical average unconditional probability		17%	
Consumer sentiment	48.3	60%	50.2
Nonmanufacturing sentiment	56.5	11%	46.5
Manufacturing sentiment	53.9	11%	39.6
Residential building permits	1488.0	24%	1319.0
Auto sales	16.0	25%	13.5
Payrolls	200.0	24%	-71.0
Unemployment rate	4.1	55%	4.0
Initial claims	220.2	25%	235.3
Senior loan officer opinion survey	8.2	20%	23.3
All near-term economic indicators above		30%	
Background risk indicators		36%	
All economic indicators		35%	

Probabilities of US recession within 1 year from financial indicators

Indicator(s)	Current level	Implied 1-year recession probability	Level at 35% recession probability
S&P 500 drawdown from peak (%)	-6.6	30%	-9.1
A/BBB bond spread (bp)	120.6	25%	158.4
Yield curve (10yr minus 3mo, bp)	-2.0	52%	57.0
S&P and spread together		28%	
S&P, spread, and yield curve		52%	
All financial and near-term economic		40%	
All financial and all economic		41%	

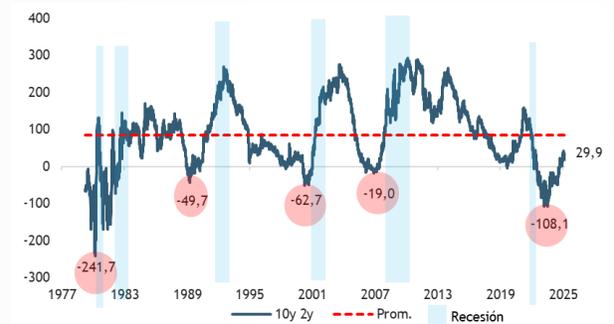
Source: J.P. Morgan. S&P 500 is drawdown from the peak monthly average. Bond spread enters model as deviation from two-year average.

One-year recession probabilities since 1995



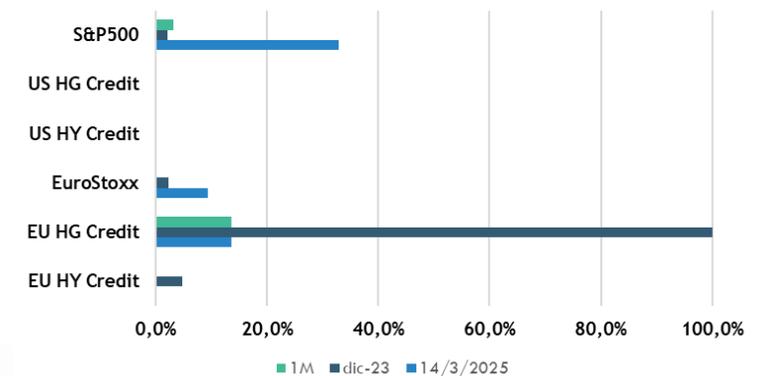
Source: J. P. Morgan

US Pendiente de la Curva de rendimiento



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

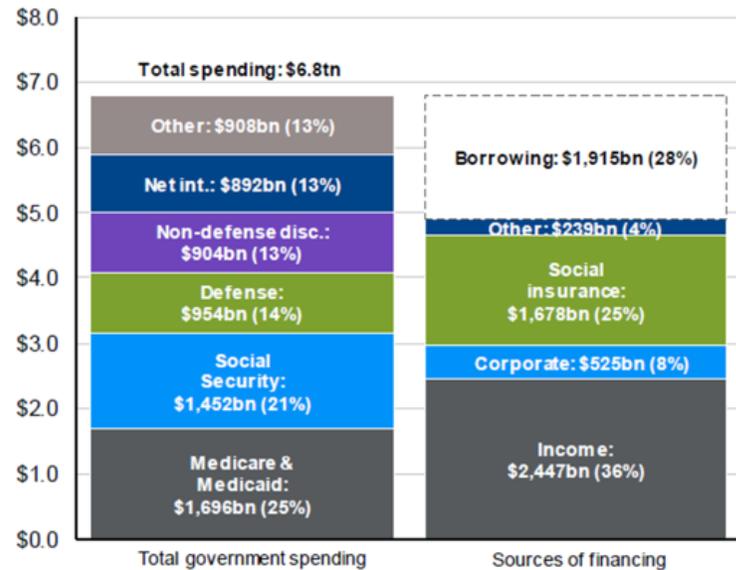
Probabilidad de Recesión según distintos mercados



Outlook 2T25: Panorama fiscal

The 2024 federal budget

USD trillions



CBO's Baseline economic assumptions

	2024	'25-'26	'27-'28	'29-'34
Real GDP growth	2.9%	2.0%	1.7%	1.8%
10-year Treasury	4.5%	4.0%	3.6%	4.0%
Headline inflation (CPI)	3.2%	2.4%	2.2%	2.2%
Unemployment	3.8%	4.0%	4.3%	4.5%

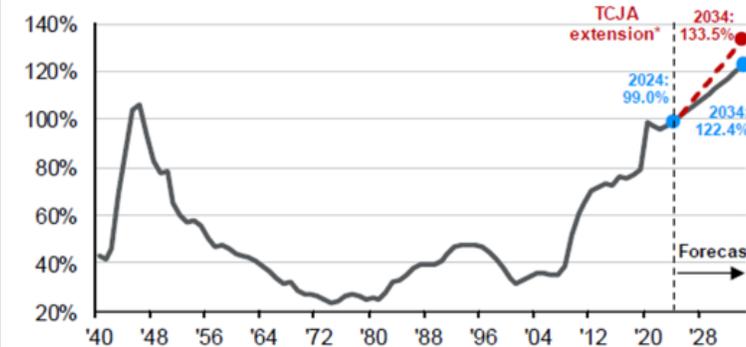
Federal deficit and net interest outlays

% of GDP, 1973-2034, CBO Baseline Forecast



Federal net debt (accumulated deficits)

% of GDP, 1940-2034, CBO Baseline Forecast, end of fiscal year



How Can the US Stabilize Debt-to-Income in the Next 10 Years?

Central Government Debt Today (%GDP)	99%
Central Government Debt Today (%Revenue)	576%
Proj. Debt in 2034 (%GDP, CBO)	122%
Proj. Debt in 2034 (%Revenue, CBO)	679%
Proj. Nominal Growth Rate (CBO)	3.8%
Proj. Real Growth	1.8%
Proj. Inflation	2.0%
Proj. Effective Nom. Interest Rates (CBO)	3.4%
Current Interest Rate (Avg 3m and 10yr)	4.5%

If Lower Interest Rates Was the Only Lever...

Interest Rate Required To Stabilize Debt	1.0%
Change in Interest Rates vs. Current Interest Rate	-3.5%
Change in Interest Rates vs. CBO's Projected Avg Interest Rate	-2.4%

If Higher Inflation Was the Only Lever...

Required Inflation Rate to Stabilize Debt	4.5%
Change in Inflation Required (vs. Current Proj. Inflation)	2.5%

If Cutting Expenses Was the Only Lever...

% Spending Cut Required to Stabilize Debt	12%
% of Discretionary Spending	47%

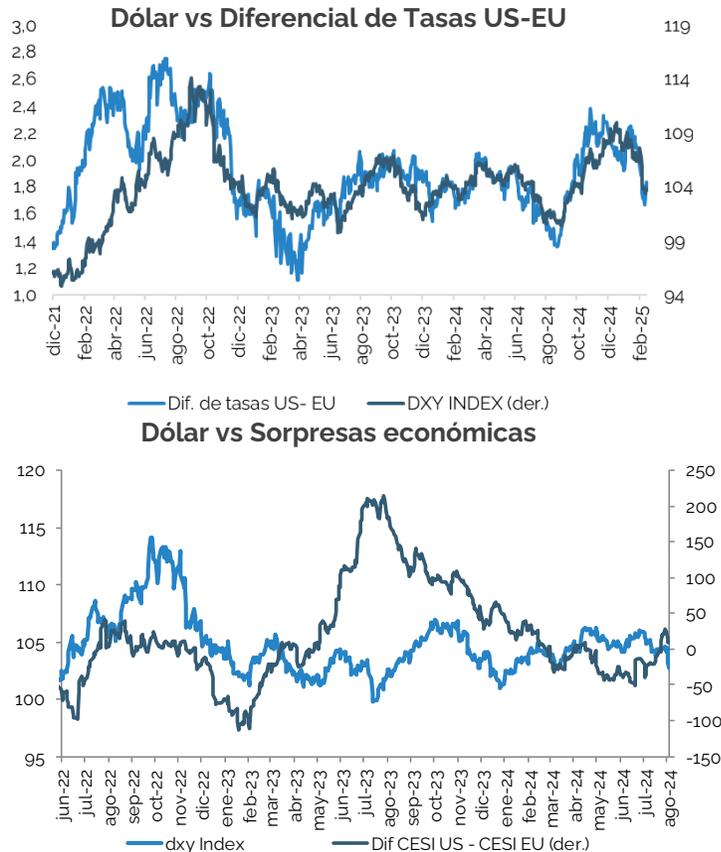
If Raising Tax Revenue Was the Only Lever...

% Revenue Increase Required to Stabilize Debt	11%
---	-----

Outlook 2T25: Dólar

Las ramificaciones de una mayor moderación en EE. UU. para el mercado de divisas son cruciales. Sería bajista para el dólar

La fortaleza del dólar en la era posterior a la COVID se ha basado en el excepcionalismo estadounidense en varias dimensiones: rendimiento superior del crecimiento relativo, brechas de productividad relativas y también rendimiento superior relativo de las acciones. La ventaja relativa de las tasas de interés ha sido otra fuente de apoyo y, sin duda, sin una recesión, este apoyo de las tasas de interés no desaparecerá y la debilidad del dólar podría ser superficial. **Pero con el excepcionalismo de las acciones estadounidenses ya menguando y ahora las perspectivas de suavización en los datos estadounidenses, la posibilidad de una mayor flexibilización de la Fed se está descontando cada vez más en los mercados y provocando que el dólar se pueda seguir debilitando**



Renta Fija

Outlook 2T25: Política Monetaria

La Fed mantiene estables las tasas, prevé un crecimiento más lento y una inflación más alta

Los funcionarios de la Reserva Federal mantuvieron en marzo estable su tasa de interés de referencia por segunda reunión consecutiva en un rango de 4,25% al 4,5% , atrapados entre crecientes preocupaciones de que la economía se está desacelerando y la inflación podría permanecer obstinadamente alta. El presidente Powell reconoció el alto grado de incertidumbre, asociado a la política arancelaria del gobierno de Trump, pero reiteró que el banco central no tiene prisa por ajustar los costos de endeudamiento. Añadió que las autoridades pueden esperar a tener mayor claridad sobre el impacto de dichas políticas en la economía antes de actuar.

Las autoridades elevaron la estimación mediana de la llamada inflación subyacente, al final de este año del 2,5% al 2,8%. Su perspectiva de crecimiento económico para 2025 se redujo del 2,1% al 1,7% y aumentaron su estimación de desempleo al 4,4% para finales de este año, desde el 4,3% que vieron en diciembre.

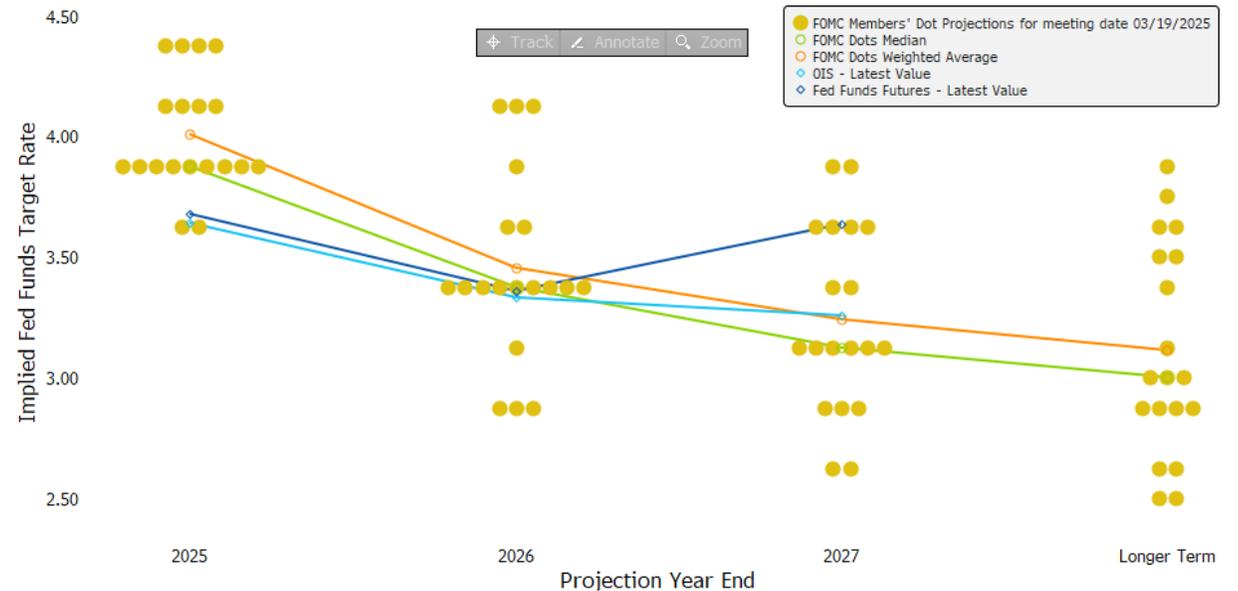
Respecto a las tasas de interés siguen viendo 2 bajas adicionales para este año

Summary of Economic Projections

Percent

Variable	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP				
FOMC March 25 SEP	1,7	1,8	1,8	1,8
FOMC December 24 SEP	2,1	2,0	1,9	1,8
Difference	-0,4	-0,2	-0,1	
Unemployment rate				
FOMC March 25 SEP	4,4	4,3	4,3	4,2
FOMC December 24 SEP	4,3	4,3	4,3	4,2
Difference	0,1	0,0	0,0	
PCE inflation				
FOMC March 25 SEP	2,7	2,2	2,0	2,0
FOMC December 24 SEP	2,5	2,1	2,0	2,0
Difference	0,2	0,1	0,0	
Core PCE inflation				
FOMC March 25 SEP	2,8	2,2	2,0	
FOMC December 24 SEP	2,5	2,2	2,0	
Difference	0,3	0,0	0,0	
Federal funds rate				
FOMC March 25 SEP	3,9	3,4	3,1	3,0
FOMC December 24 SEP	3,9	3,4	3,1	3,0
Difference	0,0	0,0	0,0	

Dot Plot



Outlook 2T25: Escenarios económicos y tasas de interés

Aislado un escenario de Hard Landing (Recesión), la probabilidad que las tasas a 10 años se encuentren en un rango superior al 4% es alta.

Proyecciones de tasas 2025

End of 2025 Outcomes	Economic Outcome	Fed Funds	2y Yield	10y Yield
Hard Landing	Neg. Real GDP, Slower Inflation, Urate 5%	1,875%	2,25%	3,20%
Stagflation	~0% real GDP, ~3% inflation, Urate 5%	2,875%	3,00%	4,00%
Soft Landing	2% real GDP, 2% inflation, Urate ~4.4%	2,875%	3,30%	3,75%
Less Soft Landing	2-3% real GDP, 2.5% inflation, Urate <4.4%	3,875%	4,30%	4,50%
Reaccleration	2.5-3% real GDP, 3+% inflation, Urate <4%	5,375%	5,90%	6,00%
End of 2025 Forecast Bloomberg		3,00%	3,40%	4,00%

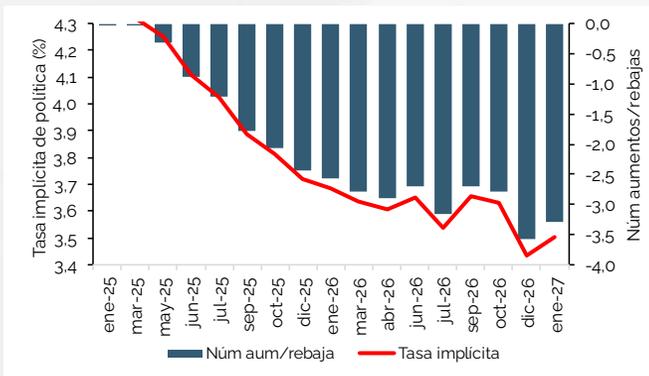
Outlook 2T25: Tasas Base y Expectativas

El mercado de tasas base en EE.UU comienza a incorporar los impactos de una economía algo más débil

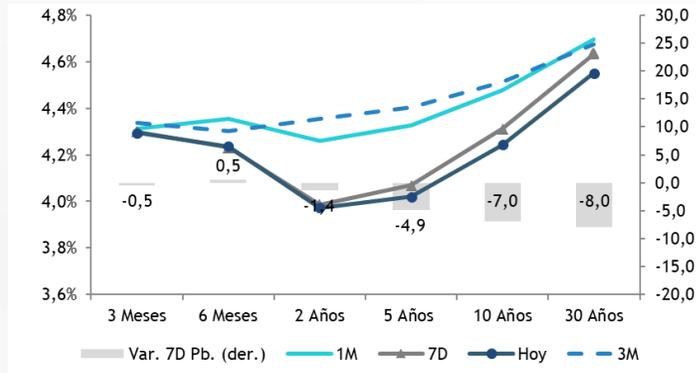
Los bonos soberanos de EE.UU muestran caídas en torno a 30 pb en promedio en toda la curva en los últimos 30 días, dada las sorpresas a la baja en los datos económicos. Mas allá de eso, creemos que en un escenario sin recesión (caso base), las tasas largas difícilmente puedan cotizar el resto del año por debajo del 4,0%.

Las expectativas de recortes de tasas de fondos federales implícitas en el mercado de bonos han vuelto a incorporar 3 recortes para este año, mientras que la FED proyecta 2 recortes. Una pendiente con la curva positiva tampoco da cuenta de mayores riesgos de recesión para este año.

Expectativa para la tasa de fondos federales



EstruCtura de tasas US



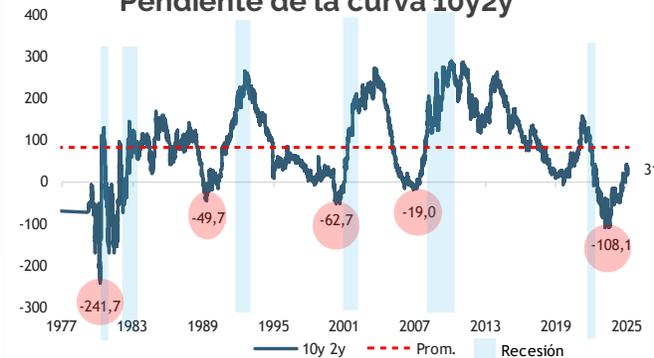
Prima por plazo treasury 10y



US Seguimiento Tasas Base

	3 Meses	6 Meses	2 Años	5 Años	10 Años	30 Años
Var 30D Pb.	↓ -3,6	↓ -11,3	↓ -33,4	↓ -37,5	↓ -30,1	↓ -20,5
Var 90D Pb.	↓ -2,8	↓ -6,6	↓ -22,4	↓ -15,7	↓ -7,7	↑ 2,5
Var 7D Pb.	↓ -0,8	↑ 1,0	↑ 2,2	↑ 0,7	↑ 1,9	↑ 2,9
Var 1D Pb.	↓ -0,4	↑ 2,2	↑ 6,4	↑ 6,3	↑ 5,2	↑ 3,8
Hoy	4,292%	4,248%	4,021%	4,093%	4,320%	4,627%
ayer	4,296%	4,226%	3,957%	4,030%	4,268%	4,589%
7D	4,299%	4,238%	4,000%	4,086%	4,301%	4,598%
1M	4,327%	4,361%	4,355%	4,468%	4,621%	4,832%
3M	4,320%	4,314%	4,245%	4,250%	4,397%	4,601%
12M	5,394%	5,316%	4,635%	4,199%	4,190%	4,340%

Pendiente de la curva 10y2y



Outlook 2T25: Renta Fija

Atractiva relación riesgo retorno en deuda investment grade US

Creemos que la renta fija está mejor posicionada para 2025, gracias a los rendimientos atractivos que ofrece la renta fija de alta calidad (*Investment Grade*), con valoraciones más favorable en comparación con la renta variable.

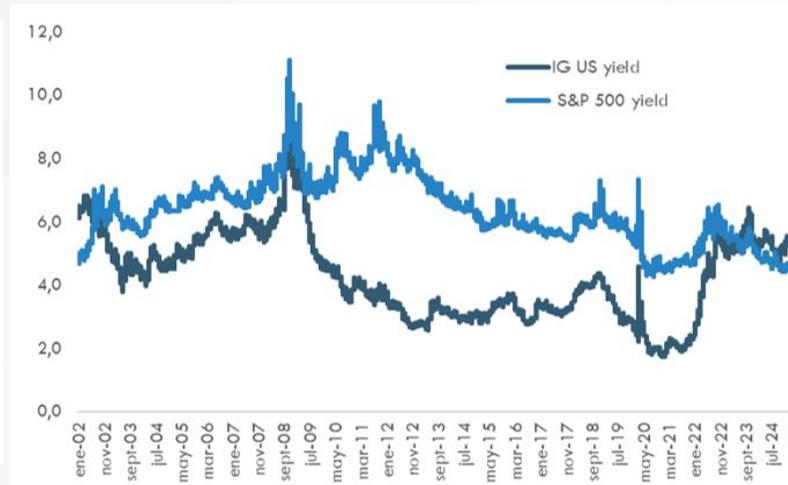
Los rendimientos de los bonos son atractivos en un contexto en que las valoraciones de la renta variable y los diferenciales de crédito no lo son, lo que le otorga a la renta *Investmet Grade* un punto de partida favorable.

Incluso con la posibilidad de una pausa más prolongada por parte de la Reserva Federal (FED) en los recortes de las tasas de interés, consideramos que las tasas de los bonos con vencimiento intermedio son atractivos en términos históricos.

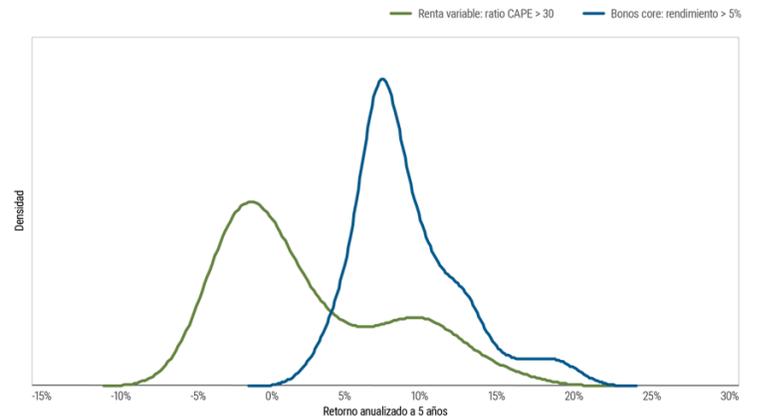
Yield US Corporate IG (%)



Yield US Corporate IG (%) vs Earning Yield S&P 500 (%)



Históricamente, los bonos con rendimientos actuales superaron a las acciones con valoraciones actuales

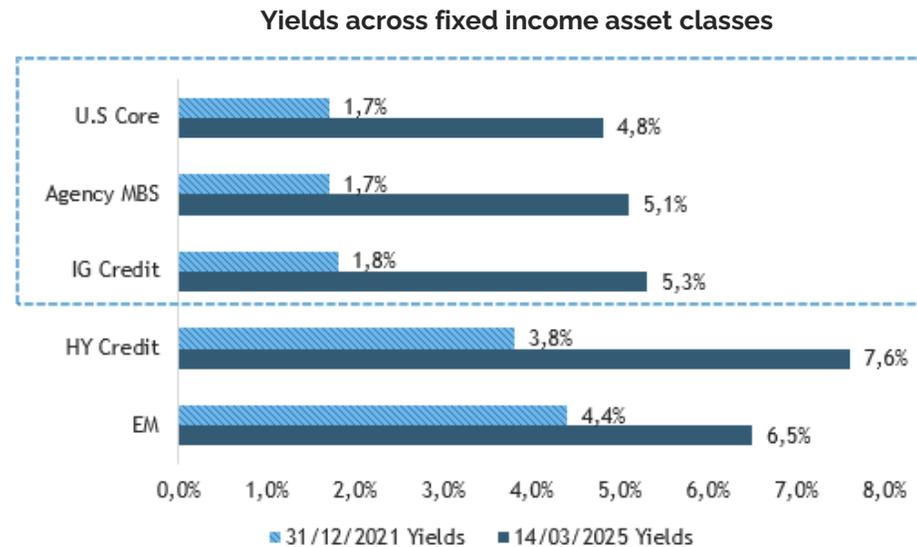
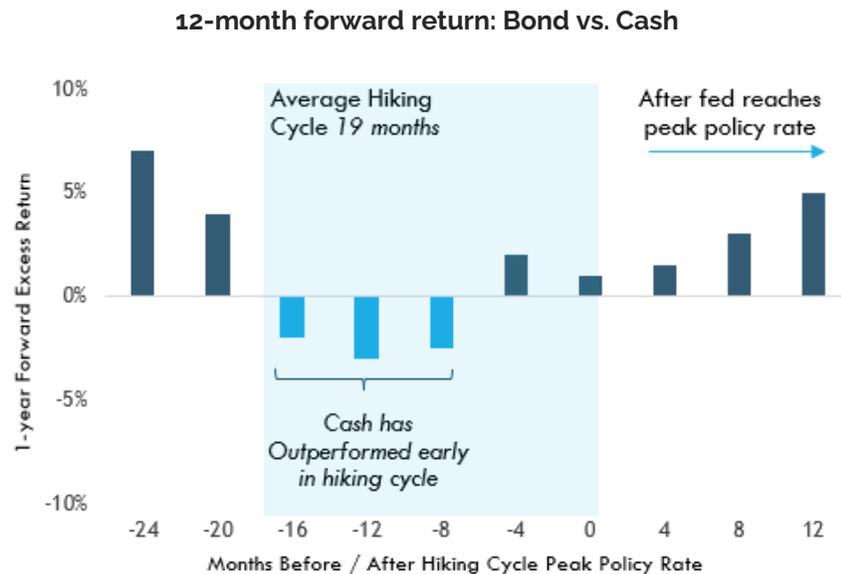


Outlook 2T25: Renta Fija

El nivel inicial de tasas de interés de la Renta Fija IG es atractivo en términos históricos

- **Oportunidades en renta fija:** rentabilidades atractivas y diversificación. El enfoque en mejorar la calidad debería permitir a los inversionistas construir carteras resilientes sin renunciar al potencial alcista.

Históricamente, la renta fija comienza a superar al efectivo antes de que la Reserva Federal alcance su tasa de interés máxima



Outlook 2T25: Renta Fija

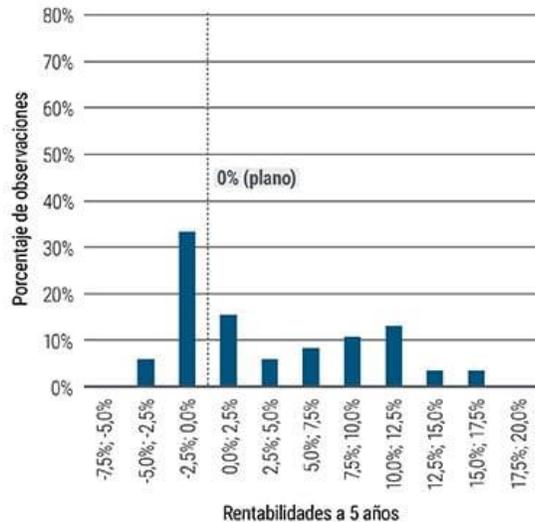
En nuestras Perspectivas de Asignación de Activos de 2025, los bonos emergen como una clase de activos destacada.

- La previsión macro favorece a la renta fija en la situación actual: históricamente, los treasuries estadounidenses y la renta fija en general han tendido a generar atractivas rentabilidades ajustadas al riesgo en un entorno "post peak", mientras que a la renta variable le ha costado más. Al analizar los rendimientos totales de tres años en efectivo (Bloomberg Short Treasury: 1-3 month), bonos del Tesoro (Bloomberg US Treasury index), bonos (Bloomberg Aggregate Bond Index) y bonos corporativos (Bloomberg US Corporate Bond Index) a partir del último aumento de tasas de interés de cada uno de los últimos seis ciclos completos de endurecimiento de tasas de interés de la Reserva Federal de EE. UU. desde 1980**, muestra que los rendimientos de todas las estrategias de bonos fueron aproximadamente un poco más del doble de los rendimientos en efectivo.
- Las valoraciones y los niveles actuales podrían favorecer decididamente a la renta fija: Aunque no son un indicador perfecto, los niveles de partida de los rendimientos de los bonos o de los múltiplos de renta variable nos dan pistas sobre las rentabilidades futuras. Los gráficos a continuación muestran que, en promedio, los niveles de rendimiento que ofrece actualmente la renta fija de alta calidad han venido seguidos de rentabilidades superiores a largo plazo (típicamente, un atractivo 5%–7,5% en los cinco años posteriores), mientras que el nivel actual del ratio CAPE (precio-beneficio ajustado al ciclo) suele asociarse a un peor comportamiento relativo de la renta variable a largo plazo. Además, históricamente, la renta fija ha proporcionado estos niveles de rentabilidad de forma más consistente que la renta variable, como refleja una distribución más estrecha (más "normal") de las rentabilidades. Es una proposición convincente a favor de la renta fija.

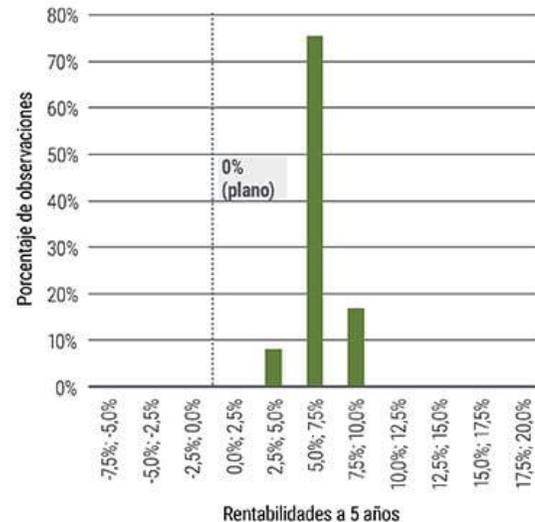
De cara al futuro, los niveles de partida favorecen a la renta fija frente a la renta variable

Distribución histórica de rendimientos futuros por clase de activos para condiciones similares a las actuales.

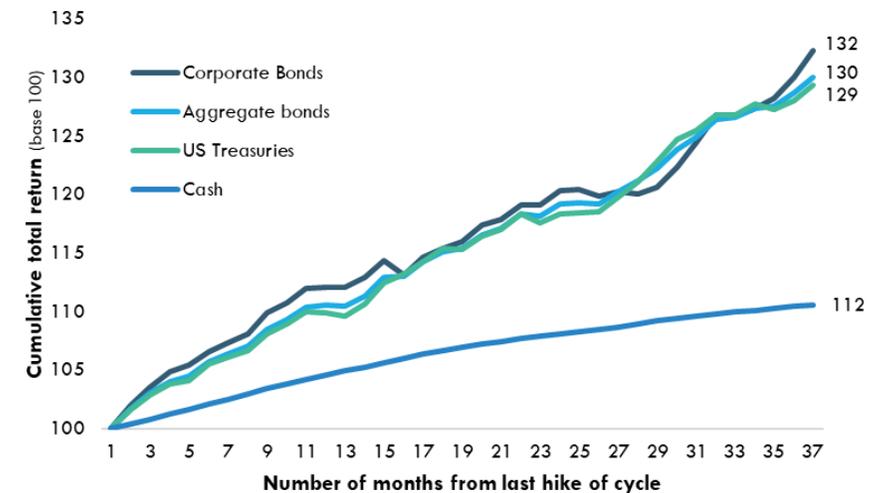
Renta variable estadounidense: CAPE inicial superior a 28



Renta fija estadounidense de alta calidad: rentabilidad inicial de 5%–7%



Rentabilidad acumulada de tres años después del último aumento de tasas, para los índices agregados, corporativos, treasuries y de efectivo



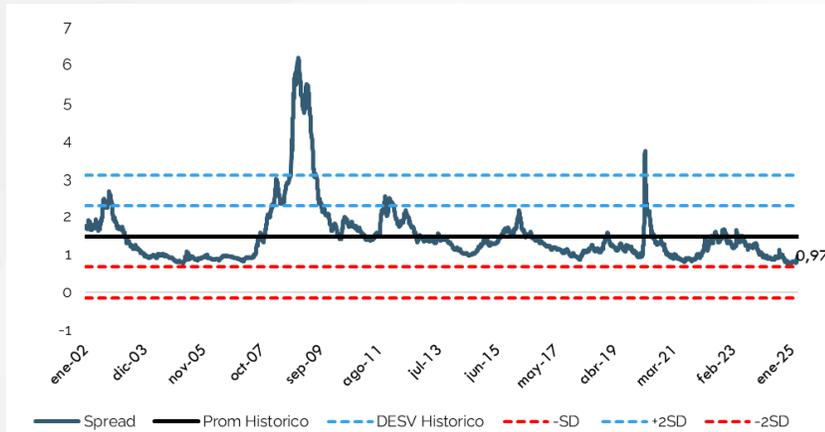
Fuentes: Bloomberg, Barclays (datos de enero de 1976 a septiembre de 2023), cálculos de PIMCO. Definimos "condiciones similares a las actuales" como un ratio precio/ajustado al ciclo (CAPE) mayor o igual a 28 para el S&P 500 y una rentabilidad mínima (yield-to-worst) del 5%–7% para el Bloomberg U.S. Aggregate.

Outlook 2T25: Renta Fija

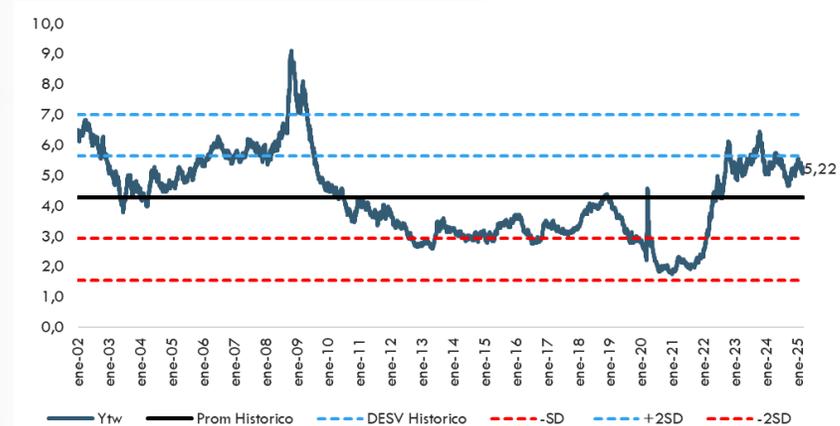
Spreads ajustados, pero devengos atractivos en términos históricos

Esperamos retornos entre USD + 5% – USD +6,% en deuda IG US de cara a 2025

Spread US Corporate IG



Yield US Corporate IG



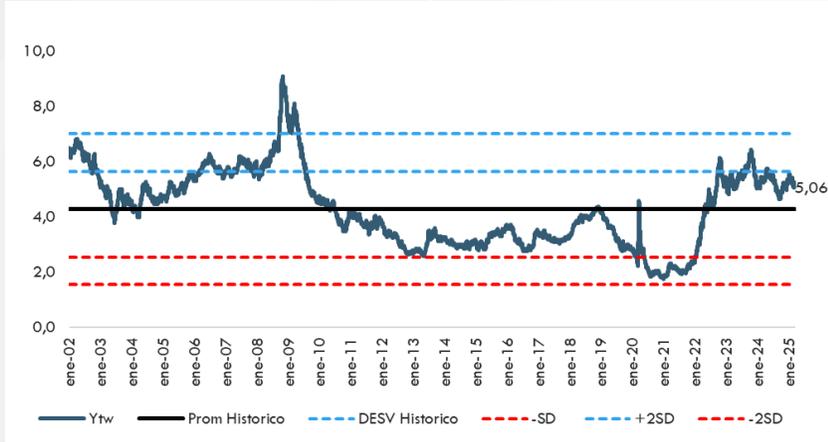
		Rates (bps)										
		Lower					Higher					
		-100 bps	-75 bps	-50 bps	-25 bps	--	+25 bps	+50 bps	+75 bps	+100 bps		
		3,33%	3,58%	3,83%	4,08%	4,33%	4,58%	4,83%	5,08%	5,33%	Traditional Risk-On	
Tighter	-75 bps	22	16,60%	14,87%	13,14%	11,41%	9,69%	7,96%	6,24%	4,51%	2,79%	
	-50 bps	47	14,87%	13,14%	11,41%	9,69%	7,96%	6,24%	4,51%	2,79%	1,06%	
	-25 bps	72	13,14%	11,41%	9,69%	7,96%	6,24%	4,51%	2,79%	1,06%	-0,66%	
	--	97	11,41%	9,69%	7,96%	6,24%	5,20%	2,79%	1,06%	-0,66%	-2,38%	
	+25 bps	122	9,69%	7,96%	6,24%	4,51%	2,79%	1,06%	-0,66%	-2,38%	-4,11%	
	+50 bps	147	7,96%	6,24%	4,51%	2,79%	1,06%	-0,66%	-2,38%	-4,11%	-5,83%	
	+75 bps	172	6,24%	4,51%	2,79%	1,06%	-0,66%	-2,38%	-4,11%	-5,83%	-7,55%	
Wider	+153 bps	250	0,85%	-0,87%	-2,59%	-4,31%	-6,03%	-7,76%	-9,48%	-11,20%	-12,92%	
			Prom. Recesión									
			Traditional Risk-Off								Quantitative Tightening / Fear of the FED	

Outlook 2T25: Renta Fija

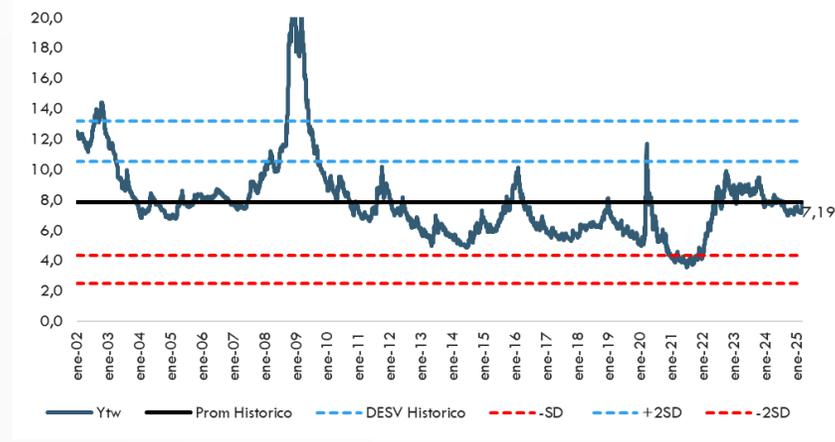
¿Hacia donde nos dirigimos?

Reversión a la media, sin recesión

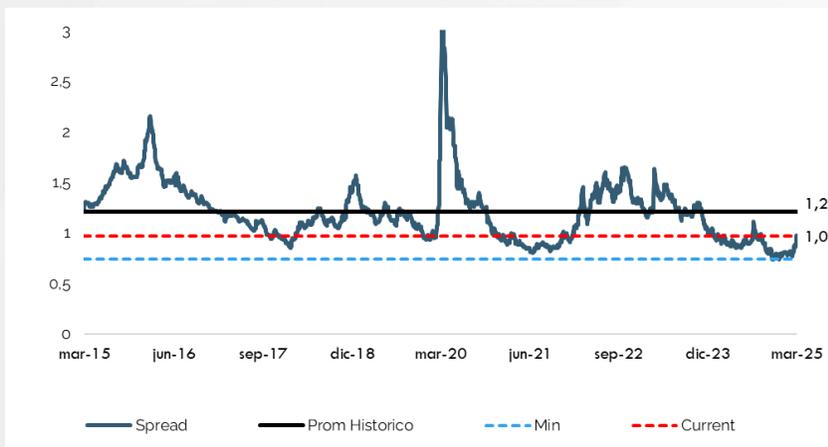
Yield US Corporate IG



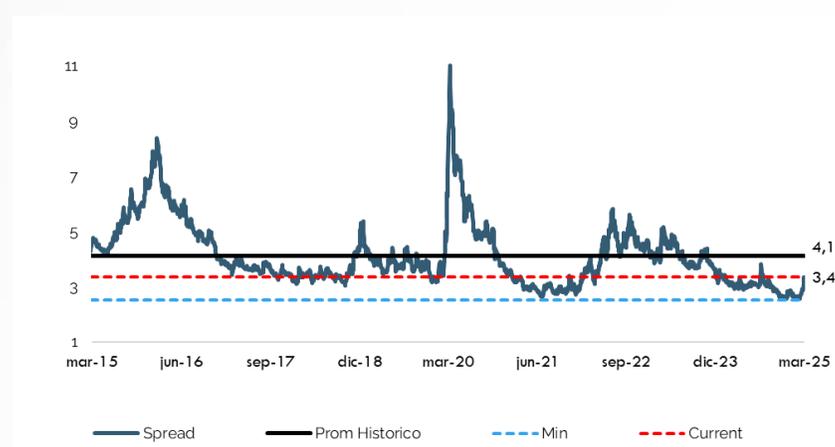
Yield US Corporate HY



Spread US Corporate IG



Spread US Corporate HY



Outlook 2T25: Renta Fija

Oportunidades en Renta Fija Internacional: Bonos Bancarios

Entorno macroeconómico favorable

- La economía estadounidense llega a 2025 con un gran impulso, marcado por un crecimiento sostenido, **una curva de rendimiento normalizada y una mejora de los fundamentos del sector bancario. La disminución de las pérdidas no realizadas en las carteras de valores ha fortalecido los balances bancarios, mientras que los sólidos índices de suficiencia de capital refuerzan su resiliencia.** Estos factores se han traducido en una mayor rentabilidad, estableciendo una base sólida para que el sector bancario prospere en los mercados crediticios.
- La mejora en las utilidades del sector bancario, derivadas de márgenes de interés netos más elevados y una disminución de los gastos por provisiones, ha fortalecido las posiciones financieras de todo el sector.** En comparación con otras industrias, los bancos han mantenido ratios de apalancamiento relativamente conservadores y bases de activos de mayor calidad. Los diferenciales de crédito IG se redujeron significativamente en 2024, a medida que crecía la confianza en el sector, impulsada por unos balances sólidos y unas tendencias macroeconómicas favorables. **Consideramos que esta compresión de los diferenciales de crédito beneficiará especialmente al sector financiero en 2025.**

Oportunidades en renta fija bancaria EE. UU.

- El sector **Financials** es uno de los más atractivos dentro del crédito corporativo en EE. UU., ya que ofrece **17,2 pb de spread por cada año de duración**, superior al promedio de **13 pb** de todos los sectores, lo que implica una mejor compensación por el riesgo asumido. Además, presenta **95 pb de yield por cada año de duración**, significativamente más alto que el promedio de **73 pb** del resto de los sectores. Además **de estos atributos favorables, su spread es similar al índice corporativo y a otros sectores, pero con un mejor rating promedio (A/A- vs. A-/BBB+) y una menor duración (5,46 vs. 7 años), lo que lo posiciona como una opción defensiva sin sacrificar retorno.**

Ticker	Sector	YTD Return %	12M Return %	Option Adjusted Spread	YTW	Mod. Duration	Spread ponderado por duración	YTW ponderada por duración	Sector Weight	S&P
I00353	Basic	1,90	4,74	1,03	5,35	7,85	13,1	68,1	3,19	BBB+/BBB
I00358	Capital Goods	1,78	4,82	0,85	5,10	7,00	12,1	72,9	5,12	A-/BBB+
I00711	Communications	1,90	4,43	1,11	5,46	8,66	12,9	63,0	9,20	BBB+/BBB
I00367	Consumer Cyclical	1,55	4,56	0,90	5,11	6,27	14,3	81,5	7,11	A-/BBB+
I00379	Consumer Noncyclical	2,14	3,91	0,84	5,16	8,09	10,4	63,8	16,50	A-/BBB+
I00388	Energy	1,66	4,14	1,10	5,43	7,88	13,9	68,9	9,12	A-/BBB+
I00394	Technology	1,66	3,78	0,79	5,06	7,35	10,8	68,8	7,81	A/A-
I00395	Transportation	1,54	2,91	0,91	5,30	9,49	9,6	55,8	2,44	A-/BBB+
I00399	Other Industrial	2,11	0,93	0,77	5,25	12,05	6,4	43,6	0,34	AA-/A+
LUAFASTAT	Financial Institutions	1,83	5,75	0,94	5,16	5,46	17,3	94,6	32,14	A/A-
LUAUSTAT	Utility	1,40	4,37	1,03	5,42	8,45	12,2	64,1	7,03	A-/BBB+
LUAISTAT	Industrial	1,83	4,13	0,92	5,26	7,75	11,9	67,9	67,52	A-/BBB+
LUACSTAT	Corporate	1,79	4,69	0,94	5,20	7,06	13,3	73,7	100,00	A-/BBB+

Outlook 2T25: Renta Fija

Oportunidades en Renta Fija Internacional: Bonos Bancarios

Oportunidades en renta fija bancaria USD Chile

En el caso de los bancos locales, han experimentado varios años de buenos resultados y altas rentabilidades, impulsados por un mayor margen de interés, además de estar bien capitalizados.

- Al cierre de 2024 los CET1 (Common Equity Tier 1) de BCI, BancoEstado, Banco de Chile y Santander fueron de 11.0%, 11.9%, 14.37% y 11%, respectivamente.
- Los niveles de rentabilidad (ROE) se mantendrán altos dada la mayor persistencia de la inflación. Banco de Chile: 22.5%; BCI: 12.2%; BancoEstado: 16%; Santander: 19.8%.
- Por otra parte, los NPLs (*Non Performing Loans*) parecen estar en niveles bien controlados en las grandes instituciones financieras —Banco de Chile: 1.4%; BCI: 2.2%; BancoEstado: 4.2%; Santander: 3.1%—, **lo que sugiere que los riesgos de morosidad están acotados.**

En particular, las emisiones en dólares en el contexto de requerimientos de Basilea III, (BCICI 8.75 PERP (BB+) y BANCO 7.95 PERP (BBB-), ofrece atractivas rentabilidades ajustadas por riesgo.

Si bien la emisión de BCI es "High Yield", tanto BCI como BancoEstado son emisores *Investment Grade* y la condición de perpetuo de estas emisiones (con call a 2029) hace que los bonos transen a tasas relativamente altas en comparación con sus pares.

Una combinación de bonos bancarios CL y US ofrece una atractiva relación riesgo retorno, rating IG, YTM en promedio del 6,10% (185 pb de *spread*).

ISIN	Nombre	Rank	Cupón	YTW	Sector	Calificación	Rating	Región	Precio	Desempeño YTD	Vencimiento	Next Call Date	Duración	G-Spread actual pb	Tier 1 Capital Ratio %	ROE
US80282KBJ43	Santander Holdings USA	Sr Unsecured	6,174%	5,48%	Banks	BBB+	IG	US	102,54	1,09%	09-01-2030	09-01-2029	3,4	140,30	14,40%	13,01
US46647PDF09	JPMorgan Chase & Co.	Sr Unsecured	4,565%	4,90%	Banks	A	IG	US	98,68	1,69%	14-06-2030	14-06-2029	3,8	88,20	15,70%	18,19
US61747YES00	Morgan Stanley	Subordinated	5,297%	5,72%	Banks	BBB+	IG	US	97,90	1,44%	20-04-2037	20-04-2032	5,8	107,60	17,90%	13,20
US05890PAC05	BCI	Jr Subordinated	8,750%	7,06%	Banks	BB+	HY	CL	106,15	2,71%	Perpetuo	08/02/2029	3,5	292,67	11,67%	13,63
USP1027DHQ71	Banco Estado	Jr Subordinated	7,950%	6,71%	Banks	BBB-	IG	CL	104,74	2,86%	Perpetuo	05-02-2029	3,5	262,21	11,90%	15,68
USP09376DD69	Banco de Chile	Sr Unsecured	2,990%	5,43%	Banks	A	IG	CL	87,27	3,56%	09-12-2031	09-09-2031	5,9	102,02	14,37%	22,24
Desempeño			6,2%	6,09%			IG		99,79	2,2%			4,65	185,2	13,94%	15,65

Renta Variable

Outlook 2T25: Renta Variable

Punto de partida muy alto para el caso de EE.UU.

- ✓ Los resultados de empresas siguen al alza, con márgenes mas pequeños
- ✓ Como resultado, las expectativas de utilidades para los próximos 12 meses se han mantenido al alza

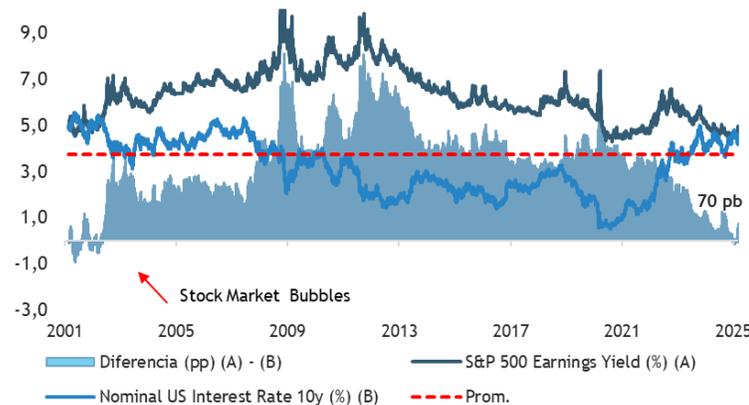
¿Qué esta pasando?

- ✓ Rotación a otros mercados mas baratos o rezagados | una de las razones de un dólar mas débil
- ✓ Estrategias Equal Weight han sido defensivas por ahora

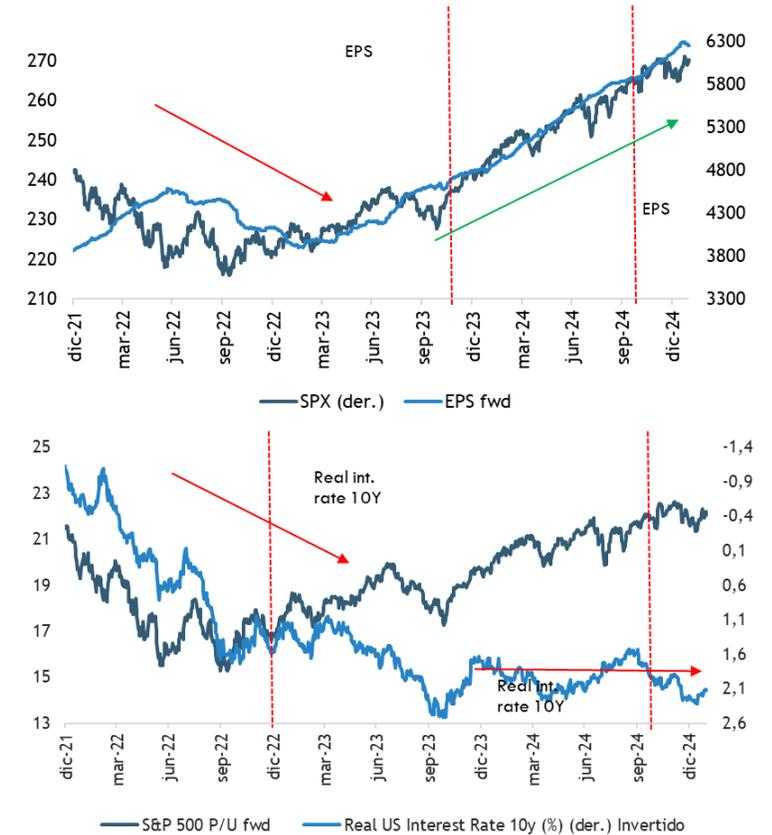
Múltiplo P/E fwd S&P 500



S&P 500 ERP



S&P 500 vs EPS y tasas de interés



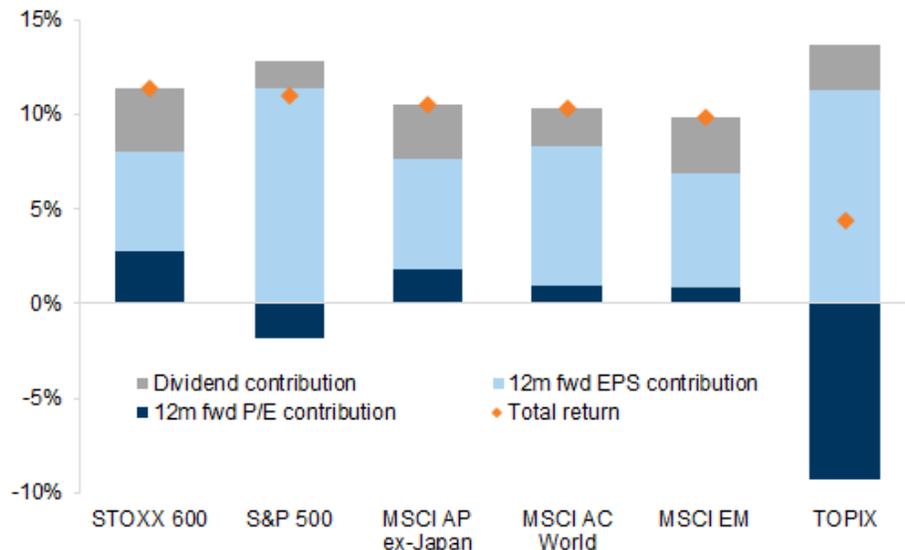
Outlook 2T25: Renta Variable

Recomendamos una exposición global más equilibrada. Las valorizaciones fuera de EE. UU también parecen más atractivas.

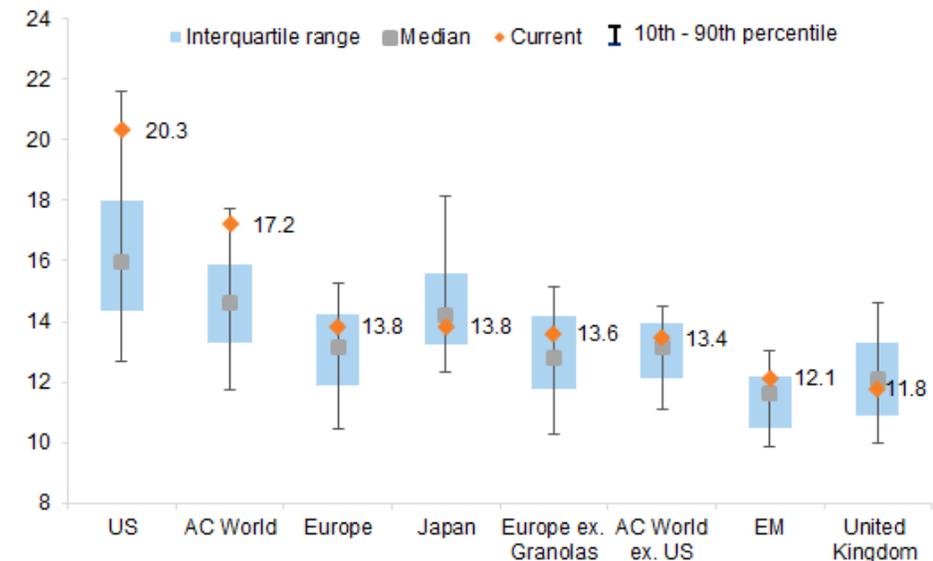
- Este espectacular rendimiento de la renta variable se ha debido, en parte, al crecimiento de las utilidades, **pero aproximadamente la mitad del rendimiento de las acciones a nivel mundial en 2024 se debe a la expansión de las valoraciones, impulsada por el creciente optimismo en torno a una inflación y tasas de interés más bajas.**
- **La expansión de los ratios precio-beneficio en el actual mercado alcista ha impulsado las valoraciones de las acciones (así como del crédito) a niveles históricamente altos, en particular en Estados Unidos.** Fuera de Estados Unidos, si bien las valoraciones absolutas son más bajas, las valoraciones han aumentado a lo largo de 2024
- Durante el 1T25 hemos visto cierta reversión de estas tendencias, con un EE.UU y mercados ex-US mostrando un desempeño superior. Hacia adelante los crecimientos de EPS tendrían un rol más protagónico en generación de retornos vs el aporte de múltiplos.

En los últimos 12 meses se observa una mayor contribución de los EPS en generación retornos de la renta variable global

Contribución del rendimiento de los índices globales en moneda local 12m



P/E fwd de 12 m, regiones MSCI; datos desde 2003

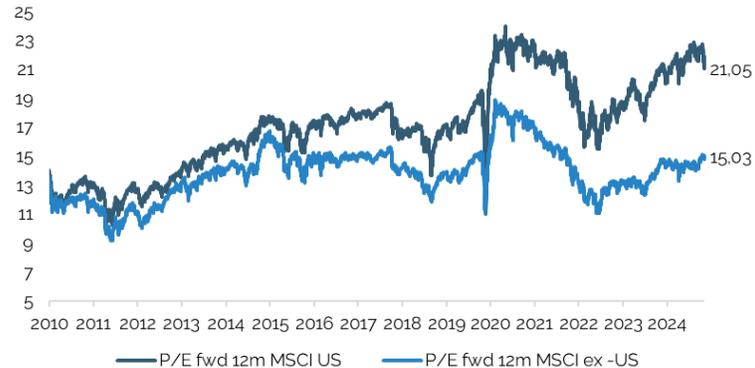


Outlook 2T25: Renta Variable

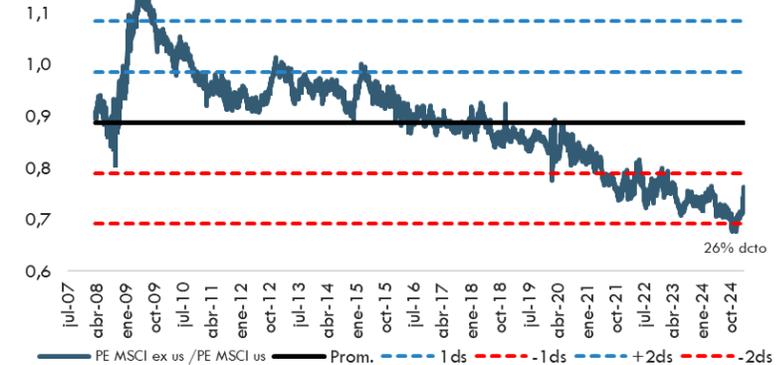
Las valorizaciones se mantienen más atractivas fuera de US, y crecimiento de utilidades del doble dígito

- En renta variable global, se estima un crecimiento de la utilidad por acción (EPS) a lo largo de este año del 11,1%.

Múltiplo P/E fwd US vs ExUS



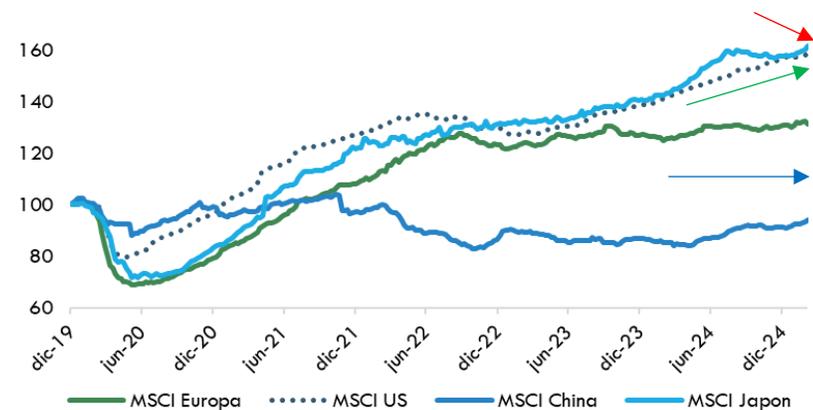
Múltiplo P/E fwd exUS vs US



Crecimiento de Ventas, Crecimiento de EPS y Márgenes Netos.

	Sales Growth (%)		EPS Growth (%)		Net Margin (%)	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
S&P 500	5.3	6.4	10.0	14.0	13.4	14.2
STOXX 600	2.9	4.1	7.8	11.0	10.3	10.9
TOPIX (FY basis)	3.1	3.2	9.4	8.8	6.8	7.2
MSCI AP ex Japan	8.7	8.4	10.2	12.4	11.8	12.2
MSCI EM	9.4	8.3	14.4	13.1	11.8	12.3
MSCI AC World	5.2	5.9	11.1	12.8	12.1	12.8
Energy	-1.1	2.3	7.1	12.3	8.3	8.9
Materials	2.3	4.0	16.4	13.7	8.9	9.7
Industrials	5.3	6.4	8.9	13.1	9.0	9.5
Cons. Discretionary	5.2	6.3	12.1	15.3	8.2	8.9
Cons. Staples	2.9	4.0	4.2	8.4	6.7	6.9
Health Care	6.8	6.3	16.3	11.0	10.0	10.4
Financials	4.8	5.6	6.0	10.6	20.4	21.1
IT	13.2	11.5	20.3	18.3	20.1	21.3
Communication Svs	6.3	6.5	14.2	12.9	16.7	17.5
Utilities	4.7	2.9	5.3	7.0	10.6	11.1
Real Estate	4.8	4.9	5.3	7.8	17.0	18.2

Analyst earnings estimates indexed to 2019



Outlook 2T25: Renta Variable

Revisiones de utilidades se mantienen en buena forma

- En los últimos 2 meses hemos visto mayores revisiones al alza en China y Emergentes

Revisión EPS 3M móviles

Geográfico BEST_EPS	19/1/2024	16/2/2024	15/3/2024	12/4/2024	10/5/2024	7/6/2024	5/7/2024	2/8/2024	30/8/2024	27/9/2024	25/10/2024	22/11/2024	20/12/2024
	abr-24	may-24	jun-24	jul-24	ago-24	ago-24	sep-24	oct-24	nov-24	dic-24	ene-25	feb-25	mar-25
Emergente	0,0%	1,1%	1,5%	3,8%	5,0%	6,4%	4,8%	1,2%	-1,9%	-2,5%	-2,1%	-0,5%	0,8%
Europa	-0,1%	1,2%	2,5%	2,9%	2,1%	1,4%	-0,1%	-0,9%	-0,3%	0,1%	1,2%	1,3%	0,8%
Latam	-2,0%	-1,7%	-3,2%	-5,0%	-3,5%	-2,9%	-6,5%	-9,7%	-8,6%	-4,3%	-2,5%	1,4%	3,1%
USA	3,3%	3,8%	3,3%	3,1%	3,0%	3,1%	3,0%	2,2%	2,5%	2,3%	3,4%	1,8%	1,7%
Japon	3,8%	4,5%	6,7%	6,7%	6,2%	3,8%	2,6%	-0,1%	-0,1%	-1,4%	-0,4%	0,3%	2,9%
Asía Emergente	0,0%	0,9%	1,9%	5,2%	6,7%	8,6%	6,5%	2,9%	-1,6%	-2,4%	-2,2%	-1,0%	0,3%
China	-2,0%	-1,9%	1,6%	2,9%	4,8%	4,6%	5,3%	4,1%	0,5%	-0,6%	-0,8%	1,6%	2,6%
China A	-3,7%	-4,7%	-4,2%	-1,3%	1,1%	0,5%	0,4%	0,9%	-1,8%	-2,1%	-3,3%	0,1%	0,9%

Revisión EPS 1M móviles

Geográfico BEST_EPS	15/3/2024	12/4/2024	10/5/2024	7/6/2024	5/7/2024	2/8/2024	30/8/2024	27/9/2024	25/10/2024	22/11/2024	20/12/2024	17/1/2025	14/2/2025
	12/4/2024	10/5/2024	7/6/2024	5/7/2024	2/8/2024	30/8/2024	27/9/2024	25/10/2024	22/11/2024	20/12/2024	17/1/2025	14/2/2025	14/3/2025
Emergente	-0,9%	1,3%	1,1%	1,4%	2,5%	2,4%	-0,1%	-1,0%	-0,7%	-0,8%	-0,6%	0,8%	0,6%
Europa	0,7%	0,9%	0,9%	1,1%	0,1%	0,3%	-0,4%	-0,7%	0,8%	0,0%	0,4%	0,8%	-0,4%
Latam	-1,4%	0,3%	-2,1%	-3,2%	1,9%	-1,5%	-6,8%	-1,6%	-0,3%	-2,5%	0,3%	3,7%	-0,8%
USA	1,2%	1,3%	0,9%	1,0%	1,1%	0,9%	0,9%	0,3%	1,2%	0,8%	1,4%	-0,4%	0,7%
Japon	1,7%	2,2%	2,6%	1,7%	1,8%	0,3%	0,5%	-0,9%	0,3%	-0,8%	0,1%	1,0%	1,8%
Asía Emergente	-1,0%	1,2%	1,7%	2,2%	2,7%	3,4%	0,2%	-0,8%	-1,1%	-0,6%	-0,6%	0,2%	0,7%
China	-0,7%	-0,5%	2,9%	0,6%	1,4%	2,7%	1,2%	0,2%	-0,9%	0,1%	0,0%	1,4%	1,1%
China A	-2,8%	-2,1%	0,7%	0,2%	0,3%	0,1%	0,1%	0,7%	-2,6%	-0,3%	-0,5%	0,9%	0,5%

Outlook 2T25: Renta Variable

El potencial de la estrategia S&P 500 Equal Weight

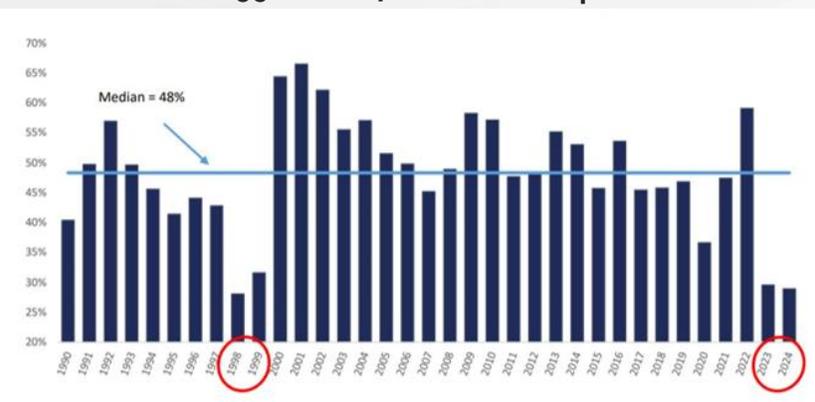
El mercado estadounidense ha estado dominado por un grupo selecto de gigantes tecnológicos, las **"Magnificent 7" (Mag 7)**, que representan aproximadamente un **tercio de la capitalización total** del S&P 500 y han explicado el **54% del rendimiento** del índice en 2024. Sin embargo, esta alta concentración ha generado riesgos importantes, ya que el desempeño del mercado depende en gran medida de estas empresas, lo que aumenta la posibilidad de una sobrevaloración y una corrección significativa en sus precios. En este contexto, se ha iniciado una **rotación** desde sectores de crecimiento, como tecnología, hacia sectores **value**, lo que contribuye a una mayor sustentabilidad del mercado y favorece a estrategias más diversificadas.

Una alternativa efectiva para mitigar estos riesgos y capturar el potencial de recuperación de los sectores más rezagados es la estrategia de **Equal Weight**, que asigna el mismo peso a cada acción dentro del índice, a diferencia del S&P 500 tradicional que pondera por capitalización de mercado. Actualmente, el **S&P 500 Equal Weighted (SPW) transa a ~17x P/U 12m fwd**, mientras que el **S&P 500 tradicional lo hace en ~22x**, lo que representa un **descuento del 22%**, haciendo que esta estrategia sea más atractiva en términos de valorización.

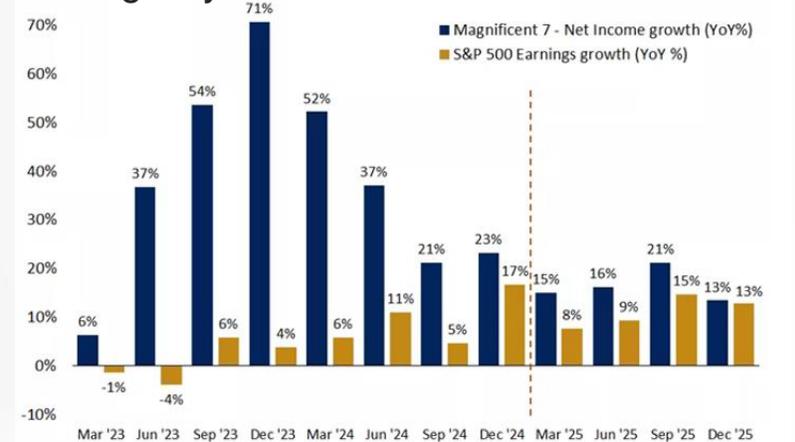
Históricamente, en periodos de **rotación de mercado** y expansión del liderazgo bursátil, el S&P 500 Equal Weighted ha superado al índice tradicional, como ocurrió en la recuperación post-2000 y en el ciclo de mercado 2021-2022. Este cambio se sustenta en la desaceleración del crecimiento de utilidades de las Mag 7, mientras que el resto del S&P 500 ha comenzado a mostrar una aceleración en sus resultados tras años de rezago. En el **4T24**, las Mag 7 crecieron sus utilidades en un **23%**, pero el resto del índice ha comenzado a recuperar dinamismo, con mejores expectativas de crecimiento del EPS en los próximos trimestres.

Dado este escenario, cambiar la exposición de EE.UU. desde una estrategia ponderada por market cap (SPY) hacia una de **Equal Weight (RSP)** ofrece varias ventajas: reduce la concentración en las Mag 7, mejora la diversificación sectorial, permite una exposición a empresas con valorizaciones más atractivas y, en caso de una reversión del mercado, limita significativamente el **drawdown** potencial. **En definitiva, el contexto actual de mercado favorece esta rotación, brindando una oportunidad táctica para capturar mejores retornos ajustados por riesgo.**

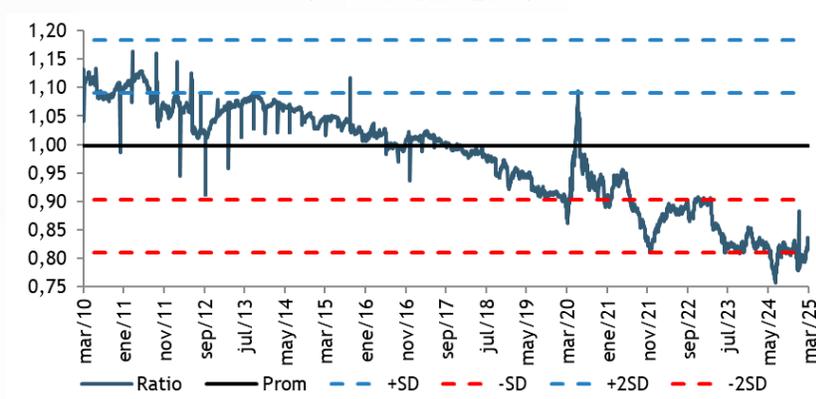
S&P 500: % de acciones que superaron al índice 1990 – 2024 (Retornos de precio)



La superioridad en utilidades entre las grandes tecnológicas y el resto del mercado se está reduciendo



Valorización P/E 12m FWD SPW vs S&P 500 (descuento 18%)



Outlook 2T25: Renta Variable

¿Ha terminado la corrección del mercado?

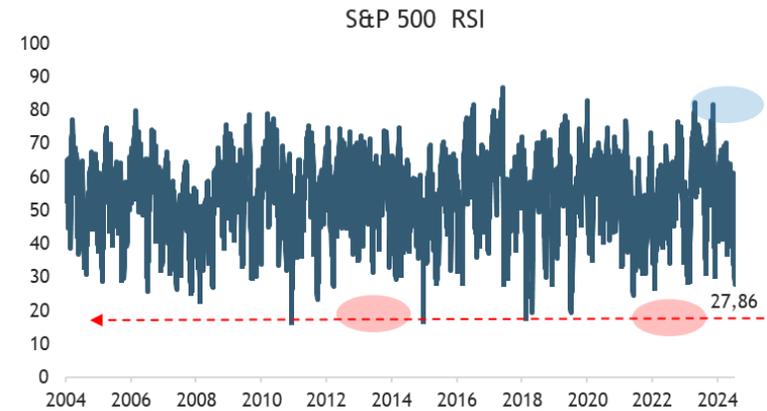
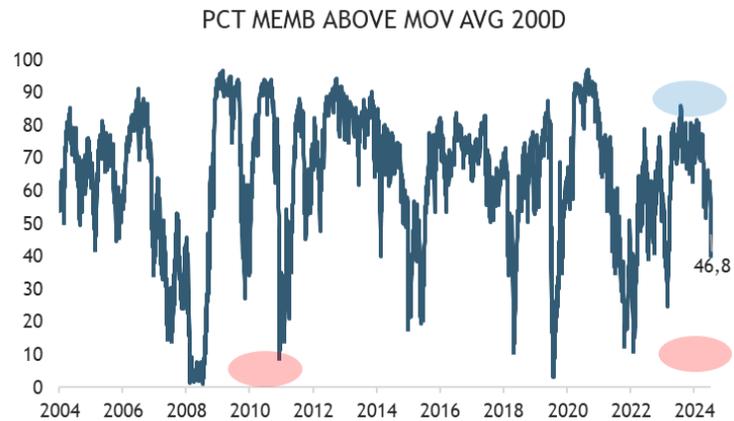
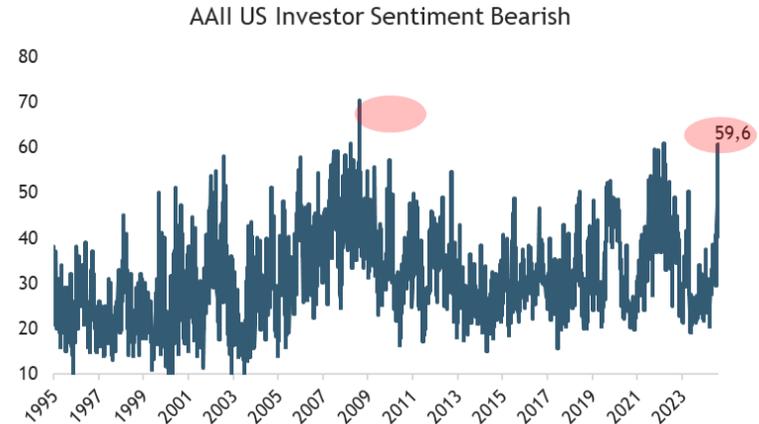
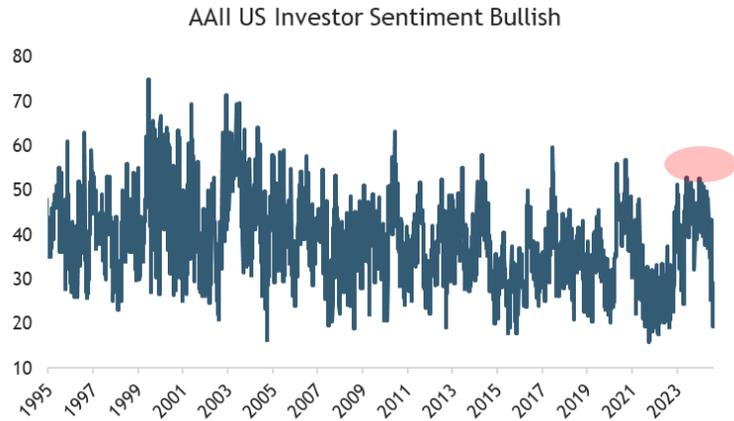
- Pongamos las cosas en contexto.. el drawdown del mercado es acotado para toda el alza de los últimos 24 meses



Outlook 2T25: Renta Variable

¿Ha terminado la corrección del mercado?

- Indicadores técnicos y de posicionamiento cercanos a niveles "pesimistas", que suelen ser las primeras señales para una recuperación



Outlook 2T25: Renta Variable

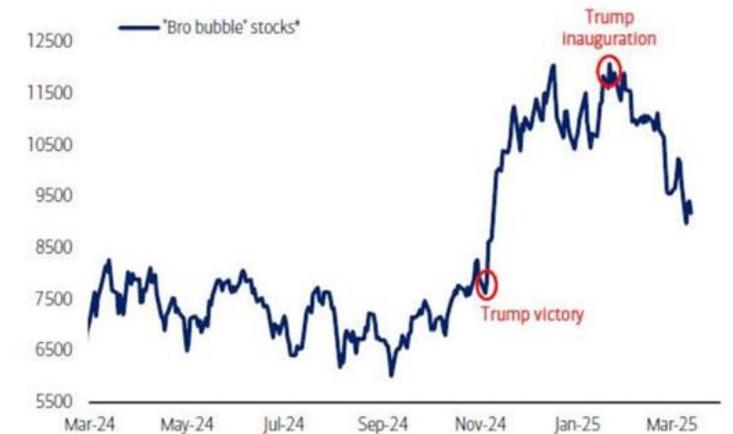
¿Ha terminado la corrección del mercado?

- Las correcciones terminan una vez que los "rezagados" de la venta masiva se rompen (los diferenciales de crédito aumentan) y los "líderes" se estabilizan... Observe la canasta de acciones más ligada al desempeño de Trump, que subió un 55% entre las elecciones estadounidenses y la investidura, y que ha caído un 25% desde entonces.
- Desde 1998, se han producido 11 correcciones (caídas de precio superiores al 10 %) en el S&P 500, con una caída promedio del 14,3 % (equivale a 5268 en el S&P 500 hoy)
- Los diferenciales de los bonos corporativos HY estadounidenses se amplían en 150 pb a 400 pb desde 340 pb.

S&P 500 Corrections & Bear Markets

S&P 500			FMS avg cash level % Change (bps)			FMS net % OW Equities Change (ppt)			FMS net % expect stronger economy Change (ppt)			Bull & Bear Indicator		Global Breadth Rule		Cumulative equities fund flows (% AUM)	HY credit spreads (bps)	
Start	End	Correction	Start	End	Change (bps)	Start	End	Change (ppt)	Start	End	Change (ppt)	Start	End	Start	End		Start	End
7/17/1998	8/31/1998	-19.3%	7.1	7.5	40bps	-	-	-	-7	-12	-5ppt	-	-	-	-	-	329	520
9/23/1998	10/8/1998	-10.0%	8.2	10.3	210bps	-	-	-	-24	-48	-25ppt	-	-	-	-	-	572	639
7/16/1999	10/15/1999	-12.1%	5.2	5.9	70bps	-	-	-	43	39	-5ppt	-	-	-	-	-	479	494
3/24/2000	10/9/2002	-49.1%	6.6	5.2	-139bps	-	-	-	41	37	-4ppt	-	-	-	-	-	547	1117
11/27/2002	3/11/2003	-14.7%	4.6	5.4	80bps	3	-9	-12ppt	42	41	-1ppt	1.5	1.3	16%	-62%	-2.3%	894	833
10/9/2007	3/9/2009	-56.8%	4.0	5.2	124bps	41	-41	-82ppt	-55	0	55ppt	5.3	0.0	96%	-96%	-6.4%	394	1873
4/23/2010	7/2/2010	-16.0%	3.5	4.4	84bps	52	11	-42ppt	61	-12	-73ppt	9.9	2.8	62%	-62%	-0.8%	532	699
4/29/2011	10/3/2011	-19.4%	3.7	5.0	122bps	50	-7	-57ppt	27	-15	-41ppt	8.8	0.0	78%	-98%	-1.6%	464	857
7/20/2015	8/25/2015	-12.2%	5.5	5.2	-30bps	42	41	-1ppt	42	37	-5ppt	3.1	1.6	-22%	-91%	-0.4%	496	590
11/3/2015	2/11/2016	-13.3%	4.9	5.6	78bps	43	5	-38ppt	35	-16	-51ppt	1.7	0.0	-4%	-76%	-0.7%	577	887
1/26/2018	2/8/2018	-10.2%	4.4	4.7	28bps	55	43	-12ppt	47	37	-10ppt	8.4	9.0	98%	-2%	0.0%	323	359
9/20/2018	12/24/2018	-19.8%	5.1	4.8	-30bps	22	16	-6ppt	-24	-53	-30ppt	4.0	2.9	-24%	-73%	-0.6%	325	535
2/19/2020	3/23/2020	-33.9%	4.0	5.1	109bps	33	-2	-35ppt	18	-49	-67ppt	6.1	0.6	13%	-100%	-0.8%	357	1087
1/3/2022	10/12/2022	-25.4%	5.0	6.3	130bps	55	-49	-104ppt	-1	-72	-71ppt	3.7	0.0	2%	-91%	1.1%	305	531
7/31/2023	10/27/2023	-10.3%	5.3	5.3	-3bps	-24	-4	20ppt	-60	-50	10ppt	3.9	1.4	84%	-71%	0.1%	379	453
2/19/2025	-	-10.1%	3.5	-	-	35	-	-	-2	-	-	5.3	5.4*	47%	27%*	0.3%*	268	-
Correction avg		-14.3%	5.2	5.8	59bps	30	12	-18ppt	17	-5	-21ppt	4.6	2.1	32%	-60%	-0.8%	488	624
Bear market avg		-41.3%	4.9	5.4	56bps	43	-31	-74ppt	1	-21	-22ppt	5.0	0.2	37%	-96%	-1.5%	401	1152

Trump 2,0 winners down 25% since jan 20



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg. *equal-weighted average of NVDA, META, PLTR, TSLA, IBKR, XBT, ARKK, COIN, APO

Disclaimer

1. Este documento ha sido elaborado con el propósito de entregar información que contribuya al proceso de evaluación de alternativas de inversión. La visión entregada en este documento no debe ser la única base para la toma de una apropiada decisión de inversión. Cada inversionista debe hacer su propia evaluación de inversión en función de su tolerancia al riesgo, estrategia de inversión, situación impositiva, entre otras consideraciones. Antes de tomar una decisión de inversión en relación a los instrumentos antes indicados, deberá comprender cabalmente por sí mismo, o en consulta con sus respectivos asesores, todos los términos, condiciones y riesgos inherentes a cada instrumento. Fynsa, ni ninguno de sus directores, ejecutivos, empleados o asesores, es responsable del resultado de cualquier operación financiera. Este documento no es una recomendación, solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguno de los instrumentos financieros a los que se hace referencia en él. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este documento fueron obtenidos de fuentes que nos parecen confiables, no podemos garantizar que éstos sean exactos ni completos. Cualquier opinión, expresión o estimación contenida en este documento constituyen nuestro juicio o visión a su fecha de publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso. Se prohíbe la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización expresa previa por parte de Fynsa.
2. Los instrumentos a los que se refiere el presente documento no necesariamente se encuentran, ni se encontrarán en el futuro, inscritos o registrados en los Registros de Valores que lleva la CMF, como tampoco se encontrarán necesariamente sujetos a la fiscalización o supervisión de ésta. La información contenida en el presente documento, bajo ninguna circunstancia deberá ser utilizada ni considerada como una oferta de venta, solicitud de una oferta de compra (suscripción) ni recomendación para realizar cualquier otra operación o transacción, salvo que así se indique expresamente. En el caso que los valores no estuvieren registrados en el Registro de Valores o en el Registro de Valores Extranjeros que lleva la Comisión para el Mercado Financiero, ni el emisor ni sus valores podrán ser ofrecidos públicamente en Chile, salvo en la forma que la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores lo autorice.
3. Los potenciales conflictos de interés relacionados a la información que consta en el presente documento se encuentran contenidos en el Manual de buenas prácticas publicado en www.fynsa.com. Se hace presente que a la fecha de emisión del presente documento, la(s) persona(s) que lo preparó(aron) puede(n) o no mantener para sí mismo(s) instrumentos financieros sobre los cuales versa la recomendación, lo que, en ningún caso, conforme a los procesos y criterios aplicados, influye o afecta la preparación del mismo. Las políticas y procedimientos para las inversiones de los colaboradores de Fynsa se encuentran contenidas en el Manual de buenas prácticas. En el evento de requerir mayor información, por favor contacte a su ejecutivo o envíe un mail a fynsa@fynsa.cl.



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

+56 22 499 1500

fynsa@fynsa.cl

www.fynsa.com

