

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Abril	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	-1.8%	1.5%	0.6%	6.6%	-0.9%	3.3%	3.4%	5.0%	10.4%
Benchmark	-1.9%	1.5%	0.5%	6.9%	-2.1%	2.5%	2.7%	3.7%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	12	-5	7	-35	116	77	75	130	
Acciones	-1.7%	5.0%	3.4%	13.0%	-0.3%	5.2%	4.7%	3.8%	15.2%
Benchmark	-1.7%	5.0%	3.5%	13.2%	-0.3%	5.2%	4.6%	3.3%	15.1%
Renta Fija	-2.1%	-1.9%	-2.5%	0.7%	-3.6%	-0.1%	0.9%	4.0%	6.5%
Benchmark	-2.1%	-1.9%	-2.5%	0.8%	-4.0%	-0.5%	0.5%	3.4%	6.5%
Caja	0.4%	1.3%	1.8%	5.4%	2.8%	2.1%	1.4%	1.5%	0.6%
Oro	4.2%	12.4%	11.0%	16.4%	9.3%	12.5%	6.0%	9.9%	14.7%

Resultados al 30 de abril de 2024

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## .... April showers....do Spring May flowers? <sup>1</sup>

Luego de cinco meses consecutivos de alzas en los mercados accionarios, abril marcó un ajuste, y tanto las acciones como la renta fija cayeron. Como se ha mencionado y es la tónica desde hace casi un año, el principal *driver* o factor determinante de la tendencia de los mercados son las expectativas respecto de las tasas de interés en Estados Unidos. El nivel de data dependencia de los mercados y el debate en torno a cuándo y cuánto el Fed va a bajar las tasas de interés tiene al mercado tomado. Durante abril, datos respecto a la robustez económica de Estados Unidos, datos de inflación mayores a lo esperado y comentarios más *hawkish* (sesgo hacia tasas al alza de las tasas de interés para controlar la inflación) de personeros del ente emisor de ese país llevaron a las tasas de interés de mercado a subir fuertemente. Por ejemplo, las tasas del bono del Tesoro a 10 años subieron de 4.2% a un máximo de 4.7%.

A pocos días de comenzado mayo, datos más débiles de empleo y comentarios *dovish* (lo contrario a *hawkish*) del Fed generaron exactamente el efecto contrario. Los activos de riesgo retoman la tendencia al alza y las tasas de interés de mercado caen. Lo que sigue dependerá de los datos de inflación y actividad por publicarse.

Cabe mencionar que, en general, los resultados corporativos publicados han resultado mejores a lo esperado, y que, aunque los precios de las acciones lucen altos, la mayoría de las que más han subido (p.e. Magnificent 7) tienen soporte de fundamentos para ello. Asimismo, que los precios (múltiplos) y balances de las grandes tecnológicas de hoy, primero, no han llegado a los niveles de la burbuja "*dotcom*" y, segundo, generan ingresos y utilidades.

En cuanto al crecimiento, el escenario que se va consolidando, como lo sostuvimos el mes pasado, es el de un *soft landing* o aterrizaje suave. Si bien la inflación está siendo más "pegajosa", ésta viene tendiendo gradualmente a la baja. Por el lado de China, se dan señales de mejora en el *momentum* económico, y las autoridades están dando señales positivas en cuanto a abordar la crisis inmobiliaria, reformas que permitan la recuperación económica y políticas fiscal y monetaria

<sup>1</sup> Adaptación de parte de la cita del poeta británico Thomas Tusser "*Sweet April showers do spring May flowers*", en español "Las dulces lluvias de abril, hacen las flores de mayo".

### ÍNDICE

....April showers....do Spring May flowers? ..... 1

Asignación de activos .....3

Resultados TAACo Global Mayo 2024 ..... 17

Desempeño histórico ..... 18

Tasas al alza e inflación pegajosa pausan rally accionario en abril

En lo que va de mayo, activos de riesgo retoman tendencia al alza

A pesar de alzas de precios, valorizaciones no lucen burbujosas

Se sigue consolidando el

que apoyen ello. Asimismo, este mercado ha registrado flujos positivos en las últimas semanas y las valorizaciones aún lucen baratas. En cuanto a Europa, las señales que la actividad habría tocado piso son claras, la inflación se desplomó y es probable que se comience con las bajas en las tasas de interés en junio próximo.

Asignación de activos. – dados los siguientes factores:

- a) Crecimiento estable. Un escenario de desaceleración suave, la robustez en la economía estadounidense y presiones inflacionarias que bajarían gradualmente, perspectivas que mejoran para la economía china y Europa que habría llegado a un piso,
- b) Inflación resistente en Estados Unidos, pero sin acelerarse y cediendo lentamente,
- c) Lo que llevaría a las tasas de interés a mantenerse alrededor de los niveles actuales y retrasarían bajas en función a los datos económicos (estimadas en alrededor de dos bajas de 25 pbs. cada una de acá a fin de año)
- d) Un escenario más constructivo para China y Europa
- e) Valorizaciones atractivas en ciertos sectores y países

Sin embargo,

- a) Alta volatilidad en las tasas de interés,
- b) Alzas en índices accionarios para lo corrido del año (S&P 500 y Nasdaq entre 8% y 9%) que hacen a los mercados vulnerables a correcciones y ciertas valorizaciones lucen altas
- c) Alto ruido geopolítico y sociopolítico en algunos países (p.e. Israel-Hamás, elecciones en EE.UU.)

Nos llevan a mantener una postura Neutral en acciones, sub ponderada en renta fija y sobre ponderada en caja dadas las atractivas tasas de interés de corto plazo (T bill a 3 meses en más de 5% anual).

escenario de un aterrizaje suave

*Rationale* tras asignación de activos:

Crecimiento estable, inflación resistente, retraso en inicio de recortes de tasas y mejora en perspectivas chinas y europeas

Pero volatilidad elevada, alzas pronunciadas en acciones YTD y alto ruido geopolítico

Neutral acciones, UW bonos y OW caja

## ASIGNACIÓN DE ACTIVOS | MAYO 2024

TAACo Global	Bench.	Abril	Mayo	OW / UW		
Acciones	50%	50%	50%	N		
Renta Fija	50%	45%	45%	UW	-5%	
Caja		5%	5%	OW	5%	
Oro				N		
<b>Total Cartera</b>						
Europe ex UK	14.0%	11.5%	13.0%	UW	-1.0%	
Europe Small Cap ex UK	1.0%			UW	-1.0%	
UK	3.0%	2.4%	2.4%	UW	-0.6%	Se reduce UW en Europa
US Large Cap Growth	17.0%	15.8%	17.0%	N		
US Large Cap Value	15.0%	14.0%	15.0%	N		
US Small Caps	4.0%	3.6%	4.0%	N		Neutral US en todos los estilos
Japan	5.0%	4.9%	5.0%	N		
<b>Mercados desarrollados</b>	<b>59.0%</b>	<b>52.2%</b>	<b>56.4%</b>	<b>UW</b>	<b>-2.6%</b>	
LatAm	5.0%	7.1%	6.6%	OW	1.6%	OW mercados emergentes: OW LatAm y China
LatAm Small Cap	1.0%	0.7%	1.0%	N		
China	10.0%	12.7%	11.0%	OW	1.0%	
EM Asia ex China	20.0%	16.6%	20.0%	N		
EM Asia Small Cap	5.0%	4.0%	5.0%	N		
<b>Mercados emergentes</b>	<b>41.0%</b>	<b>47.8%</b>	<b>43.6%</b>	<b>OW</b>	<b>2.6%</b>	
<b>Total Acciones</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>			
Treasuries 2Y	5.9%	6.0%	6.5%	OW	0.6%	
Treasuries 10Y	12.4%	11.5%	14.0%	OW	1.6%	En renta fija: UW desarrollados y OW emergentes
Treasuries 30Y	7.2%	6.6%	7.2%	N		
US Tips	2.8%	2.8%	2.8%	N		
Global Corporate IG	27.5%	25.0%	24.4%	UW	-3.1%	OW treasuries 2 y 10 años
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	3.2%	UW	-1.1%	
<b>Deuda desarrollados</b>	<b>60.1%</b>	<b>56.2%</b>	<b>58.1%</b>	<b>UW</b>	<b>-2.0%</b>	
EMBI	10.8%	5.0%	10.8%	N		UW Global Corporate IG y HY
EM Corporate IG	3.3%	4.1%	4.1%	OW	0.8%	
EM Corporate HY	4.8%	6.0%	6.0%	OW	1.2%	
EM Local Markets	21.0%	23.2%	21.0%	N		
<b>Deuda emergente</b>	<b>39.9%</b>	<b>38.3%</b>	<b>41.9%</b>	<b>OW</b>	<b>2.0%</b>	RF emergente: OW corporativos IG y HY
<b>Total Renta Fija</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>			

## RENTA VARIABLE

### EUROPA EX UK: se disminuye el *underweight* en *Large Cap* y *Small Cap*

El *momentum* económico es favorable. En la Eurozona el PIB del primer trimestre creció 0.4% interanual, superando las expectativas. Y si bien es un crecimiento acotado, el dato viene a confirmar que el viejo continente habría tocado un piso a nivel económico. El crecimiento se aceleró en Alemania (desde -0.5% anual en el 4T23 a 0.2% en el 1T24) impulsado por inversión y exportaciones netas, y en Francia (desde 0.1% a 0.2%) impulsado por consumo.

Las expectativas también comienzan a mejorar. El indicador líder PMI de manufacturas de Alemania subió a 42.4 pts., mientras el de servicios se ubicó en 53.3 pts., su mayor nivel desde junio de 2023. En Francia el mismo indicador subió a 50.5 pts., por primera vez sobre 50 pts. (umbral de expansión/contracción del sector en los siguientes doce meses) desde mayo de 2023.

Por su parte, sumado a una actividad económica que mejora en el margen, pero que se mantiene débil, la inflación sigue cediendo hacia la meta del Banco Central Europeo (BCE). Ésta podría volver a niveles cercanos al 2% durante la segunda mitad de 2024 otorgando al BCE maniobrabilidad para comenzar a reducir tasas de interés. A diferencia de EE.UU., donde la expectativa de recortes de tasas se posterga, en Europa el mercado internaliza que el BCE podría comenzar a recortar tasas de interés en junio.

A nivel agregado, la inflación continuó en abril su tendencia a la baja -principalmente por el componente de energía- y se ubicó en 2.4% anual (2.7% el registro subyacente). En línea con una inflación que se desacelera y converge, el consenso de mercado mantiene que se darían este año 3 bajas de 25 pbs. comenzando en junio. A pesar de ello, la curva de tasas de interés no pudo escapar a las presiones provenientes de EE.UU. En los últimos 30 días la tasa del Bund alemán a 2 años subió 10 pbs. hasta 2.85% y la de 10 años se mantuvo en 2.40%.

El rally accionario no logró sostenerse por sexto mes consecutivo y las acciones globales cayeron en abril. Las acciones europeas no fueron la excepción. El Stoxx 50 cayó 4.2% (en USD), similar a las acciones estadounidenses. Las valorizaciones permanecen atractivas, transando bajo promedios y se mantiene el rezago de mediano y largo plazo respecto a pares desarrollados. La razón Precio/Utilidad a doce meses (*P/U fwd.*) transa bajo el promedio de 5 años tanto en términos absolutos como relativo a pares. Respecto a éstos últimos las acciones transan con un descuento de 20% respecto al promedio de 5 años, superior al 14% de descuento histórico.

Respecto al sector corporativo, a la fecha ha reportado cerca de un 60% de las empresas del MSCI Eurozona, con una contracción de utilidades promedio de 13%, pero que sorprende al alza. De los pocos sectores que presentan crecimientos positivos se encuentran el financiero, servicios comunicacionales y *utilities*. Según Factset, para 2024 las utilidades corporativas crecerían 8%, lo que es corregido a la baja en el último mes. El crecimiento de utilidades sería liderado por el sector de servicios comunicacionales, inmobiliario y materiales, todos los cuales cuentan con una baja base de comparación.

A pesar de los flujos débiles, la economía parece haber tocado un piso – al menos ha dejado de caer-, las perspectivas mejoran y la región se vería beneficiada por los recortes de tasas que se darían tan pronto como el próximo mes. Así, dadas valorizaciones atractivas, rezago accionario y alto *dividend yield* (~3.4%) se decide disminuir gradualmente el ***underweight*** a la espera de mayores señales sobre la recuperación/estabilización económica.

## **REINO UNIDO: Se mantiene el *underweight***

El *momentum* económico se mantiene marginalmente positivo y las perspectivas apuntan a que el país seguirá estancado en 2024 para ganar tracción recién en 2025. Para este año se proyecta un crecimiento de solo 0.3%, afectado por un consumo débil, caídas en la inversión y exportaciones que no logran ser compensados por el mayor gasto del gobierno. El deterioro económico proyectado se refleja en las estimaciones de utilidades para este año y es que según Factset, las utilidades del MSCI Reino Unido crecerían solo un 3% este año, que es corregido al alza en el último mes, pero está bajo pares desarrollados.

El mercado laboral sigue ajustado. La tasa desempleo aumentó a 4.2% en el trimestre móvil terminado en febrero, con los salarios subiendo 4.6% anual. Por su parte, el consumo se recupera, las ventas minoristas crecen 0.8% interanual en febrero, mientras que la producción industrial supera las expectativas con un aumento de 1.4% anual.

Por su parte, la inflación mostró una desaceleración en marzo (3.2% medida *headline* y 4.2% el registro subyacente). No obstante, la convergencia del índice de precios, el mercado se acopla al sentimiento más *hawkish* exhibido en abril y disminuyen de 3 a 2 los recortes de tasas esperados para este año, comenzando en agosto. Al 7 de mayo la tasa a 2 años se ubica en 4.30% y la de 10 años en 4.10%, con escasa variación respecto al mes anterior.

Proyecciones oficiales y la publicación de datos dan cuenta de una economía estancada, con estimaciones de utilidades que son desalentadoras y salidas constantes de flujos. Aun cuando las valorizaciones transan bajo el promedio de 5 años en términos absolutos, **se mantiene el *underweight* en acciones británicas.**

### **ESTADOS UNIDOS: Acciones *Large Cap Growth* y *Value* junto con *small caps* se mantienen en neutral**

Luego de que en abril la economía se destacara por su dinamismo, mayo parte con un escenario de aterrizaje suave más evidente. No solo decepcionó el PIB del tercer trimestre (1.6% trimestral anualizado vs. 2.5%e), sino también los datos del mercado laboral. Así, el *momentum* económico se torna negativo a un nivel no visto en los últimos 12 meses.

El mercado laboral comienza a enfriarse gradualmente. En abril la creación de empleo se desaceleró a 175 mil nuevos puestos desde 315 mil el mes anterior, con la tasa de desempleo subiendo a 3.9%. Los salarios se desaceleran y suben 3.9% anual, siendo aún una fuente de preocupación para el Fed dado que siguen aumentando más que el nivel de precios.

Las señales son mixtas. Mientras el empleo se normaliza, la actividad se mantiene resiliente. En marzo las ventas minoristas crecen 0.7% mensual mientras la producción industrial 0.4%, en línea con lo esperado. Las perspectivas para el sector no logran mantener la tendencia al alza y el indicador líder ISM manufacturero volvió a terreno de contracción luego de superar brevemente los 50 pts. en marzo.

Por el lado monetario, la inflación sorprendió al alza por tercer mes consecutivo en marzo, llegando a 3.5% anual (con la medida subyacente manteniéndose en 3.8%). Ante la persistencia de la inflación, no se alcanzaría la meta del 2% hasta mediados de 2025 y el mercado posterga el inicio del recorte de tasas al menos hasta septiembre estimando solo 2 recortes de 25 pbs. este año. La curva de tasas de interés de bonos del Tesoro se mantiene volátil, a pesar de que en los últimos 30 días muestra poca variación. Al 7 de mayo la tasa a 10 años se ubica 5 puntos más arriba que hace un mes, llegando a 4.45%, mientras que la de 2 años alcanza 4.83%.

Con la brusca subida de tasas de interés en abril se terminan 5 meses de retornos positivos. Las acciones estadounidenses cayeron en abril entre 4 a 5%, sin que la sorpresa positiva en reportes corporativos pudiera revertir la situación. A la fecha ha reportado un 85% de las empresas del S&P500, con utilidades que crecen en promedio 5% y superan las expectativas. Destacan los crecimientos de utilidades y sorpresas al alza de los sectores de consumo discrecional, servicios computacionales y *utilities*. Para 2024 se espera que las utilidades crezcan en torno a 11%, superando a pares desarrollados.

Las valorizaciones se alivian con la corrección de abril y no lucen en niveles comparables a los de la burbuja *dotcom* a inicios de los 2000. La razón P/U *fwd.* de acciones tipo *growth* y *value* transan en línea con promedios históricos, pero en *small cap* hay no solo descuento, sino también rezago; aunque con una alta volatilidad en la clase de activo.

Por su parte, en el plano político, la carrera presidencial continúa en pausa al menos hasta que a mediados de año se celebren las convenciones de los candidatos republicano y demócrata. A la fecha Joe Biden presenta una ventaja marginal respecto a Trump (50% vs 47% de apoyo respectivamente, estimado por Predictit).

Debido a la alta sensibilidad a la publicación de datos económicos, escaso soporte en flujos, vulnerabilidad ante condiciones financieras restrictivas, tasas de interés con elevada volatilidad y postergación del recorte de tasas se decide mantener **cautela en las acciones americanas en todos sus estilos con un neutral**. Esto a pesar del soporte que están dando los reportes corporativos y dada la posibilidad de un rebote en los índices de acciones en la medida en que ceden las tasas de interés.

## **JAPÓN: Se mantiene exposición neutral a acciones japonesas**

Las acciones japonesas tuvieron uno de los peores desempeños de mercados desarrollados en abril afectadas por la ampliación del diferencial de tasas con Estados Unidos y en medio de un fuerte debilitamiento del yen.

La caída de casi USD 9% del Nikkei en abril viene a aliviar valorizaciones que comenzaban a superar promedios históricos. Así, la razón P/U *fwd.* se mantiene en niveles justos tanto en términos absolutos como relativos a pares desarrollados. Por su parte, las utilidades crecerían en 2024 en torno a 10%, estimación levemente superior a pares desarrollados.

Por su parte, el *momentum* económico se mantiene positivo y se confirma el ciclo virtuoso de la reflación/inflación. La inflación se ubicó en marzo en 2.7% anual (2.9% en la medida subyacente), lo que permite lubricar la economía. El surgimiento de la inflación permite, además, que el Banco Central de Japón justifique el término de las tasas de interés negativas. El mercado internaliza dos alzas más en lo restante del año, en septiembre y diciembre, lo que podría dar soporte a un yen que se ha debilitado. En lo corrido del año el yen ha perdido casi 9% de su valor, llegando a ¥ 158 por dólar gatillando lo que parecen ser dos intervenciones del BoJ para contener la senda depreciativa de la moneda.

Si bien la mayoría de los fundamentos que han dado impulso a las acciones japonesas en lo corrido del año permanecen (positivo *momentum* económico, fortaleza corporativa, reformas estructurales, valorizaciones atractivas) se mantiene la posición neutral en la medida en que el alivio en las tasas de interés podría impulsar en mayor medida otras acciones, como las emergentes.

## **OW ACCIONES EMERGENTES: OW China y América Latina, neutral Asia EM ex China**

En abril, los mercados emergentes se acoplaron a los globales y exhibieron desempeños negativos en todas las regiones, con excepción de China y Asia Small Cap, este último impulsado por el gigante asiático. China adquirió *momentum* y el sentimiento de inversionistas globales al respecto del mercado chino mejoró y se retomaron las entradas de flujos de inversión. Por el lado de LatAm, continuó el *underperformance*, y el mercado accionario de la región no logra generar tracción, por lo que se decide disminuir el OW. Con respecto a Asia EM ex China, se mantiene la solidez macro en algunos países y el ciclo favorable de semiconductores, pero el momento político y eleccionario, y la alta volatilidad de algunos mercados nos lleva a neutralizar el OW.

## **AMÉRICA LATINA: Se disminuye el overweight**

A pesar de las valorizaciones atractivas, el mercado accionario no ha logrado ganar *momentum* y la posición OW ha restado valor al portafolio. Además, los menores recortes de tasas de interés que el mercado espera para el Fed, presionan las monedas y condiciones financieras, en países que continúan recortando tasas. Así, y aun cuando las perspectivas de crecimiento de la región se mantienen estables, el rezago del mercado nos lleva a disminuir la sobreexposición en acciones latinoamericanas, a la espera de que las grandes economías se tomen un respiro y se pueda volver a tomar una posición más agresiva. De esta manera, con una clase política más pragmática, menores tasas de interés que van a apoyar el crecimiento económico, pero con cautela, se decide **disminuir la sobreexposición en acciones latinoamericanas**.

En abril las **acciones brasileñas** rentan negativo por cuarto mes, y el índice MSCI de Brasil cayó USD 4.9%, siendo de los mercados emergentes con peores desempeños en abril. Si bien los fundamentos se mantienen robustos, durante el mes aparecieron y se exacerbaron los ruidos políticos respecto de la responsabilidad fiscal, el presidente del Banco Central emitió comentarios más *hawkish* que llevaron al mercado a ajustar sus expectativas de tasa Selic al cierre de año al alza, junto con un real que se depreció 3.4%, que restó al desempeño en dólares. Sin embargo, la resiliencia económica se mantiene y el índice de actividad económica de febrero se expandió un 2.6% anual. En línea con datos de actividad que han sorprendido sucesivamente, el FMI en su *World Economic Outlook* (WEO) de abril revisó al alza las proyecciones de crecimiento económico tanto para este año como para 2025, proyectando una expansión de 2.2% para 2024. Por otro lado, y a pesar de que el Banco Central en su última reunión dio a entender que en la siguiente mantendría el ritmo de recortes de 50 pbs., el mercado ajustó sus expectativas y espera que en mayo el recorte sea de 25 pbs. hasta 10.50%. Al respecto, hay diferentes proyecciones, y dado que el mandato del actual gobernador, Roberto Campos Neto, termina en diciembre, algunos analistas proyectan que terminaría con una tasa bajo el 10%. Por el lado de la inflación, ha seguido a la baja, y en marzo se ubicó en 3.9% anual, y bajó levemente las dos primeras semanas de abril a 3.8%. Las valorizaciones continúan transando con descuento histórico. Por otro lado, las proyecciones de utilidades se revisan levemente a la baja para este año, y se observan salidas de flujos en el último mes y tres meses de ETFs por 2.9% y 9.3% del AUM respectivamente. A su vez, en lo que va de la temporada de reportes corporativos del primer trimestre de este año, las sorpresas en ventas han sido negativa, mientras que en utilidades son positivas, exhibiendo una contracción en utilidades y un crecimiento en ventas. A lo anterior se suman las inundaciones en el sur del país, que han dejado más de 80 fallecidos y más de 100 personas desaparecidas, mermando la actividad económica en la zona y reenfocando los esfuerzos políticos y fiscales a esta catástrofe. Por el lado de otras iniciativas del ejecutivo, se ingresó el proyecto de ley de implementación del IVA y podría avanzar hacia julio, en tanto se espera que en la medida que se acercan las elecciones municipales de octubre se pause la agenda legislativa. Otra iniciativa que se tomará la agenda corresponde a los vetos presidenciales, que se discutirán en el congreso y podrían liberar alrededor de R3.6 mil millones para enmiendas parlamentarias, presionando nuevamente las cuentas fiscales. Si bien se mantienen los fundamentos macroeconómicos para preferir acciones brasileñas, así como valorizaciones atractivas, la falta de apetito por el activo de parte de inversionistas extranjeros y la carencia de *momentum* del mercado accionario nos lleva a **disminuir el OW en Brasil**.

En **México**, el mercado accionario perdió fuerza en abril y cayó USD 4.4%, impactado también por un peso mexicano que perdió fuerza y se depreció 3.4%. Si bien no hubo reunión de política monetaria en el mes, el desacople que realizó el Banxico, con respecto al Fed, recortando la tasa de referencia en su reunión de marzo, golpeó al peso mexicano, que junto con ser la cuarta moneda con mayor liquidez del mundo y la fortaleza del dólar que se extendió durante abril, llevaron al peso mexicano a perder parte de su valor y cerrar el mes cerca de MXN 17 por dólar. Así, las expectativas apuntan a que el Banco Central pause las bajas de tasas en su reunión de mayo y esta se mantenga en el 11.0% actual, y en adelante recorte reunión por medio. Así, el mercado también revisó al alza la tasa de referencia de cierre para este año hasta una mediana de 10.0%, con una inflación que en su registro *headline* se mantiene pegajosa y anotó la primera quincena de abril un 4.6% en doce meses, acelerándose. Sin embargo, el registro subyacente continúa a la baja y anotó las primeras dos semanas de abril un 4.4% anual. Por el lado del *momentum* económico, los indicadores IMEF de manufacturas y no manufacturero de abril volvieron a terreno levemente contractivo, situándose en 49.2 y 49.7 pts. respectivamente. Por otro lado, la actividad económica de febrero sorprendió al alza para crecer 4.4% anual. A pesar de esto, el FMI revisó a la baja las proyecciones de crecimiento tanto para este como el próximo año a 2.4% y 1.4% respectivamente. Con respecto a las valorizaciones, estas continúan con descuento. A su vez, las proyecciones de utilidades apuntan a un crecimiento del orden de 20% para este año. Por otro lado, la totalidad de las empresas del principal ETF del país ya reportaron sus resultados corporativos del primer trimestre de este año, exhibiendo contracciones interanuales tanto en ventas como en utilidades, y sorpresas negativas en ambos registros. A nivel político, se aprobó el Fondo de Pensiones para el Bienestar,

que a grandes rasgos consta de generar un fondo público con los dineros de las cuentas de pensiones de las personas mayores de 70 años que estén inactivas. Sin embargo, y al estar esta iniciativa condicionada a la reforma de pensiones, que es parte del paquete de reformas constitucionales que propuso el ejecutivo en febrero, y que tiene baja probabilidad de ser aprobada con la composición actual del Congreso, no se haría efectivo finalmente. Por el lado de las elecciones, y faltando menos de un mes, se realizó el segundo debate de los candidatos presidenciales, en el que la participación de la favorita para obtener la presidencia, Claudia Sheinbaum, no tuvo una buena recepción pública. Así, la última encuesta publicada previa al debate acertaba la brecha entre Sheinbaum y Gálvez, pero aun dando a la candidata de Morena como ganadora segura. De todas maneras, el resultado que importa y no está tan claro es la composición del Congreso, que de obtener mayoría calificada el partido gobernante, podría aprobar medidas radicales. Aun cuando el mercado accionario mexicano goza de valorizaciones atractivas, continúa la revisión a la baja en las perspectivas de crecimiento y se deteriora el *momentum* accionario. Además, la moneda se debilita tras un buen primer trimestre y queda alrededor de un mes para las elecciones, **llevándonos a mantener la posición neutral en acciones mexicanas.**

En abril el mercado **chileno** logró un desempeño marginalmente positivo, apoyado en un peso chileno que se apreció 2.1% en el mes, desacoplándose de sus pares de la región y emergentes, y a pesar de la apreciación del dólar. Lo anterior fue impulsado por el cobre, cuyo precio subió 13% en el mes, de la mano de una demanda más fuerte de China y el déficit de oferta que existe en el mercado. Si bien los datos de actividad mensual venían sorprendiendo, marzo decepcionó al crecer 0.8% en doce meses (-0.7% mensual desestacionalizado). A pesar de que la minería fue el sector que más contribuyó al crecimiento, este menor registro se explica en parte por la menor cantidad de días hábiles que tuvo el mes de marzo. Así, la normalización de la economía chilena ha llevado a distintas instituciones a ajustar al alza la proyección de crecimiento para este año, e incluso para el próximo año en algunos casos. Esto se apoya en un Banco Central que sigue con los recortes de tasas, un positivo ciclo del cobre y menor incertidumbre política. Con respecto a la autoridad monetaria, tras reducir el ritmo de recortes en la reunión a inicios de abril, los consejeros no han emitido demasiados comentarios, pero el mercado ha ido ajustando sus expectativas, en línea con las globales, de recortes de tasa de política monetaria menos agresivos de lo que se esperaba previamente. Por su parte, tras dos sorpresas consecutivas al alza en inflación, el dato de marzo mostró una desaceleración más pronunciada que la esperada, pero en abril el registro volvió a ser más inflacionario que lo esperado por el mercado. De esta manera, tanto la inflación total como subyacente avanzaron 0.5% mensual, la primera acelerándose hasta 4.0% anual. Así, las proyecciones apuntan a una inflación que podría cerrar el año levemente por debajo del 4.0%. Por el lado político, el asesinato de tres carabineros (policía nacional) en el sur del país, reenfocó la agenda política en proyectos de ley de seguridad, y se dejaron de lado las prioridades gubernamentales. En este contexto, el gobierno solicitó avanzar con la tramitación de la reforma de pensiones durante mayo. Con todo, la incertidumbre política se mantiene baja, favorecida por la falta de avance de iniciativas que podrían tener impacto económico y fiscal significativo. Por otro lado, las valorizaciones se mantienen atractivas con la *P/U fwd.* transando por debajo de su promedio de 5 años. En el último mes se observaron entradas netas de flujos de inversión por ~2.7% del AUM de los ETFs, y las proyecciones de utilidades apuntan a una expansión ~22% para este año dejando fuera a SQM, corrigiéndose al alza en el último mes y en la medida que las empresas reportan sus resultados corporativos del primer trimestre de este año y entregan sus *guidances*. De esta manera, con una menor incertidumbre política y económica, un Banco Central recortando tasas, la fortaleza que ha mostrado el precio del cobre, proyecciones de crecimiento que se corrigen al alza y valorizaciones atractivas, se decide **augmentar el OW en acciones chilenas.**

En **Colombia** la economía ha seguido normalizándose, y el dato de actividad de febrero creció un 2.5% anual, sobre lo esperado. Aun así, la inflación ha seguido a la baja (en marzo 7.4% anual, subyacente en 8.8%). Esto le permitió al Banco Central mantener el ritmo de recortes de tasas en abril bajando 50 pbs. y ubicándola en 11.75%. Sin embargo, luego de la reunión de marzo el mercado esperaba que la autoridad monetaria acelerara el ritmo de recortes en abril, pero debido al

contexto global y los riesgos inflacionarios al alza, el Banco Central decidió mantener el ritmo de recortes. La economía colombiana podría enfrentar mayores presiones inflacionarias por precios de energía más elevados debido a las sequías provocadas por el fenómeno de la Niña, y por una mayor inflación de alimentos que no se ha visto plasmada luego de los episodios de incendios que hubo en el país. Además, el precio del diésel subirá en mayo un total de COP 100 por litro, disminuyendo el subsidio y dado su amplio uso de parte de camiones y fletes, el impacto en la inflación puede ser más general. Por el lado político, el gobierno sigue perdiendo popularidad y la última encuesta de Invamer mostró que el 60% de la población desapruueba la gestión de Petro. Esto se ha plasmado en las masivas protestas a lo largo del país organizadas por la oposición. A pesar de esto, la reforma pensional fue aprobada por el Senado, pero aún tiene una serie de debates pendientes que debe superar antes del 20 de junio para convertirse en ley. Las modificaciones que ha sufrido el proyecto, y el descontento del ejecutivo con esto, añade nuevas trabas y dificulta su avance. A su vez, el gobierno solicitó al congreso flexibilizar la regla fiscal para financiar un nuevo plan de reactivación económica, lo que agrega más presión a las ya deterioradas finanzas públicas. Por el lado accionario, Colombia sigue siendo el mercado de la región que muestra un mayor descuento histórico, con una P/U *fwd.* que transa casi 1 desv. estándar bajo su promedio de 5 años. Los flujos no dan soporte con salidas constantes y las proyecciones de utilidades son negativas para este año. A pesar de valorizaciones atractivas y una mejora en la actividad económica, la bolsa local perdió el buen *momentum* y se mantienen los altos ruidos políticos, por lo que **se decide no alterar la posición neutral en acciones colombianas.**

En **Perú** el mercado accionario logró una rentabilidad positiva de USD 4.6% principalmente incidido por las empresas mineras que juegan un rol importante en el índice y de la mano de las alzas de *commodities* como metales industriales y preciosos durante abril. Por el lado de la actividad económica, febrero sorprendió al alza y se expandió 2.9%, y el mercado espera que la inyección de liquidez del retiro de los fondos de pensiones pueda darle un impulso adicional al consumo y ha llevado a revisar al alza las proyecciones de crecimiento. La inflación en abril siguió a la baja y entró al rango meta del Banco Central ( $2\% \pm 1\%$ ), registrando 2.4% anual. Así, el mercado espera que en la reunión de mayo el Banco Central recorte la tasa en 25 pbs., llevándola a 5.75%, y se espera cierre el año en torno a 4.5%. Esto, siempre y cuando la mayor disponibilidad adicional de liquidez no agregue nuevas presiones inflacionarias significativas. Además del retiro de los fondos de pensiones, el Congreso aprobó recientemente el retiro del 100% del seguro de cesantía (Compensación por tiempo de Servicios), lo que significa una inyección adicional de liquidez para el bolsillo de los peruanos. Si bien esto puede ser positivo para el crecimiento económico, supone nuevas políticas populistas de parte del Congreso para mejorar su aprobación y, además, liquidar activos financieros que, en un mercado poco profundo como el peruano, puede dañar su funcionamiento. Por el lado de las valorizaciones, éstas transan en torno al promedio de 5 años, mientras que las proyecciones de utilidades apuntan a un crecimiento de doble dígito para este año y el próximo. Con respecto a los flujos de inversión, están planos en el último mes tanto para el conjunto de ETFs como para el ETF más representativo del país. Así, en un contexto de elevado ruido político y valorizaciones justas, pero con una fortaleza de metales industriales que representan una porción significativa del índice MSCI, se opta por **mantener la posición neutral en acciones peruanas.**

En **Argentina** la actividad económica se mantiene deprimida y en febrero se contrajo 3.2% anual (-0.2% mensual). Algunos sectores económicos se han visto más dañados que otros, como la construcción y las ventas minoristas. Al respecto, se mantiene la incertidumbre en relación a una eventual recuperación de la economía de cara a la segunda mitad del año y es poco probable que se dé la recuperación en "V" de la que habla el ejecutivo. De lo contrario, estas medidas de reducción del gasto público y mantención del régimen cambiario sí han sido efectivas en reducir la inflación. En marzo, el índice de precios al consumidor subió 11% mensual y 9.4% el subyacente). Así, las estimaciones apuntan a que este último se ubique del orden de 5.0% mensual en los próximos meses, lo que es un registro especialmente bajo para Argentina. Así, las medidas del gobierno han sido eficaces en controlar el aumento de los precios, pero la recuperación económica no se ve en el horizonte y las estimaciones apuntan a una contracción del PIB de 3.5% este año. Por otro lado, el Banco Central

(BCRA) continúa bajando la tasa de los pases pasivos, usada para guiar la política monetaria, y la llevó en mayo hasta 50%. Esto le permite al BCRA emitir menos dinero para pagar sus intereses, lo que fue una de las causas de la inflación en el gobierno anterior. Sin embargo, lleva al país a tener una tasa de interés real más negativa de la observada previamente, ya que en términos anuales la inflación se sigue acelerando. Todas estas medidas apuntan a que se está posponiendo la liberalización del tipo de cambio, y posiblemente no se materializaría ni este año ni el próximo, escenario que no necesariamente descarta otra devaluación puntual como la observada en diciembre del año pasado. Por el lado político, el foco se ha centrado en el avance de la Ley Ómnibus, que logró su aprobación en general y en particular en la Cámara de Diputados. Aún está pendiente la aprobación en el Senado, pero de todas maneras es una señal positiva para el gobierno. La iniciativa cuenta, a grandes rasgos, con cuatro artículos: la reforma laboral, la de pensiones, privatización de empresas públicas y el paquete fiscal, estos dos últimos teniendo un impacto positivo en las finanzas fiscales. Las valorizaciones de las acciones argentinas continúan luciendo atractivas con respecto a sus promedios de 5 años a pesar del positivo de desempeño que se ha observado desde el triunfo de Javier Milei, pero lucen caras con respecto a pares emergentes. Además, continúan las entradas de flujos a ETFs del orden de 11% del AUM en el último mes, entregando un impulso adicional al mercado. Si bien el *momentum* del mercado accionario es positivo, los fundamentos macroeconómicos continúan débiles y vulnerables al ajuste fiscal, y de no materializarse la mejora en los datos y que se frene la caída en los salarios reales, es poco probable que se mantenga el optimismo y la confianza actual en el gobierno. De esta manera, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

#### **CHINA: Se decide llevar a *overweight* desde neutral**

China lideró los retornos durante abril, rentando USD 6.6%. La mejora en el sentimiento de mercado respecto al gigante asiático en torno a la solidez de su recuperación económica y el apoyo gubernamental, permitió este *outperformance*.

El 30 de abril se llevó a cabo la reunión bianual del Politburó, instancia donde se reúnen los líderes chinos para dar dirección a las políticas internas. Aunque no se conocieron políticas concretas, la dirección y el tono de del comunicado fueron positivos destacando las siguientes tres aristas; (i) política fiscal: se comunicó que continuaría una política proactiva, aunque esta vez se enfatizó en que se mantendría la intensidad necesaria del gasto fiscal. (ii) Política monetaria: se afirmó que abordarían la flexibilidad de la tasa interés (iii) Sector inmobiliario: se comunicó el estudio de nuevas políticas y medidas que dirijan el mercado de viviendas. Ahora, el foco del mercado se encuentra en el “tercer pleno” - instancia donde se reúne anualmente el comité central del partido comunista- que se realizará en julio para definir las reformas de largo plazo, esperando futuros anuncios de estímulos.

Respecto a la relación con Estados Unidos, se mantiene volátil. El secretario de estado Antony Blinken visitó Beijing entre el 24 al 26 de abril, reuniéndose con el presidente chino. Dentro de la conversación se abordó lo que EE.UU. y Europa han denominado como exceso de capacidad manufacturera de China, que afecta a empresas de todo el mundo. A lo que Xi respondió que China y EE.UU. deberían ser socios y no rivales. La visita se realizó días después que el Senado estadounidense aprobara la ley de prohibición de la plataforma Tik Tok en terreno americano y declaraciones de Biden que buscan aumentar los aranceles en productos de acero y aluminio. China será un foco de campaña en las elecciones presidenciales de este año, ya que Trump también ha hecho declaraciones de aumento de aranceles a productos chinos. Por otro lado, el presidente chino comenzó su gira por la Zona Euro; la visita de Xi es la primera luego de casi cinco años. El mandatario se reunió con el presidente francés Emmanuel Macron y la presidenta de la Comisión Europea, Ursula Von der Leyen, abordando principalmente la capacidad manufacturera de China.

En un frente más optimista, el *momentum* económico se fortalece y tanto los PMI oficiales como los Caixin continúan en terreno expansivo en abril (sector manufacturero y de servicios). A su vez, la economía creció 5.3% interanual durante el

primer trimestre, superando las expectativas y el dato previo, e impulsada en parte por el crecimiento de las exportaciones. Además, destaca el crecimiento de la inversión impulsada por la manufactura e infraestructura, mientras que continúa contrayéndose en el sector inmobiliario. Por otro lado, la inflación se desaceleró a 0.1% anual en marzo. Aun cuando el Banco Central mantuvo las tasas de préstamo a 1 y 5 años en la reunión de abril, el comunicado del Politburó menciona una posible flexibilización de las tasas en las siguientes instancias. A pesar de esto, el mercado no internaliza disminución hasta diciembre de este año, sumada a la presión de yuan, que llevó a las autoridades a soltar levemente el control sobre el tipo de cambio en abril y la moneda china se depreció 0.3% frente al dólar.

Respecto a las valorizaciones, las acciones chinas, tanto tipo H (*offshore*) como A (*onshore*) transan con descuento en la razón (P/U *fwd.*). Respecto a los reportes corporativos del primer trimestre, destaca la sorpresa en ventas, aunque las utilidades decepcionaron. En esta línea, se espera que las utilidades crezcan tanto este año como el próximo en torno a 13%, dando espacio de mejora en los próximos trimestres. Con respecto a flujos, luego de observar salidas durante siete semanas consecutivas, retornan los flujos a fondos e ETFs durante la última semana de abril. Considerando el *momentum* económico más favorable, la continuidad de estímulos fiscales y monetarios, la búsqueda de relaciones internacionales más estables, las valorizaciones atractivas y el retorno de los flujos **se decide llevar a OW acciones chinas.**

#### **ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se neutraliza desde OW**

En Asia Emergente ex. China hay una divergencia entre los países. Por un lado, el mercado indio suele gozar de menor volatilidad, que podría verse interrumpida por el período de elecciones. Por su parte, Taiwán y Corea del Sur suelen estar asociados al ciclo global y a las empresas tecnológicas de EE.UU. Así, y en línea con la visión de cautela en los mercados globales, se decide neutralizar la sobreexposición que se traía en acciones de Asia EM. ex China.

En **India** avanza el proceso electoral de Lok Sabha (parlamento). El estado de Uttar Pradesh, es uno de los más importantes ya que define 80 escaños de los 543, aunque no se conocerán resultados hasta el 4 de junio. La campaña electoral de Modi se ha basado principalmente en el crecimiento económico y en convertir al país en desarrollado a 2047. Por su parte, la economía mantiene el *momentum* y el PMI tanto manufacturero como de servicios se encuentran en terreno ampliamente expansivo, alcanzando 58.8 pts. y 61.7 pts. respectivamente en abril, mientras que el FMI revisó al alza las proyecciones de crecimiento para 2024 a 6.8% (desde 6.5%). La inflación de marzo se desaceleró a 4.9% anual desde 5.1% en febrero, dentro del rango objetivo del Banco Central (entre 2% y 6%) y alcanzando el menor registro desde mayo de 2023. Sin embargo, la decisión del Banco Central fue mantener la tasa por séptima reunión consecutiva en 6.50%, afirmando que la batalla contra la inflación no ha terminado, al mismo tiempo que se esperan presiones inflacionarias de los alimentos principalmente por olas de calor. Por el lado de las valorizaciones, éstas transan en torno a su media de 5 años (P/U *fwd.*), al mismo tiempo que cerca del 45% de las empresas han reportado sus resultados del primer trimestre de 2024, destacando el crecimiento de ventas y utilidades impulsados principalmente por el sector financiero y de consumo discrecional, los dos sectores más importantes en el MSCI del país. Se proyecta que el crecimiento de utilidades, alcance 18% y 14% para este y el próximo año respectivamente, siendo corregidas a la baja para este año en el último mes. Por el lado de flujos, continúan entradas netas al conjunto de ETFs del país y al ETF más representativo durante el último mes. Pese al sólido *momentum* económico y corporativo, **se decide mantener neutral las acciones indias** debido principalmente a la volatilidad que puede generar las elecciones.

Durante abril se realizaron elecciones parlamentarias en **Corea del Sur**, donde el partido opositor obtuvo 172 escaños, mientras que el partido gobernante 105 escaños, disminuyendo respecto de las elecciones previas. De este modo se obstaculizaría la agenda del presidente Yoon Suk Yeol durante los tres años restantes de mandato, incluyendo principalmente reformas que buscan impulsar la revaluación de las empresas ("*Vale up program*"), disminución de

impuestos y políticas *market friendly*, sin afectar la política exterior. Por otro lado, el PMI de manufacturas cayó por segundo mes en abril (49.4 pts.), aunque el crecimiento económico del primer trimestre sorprendió (3.4% anual). De todas maneras, hay incertidumbre y preocupación respecto de una recuperación desigual e inestable, con una inflación que se mantiene alta (3.0% anual en abril) continuando sobre el objetivo del Banco Central (2%) y en consecuencia de una política monetaria sin cambios. El Banco Central decidió mantener en abril la tasa de referencia en 3.50%. Así el mercado no espera que las tasas bajen hasta que la inflación se estabilice en torno a 2%, además de la presión sobre la moneda que se ha depreciado ~7% en lo corrido del año. El inicio del ciclo de recortes aumentaría la presión sobre el won si el Banco Central de Corea del Sur lo comienza antes que el Fed. Por el lado del mercado, las acciones cayeron USD 5.3% durante abril, pese a que en lo que va de la temporada de reportes corporativos destaca el crecimiento de las utilidades en torno al 80%. Dentro de las empresas que ya han reportado está Samsung, una de las firmas más importante del país, que comunicó que los ingresos crecieron 13% anual, impulsado en parte por el aumento de la demanda en almacenamiento por la inteligencia artificial, sin embargo, para el segundo trimestre se espera que la demanda de celulares disminuya por factores estacionales. Por otro lado, las valorizaciones transan bajo sus promedios de 5 años (P/U  *fwd.*), al mismo tiempo que las proyecciones de crecimiento de utilidades son las más altas dentro de Asia emergente y se corrigen al alza para este año. Debido a un debilitamiento de datos económicos y un entorno político interno de incertidumbre **se decide neutralizar las acciones surcoreanas.**

Las acciones **taiwanesas** cayeron USD 3.0% en abril, mientras que el dólar taiwanés se depreció 1.8%. El *momentum* económico muestra algo de mejora, el PMI de manufacturas por primera vez alcanzó los 50 pts. luego de mantenerse en terreno contractivo desde mayo de 2022. Por el lado de la inflación, se encuentra en 2% anual en abril, alcanzando la meta. La autoridad monetaria mantiene la tasa en 2.0% desde el alza de 12.5 pbs. en la reunión de marzo. Por el lado del mercado accionario, las valorizaciones lucen caras. Pese a esto, se observan entradas de flujos por 4% del AUM al ETF más representativo del país en el último mes. Hasta el momento han reportado cerca del 46% de las empresas sus resultados del 1T24 destacando tanto la sorpresa como el crecimiento en utilidades, impulsados por el sector financiero y tecnología. Se estima un crecimiento de utilidades para este año de 21%, corrigiéndose al alza durante el último mes. Por el lado de las tensiones geopolíticas con China, estas continúan. Luego que finalizara la visita del Secretario de Estado estadounidense Antony Blinken a Beijing, Taiwán comunicó actividad militar china. Si bien hay factores favorables como la mejora en datos macroeconómicos, los factores negativos como el aumento de tasas de interés, valorizaciones ajustadas y tensiones geopolíticas, nos llevan a **mantener la posición neutral las acciones de Taiwán.**

Las acciones **indonesias** tuvieron el peor desempeño dentro de Asia emergente, retrocediendo USD 8.1% en abril, mientras rupia sigue depreciándose (2.3% en el mes), transando sobre IDR 16,000 por dólar, niveles no vistos desde mediados de 2020. Por su parte, las valorizaciones accionariaras lucen atractivas, transando con un descuento en la razón P/U  *fwd.*, al mismo tiempo que las proyecciones de utilidades se corrigen al alza durante el último mes. Por el lado macroeconómico, continúa un *momentum* positivo y el PMI de manufacturas se mantiene en terreno expansivo, aunque cae desde 54.2 pts. a 52.9 pts. en abril. Por el lado de la inflación, ésta se encuentra en el objetivo del Banco Central en 3% anual durante abril, pero pese a esto el Banco Central decidió aumentar sorpresivamente la tasa de referencia en 25 pbs. hasta 6.25% principalmente para dar soporte a la moneda, que ha continuado depreciándose. Por el lado político, se mantiene la incertidumbre respecto a la política interna bajo el mandato del presidente electo Prabowo Subianto. En este contexto, de incertidumbre política, pese a datos macroeconómicos más sólidos **se mantiene la posición neutral en Indonesia.** Por otro lado, en **Tailandia** la economía continúa deprimida. El indicador líder PMI de manufacturas registra 9 meses consecutivos en terreno contractivo. A la vez que el crecimiento económico para este año se ha corregido a la baja, esperando una expansión de 2.8% según el consenso del mercado. El gabinete aprobó un plan para ampliar el déficit presupuestario en USD 4.2 *billion* a 4.4% del PIB desde un 3.6% para impulsar el crecimiento. Por el lado de los precios, la

inflación está lejos del objetivo (0.2% en abril). Durante abril el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia sin cambios en 2.50%, pese a que algunas autoridades gubernamentales han solicitado iniciar con el ciclo de recortes para ayudar a la economía. Por el lado de las acciones, éstas cayeron USD 1.7% durante abril, al mismo tiempo que el THB se depreció 2.2% respecto al dólar. Las valorizaciones de las acciones son atractivas (P/U *fwd.*), mientras que las proyecciones de crecimiento de utilidad continúan corrigiéndose a la baja para este año hasta 12.5%, pero se corrigen al alza para el próximo. Sumado a los problemas políticos internos, durante el mes de mayo se conocerá el plan electoral para elegir los 200 escaños del Senado, que no son de votación popular. De este modo, con una economía deprimida e incertidumbre política, **se decide mantener el *underweight* en acciones tailandesas.**

## EMEA

**Se decide eliminar EMEA dentro de nuestro Benchmark de TAACo Global** debido a la falta de disponibilidad de instrumentos invertibles que repliquen el índice de la región. Aun así, **optamos por un posicionamiento neutral** en el caso de una cartera emergente global, relativo a Asia emergente y América Latina.

**Sudáfrica** continúa con una economía deteriorada y el FMI revisó a la baja su proyección de crecimiento para este año hasta 0.9% (desde 1.0%), debido cortes de electricidad y desafíos en la logística de transporte. Por el lado de la inflación esta se mantiene en 5.3% anual en marzo, al mismo tiempo que el Banco Central mantiene su postura restrictiva en política monetaria, con su tasa de referencia en 8.50%. Por el lado del mercado accionario, el índice MSCI del país se correlaciona positivamente con el oro, *commodity* cuyo precio subió 4.2% en abril, mientras que las acciones rentaron USD 2.0% el mismo mes. Respecto de las valorizaciones, estas lucen atractivas (P/U *fwd.*), aunque se observan salidas de flujos del principal ETF del país en el corto plazo (1 mes) y hasta 3 años. En el contexto de una economía deteriorada y salida de flujos, **se decide mantener la posición neutral en acciones sudafricanas** pese al *momentum* en oro.

La economía **turca** continúa deprimida y el PMI manufacturero no logró consolidarse y pasó a terreno contractivo en abril (49.4 pts.). La inflación continúa acelerándose (69.8% anual en abril), aunque bajo las expectativas del mercado, al mismo tiempo que el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en 50.0%. Por el lado del mercado accionario, pese a proyecciones de utilidades que se corrigen a la baja y flujos débiles, este ha sido utilizado como activo de refugio, y en abril las acciones rentaron USD 11.2% pero sin fundamentos macroeconómicos sólidos. Debido a la volatilidad que ha inyectado la inflación en la economía y el mercado **se mantiene en neutral las acciones turcas.**

Finalmente, en **Arabia Saudita** el indicador PMI de manufacturas continúa en amplio terreno expansivo (57 pts. en abril). Sin embargo, el FMI revisó a la baja las perspectivas de crecimiento a 2.6% para este año (desde 2.7%), principalmente por la continuidad de la política de recortes voluntarios de producción del crudo. Por otro lado, la inflación de marzo regrese ubicó en 1.7% en doce meses, en una economía que funciona con controles de precios, por lo que usualmente no enfrenta presiones inflacionarias. A pesar de ello, se retrasa una posible flexibilización monetaria de parte del Banco Central, junto con el retraso de inicio de recortes del Fed, que según el mercado se materializaría en septiembre, debido al tipo de cambio fijo. Finalmente, el mercado de valores saudí cayó USD 2.3% en abril y se observan salidas de flujos del principal ETF del país en el último mes, junto con proyecciones de crecimiento de utilidades que se corrigen a la baja para este año. En el contexto de una economía dependiente del petróleo, que actualmente goza del buen *momentum* de los *commodities*, pero con perspectivas de crecimiento que se deterioran, salida de flujos y proyecciones de crecimiento de utilidades que se corrigen a la baja **se decide mantener una posición neutral en Arabia Saudita.**

## RENTA FIJA

**US TREASURIES:** se aumenta la exposición en *treasuries* de 2 y 10 años, mientras que se mantiene el neutral en *treasuries* de 30 años y en TIPS

Tras un abril marcado por un nuevo *sell off* en los bonos del tesoro americano, en donde el *treasury* de 10 años volvió a alcanzar 4.70%, impulsado por las sorpresas inflacionarias y la incertidumbre acerca de la política monetaria norteamericana. Con el inicio de mayo, el Fed volvió a sorprender y en su reunión de este mes, a pesar de que reconoció la falta de progreso en los últimos datos inflacionarios, mantuvo un sesgo menos *hawkish* de lo esperado mencionando que consideran que con el tiempo el nivel actual de tasas mostrará ser lo suficientemente restrictivo. Por otro lado, los últimos datos económicos más débiles disminuyen las presiones alcistas en las tasas, con un PIB del primer trimestre y un mercado laboral que decepcionaron. Por el lado de la inflación, se mantiene la incertidumbre en cuanto a la evolución de ésta, y si bien el IPC lleva tres meses de sorpresas al alza, el deflactor del PCE mensual reportó en línea con las expectativas y la medida subyacente se mantiene estable en 2.8% interanual. Es así que, tras la reunión del Fed y con los nuevos datos económicos, el mercado ajustó al alza nuevamente sus expectativas de recortes de tasas para este año de 1 a 2, con un comenzando en septiembre. En la misma línea, tras el *sell off* de *treasuries* de abril en donde las tasas alcanzaron sus niveles máximos de este año, en mayo las tasas ajustan a la baja y el *treasury* de 10 años vuelve a 4.44%, mientras que la tasa de 2 años alcanza el 4.80%. Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- aumentó durante abril junto con los movimientos al alza en las tasas base alcanzando los 112 pts., sin embargo, con el inicio de mayo vuelve a moderarse y llega a 94 pts. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 2 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, también ajustan a la baja alcanzando 2.26% y 2.31% respectivamente, en línea con la mejora en los datos inflacionarios tras un primer trimestre de sorpresas al alza. De esta manera, tras el aumento de la curva de tasas el mes anterior, con inicio de mayo disminuyen las presiones alcistas en las tasas, a medida que observamos datos de actividad y mercado laboral enfriándose, un escalamiento de tensiones geopolíticas y un Fed que mantiene el tono menos *hawkish* con las expectativas de recortes del mercado aun por debajo de los 3 recortes esperados por el Fed para este año. Por otro lado, en el corto plazo aún se mantiene la incertidumbre con respecto a la inflación, aunque esperamos una moderación de las sorpresas inflacionarias al alza. En un horizonte de tiempo más largo, a pesar de que este año comenzarían los recortes, se mantiene la incertidumbre con respecto a la política fiscal estadounidense y los riesgos de largo plazo que implica. Dado lo anterior, **se mantiene una visión neutral en cuanto a duración observando aun niveles elevados de incertidumbre y volatilidad en el mercado de renta fija. Se toma un OW táctico en *treasuries* de 2 y 10 años dada la sobrereacción en las alzas de abril, mientras que se mantiene una posición neutral en *treasuries* de 30 años debido la elevada volatilidad de la parte larga de curva. Finalmente se mantiene el neutral en TIPS, esperando cierta moderación en las presiones inflacionarias, pero con riesgos aun presentes en el corto plazo.**

**GLOBAL INVESTMENT GRADE:** Se aumenta el UW

En cuanto a la deuda desarrollada, este último mes se consolida la expectativa de que Europa comenzaría con el ciclo de recortes de tasas de interés antes que EE.UU., a medida que se mantiene la divergencia de escenarios entre países desarrollados con los bancos centrales cada vez más cerca de un inicio del cambio en su postura. En EE.UU., las últimas semanas estuvieron marcadas por un Fed menos *hawkish* que lo esperado, calmando las preocupaciones del mercado y manteniendo las expectativas de recortes este año, junto a datos económicos que denotan un enfriamiento de la economía. Es así que, ante la menor fortaleza de la economía norteamericana, el mercado vuelve a esperar 2 recortes de tasas para este año iniciando en septiembre. Por su parte en Europa, la economía sigue recuperando *momentum* económico y el PIB del primer trimestre en la Zona Euro superó las expectativas creciendo 0.4% anual. Sumado a esa

mejora en el margen en actividad, la inflación también muestra noticias positivas y en abril alcanzó 2.4%, acercándose cada vez más a la meta del 2% y entregándole mayor maniobrabilidad al BCE para iniciar con los recortes anticipadamente. De esta manera, el mercado ya espera un primer recorte en junio, de manera que la Zona Euro recortaría antes que EE.UU. por primera vez en su historia. En cuanto a *Investment Grade*, en abril las tasas aumentaron significativamente y la clase de activo tuvo un *underperformance* con respecto a otros activos de renta fija debido también a lo alto de la duración de la clase de activo. En mayo, con la corrección de las tasas, *investment grade* recupera parte de las pérdidas del mes pasado y comienza el mes con desempeños positivos. Por su parte, a pesar de que la clase de activo se mantiene como una alternativa atractiva desde una perspectiva riesgo-retorno y que su mayor duración sería positiva ante caídas en las tasas, los niveles actuales de *spreads* nos parecen poco atractivos por lo que mantenemos preferencia en *treasuries* para realizar ajustes en la duración del portafolio. Debido a esto, **se reduce la exposición en *Global Investment Grade*.**

### **GLOBAL HIGH YIELD: Se reduce la exposición desde neutral a UW**

Respecto a *high yield*, durante gran parte del año la clase de activo se ha beneficiado de la fortaleza de la actividad económica y del mercado laboral norteamericano que le ha entregado soporte mediante compresiones de *spreads* (los cuales se acercan niveles mínimos de la última década). Sin embargo, gran parte de estas compresiones están explicadas por las sorpresas positivas en el crecimiento económico, las cuales se moderarían a medida que el ajuste monetario y el elevado nivel de tasas comienza a tener un mayor impacto en la economía. Por otro lado, la clase de activo mantiene un nivel de *yield* relativamente alto de 7.7% junto con una menor duración que explica el buen rendimiento de la clase de activo en este entorno de tasas al alza. No obstante, a pesar de que no esperamos una corrección fuerte en los *spreads* de *high yield*, consideramos que hay poco espacio para mayores compresiones restándole atractivo a la clase de activo en un entorno en que aún se mantienen presentes las tensiones geopolíticas y en un mes que las tasas corrigen a la baja tras el *sell off* de abril. Dado lo anterior, **se toma una exposición UW en Global HY.**

### **DEUDA EMERGENTE: Se mantiene el neutral en deuda soberana y *local markets*, junto con el OW en bonos corporativos HY e IG.**

Ante la subida de tasas de abril los bonos de países emergentes se mantuvieron defensivos ante los movimientos globales y durante el mes cayeron menos que los activos de países desarrollados. Este comportamiento más defensivo se explica principalmente por cierto grado de desacople de las tasas locales con las tasas de los *treasuries*, en donde múltiples bancos centrales emergentes continúan con un ciclo de recortes de tasas de política monetaria, mientras que los países desarrollados retrasan el inicio del ciclo. Bajo el contexto anterior, mantenemos perspectivas positivas para la renta fija emergente; la deuda emergente se mantiene atractiva no solo por los elevados *yields* frente al mundo desarrollado, sino que también por el potencial de apreciación en el precio de los bonos ante las caídas en tasas, disminuyen las presiones de factores externos y la inflación continúa desacelerándose.

En cuanto a la deuda soberana emergente, en un mes en que las tasas ajustaron al alza, la clase de activo se mantiene resiliente a los aumentos de los *treasuries* y a pesar de su mayor duración, genera un *outperformance* respecto a la deuda soberana desarrollada. Por otro lado, la clase de activo ofrece elevados niveles de *yield*, junto con una mayor duración que la beneficiaría en un entorno de correcciones tras el *sell off* de abril. No obstante, la menor calidad crediticia de la clase de activo la hace más vulnerable a conflictos geopolíticos globales, por lo que mantenemos preferencia por la deuda corporativa dentro del mundo emergente. En cuanto a la deuda corporativa emergente, se mantiene una alta convicción, especialmente en Latinoamérica dada la menor exposición de la región a conflictos geopolíticos, la buena salud corporativa de compañías con bajos niveles de apalancamiento y los bancos centrales en un ciclo de ajuste monetario expansivo. Por el lado *High Yield*, mantiene el *outperformance* con respecto al resto de activos de renta fija en lo que va del año con una rentabilidad acumulada de 4.4%. De esta manera, *High Yield* durante abril se mantiene resiliente al ajuste

en las tasas bases dada su menor duración y mayor *yield* de 8.8%, lo que entrega un colchón adicional de retorno por sobre el mundo desarrollado. En cuanto a riesgos, las expectativas de default para 2024 se mantienen estables en torno en 4%, mientras que los *spreads*, si bien parecen bajos con respecto su promedio histórico, estos se alinean a los movimientos de los activos de riesgo de créditos globales por lo que no esperamos grandes correcciones y se mantendrían estables en los niveles actuales. Por su parte, *Investment Grade* continúa ofreciendo un retorno un atractivo desde una perspectiva de riesgo-retorno, con un *yield* de 5.9% y una mayor calidad crediticia que le entrega una mayor protección a la clase de activo frente a eventos de riesgos y tensiones geopolíticas. Por otro lado, la mayor duración que beneficiaría a la clase de activo a medida que los bancos centrales emergentes continúan con el ciclo de recortes de tasas y los desarrollados se acercan a su inicio.

Respecto a *local markets*, en abril el dólar recuperó su fortaleza a medida que las tasas de los bonos del Tesoro norteamericano aumentaron considerablemente. Es así como, la moneda norteamericana se apreció un 1.7% (DXY) en abril, mientras que la gran mayoría de las monedas tanto de economías emergentes como desarrolladas acumularon depreciaciones durante el mes. En mayo, la tendencia se revierte y el dólar se deprecia la primera semana del mes, impulsado por la caída en las tasas tras la reunión del Fed y los datos del mercado laboral de abril. En el corto plazo, a pesar de la fuerte corrección de los primeros días de mayo, se mantienen elevada la incertidumbre con respecto a la evolución del dólar y factores como las tensiones geopolíticas o aumentos en presiones inflacionarias podrían revertir la tendencia depreciativa de la moneda norteamericana. En línea con lo anterior, **se mantiene el neutral en bonos soberanos y la sobreexposición en bonos corporativos HY e IG. Mientras que se mantiene el neutral en *local markets*.**

## EXPOSICIÓN A MONEDAS | MAYO 2024

Monedas	Bench.	Abril	Mayo	OW/UW	
USD	57.5%	53.8%	58.6%	OW	1.1%
EUR	7.5%	5.8%	6.5%	UW	-1.0%
GBP	1.5%	1.2%	1.2%	UW	-0.3%
JPY	2.5%	2.5%	2.5%	N	
GEMs	31.0%	36.8%	31.3%	OW	0.3%
	100.0%	100.0%	100.0%		

El resultado de la asignación del TAACo deriva en una determinada exposición de monedas, la que, de no reflejar nuestra visión, se ajusta con posiciones largas y/o cortas. Este mes no se toman posiciones activas.

## RESULTADOS TAACO GLOBAL | ABRIL 2024

Clase de activo / Región	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	50%	0%	-1.7%	-0.8%	-0.8%	0.0	-1.3
Renta Fija	50%	45%	-5%	-2.1%	-1.0%	-0.9%	1.1	1.0
Caja	0%	5%	5%	0.4%	0.0%	0.0%	11.6	
Oro	0%	0%	0%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
<b>Portafolio</b>					<b>-1.88%</b>	<b>-1.76%</b>	<b>12.7</b>	<b>-0.3</b>
Outperformance / Underperformance (bps)								<b>12.4</b>
Europe ex UK	13.5%	11.5%	-2.0%	-3.6%	-0.49%	-0.41%	3.9	
Europe Small Cap ex UK	1.3%	0.0%	-1.3%	-2.5%	-0.03%	0.00%	1.1	
UK	2.9%	2.4%	-0.5%	1.9%	0.05%	0.05%	-1.8	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	0.0%	-3.8%	-0.60%	-0.60%	0.0	
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	0.0%	-4.2%	-0.58%	-0.58%	0.0	
US Small Caps	3.6%	3.6%	0.0%	-6.6%	-0.24%	-0.24%	0.0	
Japan	4.9%	4.9%	0.0%	-4.9%	-0.24%	-0.24%	0.0	
<b>Desarrollados</b>	<b>56.0%</b>	<b>52.2%</b>	<b>-3.8%</b>	<b>-3.8%</b>	<b>-2.12%</b>	<b>-2.03%</b>	<b>3.2</b>	
LatAm	4.1%	7.1%	3.0%	-3.5%	-0.14%	-0.25%	-5.5	
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.0%	-7.4%	-0.05%	-0.05%	0.0	
China	12.7%	12.7%	0.0%	6.6%	0.84%	0.84%	0.0	
EM Asia ex China	15.6%	16.6%	1.0%	-1.7%	-0.27%	-0.29%	-0.1	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	2.9%	0.12%	0.12%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.9%	6.7%	-0.2%	-0.4%	-0.03%	-0.03%	-0.2	
<b>Emergentes</b>	<b>44.0%</b>	<b>47.8%</b>	<b>3.8%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.46%</b>	<b>0.34%</b>	<b>-5.8</b>	
<b>Equities</b>					<b>-1.66%</b>	<b>-1.69%</b>	<b>-2.6</b>	
Treasuries 5Y	6.0%	6.0%	0.0%	-1.8%	-0.11%	-0.11%	0.0	
Treasuries 10Y	11.5%	11.5%	0.0%	-3.4%	-0.39%	-0.39%	0.0	
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	0.0%	-6.5%	-0.43%	-0.43%	0.0	
US Tips	2.8%	2.8%	0.0%	-1.7%	-0.05%	-0.05%	0.0	
Global Corporate IG	26.5%	25.0%	-1.5%	-2.3%	-0.60%	-0.57%	0.3	
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	0.0%	-0.9%	-0.04%	-0.04%	0.0	
<b>Deuda Desarrollados</b>	<b>57.7%</b>	<b>56.2%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>-2.8%</b>	<b>-1.62%</b>	<b>-1.58%</b>	<b>0.3</b>	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	0.0%	-2.8%	-0.14%	-0.14%	0.0	
EM Sovereign HY	5.5%	5.5%	0.0%	-1.0%	-0.05%	-0.05%	0.0	
EM Corporate IG	3.6%	4.1%	0.5%	-1.2%	-0.04%	-0.05%	0.4	
EM Corporate HY	5.0%	6.0%	1.0%	-0.5%	-0.02%	-0.03%	1.6	
EM Local Markets	23.2%	23.2%	0.0%	-1.0%	-0.22%	-0.22%	0.0	
<b>Deuda Emergente</b>	<b>42.3%</b>	<b>43.8%</b>	<b>1.5%</b>	<b>-1.1%</b>	<b>-0.48%</b>	<b>-0.49%</b>	<b>2.0</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>-2.10%</b>	<b>-2.08%</b>	<b>2.3</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001

Datos al 30 de abril 2024

En abril se mantuvo la asignación a acciones en neutral, bonos en *underweight*, y se asignó 5% a caja. Al cierre de mes la cartera TAACo Global tuvo una pérdida de -1.8%, 12 pbs. mejor que el benchmark, principalmente por la posición en caja.

Durante abril a nivel de attribution analysis, (i) la asignación de activos generó ganancias por la posición larga en caja en un mes en que tanto la renta fija como variable tienen desempeño negativo; (ii) la selección de instrumentos fue marginalmente negativa: generó ganancias la posición corta Europa, pero restó el largo LatAm. En bonos nos benefició la posición larga CEMBI.

## DESEMPEÑO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	-1.8%	1.5%	0.6%	6.6%	-0.9%	3.3%	3.4%	5.0%	10.4%
Benchmark	-1.9%	1.5%	0.5%	6.9%	-2.1%	2.5%	2.7%	3.7%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	12	-5	7	-35	116	77	75	130	
<b>Acciones</b>	<b>-1.7%</b>	<b>5.0%</b>	<b>3.4%</b>	<b>13.0%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>5.2%</b>	<b>4.7%</b>	<b>3.8%</b>	<b>15.2%</b>
Benchmark	-1.7%	5.0%	3.5%	13.2%	-0.3%	5.2%	4.6%	3.3%	15.1%
Europe ex UK	-3.6%	1.4%	1.6%	5.1%	0.9%	5.2%	2.2%	2.9%	19.8%
Europe Small Cap ex UK	-2.5%	1.0%	-1.7%	1.2%	-5.6%	3.8%	3.3%	6.9%	23.7%
UK	1.9%	6.5%	5.1%	7.3%	6.6%	5.2%	2.7%	4.5%	19.5%
US Large Cap Growth	-3.8%	4.5%	7.6%	33.4%	8.0%	17.3%	16.0%	--	21.3%
US Large Cap Value	-4.2%	3.5%	4.5%	12.6%	5.5%	7.9%	7.8%	--	16.8%
US Small Caps	-6.6%	2.1%	-1.4%	13.6%	-1.2%	7.3%	8.2%	8.9%	23.7%
Japan	-4.9%	0.2%	4.8%	17.0%	0.4%	4.3%	4.4%	1.9%	15.9%
<b>Desarrollados</b>	<b>-3.7%</b>	<b>3.6%</b>	<b>4.8%</b>	<b>18.4%</b>	<b>5.6%</b>	<b>10.5%</b>	<b>8.9%</b>	<b>6.7%</b>	<b>19.0%</b>
LatAm	-3.5%	-2.7%	-7.3%	15.2%	7.0%	2.8%	1.0%	7.9%	30.7%
LatAm Small Cap	-7.4%	-3.6%	-9.3%	10.1%	-1.6%	-1.2%	-2.7%	6.1%	33.8%
China	6.6%	16.6%	4.3%	-6.8%	-17.6%	-5.5%	2.1%	6.9%	26.2%
EM Asia ex China	-1.7%	7.0%	4.4%	21.0%	1.1%	8.9%	6.7%	--	20.1%
EM Asia Small Cap	2.9%	6.1%	3.9%	23.5%	2.4%	9.8%	6.2%	9.3%	19.7%
EM Europe and Middle East	-0.4%	0.6%	-0.4%	2.9%	-8.9%	-5.4%	-4.5%	2.2%	20.1%
<b>Emergentes</b>	<b>0.4%</b>	<b>7.8%</b>	<b>2.8%</b>	<b>9.9%</b>	<b>-5.4%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.9%</b>	<b>7.7%</b>	<b>19.0%</b>
<b>Renta fija</b>	<b>-2.1%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>0.7%</b>	<b>-3.6%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>0.9%</b>	<b>4.0%</b>	<b>6.5%</b>
Benchmark	-2.1%	-1.9%	-2.5%	0.8%	-4.0%	-0.5%	0.5%	3.4%	6.5%
Treasuries 5Y	-1.8%	-2.8%	-2.6%	-1.9%	-3.3%	-0.2%	0.7%	3.0%	4.7%
Treasuries 10Y	-3.4%	-4.8%	-4.9%	-6.4%	-5.7%	-1.5%	0.4%	3.2%	8.3%
Treasuries 30Y	-6.5%	-8.1%	-10.2%	-14.3%	-12.5%	-5.0%	-0.3%	3.8%	17.1%
US Tips	-1.7%	-1.9%	-1.8%	-1.3%	-1.6%	2.1%	1.9%	4.2%	6.2%
Global Corporate IG	-2.3%	-2.5%	-3.0%	1.5%	-4.0%	0.2%	1.1%	4.2%	9.0%
Global Corporate HY	-0.9%	0.4%	0.4%	8.7%	0.0%	2.9%	3.3%	6.7%	10.0%
<b>Deuda Desarrollados [1]</b>	<b>-2.8%</b>	<b>-3.4%</b>	<b>-3.9%</b>	<b>-1.7%</b>	<b>-5.0%</b>	<b>-0.9%</b>			
EM Sovereign IG	-2.8%	-2.1%	-3.5%	-0.9%	-4.6%	-0.3%	2.0%	5.5%	9.8%
EM Sovereign HY	-1.0%	4.4%	3.5%	18.7%	0.9%	1.4%	2.6%	7.4%	14.6%
EM Corporate IG	-1.2%	-0.4%	-0.2%	3.6%	-2.2%	1.1%	2.5%	--	6.5%
EM Corporate HY	-0.5%	2.4%	3.9%	9.3%	-2.1%	1.6%	4.0%	--	10.8%
EM Local Markets	-1.0%	-1.0%	-1.9%	1.5%	-1.5%	0.8%	-0.1%	--	10.0%
<b>Deuda Emergentes [1]</b>	<b>-1.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>3.8%</b>	<b>-2.1%</b>	<b>0.7%</b>			
<b>Caja</b>	<b>0.4%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.8%</b>	<b>5.4%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.5%</b>	<b>0.6%</b>
<b>Oro</b>	<b>4.2%</b>	<b>12.4%</b>	<b>11.0%</b>	<b>16.4%</b>	<b>9.3%</b>	<b>12.5%</b>	<b>6.0%</b>	<b>9.9%</b>	<b>14.7%</b>

\* Anualizado \*\* Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboración propia

Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de Compass y/o personas relacionadas ("Compass"), no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de las opiniones contenidas en este informe. Cualquier opinión expresada en este material, está sujeta a cambios sin previo aviso de Compass, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass, sus personas relacionadas, ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquéllas expresadas en el presente informe.