

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Abril	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	0.6%	-0.2%	5.5%	0.0%	5.4%	2.1%	3.2%	4.9%	10.1%
Benchmark	0.7%	-0.1%	5.4%	-0.3%	3.2%	1.2%	2.4%	3.5%	9.8%
Out/Underperformance (bps)	-0	-5	11	30	211	95	87	138	
Acciones	0.6%	-0.7%	6.8%	-1.3%	8.7%	2.4%	4.2%	3.4%	14.8%
Benchmark	0.6%	-0.7%	6.7%	-0.9%	8.3%	2.2%	4.0%	2.9%	14.7%
Renta Fija	0.7%	0.5%	4.1%	0.6%	-1.1%	0.1%	0.8%	4.2%	6.2%
Benchmark	0.7%	0.4%	4.0%	0.0%	-1.9%	-0.4%	0.4%	3.5%	6.2%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	0.1%	3.0%	9.3%	3.7%	5.2%	8.6%	3.0%	9.6%	14.3%

Resultados al 30 de abril de 2023
*Anualizado ** Desde 2001

ÍNDICE

Something's in the air1

Asignación de activos . 3

Resultados 13

Desempeño..... 14

Something's in the air...¹

Desde principios de marzo el foco de los inversionistas está en los dos temas que más afectan a la economía y mercados actualmente: (i) inflación y tasas de interés y (ii) stress financiero/crisis crediticia (*credit crunch*). De telón de fondo, prevalecen otros factores de riesgo como el límite de deuda de Estados Unidos (*debt ceiling*), las tensiones China- Estados Unidos, la guerra en Ucrania, y cambios estructurales (revolución digital y mega tendencias).

A principios de 2023, el mundo parecía encaminarse -no exento de ruidos económicos, y geopolíticos- hacia una cierta normalización. A partir de enero de este año, las acciones subían luego de las fuertes caídas del año pasado, las tasas de interés ajustaban la economía para contrarrestar la inflación y se cerraban divergencias y anomalías que se generaron con la pandemia y se profundizaron entre 2021 y 2022. El consenso apuntaba hacia que las tasas de interés subirían hasta medio año y el ciclo de bajas comenzaría a principios del próximo año. Como escenario base, una desaceleración o recesión poco profunda en Estados Unidos y una reapertura de China dando soporte a la economía global. Sin embargo, la caída de bancos regionales en Estados Unidos (hasta ahora cuatro entidades, enfocadas principalmente en *venture capital* y criptomonedas) ha sacado a flote vulnerabilidades del sistema financiero y puede desviar el curso del ciclo económico. ¿En qué medida afectará esto a la economía global? Hasta el momento el efecto ha sido limitado, pero aún es temprano para llegar a conclusiones pues está en desarrollo.

La crisis crediticia exagera los efectos contractivos en la economía, equivale a dos o más alzas de las tasas de interés, por lo que el ciclo de alzas de tasas de interés terminaría antes. De hecho, el mercado modificó sus expectativas: se espera que el alza de tasa de referencia o *Fed Funds Rate* por parte del Fed (Banco de la Reserva Federal de EE. UU.) de principios de mayo sea la última y el ciclo de recortes se adelantaría para el tercer o cuarto trimestre de este año. Asimismo, el comunicado de la entidad fue menos *hawkish* (agresivo hacia el alza). El *stress financiero* desplazó hacia abajo la curva de las tasas de interés (*yield curve* o niveles de tasas para diferentes plazos). Cabe tener en cuenta que los préstamos de los bancos regionales en Estados Unidos tienen importante efecto en las pequeñas y medianas empresas y los *spreads* (indicadores de riesgo) de la deuda *high yield*, hasta el momento no registran mayores alzas.

Varios focos de incertidumbre en los mercados

La caída de los bancos regionales puede desviar el curso del ciclo económico, aunque sus efectos por el momento son limitados

La crisis crediticia adelantó las fechas esperadas de el fin del ajuste monetario y comienzo de los recortes de tasas

¹ Hay algo en el aire. Dicho que se utiliza en un ambiente incierto y el sentimiento que "algo" puede suceder.

En cuanto a la inflación, se registra una desaceleración importante, aunque los datos de la medición subyacente (*core*, sin volátiles, alimentos y energía) están tardando más en ceder. Ello está principalmente asociado al sector de servicios, cuyo nivel de actividad se mantiene dinámico, al contrario de manufacturas, que ya está en terreno contractivo. Dentro de los datos de inflación *core*, destaca lo relacionado a vivienda, pues en este ítem hay rezago en la lectura de los datos. Por otro lado, los costos de fletes para el comercio internacional han vuelto a niveles “normales”, lo que sucedería también en los costos de transporte aéreo luego de este verano en el hemisferio norte.

La inflación subyacente está tardando más en ceder, asociada al sector de servicios

Cabe resaltar también que este año la negociación por el techo de la deuda o *debt ceiling* en Estados Unidos puede ser más dura. Las condiciones actuales, demócratas en la presidencia con ajustada ventaja en el senado y oposición con mayoría en la cámara baja, podrían llevar al escenario de 2011 cuando la deuda de ese país estuvo al borde del *default* y se rebajó la calificación crediticia del país.

Este año la negociación del *debt ceiling* en EE.UU. puede ser más dura

En cuanto a la salud corporativa, si bien las utilidades vienen sorprendiendo positivamente, se registran en general caídas de éstas. Finalmente, este 2023 terminaría arrojando una baja de alrededor de 1% en las ganancias de las empresas del S&P 500, aunque con grandes divergencias entre sectores. A pesar de que las ventas han seguido aumentando, son más bien los aumentos en costos y consecuente deterioro de los márgenes lo que está llevando a las caídas en los resultados.

Si bien las utilidades sorprenden positivamente, se proyecta una caída de 1% en las ganancias de las empresas S&P 500 para 2023

Aunque China está viendo datos de actividad dinámicos, las tensiones geopolíticas pesaron más en el desempeño bursátil de ese país el mes pasado. El sector de servicios lidera la recuperación y el gobierno mantiene el crecimiento económico como prioridad.

Ante un ambiente en que los riesgos de incertidumbre respecto de la inflación y el sector bancario estadounidense están latentes, en la asignación de activos se reduce la posición en acciones a subponderar a favor de caja y se mantiene una posición neutral en renta fija. Existe valor en los bonos ya que los rendimientos son altos y las eventuales bajas en las tasas de interés generarían ganancias de capital. Asimismo, el verano del hemisferio norte trae menores volúmenes, lo que podría generar movimientos más fuertes en los precios en un ambiente en que el sentimiento de mercado está dando más peso a las noticias negativas.

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS | MAYO 2023

TAACo Global	Bench.	Abril	Mayo	OW / UW	Cambio			
Acciones	50%	50%	45%	UW	-5%	-5.0%	-	Se reduce la posición en acciones a subponderar a favor de caja y se mantiene la posición neutral en renta fija
Renta Fija	50%	50%	50%	N				
Caja			5%	OW	5.0%	5.0%	+	
Oro				N				
Total Cartera								Subexposición en acciones, neutral renta fija y OW en caja
Europe ex UK	13.5%	14.0%	14.0%	OW	0.5%			OW acciones europeas
Europe Small Cap ex UK	1.3%	1.4%	1.4%	OW	0.1%			
UK	2.9%	2.9%	2.9%	N				
US Large Cap Growth	15.8%	13.3%	14.8%	UW	-1.0%	1.5%	+	UW acciones EEUU Growth y Small Cap, neutral Value
US Large Cap Value	14.0%	14.7%	14.0%	N		-0.7%	-	
US Small Caps	3.6%	3.7%	3.0%	UW	-0.6%	-0.7%	-	
Japan	4.9%	3.3%	3.9%	UW	-1.0%	0.6%	+	UW Japón
Mercados desarrollados	56.0%	53.3%	54.0%	UW	-2.0%	0.7%	+	
LatAm	4.1%	5.1%	5.1%	OW	1.0%			
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.7%	N				
China	12.7%	12.8%	13.7%	OW	1.0%	0.9%	+	OW acciones emergentes: China, LatAm y Asia ex. China
EM Asia ex China	15.6%	17.5%	16.6%	OW	1.0%	-0.9%	-	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	3.0%	UW	-1.0%	-1.0%	-	
EM Europe and Middle East	6.9%	6.6%	6.9%	N		0.3%	+	
Mercados emergentes	44.0%	46.7%	46.0%	OW	2.0%	-0.7%	-	Neutral EMEA
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%					
Treasuries 5Y	6.0%	6.5%	6.5%	OW	0.5%			En renta fija OW desarrollados y UW emergentes
Treasuries 10Y	11.5%	12.7%	12.7%	OW	1.2%			
Treasuries 30Y	6.6%	6.9%	6.6%	N		-0.3%	-	
US Tips	2.8%	1.9%	1.5%	UW	-1.3%	-0.4%	-	OW Treasuries 5 y 10Y, UW Tips
Global Corporate IG	26.5%	28.5%	28.5%	OW	2.0%			OW Global IG y UW Global HY
Global Corporate HY	4.3%	3.6%	3.6%	UW	-0.7%			
Deuda desarrollados	57.7%	60.1%	59.4%	OW	1.7%	-0.7%	-	
EM Sovereign IG	5.0%	3.1%	3.5%	UW	-1.5%	0.4%	+	OW Corporativos Emergentes IG y Local Markets
EM Sovereign HY	5.5%	3.0%	3.0%	UW	-2.5%			
EM Corporate IG	3.6%	5.5%	5.5%	OW	1.9%			UW emergentes soberanos IG y HY
EM Corporate HY	5.0%	5.0%	5.0%	N				
EM Local Markets	23.2%	23.3%	23.6%	OW	0.4%	0.3%	+	
Deuda emergente	42.3%	39.9%	40.6%	UW	-1.7%	0.7%	+	
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%					

Para mayo se sigue bajando el riesgo de la cartera TAACo: se bajan las acciones a 45%, mientras se mantienen los bonos en neutral, asignando 5% a caja. Escasa visibilidad debido a una serie de eventos ocurriendo en forma simultánea nos lleva a tomar una posición aún más cautelosa en meses en que tienden a bajar los volúmenes transados con la llegada del periodo estival en el hemisferio norte. Los bonos mantienen su atractivo, con *yields* que se mantienen altos y bancos centrales que comenzarán a recortar las tasas de referencia eventualmente, aunque son vulnerables a un ambiente de elevada volatilidad. Incertidumbre sobre un eventual default de EE.UU. en caso de no lograrse acuerdo sobre el límite de la deuda ha aumentado

en forma significativa las tasas de corto plazo, haciendo atractiva la caja. Por su parte, continuamos favoreciendo acciones fuera de Estados Unidos, en particular las europeas, chinas, de Asia emergente y latinoamericanas.

RENTA VARIABLE

EUROPA EX UK: Se mantiene el *overweight* en *Large Cap* y *neutral Small Cap*

Durante abril la región registró nuevamente un mejor desempeño que EE.UU., cerrándose el diferencial de retornos de corto y mediano plazo. A nivel geográfico, las acciones europeas -ex Reino Unido- lideran en lo corrido del año, con desempeños de doble dígito en dólares. A pesar de ello, las valorizaciones aún son atractivas: 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 desarrollados.

No obstante, el buen *momentum* accionario, el económico se deteriora. El índice de sorpresa económica pierde dinamismo y luego de haber alcanzado un *peak* en febrero pasado pasa a negativo en el inicio de mayo. Una inflación que sigue siendo pegajosa y datos que decepcionan en Alemania se encuentran entre los causantes. Como consecuencia del menor dinamismo del comercio internacional, las órdenes de fábricas alemanas se contrajeron en marzo un 11% mensual, la mayor caída desde abril de 2020, al inicio de la pandemia. El indicador líder PMI de manufacturas se ubicó en abril en 45.8 pts., hundiéndose aún más en terreno de contracción económica para el sector en los siguientes 6 a 12 meses. Al contrario, servicios se mantiene resiliente a pesar del encarecimiento en el costo de la vida, el PMI del sector llegó a 56.2 pts, el mayor nivel desde hace un año, dadas las buenas perspectivas que se tienen para la temporada de primavera – verano con la reactivación del turismo.

La confianza del inversionista Sentix y la del consumidor mantienen una tendencia al alza, aunque continúan en terreno de pesimismo. El consumo sigue deprimido, pero las expectativas mejoran en forma significativa con la caída de los precios de la energía que libera presupuesto en los hogares y la reapertura china que traerá turistas beneficiando a países periféricos como España e Italia.

Por su parte, la inflación revierte la tendencia a la baja y en abril sube a 7% interanual (6.9% anual en marzo), mientras que la medida subyacente -que excluye componentes volátiles como combustibles y alimentos- llega a 5.6% anual. El Banco Central Europeo deberá continuar con el ajuste monetario, que comenzó en forma tardía el año pasado, para lograr controlar las presiones inflacionarias, pero reconociendo los efectos rezagados de las alzas de tasas. Así, en la reunión de inicios de mayo aumentó la tasa de interés en 25 pbs. hasta 3.25%, disminuyendo la magnitud de las alzas. Para lo restante del año quedarían entre una y dos alzas de 25 pbs., para luego estabilizar la tasa en lo remanente de 2023.

Luego de pasado el momento de mayor aversión al riesgo registrado en marzo, cuando las tasas de interés bajaron por el stress financiero, las tasas de interés subieron en abril. Como referencia, en Alemania la tasa del Bund a 2 y 10 años subió entre 10 a 15 pbs. en el último mes, con una curva que se empina en el margen para tal tramo.

Por su parte, respecto al sector corporativo las utilidades de las compañías del MSCI EMU (Unión Económica y Monetaria de Europa) se contraen un 8% en promedio (habiendo reportado un 61% del índice al 5 de mayo), mientras las ventas crecen un 4%. Si bien se logra traspasar en parte las alzas en los costos, la compresión de márgenes es significativa en sectores como materiales y consumo discrecional. Sin embargo, aun así, los resultados sorprenden al alza ante expectativas que se encontraban aún más deprimidas. Para 2023, se estima que las utilidades crezcan 1.7% en 2023, dato que se mantiene en el último mes. A pesar de las turbulencias, el crecimiento de utilidades estaría liderado por el sector tecnológico y financiero, seguido por el industrial.

La llegada del mejor clima auspicia más turistas y reactivan más firme de los servicios, a lo que se suman una alta exposición a China en la generación de ingresos de las compañías europeas. Además, valorizaciones absolutas y relativo de las norteamericanas baratas nos llevan a **sobreponderar las acciones europeas.**

REINO UNIDO: Se mantiene asignación en neutral

El país tuvo el evento de coronación más caro de su historia y sin importar la alta inflación, las calles se llenaron de seguidores de la corona. El optimismo no es sólo por la llegada del Rey Carlos III, sino por mejoras económicas que traen ilusiones a los británicos.

El índice de sorpresa económica se ubica en su mayor nivel desde mediados de 2021 y el PMI de servicios llegó a 56 pts. Al contrario, el de manufacturas se mantiene bajo 50 pts. (umbral de expansión/contracción económica del sector).

Por su parte, la inflación no logra bajar del doble dígito y se ubicó en 10.1% interanual en marzo (6.2% la subyacente) complicando aún más el trabajo del BoE, que se debate entre controlar la inflación e impulsar la economía. La tasa de referencia está en 4.25%, estimándose que llegue entre 4.75% y 5% este año. Al igual que en otros países desarrollados, la curva de tasas se movió al alza el último mes, con las tasas a 2 y 10 años ubicándose ambas en torno a 3.8%.

El sector corporativo, que se mostró resiliente en 2022, resentirá el menor crecimiento económico este año; se estima que las utilidades se contraigan en torno a 8% -dato similar al mes previo-, los sectores de materiales y energía tendrían los peores resultados.

A pesar de subir USD 5% en abril, las acciones británicas quedan rezagadas respecto a las europeas en lo corrido del año. Sus valorizaciones lucen baratas respecto de sus pares en Europa continental, transando con un descuento de 17% en la P/U *fwd.*, a lo que se suma un atractivo *dividend yield* de ~4%. No obstante, la alta inflación, un ajuste monetario que está afectando la actividad y persistentes salidas de flujos a fondos e ETFs, nos llevan a **mantener una posición neutral en este mercado accionario** hasta observar datos que confirmen un repunte accionario.

ESTADOS UNIDOS: Se mantiene *underweight* en acciones *Large Cap Growth* y *Small Caps*, mientras se neutraliza *Value*

Abril extendió las alzas de marzo para las acciones estadounidenses y el S&P500 subió 1.5%, aunque con disparidad entre sectores y tamaños. Las acciones de estilo *value* impulsadas por los bancos recuperaron valor en la medida que se disipa parte del temor de una crisis financiera gatillada por la quiebra de Silicon Valley Bank (SVB). A pesar del rebote, persiste cierta desconfianza sobre los alcances del aumento del *stress* financiero en la economía real. Los bancos regionales otorgan casi un 40% de los créditos circulantes en el país y un ajuste de los estándares crediticios podría frenar el crédito principalmente a empresas medianas y pequeñas, lo que hace vulnerables a las acciones tipo *small cap*. Por su parte, el *rally* de las tecnológicas muestra señales de agotamiento luego de que el Nasdaq 100 subiera ~ 20% en los primeros 4 meses del año, encareciendo las valorizaciones.

La desaceleración económica y la pegajosa inflación también está afectando los márgenes corporativos. Habiendo reportado cerca de un 85% de las compañías del S&P500 sus resultados del primer trimestre del año, se observa una contracción de utilidades promedio de 3.5%, aunque sorprendiendo al alza ante deprimidas expectativas. Para 2023 se estima que las utilidades tengan una variación nula respecto al año anterior, con un sesgo que ha sido marcadamente a la baja.

Por su parte, el *momentum* económico si bien es positivo, continúa a la baja. Hay disparidad entre indicadores líderes de manufacturas, que son más pesimistas, y de servicios, que proyectan un fuerte crecimiento del sector. El mercado laboral continúa robusto, en abril se crearon 253 mil nuevos puestos de trabajo, superando los estimados, mientras que la tasa de desempleo bajó a 3.4%. Los salarios no dan señales de ceder y subieron 4.4% interanual en el mismo mes.

De esta forma, ante una inflación que cede lentamente, una medida subyacente que está siendo persistente (5.6% a doce meses en marzo) y un mercado laboral estrecho, el Fed decidió aumentar la tasa de interés a inicios de mayo, en lo que sería la última alza de este ciclo de ajuste monetario. El mercado ahora se debate en torno a cuándo comenzarán los recortes, pero está internalizado que será durante la segunda mitad del año. En los últimos 30 días, la curva de tasas de interés de los bonos del Tesoro se elevó prácticamente en forma paralela, manteniendo la magnitud de la inversión en el tramo 2-10 años. Sin embargo, ante la

incertidumbre sobre un eventual default en caso de que no se logre un acuerdo respecto del límite de la deuda fiscal, la tasa a 30 días aumentó 90 pbs. en el último mes hasta 5.35% y la de 3 meses 40 pbs. hasta 5.25%.

Pérdida del *momentum* económico, aumento en la probabilidad de un aterrizaje forzoso, valorizaciones que han ido perdiendo atractivo y salida persistente de flujos a fondos e ETFs en el último mes y 3 meses nos llevan a tomar cautela **con un *underweight* en acciones estadounidenses *growth* (cuyo rally pierde fuerza) y *small caps* (que son más vulnerables a restricciones crediticias). Por su parte, se neutraliza *value* debido a valorizaciones menos ajustadas y al sobre castigo que han presentado en los meses recientes.**

JAPÓN: Se aumenta la exposición a acciones japonesas, aunque manteniendo el *underweight*

El *momentum* económico se ha estabilizado en terreno positivo con datos que sorprenden en el margen. De esta forma, la recuperación económica comienza a generar tracción. PMIs de manufacturas y servicios también mejoran en abril, aunque el primero se mantiene bajo 50 pts. (49.5 pts.).

Por su parte, debutó el nuevo gobernador del banco central, Kazuo Ueda, quien comunicó que por el momento el país mantendría la actual política monetaria expansiva y el control de la curva de tasas de interés (YCC, por su sigla en inglés). Ante la decepción del mercado respecto a alguna novedad sobre la normalización monetaria, el yen se depreció hasta 137.5 ¥/USD, nivel no visto desde fines del año pasado, mientras que las tasas de interés cayeron en el margen. La medida encontraría fundamentos en una inflación que habría llegado a un *peak* y comienza a converger a la meta (3.2% anual en marzo).

A nivel accionario, el MSCI Japón subió 1% en abril (en USD), quedándose atrás de pares globales y manteniendo un rezago en lo corrido del año y en el largo plazo. Las valorizaciones (P/U *fwd.*) transan con descuento en términos históricos y relativo a pares desarrollados por casi una desviación estándar. Por su parte, las utilidades crecerían 5.3% este año, dato que es corregido a la baja el último mes, pero es de los más altos de países desarrollados.

Se comienzan a ver luces respecto del despegue de la economía japonesa y menos incertidumbre respecto al rumbo de la política monetaria, pero los inversionistas aún se mantienen cautelosos y los flujos salen desde fondos e ETFs en las últimas 4 semanas. Así, se decide **disminuir la subexposición a acciones japonesas** mientras la economía genera mayor tracción y reconociendo lo atractivo de las valorizaciones.

ACCIONES EMERGENTES: Se mantiene el *OW* en China, Asia EM ex China y LatAm y la posición neutral en EMEA

Abril fue difícil para los mercados emergentes. El aumento de las tensiones geopolíticas entre China y EE.UU. presionó los mercados y llevó a que China cayera más que sus pares, arrastrando también el desempeño de Asia. Sin embargo, el escenario base no incorpora un desenlace catastrófico de las tensiones en el corto plazo y la recuperación económica de China continúa en buen pie, apoyado por estímulos fiscales y monetarios. Por esto, se decide **mantener el *OW* en China, así como la sobreexposición a acciones de Asia EM ex China**, que se beneficiará de esta mayor actividad en el gigante asiático. Por el lado de **América Latina, se mantiene el *OW*** en línea con las descontadas valorizaciones y una menor incertidumbre política en los países principales. Para **EMEA, se mantiene la posición neutral**, luego de que, con la vuelta del feriado del día del trabajador en China, ha aumentado la volatilidad del precio del petróleo.

AMÉRICA LATINA: Se mantiene el *overweight*

La región cuenta con soporte en factores estructurales, tales como el precio de *commodities*, favorecido de la transición energética y energías limpias, junto con la tendencia de desglobalización que impulsa el *nearshoring*, principalmente beneficiando a México. Las valorizaciones se mantienen con significativo descuento, transando bajo su promedio de 10 años (varios países cerca de sus mínimos históricos), teniendo un atractivo en comparación al resto de los emergentes. Por otra parte, luego de un anticipado y agresivo ajuste monetario realizado por los bancos centrales se espera inicie un ciclo de recortes en las tasas de interés durante este año, el cual ya partió con Uruguay y se espera que continúe con el resto de los países de la región. A su vez, disminuyó considerablemente el riesgo fiscal que había estado presente en Brasil. Con esto, se decide **mantener la sobreexposición en Latinoamérica.**

En el caso de **Brasil**, el PMI de servicios avanza hasta 54.5 pts. en abril, mientras que el consenso de mercado corrige al alza su perspectiva de crecimiento de este año a 1.0%, esperando un mejor desempeño del sector agrícola. Por su parte, la inflación de marzo se desaceleró hasta 4.6% en doce meses (desde 5.6% en febrero), resultado que ha sido interpretado positivamente por el mercado, esperando que el Banco Central recorte la tasa de referencia (Selic) en la segunda mitad del año y termine en diciembre en 12.25% (una reducción de 150 pbs. desde el 13.75% actual). En comercio internacional, el país obtuvo un superávit comercial de USD 24,068 millones en los primeros cuatro meses de 2023, un 18% más que en el mismo período del año pasado. En el plano político, el gobierno envió el proyecto del marco fiscal al congreso, manteniendo prácticamente la totalidad de lo anunciado previamente. Si bien todavía queda cierta incertidumbre respecto a cómo se obtendrán los ingresos fiscales extra necesarios para cumplir con las metas del proyecto, disminuyó considerablemente el riesgo fiscal dado que el mercado tiene mayor claridad de a qué enfrentarse fiscalmente en el periodo de este gobierno. Por otra parte, el real brasileño se ha apreciado 6.8% en lo que va del año. Respecto a valorizaciones, se mantienen en niveles atractivos con la razón P/U *fwd.* y precio/valor libro (P/VL) bajo sus promedios de 5 años en términos absolutos -y atractivos con respecto a la región en el caso de la primera-. En base a lo anterior, con mejora en perspectivas económica y atractivas valorizaciones, junto a un menor riesgo fiscal, se decide **aumentar la exposición en acciones brasileñas a OW.**

Por el lado de **México**, mejoran las expectativas de la economía con el IMEF manufacturero regresando a terreno de expansión económica hasta 50.6 pts., mientras que el IMEF no manufacturero se mantiene por 15 meses consecutivos en terreno de expansión (52.2 pts). Por su parte, el mercado laboral sigue mostrando fortaleza con la tasa de desempleo disminuyendo en marzo hasta 2.4%. Además, la inflación de abril muestra señales de desaceleración, cayendo hasta 6.3% en doce meses, con lo que se espera que Banxico en la reunión de mayo mantenga la tasa de política monetaria en 11.25%. Lo anterior, le entrega soporte al peso mexicano que se ha apreciado en torno a 9.3% en lo que va del año, mientras que en el último año han entrado flujos a fondos e ETFs por ~7.2% del total de activos gestionados. Por otra parte, el país cuenta con el soporte estructural del *nearshoring* (trasladar parte de la producción a otro país con menores costos y cercanía geográfica), dado el avance en el mundo de la tendencia de desglobalización. Lo anterior se ha materializado, dado que entre enero y marzo de este año el primer importador de EE.UU. fue México, alcanzando una cifra histórica de USD 115,500 millones en el periodo (15.4% de las importaciones totales de EE.UU., superando a Canadá [13.9%] y China [13.3%]). Respecto a valorizaciones, tanto la razón P/U *fwd.* como P/VL se encuentran bajo el promedio de 5 años. En base a lo anterior, con buenos niveles de actividad junto a un soporte estructural que se está materializando y valorizaciones atractivas, se decide **mantener la sobreexposición en acciones mexicanas.**

En el caso de **Chile**, el 7 de mayo se llevaron a cabo las elecciones para el consejo constitucional, donde triunfó ampliamente el Partido Republicano (partido de más derecha), alcanzando el poder de veto (más de 20 consejeros) y que junto a la lista de Chile Seguro (derecha más moderada) superan el quórum de 3/5 (30 consejeros) para aprobar o incorporar nuevas normas al proyecto. De esta forma, la composición del organismo, que escribirá la propuesta de nueva constitución sobre el anteproyecto que está escribiendo la Comisión Experta, disminuye el riesgo político del país, dado que quedarían fuera las propuestas radicales y refundaciones, manteniendo una estabilidad institucional que entregaría confianza al mercado. A su vez, la elección implicó una derrota para la lista oficialista, de manera que para futuros proyectos el oficialismo deberá moderarse y negociar con la oposición. De esta forma, el consenso de mercado corrige al alza las perspectivas de crecimiento para la economía, esperando una expansión nula este año, mientras que la inflación mantiene la trayectoria de desaceleración y disminuye en abril hasta 9.9% interanual. De esta forma, el mercado estaría internalizando que el Banco Central inicie un ciclo de recortes en la tasa de política monetaria en julio, terminando el año en torno al 8.5% (desde el 11.25% actual). Por su parte, la inversión extranjera directa fue USD 7,286 millones en el primer trimestre, implicando un crecimiento de 34% respecto a igual periodo de 2022. Respecto a las valorizaciones, las razones P/U *fwd.* y P/VL permanecen en niveles atractivos, en términos absolutos y relativos a la región, bajo sus promedios de 5 años. En base a lo anterior, con menor incertidumbre política por el avance en la nueva constitución, junto a una actividad económica que sigue sorprendiendo, **se decide mantener una sobreexposición en acciones chilenas.**

En el caso de **Colombia**, la actividad económica de febrero creció 2.8% interanual, desacelerándose desde el 6.0% del mes previo, manteniendo las expectativas de que la economía se expandiría solo 1.3% este 2023. Por su parte, la inflación finalmente llegó a *peak* y en abril descendió hasta 12.8% en doce meses, con lo que se espera que en la reunión de política monetaria de junio el Banco de la República mantenga la tasa de

referencia en 13.25% hasta fines de este año. En comercio internacional, las exportaciones del país se contrajeron 10% en marzo respecto a igual periodo de 2022, siendo la cuarta caída consecutiva, afectadas por menores ventas externas de combustibles y productos de las industrias extractivas. En el plano político, la incertidumbre se mantiene bastante elevada, manteniendo 3 reformas estructurales (de salud, laboral, pensional) en discusión en el congreso, junto con el quiebre de la coalición de gobierno y que el presidente le pidió la renuncia a todo su gabinete y terminó cambiando 8 ministerios, destacando que le aceptó su renuncia a Jose Antonio Ocampo, ex ministro de Hacienda y factor más moderado que había utilizado el gobierno para calmar a los mercados, siendo reemplazado por Ricardo Bonilla, un economista más ligado a la izquierda y menos pro mercado. Asimismo, el presidente Gustavo Petro en su discurso del día del trabajador declaró que en caso de que el congreso rechace la reforma de salud, hace un llamado a que la ciudadanía se manifieste en las calles para revertirlo. Respecto a valorizaciones, las razones P/U fwd. y P/VL permanecen en niveles atractivos, transando bajo su promedio histórico de 5 años en términos absolutos y relativos a la región. Bajo este escenario de valorizaciones atractivas, pero contrastado con una desaceleración económica, y elevada incertidumbre política junto a una complicada situación fiscal, se decide **mantener una subexposición en las acciones colombianas**.

En el caso de **Perú**, las consecuencias de las movilizaciones sociales junto con las condiciones climatológicas por el fenómeno del niño se manifiestan en la contracción de la actividad económica de febrero (-0.6% anual), mientras que el mercado laboral pierde fuerza y la tasa de desempleo de marzo aumentó a 7.5%. De esta forma, las perspectivas para la economía se mantienen débiles, estimando una expansión en torno a 1.5% en 2023. Por su parte, la inflación de abril se redujo a 8.0% en doce meses, manteniendo la desaceleración, pero siendo mayor a lo que esperaba el mercado (7.7%), con lo que se espera que la entidad monetaria mantenga la tasa de referencia en 7.75% en la reunión de mayo y se proyecta que permanezca en este nivel al menos hasta la segunda parte del año. En comercio internacional, las exportaciones de febrero se contrajeron 11.5% interanual, afectado por menores envíos de productos mineros, dentro de los cuales las exportaciones de cobre y sus concentrados cayeron 17.56% respecto al mismo mes de 2022. En el plano político, si bien ya no hay movilizaciones sociales, el gobierno cuenta con poco capital político manteniendo un estatus quo de una tensa relación con el congreso. Respecto a valorizaciones, tanto la razón P/U fwd. como P/VL transan bajo su promedio de 5 años. De esta forma, con valorizaciones atractivas, pero contrastado con débiles perspectivas económicas junto a un tenso contexto político que genera problemas de gobernabilidad y elevan el riesgo del país afectando la inversión, se decide **mantener el *underweight* en acciones peruanas**.

La economía **argentina** cuenta con varios desbalances macroeconómicos, con una actividad económica muy afectada por la mayor sequía en los últimos 30 años, que llevan a que se estime una contracción de la economía en torno a 3.5% para este año, mientras que los niveles de reservas internacionales del Banco Central se encuentran en niveles negativos (USD -7 billions aprox.). Por su parte, las presiones inflaciones continúan presentes y acelerándose, llegando en marzo hasta 104.3% en doce meses, siendo el mayor registro de inflación desde 1991, por lo que el Banco Central elevó la tasa de referencia (Leliq) en 1,000 pbs. hasta 91%. Asimismo, durante abril el país sufrió de una corrida cambiaria en el tipo de cambio, que generó una brecha cambiaria entre el tipo de cambio oficial y el dólar blue (de mercado negro) en torno a 120% en el peor momento, luego de que el dólar blue alcanzara niveles históricos cercanos a 500 ARS/USD. En el plano político, respecto a las elecciones presidenciales de octubre, hasta el momento la oposición se ve más favorecida, manteniendo el riesgo que el oficialismo adopte medidas populistas durante el año para revertir esta situación. A su vez, a medida que se profundice la crisis macroeconómica aumenta la probabilidad de candidatos más radicales como Javier Milei, que añaden incertidumbre dadas sus propuestas controversiales (como dolarizar la economía) y poco capital político para negociar y llevar a cabo sus proyectos. Bajo este escenario de condiciones macroeconómicas complejas y con riesgo político, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas**.

CHINA: Se mantiene el OW

En abril el aumento de las tensiones geopolíticas entre EE.UU. y China presionaron el desempeño del mercado del gigante asiático, llevándolo a retroceder 5.2% (en USD). Autoridades de gobierno de EE.UU. declararon que no tienen intenciones de desacoplarse económicamente de China, e incluso la secretaria del Tesoro, Janet Yellen, mencionó sus planes de visitar al gigante asiático. Sin embargo, el mensaje desde EE.UU. fue claro y las relaciones diplomáticas se cancelarán ante una eventual invasión a Taiwán. Si bien esto no es parte del escenario base, China intensificó sus ejercicios militares en territorio taiwanés, y lanzó drones de vigilancia

durante la primera semana de mayo. No obstante, no todo son malas noticias; el mandatario chino Xi Jinping concretó una llamada con su par ucraniano, Volodymyr Zelensky, confirmando su intención de tomar un rol neutral en el conflicto entre Rusia y Ucrania. Además, luego de la reunión de abril, el Politburó confirmó que continuarán con la actual postura expansiva de política monetaria y fiscal, dado que la aceleración de la demanda doméstica es insuficiente y que se enfrentan nuevas presiones. A su vez, el comunicado confirmó su mayor apoyo al sector privado, disminuyendo el riesgo regulatorio.

El *momentum* económico se deterioró en el margen, con registros de PMI de manufacturas tanto Caixin como oficial que decepcionaron en abril, ubicándose levemente en terreno contractivo. Sin embargo, el sector de servicios continúa resiliente, con un PMI de abril en 56.4 pts. Lo anterior, se condice con el aumento del turismo que se materializó luego de la reapertura, y que se confirmó en mayo con los feriados del día del trabajador, con un número de viajes domésticos un 19% más alto que los niveles prepandemia. A su vez, el FMI confirmó que Asia será el motor del crecimiento global, y China aportará casi el 35% del crecimiento económico mundial este año. Por su parte, el Banco Central en su reunión de abril mantuvo sus tasas de préstamo de 1 y 5 años en 3.65% y 4.3% respectivamente, sin presiones inflacionarias con un registro de marzo de 0.7% anual, al igual que el subyacente.

Con respecto a la temporada de resultados corporativos, las utilidades han crecido ~10% interanual con más de un 90% de las compañías reportadas. Además, con la caída de los mercados en abril, las valorizaciones comenzaron a transar más de 1 desviación estándar bajo el promedio de 5 años. Con respecto a los flujos de inversión, continúan las entradas netas a Fondos e ETFs, por más de 2% de los activos administrados en el último mes. A su vez, en la última semana del mes de abril la entrada de flujos inversión neta fue la mayor observada desde enero de 2022, equivalente a USD 6.1 mil millones, dando a entender que los inversionistas tomaron la caída en los mercados como un punto de entrada. Con todo, se decide **mantener el OW en China**.

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se mantiene el OW

El mercado de Asia Emergente ex China retrocedió levemente en abril (-0.4% en USD), arrastrado por un sentimiento más negativo hacia China. El *momentum* económico se acelera en algunos países y en aquellos que aún muestra deterioro, parece haber llegado a su punto más bajo. Esta región se favorece de la mayor actividad en China, de la mano del aumento en el turismo que comienzan a materializarse. La inflación continúa cediendo, y varios bancos centrales pausaron el ajuste monetario. En este contexto, se decide mantener el **OW en Asia EM ex China**.

El *momentum* económico continuó acelerándose en **India**, con un PMI de manufacturas y servicios en 57.2 y 62 pts. respectivamente. El mercado indio defendió tras sus caídas asociadas al escándalo del grupo Adani y rentó 4.2% (en USD). El poder judicial en India ya está tomando acciones con respecto a este caso y a fines de abril le dio seis meses a Hindenburg Research para demostrar sus acusaciones en contra del conglomerado. Si bien estos acontecimientos no consistirían en un evento de riesgo sistémico, continúa insertando volatilidad al mercado indio, considerando el tamaño de las compañías del Grupo Adani y su participación en los índices accionarios. Según el FMI, India aportará más de un 15% al crecimiento económico global este año, impulsado por su resiliente actividad económica y consumo doméstico. Si bien India se favorece del *friendshoring*, o tendencia de reasignar inversiones fuera de China, y goza de menores salarios en el sector de manufacturas, todavía la educación de su población es relativamente baja en comparación al gigante asiático. Con respecto a los resultados corporativos del primer trimestre, las empresas indias han sorprendido con un crecimiento de utilidades incluso por sobre lo esperado. Las valorizaciones (P/U fwd. y P/VL) transan bajo sus promedios de 5 años, pero con un descuento menor a 1 desviación estándar. Por su parte, el Banco Central pausó en abril el ajuste de tasas, y la inflación de marzo se desaceleró hasta 5.7% anual, mientras que el consenso de mercado proyecta que en abril esta cifra habría llegado a un 4.8% en doce meses. Con respecto a los flujos, continúa la entrada neta de inversiones a fondos e ETFs indios en la primera semana de mayo. A pesar de esto, la volatilidad es una característica que podría retornar al mercado indio, que no se beneficia tan directamente de la reapertura China, por lo que el potencial de apreciación – además de su carácter defensivo–, es menor que sus pares de Asia Emergente. Así, se decide **mantener la posición neutral en acciones indias**.

El **mercado surcoreano** también cayó durante abril, pero menos que otros mercados asiáticos, anotando un desempeño de -1.0% (en USD). El *momentum* económico continúa en terreno negativo, con un PMI de manufacturas de abril de 48.1 pts., pero con caídas que se desaceleran con respecto a lo observado en marzo.

Los reportes corporativos al primer trimestre de 2023 muestran caídas de utilidades – como era de esperar en un país altamente especializado en la industria de semiconductores y automovilística -, pero que entregan sorpresas positivas. Los datos explicados dan a entender que, si bien la actividad está en terreno negativo, pareciera estar llegando a un piso. A su vez, se publicaron las cuentas nacionales del primer trimestre, exhibiendo un crecimiento trimestral de 0.3% desestacionalizado, y salvando a la economía surcoreana de una recesión técnica. Si bien la razón P/U *fwd.* transa sobre su promedio de 5 años, la razón P/VL se encuentra casi una desv. estándar bajo su media, e incluso bajo el umbral de una vez. Los flujos de inversión netos al principal ETF del país son planos en el último mes. Por su parte, en su reunión de abril el Banco Central continuó con la pausa en el ajuste monetario, con una inflación que en dicho mes se desaceleró de manera pronunciada, hasta un 3.7% anual. Esto, dio pie al mercado para adelantar sus expectativas en cuanto al inicio de recortes en la tasa de referencia, lo que le entregaría soporte al mercado accionario. Dado que el mercado suele adelantarse a las mejoras en la actividad económica y la ciclicidad que lo caracteriza, **se mantiene el leve OW en acciones surcoreanas.**

Las tensiones geopolíticas entre **Taiwán** y China han aumentado en lo más reciente, con el gigante asiático lanzando drones por cielo taiwanés, en tanto autoridades de la isla han declarado estar intercambiando información con el grupo de países de los “Cinco Ojos” (Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Reino Unido y EE.UU.) para entender las intenciones del gobierno chino. Un aumento en las tensiones presiona el desempeño del mercado taiwanés, que en abril cayó un 3.2% (en USD), aun cuando una inminente invasión de parte de China no es el escenario base. A su vez, el *momentum* económico se deterioró aún más en abril, con un PMI de manufacturas en 47.1 pts., bajo su nivel de marzo (48.6 pts.). Los reportes corporativos al primer trimestre de 2023 muestran caídas interanuales de utilidades, aunque sorpresas levemente positivas. Las valorizaciones transan sobre sus promedios de 5 años y las proyecciones de utilidades para este año se encuentran dentro de las más negativas en países emergentes, con caídas de más de un 20% y corrigiéndose a la baja. Aun así, los flujos netos de inversión a fondos e ETFs son positivos en el último mes. En un contexto de profundización del deterioro económico, valorizaciones poco atractivas y aumento de las tensiones geopolíticas, se decide **mantener la posición neutral que se traía en acciones taiwanesas.**

En **Indonesia**, se publicaron las cuentas nacionales del primer trimestre, con un crecimiento de 5.0% anual del PIB. Esta economía altamente dependiente del sector externo y el turismo ha logrado mostrar resiliencia y el PMI de manufacturas se aceleró en abril hasta los 52.7 pts. En su reunión de abril, el Banco Central mantuvo por tercera sesión consecutiva la tasa de referencia en 5.75% y la inflación del mismo mes se desaceleró hasta 4.3% en doce meses (desde 5.0% en marzo). Las valorizaciones transan con descuento histórico y al analizar la diferencia entre el *earnings yield* y la tasa de los bonos del tesoro a 10 años, el modelo sugiere un mayor atractivo relativo de la renta variable, en desmedro de los bonos. A su vez, continúa la entrada neta de flujos de inversión a Fondos e ETFs en el último mes. Por el lado de **Tailandia**, el mercado cayó un 4.0% (en USD) en abril, en línea con su correlación con China. Sin embargo, el *momentum* económico despegó en dicho mes y el PMI de manufacturas se situó en 60.4 pts. A pesar de sus acotados registros de inflación, anotando en abril una variación de 2.7% anual y por tercer mes consecutivo dentro del rango meta del Banco Central (1% - 3%), el mercado tiene internalizada un alza más en la tasa de referencia para su reunión a fines de mayo, en línea con el sesgo entregado en el último comunicado. A su vez, el 14 de mayo se realizarán elecciones, luego de que el rey disolviera el Parlamento en marzo, lo que añade incertidumbre al escenario político. Con todo lo anterior, **se decide mantener la posición neutral tanto en Indonesia como en Tailandia.**

EMEA: Se mantiene la posición neutral

La volatilidad del precio del petróleo ha aumentado en lo más reciente, luego de que, tras el recorte de producción anunciado por la OPEP a principios de abril, retrocedió tras los mayores temores de recesión, pero a la vuelta del feriado del día del trabajo chino y el aumento del turismo, recibió un impulso adicional. A su vez, el desempeño del mercado turco estará marcado por las elecciones de este domingo 14 de mayo, lo que añade volatilidad al escenario. Por lo anterior, se decide mantener la posición **neutral en EMEA.**

El PMI de manufacturas en **Sudáfrica** se mantuvo en terreno levemente contractivo en abril, en 49.6 pts. Por su parte, la inflación no dio señales claras de ceder, y se aceleró en marzo hasta 7.1% anual, luego de que en febrero también mostrara un avance más pronunciado que el mes anterior. El Banco Central no se reunió en abril, pero en su jornada de marzo entregó un claro sesgo contractivo, con lo que en su versión de mayo seguiría con el ajuste monetario, impactando a los mercados. Si bien en su versión de abril, el FMI corrigió al alza la proyección de crecimiento para este año hasta 1.1%, esto indica que la economía se desaceleraría con

respecto al año anterior. A su vez, las cuentas fiscales permanecen golpeadas, y tras la publicación preliminar del balance primario, se alcanzó un déficit a febrero de 2023 (año tributario 2023), lo que los lleva a incumplir su meta de superávit. Por su parte, las valorizaciones continúan transando con descuento histórico, con tanto la razón P/U *fwd.* como P/VL ubicándose bajo sus promedios de 5 años. En el último mes, continúan las salidas netas de flujos de inversión a fondos e ETFs. Por esto, **se mantiene la subexposición en acciones sudafricanas.**

El mercado **turco** es el país emergente que acumula una caída más profunda de la bolsa en lo que va del año (en USD) y en los últimos meses, la depreciación de la moneda ha presionado este desempeño. El PMI de manufacturas de abril se ubicó en 51.5 pts., acelerándose en el margen y dejando atrás parcialmente el impacto del terremoto en la actividad industrial. Por su parte, la inflación de abril se desaceleró hasta 43.7%, pero aún avanzando a paso firme y muy por sobre la meta inflacionaria (5.0%). El Banco Central en su reunión de abril decidió mantener la tasa de referencia en 8.5%, en línea con lo esperado por el mercado. Sin embargo, esta pausa en los recortes de tasa desde la reunión de marzo se debe principalmente al periodo electoral, dado que el Banco Central está intrínsecamente ligado a las decisiones de gobierno. Las elecciones generales se realizarán el próximo domingo 14 de mayo, y hay tres desenlaces posibles; el primero es que se mantenga como presidente el actual mandatario (Recep Tayyip Erdoğan) y su mayoría en el Congreso -esta opción es la más probable-, el segundo es un triunfo presidencial de la oposición (Kemal Kılıçdaroğlu) y la mantención de la mayoría en el Congreso del partido del gobierno actual -que sería lo más desfavorable para el mercado dada la polarización- y el tercero es un triunfo tanto en el poder ejecutivo como legislativo de la oposición. Si bien este último tiene una menor probabilidad de suceder que el primero, sería lo más beneficioso para el mercado ya que las políticas se enfocarían en frenar la inflación y se fortalecerían las relaciones con la Unión Europea y EE.UU. Las elecciones le añadirán volatilidad al mercado turco, y la lira debiera continuar la tendencia de depreciación. Con respecto a los datos de mercado, los reportes corporativos del primer trimestre muestran sorpresas positivas tanto de utilidades como de ventas, y las ventas creciendo. Sin embargo, dados los altos niveles de inflación, las utilidades muestran pronunciadas caídas interanuales, evidenciando una compresión de márgenes. La proyección de utilidades para este año se mantiene plana, y corrigiéndose fuertemente a la baja en el último mes. Si bien las valorizaciones transan bajo sus promedios de 5 años (P/U *fwd.* y P/VL), continúa la salida neta de flujos de inversión en el último mes a fondos e ETFs. Con todo, y ante la pequeña probabilidad de que los resultados de las elecciones sorprendan de manera positiva al mercado, **se disminuye levemente el UW en acciones turcas.**

Se mantiene la posición UW que se traía en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). El *momentum* económico continuó deteriorándose en abril en Polonia y República Checa, con registros de PMIs de manufactura que indican contracción (46.6 pts. y 42.8 pts. respectivamente). Si bien los mercados de países del C3 han sido de los mejores *performers* dentro de las economías emergentes, la principal razón es de un mejor sentimiento de inversionistas hacia ellas, debido a un excesivo castigo anterior en el marco del conflicto entre Rusia y Ucrania. Sin embargo, a pesar de que se desacelera en el margen, el nivel de precios se mantiene aumentando a dos dígitos en doce meses y los bancos centrales continuaron en sus reuniones de abril y mayo con la pausa en el ajuste monetario, intentando no afectar la economía con un nivel de tasas demasiado elevado. Con el alza en los mercados, las valorizaciones comienzan a lucir menos atractivas en perspectiva histórica y se exacerba la salida neta de flujos de inversión de los principales ETFs.

El PMI de manufacturas de la **Arabia Saudita** volvió a acelerarse en abril, hasta los 59.6 pts., y el precio del petróleo aumentó durante el mes en un 1.5% (WTI). La inflación volvió a desacelerarse en marzo, hasta un 2.7% anual, acercándose a su meta de 2.0%. A pesar de las bajas presiones inflacionarias, el Banco Central volvió a subir la tasa de referencia en mayo en 25 pbs. hasta 5.75%. Por el lado de los reportes corporativos, en lo que va de los resultados al primer trimestre de este año, se ven caídas interanuales tanto en ventas como utilidades, pero sorpresas positivas en utilidades, siendo estas últimas menos negativas a las esperadas dada la importante corrección en el precio del petróleo. Este último ha exhibido una mayor volatilidad en lo más reciente, asociado a mayores temores de recesión, registros de actividad bajo lo esperado y el retorno de los inversionistas chinos tras el feriado del día del trabajador. Las valorizaciones de las acciones saudíes se encuentran transando en torno a sus promedios de 5 años, sin mostrar un descuento significativo. Por su parte, las proyecciones de utilidad para este año se corrigen a la baja en el último mes, hasta proyectar caídas de 6.4% anual en las utilidades para este año. Así, y en línea con la mayor volatilidad en el precio del petróleo, se decide tomar una posición más cautelosa y **neutralizar el OW que se traía en acciones saudíes.**

RENTA FIJA

US TREASURIES: overweight en los bonos de 10 años y 5 años de la curva nominal y underweight en TIPS

En abril observamos como la crisis crediticia, el *debt ceiling* y los temores de una recesión más profunda toman protagonismo en los mercados y se mantienen como las principales preocupaciones junto con el elevado nivel de inflación. Por otro lado, los últimos datos económicos sugieren cierta normalización de los registros inflacionarios en donde la desinflación ha ido en línea con la expectativa del mercado. Sin embargo, al igual que en el resto del mundo, la medida subyacente de inflación de EE.UU. se mantiene elevada y vuelve a acelerarse durante abril principalmente por un componente de servicios que mantiene mayor persistencia y reacciona con mayor rezago al ajuste monetario. Por su parte, el mercado laboral vuelve a mostrar resiliencia, lo que podría provocar que la inflación sea aún más pegajosa. No obstante, los efectos de contracción en el crédito producto del estrés bancario tendrían un efecto equivalente a entre 2 o más alzas en la tasa de referencia, lo que ayudaría a reducir presiones inflacionarias y aumentar los riesgos de una recesión más profunda. Ante esto, durante la reunión de mayo el Fed comienza a tomar una postura más *dovish* y por primera vez abre la puerta a una posible pausa en el ciclo de alzas de tasas, por lo que podrían mantener la tasa de referencia en 5.25%, mismo nivel estimado en el *dot plot* de marzo para finales de 2023. Por su parte, el mercado considera por terminado el ajuste monetario y a diferencia del Fed espera que los recortes comiencen este año, durante el tercer o cuarto trimestre. La tasa del bono del tesoro de 10 años se mantiene anclada en un nivel de 3.5%, mientras que el de 2 años se encuentra en torno a 4%, manteniéndose la inversión de la curva. En cuanto a la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- ha tendido a moderarse de los altos niveles alcanzados en marzo a medida que han disminuido los riesgos de una crisis sistemática, y actualmente se encuentra en torno a 134 pts. De manera similar, los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 2 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, caen a niveles de 2.12% y 2.22%, respectivamente, implicando que las expectativas inflacionarias de largo plazo estarían ancladas a la meta del Fed (2%). Dado lo anterior, este mes se mantiene la sobreexposición a bonos soberanos estadounidenses, posicionándose en la parte corta y media de la curva. Se destaca que en 9 de 10 veces posterior a la última alza de interés, los retornos en *treasuries* son positivos y en promedio en torno al 7% durante los siguientes 3 meses. De esta manera, **se pasa de neutral a OW el treasury de 5 años y mientras que se mantiene el OW en el treasury de 10 años. Por otro lado, una tendencia de convergencia de la inflación se aumenta el UW en TIPS.**

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene el overweight

Desde el inicio del ciclo de ajuste monetario observamos que tanto EE.UU. como Europa se movían en conjunto con la Reserva Federal y el Banco Central Europeo adoptando ambos una postura *hawkish* y llevando a cabo un agresivo aumento de tasas de interés. Sin embargo, esta tendencia parece estar a punto de cambiar; con la economía estadounidense viéndose afectada por problemas como la crisis crediticia y el *debt ceiling*, el Fed abre la puerta a una posible pausa en el ajuste de política monetaria, mientras que en Europa el estrés financiero parece estar contenido y el foco vuelve a ser el elevado nivel de inflación, por lo que la entidad monetaria continuaría con el ajuste monetario por más tiempo. Por su parte, en el contexto actual de incertidumbre y riesgos al alza *Investment Grade* se mantiene como una de las alternativas más atractivas en términos de riesgo-retorno, dada la mayor calidad de la clase de activo y un *yield* que ofrece un punto de entrada atractivo en torno a 5%. Por otro lado, la mayor duración de la clase de activo lo beneficiaría en un ambiente de tasas a la baja y noticias de inflación positivas. Dado lo anterior, **se mantiene la sobreexposición.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene el underweight

En línea con lo descrito anteriormente, se mantiene el elevado nivel de incertidumbre respecto al deterioro de las condiciones económicas actuales, la extensión del efecto de la política monetaria y situación de múltiples entidades financieras. Bajo este contexto, los productos de riesgo de crédito parecen no incorporar un escenario de recesión más profunda y los *spreads* de *high yield* se mantienen acotados, cercanos a sus promedios históricos. Por otro lado, aún no se conoce la magnitud ni el impacto que tendría la contracción del crédito para el financiamiento de las empresas, sumado a que podría haber eventos de riesgo que aún no se han materializado en el sector bancario lo que podría traducirse en un aumento en los niveles de *defaults*, los cuales de momento no se han visto afectados por el mayor riesgo financiero. En ese sentido, a pesar de que *Global High Yield* ofrece retornos atractivos con un *yield* de 8.7%, en este ambiente de incertidumbre y riesgos al alza, la menor calidad crediticia de la clase de activo y la ampliación que sufrirían los *spreads* ante cualquier deterioro adicional en la situación económica, **nos llevan a mantener un underweight en Global HY.**

DEUDA EMERGENTE: Se reduce el *underweight* en bonos soberanos IG, se mantiene el *neutral* en bonos corporativos HY y el *overweight* en bonos corporativos IG y se aumenta el *overweight* en *local markets*

En cuanto a la deuda emergente, el último mes se mantienen los retornos positivos en los activos de renta fija, mientras que las tasas de los países emergentes continúan correlacionadas con los movimientos de tasas y a las noticias de los países desarrollados. Por su parte, los *yields* de los activos de renta fija se mantienen en niveles elevados y ofrecen un punto de entrada atractivo en un escenario en el que se darían eventuales caídas en las tasas. Así, el mundo emergente ofrece retornos por sobre países desarrollados a cambio de un mayor riesgo de crédito, pero que de momento se mantiene acotado y las estimaciones de *defaults* de la deuda emergente se mantienen estables. Por otro lado, los países emergentes se han visto beneficiados por la mayor debilidad del dólar a nivel global, mientras que la economía china volvería a impulsar al mundo en la medida en que se moderen las tensiones geopolíticas. Respecto a la deuda soberana emergente, durante el mes de abril al igual que en el resto de los activos de renta fija se observó un mejor desempeño en los segmentos de mayor calidad crediticia y mayor duración. De esta manera, a pesar de que la clase de activo se vería beneficiada por caídas en las tasas producto de su mayor duración, su menor calidad crediticia en este ambiente de incertidumbre le resta atractivo frente a otras alternativas. Por el lado de la deuda corporativa emergente, se favorece la del tipo *Investment Grade*, en el contexto de incertidumbre actual; la mayor calidad crediticia de la clase de activo ofrece una mayor protección frente a eventos de riesgo no materializados y a un ciclo recesivo más duro de lo esperado, mientras que, los países emergentes se encuentran más avanzados en el ciclo de ajuste monetario que el mundo desarrollado, lo que beneficiaría la larga duración del activo. En cuanto a la deuda corporativa *High Yield*, a pesar de que los *yields* se encuentran en niveles atractivos, la menor calidad crediticia en un escenario recesivo podría generar una ampliación de *spreads* y aumento en los *defaults* no anticipados por el mercado, dado lo anterior mantenemos cautela en la clase de activo. Por el lado de *local markets*, tras la reunión de mayo de la Reserva Federal estaríamos en el fin del ciclo de ajuste monetario y el mercado espera una pausa en las alzas tasas para la próxima reunión. De esta manera, el dólar continúa perdiendo fortaleza y acumula una depreciación de 2.2% en lo que va del año. Dado lo anterior y esperando que continúe esta tendencia en la medida que vemos una normalización en los registros de inflación, se mantiene una visión favorable con respecto a las monedas emergentes. En línea con lo anterior, **se reduce el *UW* en deuda soberana emergente, se mantiene el *neutral* en deuda corporativa *HY* y el *OW* en deuda corporativa *IG*, mientras que se aumenta el *OW* en *local markets*.**

EXPOSICIÓN A MONEDAS | MAYO 2023

Monedas	Bench.	Abril	Mayo	OW/UW	Cambio
USD	55.1%	54.2%	55.1%	N	+
EUR	7.4%	7.7%	6.9%	UW	-0.5%
GBP	1.5%	1.5%	1.3%	UW	-0.1%
JPY	2.5%	1.7%	3.1%	OW	0.6%
GEMs	33.6%	35.0%	33.6%	N	0.0%
	100%	100%	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 se neutraliza el USD desde OW y GEM desde UW, además se lleva el yen desde UW a OW.

RESULTADOS TAACO GLOBAL | ABRIL 2023

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%	0.6%	0.3%	0.3%	0.0	-2.0
Renta Fija	50%	50%	0%	0.7%	0.3%	0.4%	0.0	1.8
Caja	0%	0%	0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0	
Oro	0%	0%	0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portafolio					0.65%	0.65%	0.0	-0.2
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	13.1%	14.0%	0.9%	3.2%	0.42%	0.45%	2.3	
Europe Small Cap ex UK	1.4%	1.4%	0.0%	1.7%	0.02%	0.02%	0.0	
UK	2.9%	2.9%	0.0%	5.0%	0.15%	0.15%	0.0	
US Large Cap Growth	14.3%	13.3%	-1.0%	1.7%	0.24%	0.22%	-1.0	
US Large Cap Value	15.7%	14.7%	-1.0%	1.3%	0.21%	0.20%	-0.7	
US Small Caps	4.1%	3.7%	-0.4%	-1.5%	-0.06%	-0.05%	0.8	
Japan	4.8%	3.3%	-1.5%	0.4%	0.02%	0.01%	0.4	
Desarrollados	56.3%	53.3%	-3.0%	1.8%	0.99%	0.99%	1.8	
LatAm	4.1%	5.1%	1.0%	1.6%	0.07%	0.08%	1.0	
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.0%	1.9%	0.01%	0.01%	0.0	
China	11.8%	12.8%	1.0%	-5.2%	-0.61%	-0.66%	-5.8	
EM Asia ex China	16.5%	17.5%	1.0%	-0.4%	-0.06%	-0.07%	-1.0	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.6%	6.6%	0.0%	3.5%	0.23%	0.23%	0.0	
Emergentes	43.7%	46.7%	3.0%	-0.8%	-0.36%	-0.40%	-5.8	
Equities					0.63%	0.59%	-4.0	
Treasuries 5Y	6.5%	6.5%	0.0%	0.7%	0.04%	0.04%	0.0	
Treasuries 10Y	11.2%	12.7%	1.5%	0.7%	0.08%	0.09%	0.1	
Treasuries 30Y	6.4%	6.9%	0.5%	0.2%	0.01%	0.01%	-0.2	
US Tips	2.9%	1.9%	-1.0%	0.1%	0.00%	0.00%	0.6	
Global Corporate IG	26.4%	28.5%	2.1%	1.2%	0.31%	0.34%	1.1	
Global Corporate HY	4.6%	3.6%	-1.0%	1.2%	0.05%	0.04%	-0.5	
Deuda Desarrollados	58.0%	60.1%	2.1%	0.9%	0.50%	0.53%	1.0	
EM Sovereign IG	5.3%	3.1%	-2.2%	1.4%	0.07%	0.04%	-1.6	
EM Sovereign HY	5.6%	3.0%	-2.6%	-0.8%	-0.05%	-0.02%	3.8	
EM Corporate IG	3.9%	5.5%	1.6%	1.0%	0.04%	0.06%	0.6	
EM Corporate HY	5.0%	5.0%	0.0%	0.1%	0.00%	0.00%	0.0	
EM Local Markets	22.2%	23.3%	1.1%	0.4%	0.09%	0.10%	-0.3	
Deuda Emergente	42.0%	39.9%	-2.1%	0.4%	0.17%	0.18%	2.5	
Fixed Income					0.67%	0.71%	3.5	

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 30 de abril de 2023

Al cierre de abril el TAACo Global tuvo una ganancia de 0.7%, en línea con el desempeño del benchmark. A nivel de *attribution analysis*, (i) la asignación de activos no sumó ni restó valor, (ii) la selección de instrumentos restó valor en el margen. En acciones la sobre exposición a China restó valor que no alcanzó a ser compensado por el largo en Europa y LatAm. En renta fija la selectividad fue positiva, principalmente por la sub exposición en bonos soberanos emergente de menor calidad crediticia.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempeño								
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
TAACo	0.6%	-0.2%	5.5%	0.0%	5.4%	2.1%	3.2%	4.9%	10.1%
Benchmark	0.7%	-0.1%	5.4%	-0.3%	3.2%	1.2%	2.4%	3.5%	9.8%
Out/Under perf. (bps)	-0	-5	11	30	211	95	87	138	
Acciones	0.6%	-0.7%	6.8%	-1.3%	8.7%	2.4%	4.2%	3.4%	14.8%
Benchmark	0.6%	-0.7%	6.7%	-0.9%	8.3%	2.2%	4.0%	2.9%	14.7%
Europe ex UK	3.2%	5.2%	15.0%	10.5%	12.0%	3.0%	3.8%	2.8%	19.6%
Europe Small Cap ex UK	1.7%	1.0%	10.7%	-2.1%	11.4%	1.2%	6.4%	7.2%	23.3%
UK	5.0%	3.5%	10.2%	4.4%	10.3%	-1.0%	-0.4%	0.5%	18.8%
US Large Cap Growth	1.7%	9.0%	20.4%	2.3%	13.1%	13.7%	14.0%	--	22.1%
US Large Cap Value	1.3%	-2.6%	-0.5%	-1.1%	10.5%	5.2%	6.2%	3.7%	17.5%
US Small Caps	-1.5%	-7.6%	2.0%	-3.1%	13.6%	5.1%	7.8%	7.6%	23.5%
Japan	0.4%	-0.7%	5.5%	1.9%	3.5%	-0.9%	2.2%	1.3%	15.8%
Desarrollados	1.8%	2.4%	9.6%	3.2%	13.1%	8.1%	8.7%	6.2%	18.1%
LatAm	1.6%	-4.5%	4.8%	-3.6%	10.1%	-5.7%	-5.1%	4.0%	30.5%
LatAm Small Cap	1.9%	-3.1%	6.8%	-5.7%	10.2%	-4.7%	-6.9%	5.9%	33.5%
China	-5.2%	-11.2%	-0.7%	-5.8%	-6.3%	-5.0%	2.7%	7.5%	26.4%
EM Asia ex China	-0.4%	-1.8%	4.5%	-7.5%	11.9%	3.6%	5.0%	--	20.1%
EM Asia Small Cap	0.0%	-1.7%	4.5%	-8.9%	13.4%	0.5%	2.3%	6.7%	20.5%
EM Europe and Middle East	3.5%	-1.0%	1.2%	-14.4%	0.2%	-7.3%	-5.3%	2.2%	20.8%
Emergentes	-1.1%	-4.7%	2.8%	-6.5%	4.3%	-1.0%	1.8%	7.6%	18.9%
Renta fija	0.7%	0.5%	4.1%	0.6%	-1.1%	0.1%	0.8%	4.2%	6.2%
Benchmark	0.7%	0.4%	4.0%	0.0%	-1.9%	-0.4%	0.4%	3.5%	6.2%
Treasuries 5Y	0.7%	1.1%	3.0%	-0.1%	-3.2%	1.2%	0.6%	3.2%	4.5%
Treasuries 10Y	0.7%	1.4%	4.5%	-1.7%	-6.2%	1.0%	0.5%	3.7%	7.8%
Treasuries 30Y	0.2%	0.0%	6.2%	-11.5%	-14.6%	-0.8%	0.4%	4.7%	16.2%
US Tips	0.1%	1.6%	3.5%	-4.0%	0.9%	3.0%	1.4%	4.5%	6.0%
Global Corporate IG	1.2%	0.7%	4.7%	0.0%	-2.0%	0.5%	1.2%	4.3%	8.3%
Global Corporate HY	1.2%	0.7%	4.8%	1.4%	3.6%	2.1%	3.2%	6.6%	9.9%
Deuda Desarrollados [1]	0.9%	0.8%	4.6%	-0.6%	-2.9%				
EM Sovereign IG	1.4%	1.6%	4.2%	1.5%	-1.8%	1.3%	1.7%	5.8%	9.2%
EM Sovereign HY	-0.8%	-3.1%	0.6%	-2.0%	2.5%	-1.7%	0.9%	6.9%	14.6%
EM Corporate IG	1.0%	0.9%	3.4%	0.8%	-1.0%	1.7%	2.1%	--	6.2%
EM Corporate HY	0.1%	-2.4%	1.7%	0.0%	1.0%	1.1%	3.0%	--	10.8%
EM Local Markets	0.4%	0.4%	4.0%	2.5%	2.1%	-0.4%	-1.2%	--	10.9%
Deuda Emergentes [1]	0.4%	-0.1%	3.4%	1.5%	0.7%				
Caja	0.4%	1.1%	1.5%	2.9%	1.0%	1.4%	0.9%	1.3%	0.4%
Oro	0.1%	3.0%	9.3%	3.7%	5.2%	8.6%	3.0%	9.6%	14.3%

* 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 Group 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 Group, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass Group, 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.