

## CABEI CENTRAL AMERICAN PORTFOLIO

### Informe Mantenimiento de Calificación de Riesgo

**Sesión ordinaria:** N° 1082016 (CRI) N° 5042016 (HND) N° 2032016 (PAN)

**Información financiera:** no auditada al 31 de marzo 2016, considerando información auditada a diciembre 2015.

**Contactos:** Nancy Rodríguez Bejarano      Analista Financiero      [nrodriguez@scriesgo.com](mailto:nrodriguez@scriesgo.com)  
Marcela Mora Rodríguez      Analista Senior      [mmora@scriesgo.com](mailto:mmora@scriesgo.com)

## 1. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El presente informe corresponde al análisis del CABEI Central American Portfolio, con información no auditada a marzo 2016; considerando información auditada a diciembre 2015.

Fondo	Calificación		
	Anterior	Actual*	Perspectiva
CABEI Central American Portfolio	<b>Costa Rica</b>		
	AAAf3	AAAf3	Estable
CABEI Central American Portfolio	<b>Honduras</b>		
	AAAf3 (hn)	AAAf3 (hn)	Estable
CABEI Central American Portfolio	<b>Panamá</b>		
	AAAf3 (pan)	AAAf3 (pan)	

\* La calificación actual no varió con respecto a la anterior.

### Explicación de la calificación otorgada:

**AAAf:** “La calidad y diversificación de los activos del fondo, la capacidad para la generación de flujos, las fortalezas y debilidades de la administración, presentan la más alta probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión, teniendo una muy buena gestión para limitar su exposición al riesgo por factores inherentes a los activos del fondo y los relacionados con su entorno. Nivel Excelente.”

Con respecto al riesgo de mercado, la **Categoría 3** se asigna a fondos con “alta sensibilidad a condiciones cambiantes en el mercado”.

Con relación a la perspectiva, la categoría **Estable** se refiere a que “se percibe una baja probabilidad de que la calificación varíe en el mediano plazo”.

## 2. RESUMEN EJECUTIVO

En el 2015 la actividad económica se mantuvo atenuada, lo anterior principalmente porque las economías de mercados emergentes y en desarrollo se desaceleraron por quinto año consecutivo y las economías avanzadas continuaron mostrando una ligera recuperación.

A nivel de América Latina y el Caribe, se espera que el PIB agregado se contraiga también en 2016, sin embargo, a una

tasa menor de lo que lo hizo en 2015, dicha contracción se presentaría a pesar del crecimiento positivo en la mayoría de países de la región, lo que refleja la recesión de Brasil y otros países en dificultades.

Debido a éste contexto, el monto total de activos administrados al cierre del primer trimestre del 2016 se mantuvo muy cercano al registrado en el mismo período de año anterior, alcanzando un total de \$105,86 millones.

El portafolio del Fondo se encuentra invertido principalmente en títulos de Costa Rica y El Salvador, 23% y 22% de participación respectivamente. En términos de importancia relativa, la composición del portafolio según el país en que se invierte no mostró mayor variación con respecto al semestre anterior.

La rentabilidad del Fondo presenta una tendencia decreciente, hasta alcanzar cifras negativas durante el semestre en análisis, lo anterior, producto de la situación económica de la región. En término de variaciones, es decir, la volatilidad de los rendimientos, se presenta una cifra mayor a la del semestre anterior.

A pesar de que el Fondo ha enfrentado un contexto económico rígido, su gestión ha demostrado ser capaz de reaccionar ante la misma (variando las proporciones de inversiones en los países en los cuales invierte), así como realizar inversiones con plazos menores, mantener un porcentaje alto en emisores con calificación grado de inversión, sin dejar de lado el porcentaje de efectivo que mantienen, lo cual les permitiría reaccionar ante un shock en la economía.

## 3. FUNDAMENTOS

- Desde el 04 de enero del 2013, posee la designación UCITS; actualizada en octubre 2015, la cual le brinda mayor prestigio al Fondo al encontrarse sujeta a altos niveles de control europeo.

“La calificación de riesgo emitida representa la opinión de la Sociedad Calificadora basada en análisis objetivos realizados por profesionales. No es una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor. Se recomienda analizar el prospecto, información financiera y los hechos relevantes de la entidad calificada, que se deben obtener a través de la entidad comercializadora en Costa Rica”.

<sup>1</sup> El detalle de toda la escala de calificación que utiliza la Calificadora podrá ser consultado en nuestra página [www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

<sup>2</sup> El informe realiza el análisis con variaciones del semestre bajo análisis (octubre 2015- marzo 2016) respecto al anterior (abril 2015-setiembre 2015). En caso de que la variación no sea semestral, se realizará la aclaración.

- Adecuada gestión del portafolio, la cual se ve reflejada en las variaciones oportunas de las proporciones de inversión según el contexto económico de cada país, nivel de efectivo que mantiene y combinación de inversiones con emisores grado de inversión y especulativo.
- En la actualidad, el Fondo ya ha logrado recuperar y sobrepasar el valor del activo alcanzado antes de la caída del 2013.
- El Fondo cuenta con una adecuada diversificación de activos, ya que el portafolio está invertido en títulos valores soberanos de ocho países, así como en bonos de organizaciones supranacionales y corporativas.

## 4. CABEI CENTRAL AMERICAN PORTFOLIO

### 4.1. Descripción del Fondo

CABEI Central American Portfolio (CABEI Portfolio o el Fondo) es un fondo de inversión abierto y no seriado, aprobado por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) para su comercialización en Costa Rica desde el 31 de julio del 2003.

El Fondo corresponde al primer portafolio de CABEI Central American Fund PLC, compañía de responsabilidad limitada y capital variable, constituida el 12 marzo de 1999 como una compañía de inversión en la República de Irlanda, bajo las regulaciones establecidas en ese país y en la Unión Europea, por lo que su supervisión recae en el Banco Central de Irlanda.

En Panamá, el 11 de abril de 2007 la Comisión Nacional de Valores de la República de Panamá aprobó la comercialización de CABEI Portfolio. Asimismo, en Honduras, el 28 de agosto del 2007, la Comisión Nacional de Bancos y Seguros de Honduras, con base en las “Normas para Comercialización de Fondos de Inversión Constituidos y Administrados en el Exterior”, aprobó la comercialización de CABEI Portfolio.

El 01 de julio del año 2011, el Banco Central de Irlanda emitió la regulación UCITS (Undertakings for collective investment in transferable securities), la cual aplica normativas con altos niveles de control a los fondos de inversión, garantizando información más confiable y segura a los inversionistas, transparencia financiera, incremento en las operaciones transfronterizas, asimismo, dicha designación permite que los fondos sean vendidos públicamente a través de la Unión Europea.

<sup>1</sup> Actualización de las proyecciones centrales: Perspectivas de la economía mundial. Enero 2016.

Así, desde el 04 de enero del 2013, CABEI posee dicha designación, la cual fue actualizada el 23 de octubre 2015, permitiéndole aumentar el prestigio del Fondo debido al alto control al que debe sujetarse para mantener dicha nominación.

El Fondo busca generar tasas positivas de retorno para los inversores, principalmente, mediante la inversión en títulos de deuda, acciones e instrumentos relacionados, emitidos por entidades corporativas, supranacionales, entidades de propiedad estatal, cuasi-gubernamentales y cualesquiera otros emisores que se estimen adecuados para inversión por los Administradores del Fondo, así como en deuda soberana de los países socios regionales y extra regionales del Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE), además de Belice.

El grupo de países miembros regionales lo conforman Costa Rica, Guatemala, Honduras, Nicaragua y El Salvador, mientras que como miembros extrarregionales se encuentran Argentina, Colombia, México, Taiwán, España, Panamá y República Dominicana.

### 4.2. Eventos del mercado internacional que impactaron al Fondo

En el 2015 la actividad económica se mantuvo atenuada, lo anterior principalmente porque las economías de mercados emergentes y en desarrollo se desaceleraron por quinto año consecutivo y las economías avanzadas continuaron mostrando una ligera recuperación.

Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional<sup>1</sup> (FMI), el crecimiento mundial para el 2015 es de 3,1%, alcanzando un 3,4% en 2016 y 3,6% en 2017. Las proyecciones arrojan que el repunte de la actividad mundial será más gradual que lo previsto en la edición de 2015 de “Perspectivas de la economía mundial”.

Son varias las situaciones por las que se están viendo afectadas las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y por ende sus principales indicadores económicos, entre ellos:

- La desaceleración y el reequilibramiento gradual de la actividad económica de China, la cual se está alejando de la inversión y la manufactura para orientarse hacia el consumo y los servicios.
- Los precios del petróleo han experimentado un marcado descenso desde setiembre 2015 debido a la expectativa de que seguirá aumentando la producción por parte de los miembros de la Organización de Países Exportadores de

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

Petróleo (OPEP) en un contexto en el cual la producción mundial de petróleo continúa superando el consumo.

- Dada la caída en los precios del petróleo, se están generando presión en los saldos fiscales de los exportadores de combustibles y está empañando sus perspectivas de crecimiento. Asimismo, se está reforzando la demanda de los hogares y rebajando el costo comercial de la energía en los países importadores, especialmente en las economías avanzadas.
- Por su parte, la Reserva Federal de Estados Unidos subió la tasa de interés de los fondos federales; la cual, hasta diciembre 2015 se había mantenido en el límite inferior.
- Las perspectivas de un alza paulatina de las tasas de política monetaria en Estados Unidos han contribuido a condiciones financieras externas más restrictivas, menores flujos de capital y nuevas depreciaciones de las monedas de muchas economías de mercados emergentes.
- Con respecto a la inflación, es probable que esta muestre una tendencia a la baja, teniendo en cuenta que las nuevas caídas de los precios de materias primas y la debilidad de la manufactura mundial están ejerciendo presión sobre los precios de los bienes transados.
- Asimismo, la evolución desigual de la inflación en las economías de mercados emergentes refleja las implicaciones de una demanda interna débil y de la caída de los precios de las materias primas; así como, las pronunciadas depreciaciones cambiarias ocurridas en el curso del último año.

De acuerdo con las proyecciones previstas por el Fondo Monetario Internacional, el crecimiento de las economías avanzadas se espera aumente en 0,2 puntos porcentuales, alcanzando un 2,1%, y se mantendría sin cambios en 2017.

La actividad global conserva el vigor en Estados Unidos gracias a condiciones financieras que aún son favorables y al fortalecimiento del mercado de la vivienda y del trabajo. Por su parte, en la zona euro, el fortalecimiento del consumo privado; estimulado por el abaratamiento del petróleo y las condiciones financieras favorables, compensan el debilitamiento de las exportaciones netas. En el caso de Japón, se prevé que el crecimiento también se consolide en 2016, a causa del respaldo fiscal, la caída de los precios del petróleo, las condiciones financieras y el aumento de los ingresos.

En las economías emergentes y en desarrollo, se proyecta que el crecimiento aumentará a 4,3% y 4,7% en 2016 y 2017, respectivamente. El crecimiento en China, se prevé disminuya a 6,3% en 2016, debido principalmente al crecimiento más bajo que presenta la inversión.

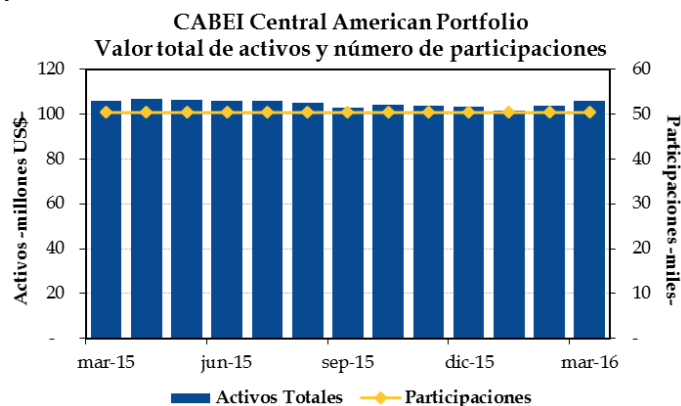
En el caso de América Latina y el Caribe, se espera que el PIB agregado se contraiga también en 2016, aunque a una tasa

menor de lo que lo hizo en 2015, dicha contracción se presentaría a pesar del crecimiento positivo en la mayoría de países de la región, lo que refleja la recesión de Brasil y otros países en dificultades.

### 4.3. Activos administrados

El total de activos administrados a marzo 2016 fue de \$105,86 millones, cifra que no registró mayor variación a nivel interanual; de forma semestral el monto de los activos se incrementa en 3%. El comportamiento de los activos va de la mano con la variación que registra el valor de la participación al cierre del período en análisis.

El número de participaciones se ha mantenido constante, con una cifra de 50.349. Esto refleja que los cambios en el valor del activo del portafolio responden a lo que sucede en el mercado, y no a variaciones en las emisiones.



Tal como se menciona en el perfil del Fondo, sus inversiones se dirigen a títulos de renta fija de países centroamericanos o socios del BCIE. En el caso de los títulos corporativos, la política del Fondo establece que deben tener patrocinio del gobierno o ser entidades caracterizadas como cuasi-gubernamentales.

A marzo 2016, el 74% de las inversiones realizadas por el Fondo se encontraban en títulos de deuda soberana, mientras que el 15% correspondían a títulos corporativos. El restante 11%, se distribuye en supranacionales (6%) y en efectivo (4%).

A nivel anual, el Fondo disminuyó la proporción de inversiones en títulos soberanos en 2 puntos porcentuales, dando paso al aumento en títulos supranacionales; dicha variación responde a un cambio en la fuente de datos, donde anteriormente se tenían dos títulos designados como panameños y correspondían al Banco Latinoamericano.

El efectivo mantenido por el Fondo no presentó cambios significativos, manteniéndose cercano a 6% en promedio durante el semestre en análisis. La variabilidad en esta cuenta

## OFICINAS REGIONALES

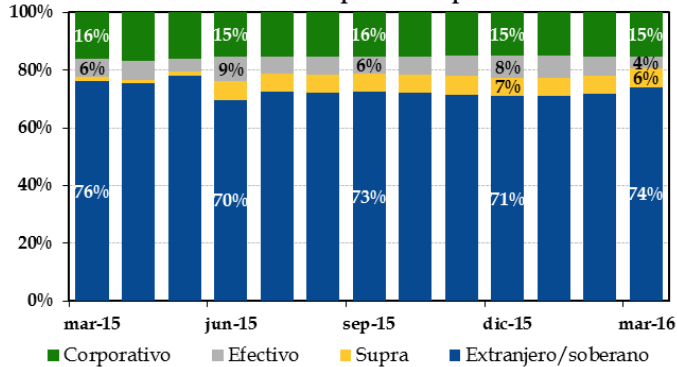
**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

responde a las necesidades de liquidación de ciertas posiciones de inversión, así como mantener una proporción en efectivo que le permita al Fondo responder ante un shock que se presente en la economía.

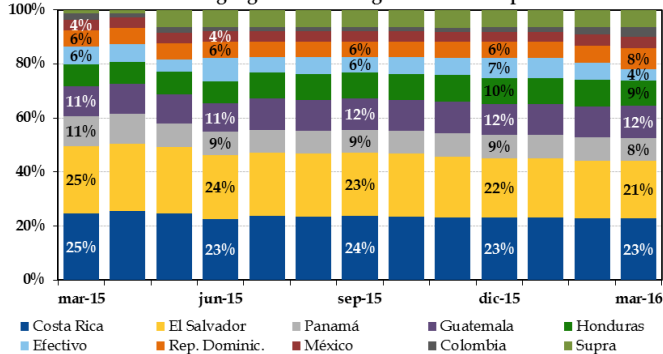
**CABEI Central American Portfolio**  
**Distribución del portafolio por sector**



Las inversiones según país, muestran que en promedio, Costa Rica y El Salvador ocupan la mayor importancia relativa, con un 23% y 22% de participación respectivamente. Seguidamente se encuentra Guatemala (12%) y Panamá (9%). En términos de importancia relativa, la composición del portafolio según país no mostró mayor variación con respecto al semestre anterior.

Las variaciones en la composición del portafolio obedecen a la estrategia de disminuir el peso relativo de los títulos en países que presentan un comportamiento económico más pesimista, hacia los que se ven beneficiados del contexto.

**CABEI Central American Portfolio**  
**Distribución geográfica del riesgo soberano del portafolio**



### 4.3.1. Calificaciones soberanas de los principales países del portafolio.

Como se observa en la sección anterior, los principales países de Centroamérica en los que invierte el Fondo son Costa Rica, El Salvador y Guatemala, respectivamente. La calificación de riesgo de cada uno de ellos refleja en cierta medida el nivel de

susceptibilidad al que está sujeto el Fondo. Si bien es cierto que los países con calificaciones más bajas deben ofrecer un nivel de rendimiento mayor (relación riesgo-rendimiento), no se puede dejar de lado que la probabilidad de entrar en default aumenta, lo cual acrecienta el nivel de exposición del Fondo y sus inversionistas.

Desde el año 2014, las tres calificadoras de riesgo que analizan la calidad crediticia de Costa Rica han encendido las alertas sobre el aumento del déficit fiscal del Gobierno Central y su posible impacto en las revisiones de las calificaciones.

Durante el primer trimestre del 2016 se actualizaron las calificaciones de riesgo del país; Standard & Poor's rebajó la calificación a Largo plazo de BB a BB- lo que según la institución refleja el continuo deterioro fiscal que ha dado lugar a una creciente carga de la deuda. Asimismo, la combinación de las presiones de gasto persistentes y la falta de una reforma fiscal han debilitado gradualmente las finanzas públicas y han aumentado la vulnerabilidad del país a los choques externos

Aunado a lo anterior, las tres calificadoras realizaron cambios en la perspectiva del país, pasando de Estable a Negativa. La razón de dicho cambio, según justifican las calificadoras, es que el deterioro fiscal continúa y no se presentan expectativas para llevar a cabo una reforma que pueda corregir los desequilibrios fiscales.

Por el lado de las fortalezas, Costa Rica cuenta con características estructurales fuertes en términos de renta per cápita, indicadores de desarrollo social y de gobernabilidad en relación con sus pares. Asimismo, respalda sus calificaciones con la continuidad del éxito en su modelo económico centrado en torno a actividades de alto valor agregado (servicios y manufactura), que son impulsados por las fuertes entradas de inversión extranjera directa.

República de Costa Rica - Calificación de riesgo internacional vigente a Marzo 2016				
Calificadora	Actualización	Largo Corto		
		Plazo	Plazo	Perspectiva
Standard & Poor's	25/02/2016	BB-	B	Negativa
Moody's	08/02/2016	Ba1	n.a.	Negativa
Fitch Ratings	20/01/2016	BB+	B	Negativa

El Salvador se encuentra calificado como deuda soberana altamente especulativa. En diciembre 2014, Standard & Poor's realizó una rebaja al pasar de BB- a B+. Dicha rebaja refleja, la erosión gradual de perfil financiero del gobierno debido a una combinación de persistente bajo crecimiento y déficits fiscales

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito



elevados, dicha calificación fue actualizada en diciembre 2015.

En julio 2015, Fitch Ratings disminuyó la calificación a largo plazo de BB- a B+, lo anterior obedece a la creciente carga de la deuda y el bajo crecimiento del país en comparación con sus pares.

Moody's, por su parte, en noviembre 2015 cambia la perspectiva de Estable a Negativa, reflejando la limitada capacidad de las autoridades para detener la tendencia al alza de la deuda pública en medio de un elevado y persistente déficit fiscal y bajo crecimiento económico.

En general, las calificaciones reflejan el escenario de crecimiento lento (con uno de los niveles más bajos de la región centroamericana), aumento en la deuda pública, alta vulnerabilidad a los shocks externos, ambiente político polarizado, entre otros.

A pesar de su problema con la deuda pública, el Gobierno se ha caracterizado por un sólido historial en la aplicación de reformas. Las calificaciones otorgadas al país son respaldadas por la estabilidad macroeconómica que presenta debido a la dolarización y al adecuado nivel de capitalización del sistema bancario.

Dentro de sus fortalezas, se encuentran los niveles altos de regulación en el sistema bancario y financiero, inflación con cifras de un dígito debido a la dolarización y la capacidad del gobierno de implementar reformas tributarias.

República de El Salvador - Calificación de riesgo internacional vigente a Marzo 2016				
Calificadora	Actualización	Largo Corto		Perspectiva
		Plazo	Plazo	
Standard & Poor's	22/12/2015	B+	B	Estable
Moody's	19/11/2015	Ba3	n.a.	Negativa
Fitch Ratings	09/07/2015	B+	B	Estable

Por su parte, las calificaciones soberanas emitidas por Standard & Poor's y Fitch Ratings en el caso de Guatemala no mostraron variación en la última revisión realizada por ambas calificadoras durante el 2015. Según las agencias calificadoras, las calificaciones reflejan un déficit fiscal moderado, política monetaria estable y la capacidad de recuperación de las cuentas externas frente a la volatilidad de los mercados financieros y el deterioro de los términos de intercambio.

Moody's, por el contrario, en mayo 2015 presentó un deterioro en la perspectiva de la República de Guatemala,

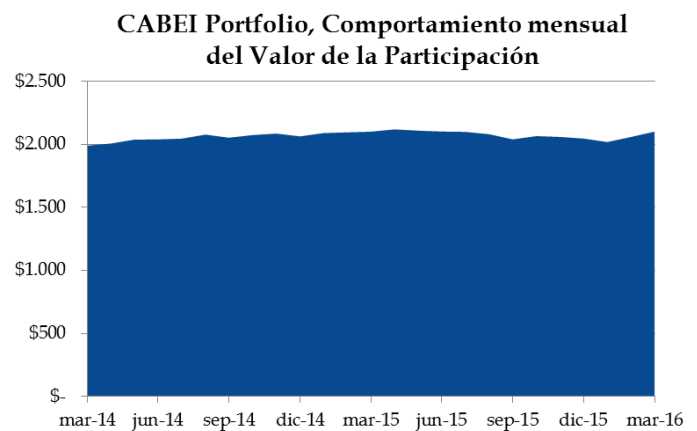
pasando de perspectiva Estable a Negativa. Dicha decisión se debe principalmente a una crisis política que ha aumentado rápidamente como consecuencia de los escándalos de corrupción que implican a altos funcionarios del gobierno, por lo que se ha incrementado (aunque continúa siendo baja) la probabilidad de que se afecte la estabilidad macroeconómica y la solidez financiera del gobierno ante la incertidumbre que situaciones como estas acarrearán.

Entre las fortalezas que muestra el país se encuentran, mejoras sustentadas en la recaudación de impuestos y el proceso presupuestario que mejoran la flexibilidad de la política fiscal, así como mayores tasas de inversión y perspectivas de crecimiento económico.

República de Guatemala - Calificación de riesgo internacional vigente a Marzo 2016				
Calificadora	Actualización	Largo Corto		Perspectiva
		Plazo	Plazo	
Standard & Poor's	29/10/2015	BB	B	Estable
Moody's	26/05/2015	Ba1	n.a.	Negativa
Fitch Ratings	19/06/2015	BB	B	Estable

#### 4.4. Desempeño del Fondo.

El valor de la participación del Fondo alcanzó un monto de \$2.102,48 al cierre marzo 2016, manteniéndose muy cercano al valor registrado un año atrás, por su parte, con respecto al cierre del semestre anterior muestra un incremento de 3%. Dicha valoración responde en mayor medida a lo que suceda con los títulos de Costa Rica, El Salvador y Guatemala, debido a que, como se indicó anteriormente, son los países donde el Fondo concentra la mayor parte de sus inversiones.



A pesar de las vulnerabilidades mostradas por los mercados emergentes, CABEI Portfolio ha demostrado ser capaz de

### OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

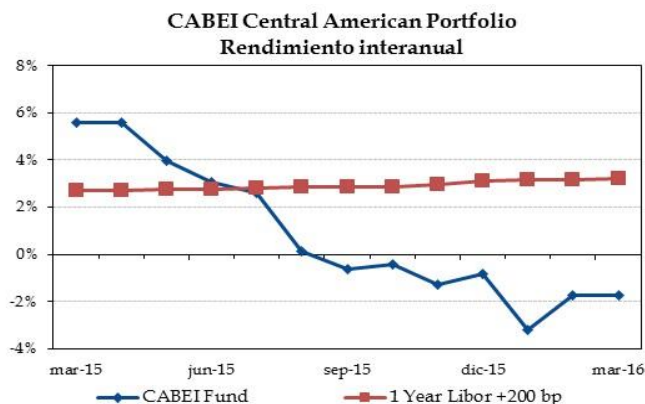
**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

adaptar su estrategia a las situaciones que se presentan en dichos mercados.

Debido a que el Fondo se encuentra enfocado en inversiones en títulos de países centroamericanos, la valoración de su portafolio se encuentra muy correlacionada con lo que suceda en estos mercados. Así, la situación coyuntural de elevados déficit fiscales, alta vulnerabilidad a shocks externos y bajo crecimiento económico, plantean la necesidad de que la escogencia de los países en los cuales invertir se haga de manera cuidadosa, para así lograr mayores rentabilidades con un nivel de riesgo aceptable.

El Fondo en sí no posee una meta mínima de rendimiento, sin embargo, el gestor de inversiones puede obtener un “bonus” en caso de que opere por encima de la tasa mínima establecida. Dicha tasa mínima es equivalente a la tasa Libor a 1 año más 200pb. A partir de marzo 2015 el desempeño del Fondo ha mostrado una tendencia decreciente, alcanzando valores negativos a partir de setiembre 2015 y hasta el cierre del período en análisis, tal como se muestra en el siguiente gráfico.



El rendimiento mostrado por CABEI durante el semestre en análisis fue negativo, comportamiento que responde al entorno que presentan los mercados emergentes. La situación de la caída del precio en las materias primas ha afectado los índices y las monedas de países en Latinoamérica y América Central, que es donde en mayor medida se encuentran las inversiones del Fondo.

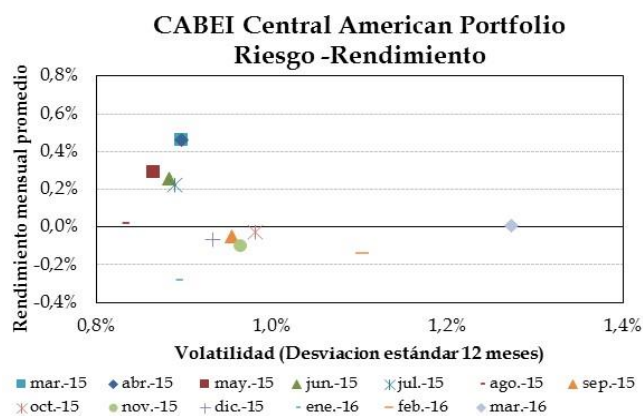
La cartera del Fondo se conforma por inversiones en emisores con grados de inversión así como grado especulativo (21% y 73% en promedio, respectivamente). Esto responde a una gestión que trata de aprovechar los rendimientos que ofrecen los títulos más riesgosos, pero a la vez, combinando con inversiones más seguras para mitigar el mayor riesgo adquirido.

Cabe destacar que los miembros del Consejo de Calificación mencionan que el rendimiento del Fondo; en su mayoría

negativo para el último año, no refleja el riesgo que se está asumiendo dado los mercados en los que se invierte. Además es importante mencionar que la calificación de riesgo soberana de los principales países en los que invierte el Fondo (Costa Rica, El Salvador y Guatemala) se ha deteriorado durante el último año, lo que puede tener efectos adversos en la rentabilidad del Fondo.

A través del promedio del rendimiento del Fondo en los últimos 12 meses y su desviación estándar, se obtiene la relación entre riesgo-rendimiento. Tal como se mencionó anteriormente, el rendimiento del Fondo mostró una tendencia decreciente al cierre del 2015, alcanzando valores negativos a lo largo del período en estudio. A marzo 2016 registró una variación negativa de 0,45 puntos porcentuales con respecto a marzo del año anterior.

Por su parte, la volatilidad ha aumentado en comparación con los niveles registrados durante el año 2015.



La estrategia del Fondo ha sido disminuir la cantidad de efectivo y en menor medida disminuir el porcentaje en bonos extranjeros/soberanos para aumentar sus inversiones en bonos supra.

La duración modificada (DM) mide el impacto de una variación del 1% en el rendimiento promedio sobre el cambio del valor del portafolio. En promedio, para el semestre en análisis, la DM del portafolio se ubicó en 4,38, reduciéndose ligeramente con respecto al promedio del semestre anterior (4,78).

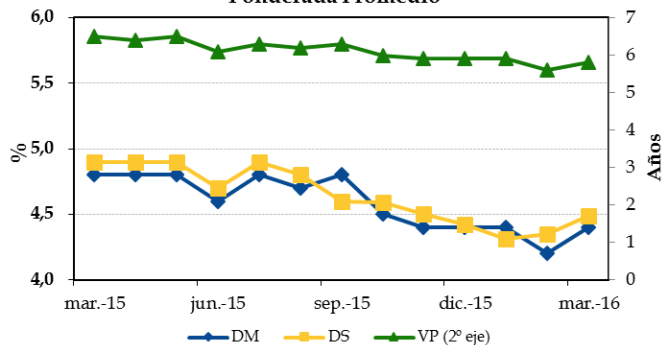
**OFICINAS REGIONALES**

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

**CABEI Portfolio - Indicadores Duración y Vida  
Ponderada Promedio**



Similar al comportamiento de la DM, la duración spread promedio (DS) entendida como el cambio porcentual de los precios de la cartera producto de un cambio dado en el spread soberano, disminuye semestralmente ubicándose en promedio en 4,44 (4,81 el semestre anterior).

Lo anterior indica que el portafolio presenta una menor exposición ante los cambios en el riesgo de crédito de los mercados emergentes, ocasionado por un reajuste de la estructura del portafolio de inversión que considera posiciones de inversión con mayores spreads y con mayor exposición a volatilidad, pero que permiten empujar los rendimientos de la cartera.

*Las calificaciones otorgadas no han sufrido un proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación de Fondos de Inversión utilizada por SCRiesgo fue actualizada en el ente regulador en agosto del 2013. SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor desde 2009. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de calificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía.*

*“SCRiesgo considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis”.*

**OFICINAS REGIONALES**

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito