

Enero 2026

| TAACo Global               | Desempeño |         |       |         |         |          |                      | Volatilidad<br>5 años * |
|----------------------------|-----------|---------|-------|---------|---------|----------|----------------------|-------------------------|
|                            | Dic       | 3 meses | 2025  | 3 años* | 5 años* | 10 años* | Desde inicio<br>* ** |                         |
| TAACo                      | 1.0%      | 2.9%    | 18.4% | 11.9%   | 4.5%    | 6.5%     | 5.6%                 | 10.4%                   |
| Benchmark                  | 1.0%      | 2.7%    | 18.1% | 12.1%   | 3.7%    | 5.8%     | 4.3%                 | 10.2%                   |
| Out/Underperformance (bps) | 6         | 22      | 34    | -16     | 87      | 68       | 121                  |                         |
| Acciones                   | 1.6%      | 3.9%    | 27.1% | 17.9%   | 7.6%    | 8.8%     | 4.8%                 | 15.2%                   |
| Benchmark                  | 1.6%      | 3.9%    | 27.4% | 18.1%   | 7.7%    | 8.8%     | 4.4%                 | 15.1%                   |
| Renta Fija                 | 0.3%      | 1.5%    | 9.3%  | 6.2%    | -0.1%   | 2.9%     | 4.3%                 | 6.5%                    |
| Benchmark                  | 0.3%      | 1.4%    | 9.3%  | 6.2%    | -0.4%   | 2.5%     | 3.7%                 | 6.5%                    |
| Caja                       | 0.3%      | 1.0%    | 4.3%  | 4.9%    | 3.2%    | 2.2%     | 1.7%                 | 0.6%                    |
| Oro                        | 4.2%      | 14.2%   | 67.4% | 34.0%   | 18.3%   | 15.2%    | 12.1%                | 14.5%                   |

\*Anualizado \*\* Desde abril 2001

Resultados al 31 de diciembre de 2025

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## Eye of the Tiger<sup>1</sup>

Comenzamos el año con un escenario macroeconómico global constructivo, pero desafiante luego de los destacables retornos de 2025. Las acciones globales subieron por tercer año consecutivo, mercados emergentes lideraron con Latinoamérica ganando ~34% mientras los bonos también mostraron retornos positivos en la medida en que cayeron las tasas de interés y se continuaron ajustando los spreads. El oro no paró de brillar y subió casi 70% como refugio ante la incertidumbre geopolítica y la mayor demanda desde bancos centrales que buscan diversificación desde los activos estadounidenses.

Entonces... ¿Qué viene después del rally?

Estados Unidos se posiciona como uno de los principales motores de crecimiento global para 2026. El consenso espera que el crecimiento económico supere nuevamente el potencial, pudiendo llegar a 2.5%, apoyado por la inversión en infraestructura y el impulso de la inteligencia artificial (IA). A lo que se suma un consumo resiliente que se seguirá expandiendo ante las menores tasas de interés que trae la política monetaria expansiva y el impulso de los estímulos fiscales. Todo esto, en el contexto de una inflación que tenderá a moderarse gracias a mejoras en productividad y menores costos de vivienda y energía.

Un aspecto clave para el ciclo económico actual es la fuerte inversión en inteligencia artificial, el CAPEX<sup>2</sup>, cómo ésta de financiará y si las empresas serán capaces de concretar las altas expectativas de crecimiento de utilidades. De momento, se comienzan a observar ganancias de productividad en múltiples sectores, las cuales están contribuyendo a la dinámica desinflacionaria. Además, la expectativa de que el próximo presidente del Fed tenga un perfil más dovish, es decir, más pro baja de tasas de interés, junto con la

## Índice

Eye of the Tiger.....1

Asignación de Activos | Enero 2026 .....4

Resultados TAACo Global Diciembre 2025 .....22

Desempeño Histórico .....23

Escenario  
macroeconómico global  
constructivo

EE.UU.: uno de los  
principales motores de  
crecimiento

Ganancias en  
productividad aliviarán  
presiones de precios

<sup>1</sup> Ojo de tigre, canción de Survivor

<sup>2</sup> Capital Expenditures o Gastos de Capital en español

posibilidad de cambios en la composición de Comité, refuerzan la visión de una política monetaria que seguirá siendo laxa.

Por su parte, el foco político podría cambiar desde lo externo a lo doméstico en la medida en que se acerquen las elecciones de mitad de periodo. La agenda del presidente Trump en los siguientes meses se debería centrar en asequibilidad de vivienda, salud y educación, así como el control de la inflación.

En contraparte, en China, se observan esfuerzos de las autoridades por manejar los problemas de sobrecapacidad productiva, a pesar de que los estímulos fiscales han tenido un impacto limitado en el consumo interno. Destacar, no obstante, que, a pesar del aumento de las tensiones comerciales en 2025, la producción industrial mantuvo la fortaleza en la medida que las empresas lograron reorientar los envíos a nuevos destinos para evitar los aranceles.

Latinoamérica fue uno de los grandes protagonistas de 2025 y lo seguirá siendo este año. La región está siendo respaldada por un entorno favorable de precios de materias primas y un giro político hacia gobiernos más promercado como lo hemos visto en Argentina y en Chile. Este último en particular, se beneficia de la mayor demanda global de cobre y litio, mientras que los bajos precios del petróleo configuran un escenario óptimo para los términos de intercambio.

En Brasil el mercado descuenta el comienzo de los recortes de tasas de interés, con una inflación que se espera caiga rápidamente en la primera mitad del año impulsando la actividad y los retornos de los activos de riesgo. El verdadero catalizador para movimientos más significativos será la evolución del escenario electoral tras el Carnaval, definiéndose las candidaturas se podría abrir espacio para una política fiscal más responsable y recortes adicionales de tasas.

En *commodities*, se observa un entorno favorable para metales industriales, dada la mayor demanda por defensa, electrificación y nuevas tecnologías; mientras que la sobreoferta de petróleo mantendrá presionado el precio del crudo. En este sentido, la intervención de Estados Unidos en Venezuela tendría un impacto acotado en el precio del petróleo en el corto y mediano plazo, pues la producción es cercana a 1% de la oferta global actual y tardarían años en doblar la producción.

De cara a los próximos meses, mantenemos una postura constructiva pero prudente: neutral en acciones, subponderación en bonos, oro como activo defensivo y caja para absorber episodios de volatilidad.

En la cartera accionaria mantenemos la sobreponderación en mercados emergentes vs desarrollados. El inicio del año confirma la continuidad de flujos hacia mercados emergentes, impulsados por valoraciones más holgadas y un ciclo favorable en materias

**Midterms: reenfocarán política hacia lo interno**

**China mantiene ritmo de producción**

**Latinoamérica: alzas materias primas y giros políticos**

**Brasil con tasas e inflación a la baja, a la espera de desenlace político**

**Escenario favorable para metales industriales**

**Postura constructiva pero prudente**

primas, mientras la debilidad del dólar refuerza el apetito por riesgo global. Así, seguimos atentos a la evolución política en Brasil, la efectividad de los estímulos en China y el comportamiento del dólar, ajustando la asignación táctica según se materialicen los riesgos y oportunidades. En mercados desarrollados, se refuerza el sesgo positivo en activos estadounidenses a través de una sobreexposición balanceada entre estilos *growth*, *value* y *small caps*. El mercado parece tener espacio para que el crecimiento económico y de utilidades sorprenda al alza, de la mano de una política fiscal y monetaria expansiva junto con aún abundante liquidez.

La renta fija permanece subponderada, con duración baja y una posición cauta ante el riesgo de un empinamiento adicional de la curva americana. En tal sentido se sigue prefiriendo la deuda emergente sobre la desarrollada en búsqueda de *yields* ante lo ajustado de los *spreads*.

*OW acciones EM vs. DM,  
largo LatAm y China. OW  
US*

*Corto RF: riesgo de  
empinamiento de la curva*

## Asignación de Activos | Enero 2026

| TAACo Global                  | Bench.        | Dic           | Ene           | OW / UW   | Cambio       |  |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|-----------|--------------|--|
| Acciones                      | 50%           | 50%           | 50%           | N         |              | Neutral acciones, UW bonos   |
| Renta Fija                    | 50%           | 46%           | 46%           | UW        | -4%          |  |
| Caja                          |               | 2%            | 2%            | OW        | 2%           | OW en caja y oro   |
| Oro                           |               | 2%            | 2%            | OW        | 2%           |  |
| <b>Total Cartera</b>          |               |               |               |           |              |  |
| Europe ex UK                  | 13.7%         | 13.7%         | 13.2%         | UW        | -0.5%        | -0.5%  |
| Europe Small Cap ex UK        | 1.2%          | 0.7%          | 0.7%          | UW        | -0.5%        | EE.UU.: OW Value y Small Cap, se sobrepondera Growth desde neutral |
| UK                            | 2.9%          | 1.9%          | 1.9%          | UW        | -1.0%        | UW Reino Unido y Japón   |
| US Large Cap Growth           | 17.3%         | 17.3%         | 17.8%         | OW        | 0.5%         | 0.5%   |
| US Large Cap Value            | 14.7%         | 15.2%         | 15.2%         | OW        | 0.5%         | UW Europa  |
| US Small Caps                 | 3.5%          | 4.0%          | 4.0%          | OW        | 0.5%         |  |
| Japan                         | 4.7%          | 3.7%          | 3.7%          | UW        | -1.0%        |  |
| <b>Mercados desarrollados</b> | <b>58.0%</b>  | <b>56.5%</b>  | <b>56.5%</b>  | <b>UW</b> | <b>-1.5%</b> | <b>OW LatAm Large y Small Cap</b>                                  |
| LatAm                         | 4.4%          | 4.9%          | 4.9%          | OW        | 0.5%         | OW China   |
| LatAm Small Cap               | 0.8%          | 1.3%          | 1.3%          | OW        | 0.5%         |  |
| China                         | 12.3%         | 12.8%         | 12.8%         | OW        | 0.5%         | Neutral Asia EM ex. China  |
| EM Asia ex China              | 19.6%         | 19.6%         | 19.6%         | N         |              |  |
| EM Asia Small Cap             | 4.9%          | 4.9%          | 4.9%          | N         |              |  |
| <b>Mercados emergentes</b>    | <b>42.0%</b>  | <b>43.5%</b>  | <b>43.5%</b>  | <b>OW</b> | <b>1.5%</b>  |  |
| <b>Total Acciones</b>         | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> |           |              | En renta fija:   |
| Treasuries 2Y                 | 8.3%          | 8.3%          | 8.3%          | N         |              |  |
| Treasuries 10Y                | 11.1%         | 11.1%         | 11.1%         | N         |              | US treasuries: neutral 2 y 10 años, y UW 30 años                   |
| Treasuries 30Y                | 6.1%          | 5.1%          | 5.1%          | UW        | -1.0%        |  |
| US Tips                       | 2.6%          | 2.6%          | 2.6%          | N         |              |  |
| Global Corporate IG           | 26.5%         | 26.0%         | 26.0%         | UW        | -0.5%        | Neutral TIPS, UW Global IG y neutral Global HY                     |
| Global Corporate HY           | 4.0%          | 4.0%          | 4.0%          | N         |              |  |
| <b>Deuda desarrollados</b>    | <b>58.6%</b>  | <b>57.1%</b>  | <b>57.1%</b>  | <b>UW</b> | <b>-1.5%</b> | <b>OW Emergente sobre desarrollado</b>                             |
| EMBI                          | 9.5%          | 10.0%         | 10.0%         | OW        | 0.5%         |  |
| EM Corporate IG               | 2.8%          | 2.8%          | 2.8%          | N         |              |  |
| EM Corporate HY               | 3.8%          | 4.3%          | 4.3%          | OW        | 0.5%         | RF emergente: OW CEMBI HY, Local Markets y EMBI                    |
| EM Local Markets              | 25.3%         | 25.8%         | 25.8%         | OW        | 0.5%         |  |
| <b>Deuda emergente</b>        | <b>41.4%</b>  | <b>42.9%</b>  | <b>42.9%</b>  | <b>OW</b> | <b>1.5%</b>  | <b>Neutral CEMBI IG</b>  |
| <b>Total Renta Fija</b>       | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> |           |              |  |

## RENTA VARIABLE

### EUROPA EX UK: se reduce a *underweight* Large Cap desde neutral mientras se mantiene el corto en Small Cap

El crecimiento económico en el bloque europeo se mantiene bajo presión. Si bien para este año se ha corregido al alza la expectativa de crecimiento económico desde 1.1% a 1.2% y para 2027 se mantiene en 1.4%, esto se debería a factores cíclicos que no son sostenibles en el más largo plazo. La región enfrenta problemas estructurales difíciles de revertir como el envejecimiento de la población, la baja productividad, la presión sobre las finanzas públicas y el sobre endeudamiento de algunas economías, como Francia.

Además, hay divergencias entre países: mientras en Alemania y Francia el crecimiento se acelerará en los siguientes años, en países como España y Portugal se espera un ritmo más moderado.

Por su parte, el viejo continente sigue expuesto a riesgos geopolíticos mayores que otras regiones; la guerra en Ucrania no ha terminado y Trump amenaza ahora con tomar Groenlandia (territorio danés). Además, si bien las tensiones políticas en Francia han disminuido, Macron gobierna sin mayoría y con escaso poder de negociación: el primer ministro Sébastien Lecornu no ha logrado aprobar el presupuesto 2026 en la Asamblea Nacional y arriesga un nuevo voto de no confianza. En Alemania se deteriora el sentimiento a pesar de los estímulos fiscales, el PMI manufacturero se ubica en su menor nivel en 10 meses, mientras el de servicios cae por segundo mes consecutivo hasta 52.6 pts.

Por el lado de la política monetaria, la inflación de diciembre bajó a 2.0% anual y la subyacente a 2.3%. Se estima que la inflación se mantenga en torno a 2% hasta al menos 2027, lo que permitiría al Banco Central Europeo (BCE), dado el anclaje de expectativas, mantener las tasas de interés en el nivel actual (2.00% la tasa de depósitos), sin variaciones durante el año. Lo anterior seguiría favoreciendo la apreciación del euro respecto al dólar dada la disminución del diferencial de tasas con EE.UU., donde el mercado espera dos recortes en los próximos doce meses.

Las acciones de la Eurozona representan ~11% de las acciones globales (MSCI ACWI) y poseen mayor exposición al estilo *value* que sus pares estadounidenses. Se estima que las utilidades de las empresas del índice MSCI Europa ex UK crezcan este año cerca de 10%, dato que es corregido a la baja en el último mes y está bajo pares desarrollados (13%, estimaciones de Factset).

Las acciones europeas extendieron el rally en diciembre, acumulando en 2025 un alza de USD 34%, casi duplicando el desempeño del S&P500. Con la subida, las valorizaciones se han encarecido y la razón Precio/Utilidad a doce meses (P/U fwd.) transa una desviación estándar sobre el promedio de 5 años, aunque con descuento relativo a acciones estadounidenses. Por su parte, las valorizaciones de las acciones *small cap* de la región también se han encarecido, pero transan en línea con el promedio. Finalmente, a pesar de la tesis de diversificación de posiciones fuera de EE.UU., los flujos a la región, según EPFR, se han estancado en los últimos meses.

Los recortes de tasas habrían llegado a su fin y la economía ha tardado en generar tracción, mientras se observa un deterioro del *momentum* económico y corporativo, a la vez que las valorizaciones se han encarecido y los flujos se han estancado. De esta forma **se decide disminuir la posición en acciones *Large Cap* desde neutral a *underweight*** mientras se mantiene el ***underweight* de *Small Cap***.

## REINO UNIDO: Se mantiene UW

Los laboristas no han logrado revertir la situación económica y su popularidad ha caído en forma considerable. El crecimiento económico no genera tracción y este año el país crecería 1.1% desde 1.4% en 2025, dado el enfriamiento del mercado laboral y débiles perspectivas para el consumo. La tasa de desempleo aumentó en octubre a 5.1% (4.3% hace un año), el mayor nivel desde enero 2021, mientras que mes a mes se destruyen empleos y los salarios no frenan el ritmo de aumento: en octubre subieron 4.7% interanual.

Por su parte la inflación se ha mantenido elevada, pero cedió en noviembre a 3.2% anual desde 3.6% el mes anterior, principalmente por caídas en los precios de alimentos. Este dato junto con el aumento del desempleo, permitieron que

el Banco de Inglaterra (BoE) retomara los recortes en diciembre bajando la tasa de referencia 25 puntos base (pbs.) hasta 3.75% y lleva a que el mercado eleve a dos el número de recortes esperado para 2026.

A nivel político el presupuesto de 2026 si bien busca mayor responsabilidad fiscal, no convence a los ciudadanos por los ajustes que implica. Este se centra en incrementar la recaudación fiscal y reforzar el gasto social. El plan busca aumentar la recaudación en £26 mil millones hasta 2029-2030, principalmente a través de la congelación de umbrales del impuesto a la renta por tres años, lo que hará que más contribuyentes pasen a tramos superiores conforme suban los salarios. Además, las medidas incluyen un “*mansion tax*” para viviendas valoradas en más de £2 millones, aumento a los impuestos a las ganancias de capital, recorte de beneficios tributarios en pensiones privadas, impuestos adicionales a las apuestas, e impuestos al uso de automóviles eléctricos. El plan tiene como objetivo fomentar el crecimiento económico y mitigar la presión sobre el costo de la vida a través de aumento en el salario mínimo, congelación de tarifas ferroviarias y reducción de impuestos a las cuentas de luz. No obstante, incumple con la promesa laborista de no aumentar la carga fiscal a los trabajadores.

A nivel de mercado las acciones británicas hoy representan cerca de 3% del mercado global y poseen un fuerte sesgo *value* que las ha dejado rezagadas respecto a mercados con mayor preponderancia del sector tecnológico, como EE.UU. De todas formas, en línea con la búsqueda de diversificación, las acciones británicas durante diciembre subieron USD 3.8%, sobre pares desarrollados, y casi duplicando el retorno del S&P500 en 2025. Con lo positivo de los retornos prácticamente ese cierra la brecha respecto a pares en Europa, pero se mantiene el rezago respecto a EE.UU. Con la tendencia al alza, las valorizaciones se han encarecido; la razón P/U *fwd.* transa sobre el promedio de 5 años en términos absolutos y comparado al resto de Europa.

La frágil situación económica se refleja en el sector corporativo. Para 2025 las utilidades de las acciones del MSCI Reino Unido crecerían 1.8%, dato que se corrige a la baja en el último mes y está bajo pares desarrollados (10.2%). Para este año se espera un crecimiento de utilidades cercano a 10%, también bajo pares desarrollados (13%).

En el contexto de bajo dinamismo económico, deterioro del mercado laboral, inflación que cede pero se mantiene elevada, junto a una débil trayectoria de utilidades proyectada, valorizaciones que se encarecen y salidas persistentes de flujos, se decide **mantener la posición *underweight* en acciones británicas.**

**ESTADOS UNIDOS: se mantiene el *overweight* en acciones *Large Cap Value* y *Small Cap*, y se lleva a *OW* desde neutral la posición en acciones *Large Cap Growth***

La economía estadounidense continúa mostrando solidez y este año volvería a crecer sobre el potencial -hay estimaciones que apuntan incluso hasta 2.5% vs 1.8% el potencial estimado por el Fed-. Amplios estímulos fiscales y el efecto rezagado de los recortes de tasas de interés seguirán impulsando la economía y en especial el consumo.

La economía se mantiene dinámica a pesar del aumento de las tensiones comerciales y las disruptiones que causó el cese parcial de funciones de gobierno. La sorpresa económica lleva 6 meses positiva y los PMIs de servicios y manufacturas se mantienen sobre 50 pts. Respecto al mercado laboral, en diciembre la creación de empleo decepcionó al agregar 50 mil puestos de trabajo, pero la tasa de desempleo bajó a 4.4% ante una menor contratación que fue acompañada a la vez con menores despidos.

La inflación confirma la trayectoria descendente luego de que en diciembre la medida *headline* se mantuviera en 2.7% anual y la subyacente en 2.6%. De todas formas, no se espera la convergencia hasta al menos el próximo año en la medida que el componente de servicios continúe desacelerándose, impulsado principalmente por la moderación en los precios de vivienda. En base a una inflación que se mantiene elevada, pero cediendo, y un mercado laboral que muestra señales de enfriamiento, el Banco de la Reserva Federal -Fed- volvió a recortar la tasa de referencia en diciembre en 25 pbs. al rango 3.50%-3.75%. El Comité guiará la política monetaria en base a la publicación de datos, cómo evolucionan las perspectivas y el balance de riesgos. La mediana de los votantes del Comité apunta para este año a un recorte adicional de tasa, pero el mercado estima 2, manteniéndose el desacople de expectativas.

En el plano comercial se proyecta para este año un entorno algo más predecible en materia arancelaria, aun cuando estas medidas continuarán utilizándose como herramienta de negociación por parte del gobierno. Su relevancia fiscal es significativa: los aranceles aportaron una recaudación fiscal de USD 287 bn. durante 2025, 192% más que el año anterior, constituyendo una pieza clave de los ingresos públicos que respalda la agenda presupuestaria. Este aspecto cobra mayor relevancia en la medida que la Corte Suprema evalúa la legalidad de ciertos aranceles implementados bajo la Ley de Poderes Económicos de Emergencia Internacional (IEEPA). Un fallo adverso podría obligar al Gobierno a devolver parte de lo recaudado, reduciendo la efectividad de la política fiscal y generando un desafío adicional para las cuentas públicas. El 1 de enero de 2026 entrará en vigor la *One Big Beautiful Bill*, la reforma tributaria que reorganiza el gasto federal mediante recortes en programas sociales y un aumento selectivo del gasto público. La recaudación por aranceles constituye una fuente clave para financiar esta reforma, por lo que el desenlace judicial respecto a la IEEPA será determinante para la sostenibilidad del plan fiscal.

En el último mes se ha visto una participación activa de EE.UU. en política internacional, principalmente a través del arresto de Nicolás Maduro y su esposa en Venezuela por narcotráfico. Con Delsy Rodríguez como presidenta interina la transición hacia la democracia será lenta y el panorama se mantiene incierto. Según declaraciones de Donald Trump empresas petroleras estadounidenses invertirán en infraestructura para recuperar la industria en Venezuela, no obstante, algunas compañías han emitido advertencias preliminares debido al atraso tecnológico en la extracción. Actualmente, Venezuela produce cerca de 1 millón de barriles diarios, menos de la mitad que hace una década, y resulta difícil que en 2026 logre duplicar esa cifra.

En política interna, el mandatario ha realizado una serie de anuncios que afectan al sector corporativo, pero queda ver su implementación. Por ejemplo, se está preparando una orden ejecutiva para que empresas de defensa disminuyan sus *buybacks* y pagos de dividendos con el fin de que aumenten la reinversión para aumentar la producción y reducir los sobrecostos. También anunció que inversionistas institucionales no deberían seguir comprando viviendas unifamiliares y que el límite al interés de las tarjetas de crédito sería 10% anual.

Las últimas medidas van en línea con reorientar las políticas hacia lo interno en la medida en que se acercan las elecciones de medio término, que redefinirán la composición del Congreso y, con ello, el grado de continuidad de la agenda fiscal y regulatoria del Gobierno. Estos comicios serán especialmente relevantes para evaluar la capacidad de avanzar en reformas estructurales y el nivel de apoyo político que tendrá la administración durante la segunda mitad del mandato.

Durante diciembre, el S&P 500 cayó 0.1% y no logró extender la racha a un octavo mes, con 2025 acumulando ganancias por 16%, bajo pares desarrollados, pero por tercer año consecutivo con retornos de doble dígito. Esto deja un escenario

desafiante para 2026 en la medida en que las valorizaciones son cada vez más elevadas. La razón P/U *fwd.* del S&P500 transa dos desv. est. sobre el promedio de 5 años. De momento tales valorizaciones estarían justificadas por el acelerado crecimiento de utilidades, las cuales en 2025 habrían crecido 14% y lo harían un 15% en 2026, sobre pares desarrollados.

En cuanto a flujos, según EPFR, las acciones estadounidenses lideraron las entradas acumuladas en 2025, con flujos que se aceleraron los últimos meses del año. A pesar de que las valorizaciones tanto de *large cap growth* como *value* son elevadas, los flujos se han mantenido positivos, reflejando una demanda sostenida por acciones. Para 2026 se espera que continúe la búsqueda de diversificación, tanto a nivel global como dentro del propio mercado estadounidense. La brecha de desempeño entre las 7 Magníficas y el resto del índice (el S&P 493) se ha reducido de manera significativa, tendencia que se espera continúe en la medida que el mercado rota hacia sectores y compañías con múltiplos menos exigentes. Finalmente, las *small caps* siguen mostrando un rezago en horizontes de mediano y largo plazo, transando con valorizaciones más justas y ofreciendo mayor potencial relativo en la medida que la política gire el foco hacia reactivar la economía doméstica.

**En línea con la resiliencia económica, el *momentum* de flujos, la fortaleza corporativa y la diversificación global, se mantiene el largo en *large cap value*, mientras se mantiene el *OW* en *small caps* en búsqueda de valorizaciones más aliviadas y tener mayor exposición a la economía doméstica. En forma táctica y dado el comienzo de la temporada de reportes del 4to trimestre de 2025, se lleva a largo desde neutral *large cap growth* ante las buenas perspectivas del sector tecnológico.**

## **JAPÓN: Se decide mantener la posición *underweight***

La economía no logaría mantener este año el dinamismo de 2025 y el crecimiento del PIB se desaceleraría desde 1.2% a 0.8% en 2026 y 0.9% en 2027, siendo impulsado principalmente por inversión. El consumo no despegaría en forma sostenida a pesar de la subida de los salarios ni los amplios estímulos fiscales anunciados por Sanae Takaichi, la primera mujer en liderar el país. El presupuesto de 2026 incluye un aumento del gasto para sostener la actividad, apoyado por un paquete extraordinario de ¥ 18.3 billones, financiado en parte con nueva deuda, lo que añadiría presión fiscal en el mediano plazo.

Sanae Takaichi asumió como primera ministra del país en octubre pasado y gobierna con un parlamento fragmentado, impulsando un ambicioso plan fiscal. Aprovechando su popularidad buscaría adelantar las elecciones generales para gobernar con mayoría y así validar su proyecto de gobierno. En consecuencia, en el inicio del año se ha fortalecido el “Takaichi trade” con ganancias en acciones, subida de tasas, caída en el precio de bonos y depreciación del yen.

Por su parte, la economía está estancada y pierde dinamismo económico, si bien la sorpresa económica es positiva tiene una tendencia a la baja y ha disminuido en las últimas 4 semanas. El PMI de manufacturas se ubicó en diciembre bajo 50 pts. por sexto mes consecutivo y el de servicios se ubicó en 52.5 pts., su menor nivel desde julio pasado.

La inflación se mantiene por encima de la meta del Banco de Japón (BoJ) ubicándose en noviembre en 2.9% anual y en 3.0% la medida subyacente. Para 2026, se prevé que continúe el proceso desinflacionario y los precios converjan gradualmente al objetivo durante el primer trimestre. En este escenario, el BoJ subió la tasa de referencia en la reunión de diciembre en 25 pbs. hasta 0.75% mientras el mercado espera para 2026 dos subidas más. En consecuencia, la curva de tasas de interés soberana japonesa se empiñó en el último mes, con la tasa a 10 años subiendo a 2.17%, el mayor

nivel desde fines de los 90. La disminución del diferencial de tasas con EE.UU. podría dar soporte a una tendencia apreciativa del yen luego de que la moneda se apreciara marginalmente en 2025 (0.3%).

El MSCI Japón rentó USD 22% en 2025, mientras que el Nikkei -que posee un sesgo más tecnológico- ganó USD 27%. En el inicio de 2026 se mantiene el buen *momentum* accionario, a pesar de que se han corregido a la baja los estimados de crecimiento de utilidades. Para este año se estima un crecimiento en torno al 8% desde 10% hace 3 meses, lo que se compara negativamente con pares desarrollados. Por su parte, las valorizaciones se han encarecido y la razón P/U *fwd.* del MSCI Japón transa una desviación estándar sobre el promedio de 5 años. En cuanto a flujos, durante 2025 se observaron persistentes salidas netas del conjunto de fondos e ETFs.

Persisten ciertos riesgos relevantes para la economía japonesa: las presiones fiscales continúan siendo un desafío, especialmente considerando el mayor uso de deuda para financiar el impulso presupuestario. A ello se suma un escenario político incierto, donde Takaichi lidera un gobierno en minoría y una economía que gana tracción, quedando en medio del conflicto comercial entre EE.UU. y China. Dado, además, lo ajustado de las valorizaciones, la corrección a la baja en expectativa de utilidades y salida de flujos, **se decide mantener un posicionamiento *underweight* en acciones japonesas.**

## **SE MANTIENE OW ACCIONES EMERGENTES: *OW LatAm Large y Small Cap, OW China y neutral Asia EM ex China***

En 2025, y por primera vez en un par de años, volvimos a observar un *outperformance* de mercados emergentes con respecto al resto del mundo, destacando América Latina, seguido de Asia. La asunción de Donald Trump en enero, y el posterior *Liberation Day* gatillaron el comienzo de una tendencia de diversificación, que creemos se va a prolongar durante 2026. El año que recién pasó, nos dejó el primer *outperformance* de mercados emergentes desde 2017, y este comportamiento no se da por dos años consecutivos desde 2010. Sin embargo, las perspectivas para este año reúnen las condiciones para que continúe esta tendencia, con un crecimiento que seguirá siendo mayor en economías menos desarrolladas, con mayor disciplina fiscal y aún con rezago accionario de mediano y largo plazo.

## **AMÉRICA LATINA: se mantiene OW en *Large y Small Cap***

2026 seguirá dando razones para que el mercado latinoamericano continúe su paso; la economía continuará avanzando a un ritmo similar, se están materializando giros políticos que suelen dar soporte a las acciones y las tasas de interés locales serán menores que en 2025. Por otro lado, y tras lo sucedido recientemente en Venezuela, los inversionistas pareciera que tomaron la noticia como positiva, debido a que el fin del régimen de Maduro significaría una mejora de institucionalidad en la región. En el mediano plazo, se podría revertir la emigración masiva que hubo de venezolanos dada la debilidad democrática, se estima que de los 8 millones que se trasladaron a vivir a otros países, 7 se encuentran en América Latina y el Caribe, particularmente concentrados en Colombia, Perú y Chile. Por último, la diversificación de parte de los inversionistas continuará hacia adelante, también favoreciendo a la región.

En **Brasil**, tras un negativo desempeño en diciembre, el mercado accionario retoma alzas y se posiciona como uno de los mejores retornos en lo corrido de enero. Lo anterior también se condice con un real que reanuda la tendencia apreciativa en el inicio de 2026, tras un negativo desempeño en el último mes de 2025, debido a una mayor volatilidad política. En diciembre, el expresidente Jair Bolsonaro declaró que apoyaba la candidatura presidencial de su hijo Flávio, una figura que enfrenta un rechazo significativo en comparación a otros posibles candidatos. En este sentido, de ser él

quién participe en la contienda y pase a segunda vuelta, se hace más probable que Lula da Silva se perpetúe en el poder. De esta manera, seguiremos monitoreando la situación política, que esperamos tenga un escenario más claro después del Carnaval que se realiza en febrero. En abril, las personas que ocupan un cargo político deben renunciar a ellos si quieren participar en la carrera presidencial. Es por esto, junto con otras razones, que esperamos Flávio Bolsonaro renuncie a su carrera presidencial en marzo, una vez que su padre haya “asegurado” el indulto presidencial. A su vez, las últimas encuestas muestran que el actual gobernador de São Paulo (Tarcísio de Freitas) sería el único capaz de empatar con Lula en una segunda vuelta electoral, lo que refuerza nuestra hipótesis. Pasando a lo macro, los datos de alta frecuencia siguen exhibiendo desaceleración, en tanto la actividad económica de octubre volvió a contraerse (-0.3% mensual desestacionalizado) y las proyecciones de crecimiento para este y el próximo año se ubican en 1.8%, las últimas revisándose acentuadamente a la baja. Lo anterior en línea con tasas de interés que se han mantenido altas, frenando el consumo y comprimiendo márgenes. De esta manera, el Banco Central decidió mantener la tasa Selic en su reunión de diciembre en 15.00%, en línea con lo esperado por el mercado, pero con un comunicado y minuta algo más dovish. Si bien el consenso de mercado espera que el primer recorte sea en marzo, parte del mercado prevé que las bajas comiencen en enero. Esto, de la mano con una inflación que cerró 2025 en 4.3% anual y se espera termine 2026 ~3.6%. Pasando al mercado, a pesar del buen desempeño de las acciones brasileñas en 2025, las valorizaciones siguen holgadas y la razón P/U fwd. transa por debajo de su promedio de 10 años. Tras la volatilidad observada en diciembre, todavía se observan salidas netas de flujos de inversión al mercado accionario brasileño en lo corrido del año. Dado lo anterior, a pesar del freno en el *momentum* de flujos, las valorizaciones se mantienen atractivas, el inicio de bajas de tasas de parte del Banco Central es inminente, y el giro político comienza a internalizarse en el mercado – tomando en cuenta la volatilidad que podamos observar–. En este sentido, se decide **mantener el OW en acciones brasileñas**.

En **México**, 2026 se perfila como un año de recuperación gradual tras un débil 2025, en el que el crecimiento habría rondado apenas el 0.4% según proyecciones recientes. El escenario mejora, pero descansa en dos hitos clave: la revisión del T-MEC en julio y la Copa Mundial de la FIFA a partir de junio, en tanto ambos podrían tener impacto directo sobre las expectativas, inversión y actividad. Bajo este marco, las proyecciones apuntan a un crecimiento cercano al ~1.3% para este año, con la Copa Mundial aportando cerca de 20 pbs. al crecimiento según diversas proyecciones. En materia de precios, el proceso de desinflación sigue siendo lento y frágil. La inflación de 2025 cerró en 3.7% anual, aún por sobre la meta del Banxico, presionada por un registro subyacente -especialmente en servicios- que se mantiene sobre el 4%. Ante esto, la primera encuesta de 2026 por parte de Citi mostró una revisión al alza en las expectativas en el registro *headline* para este año a 3.9% (3.8% mes anterior), limitando el margen de relajación monetaria. Si bien el Banxico recortó la tasa a 7.00% en diciembre, la minuta reciente sugiere un sesgo “menos dovish”, con espacio para nuevas bajas graduales hasta 6.00% (encuesta Citi), pero no exento de pausas técnicas. En línea con esto, el frente fiscal también sigue siendo un foco de riesgo a monitorear por el gobierno; el gobierno de Sheinbaum apunta a reducir el déficit fiscal a 4.1% del PIB en 2026 (5.8% en 2024). En este contexto, la próxima revisión de la agencia calificadora Moody's -que mantiene un Outlook negativo para el país-, será clave para la estabilidad del grado de inversión y debiera realizarse en la primera mitad de este año. Con respecto a la política exterior, por un lado, se observa mayor alineamiento con EE.UU. bajo la administración Trump, avances en cooperación en seguridad y una política comercial más dura hacia países sin tratado de libre comercio (China y otros países asiáticos). Por otro, la negociación del T-MEC sigue siendo el principal riesgo estructural: el poder de negociación de Trump aumenta conforme se acerca la revisión. Pese a estos riesgos, el mercado accionario mantiene un *momentum* sólido. El MEXBOL cerró 2025 con una rentabilidad cercana a USD 50% y comenzó 2026 con retornos positivos, reflejando que los inversionistas siguen descontando un escenario de continuidad (“TACO trade”) pese a amenazas y presiones por parte del mandatario de EE.UU. Las valorizaciones, aunque ya ajustadas

respecto a su promedio de 5 años, continúan atractivas frente al MSCI de mercados emergentes en P/U *fwd*. De esta manera, si bien el escenario para 2026 luce más constructivo, la recuperación descansa en eventos puntuales de alta incidencia, que también conllevan riesgos relevantes y un balance de resultados aún asimétrico, por lo que **se decide mantener una posición neutral en acciones mexicanas.**

En **Chile**, el mercado accionario cerró un destacable 2025, con un IPSA que rentó USD 72%, apoyado en valorizaciones que comenzaron el año en niveles atractivos, reportes corporativos que sorprendieron, sorpresas económicas positivas y un giro político hacia una tendencia más promercado que fue internalizándose a lo largo del año. En lo que va del mes, el mercado accionario chileno ha seguido exhibiendo un destacado retorno, en línea con la recuperación de la región tras un diciembre que estuvo negativamente incidido por la volatilidad política de Brasil. Por el lado macro, el dato de actividad económica de noviembre decepcionó, y ahora se espera que 2025 haya cerrado con un crecimiento de 2.3%, lo que se compara negativamente con el 2.4% que se esperaba previamente. Sin embargo, para 2026 las perspectivas económicas mejoran, de la mano de expectativas empresariales y de consumo más positivas. La inflación cerró el año pasado en 3.5% anual, ubicándose firmemente dentro del rango de tolerancia, en tanto volvería al 3% durante el primer trimestre de este año. En este sentido, el Banco Central se encuentra avanzado en su ciclo de bajas de tasas y tendría solo un recorte pendiente este año para alcanzar el nivel neutral. De esta manera, la tasa de política monetaria pasaría del 4.50% actual a 4.25% en la reunión de marzo. Por el lado político, la segunda vuelta presidencial culminó con el amplio triunfo de José Antonio Kast, con un 58% de los votos válidamente emitidos. Tras el balotaje, el presidente electo ha ido confirmando a sus primeros ministros, en tanto el equipo completo será anunciado el 20 de enero. Por otro lado, el gobierno saliente intenta aprobar sus últimos proyectos de ley, en los que probablemente no tendrá mucho éxito. Por el lado del mercado, las valorizaciones se han ajustado, aun cuando al compararlas con mercados emergentes siguen luciendo atractivas. A su vez, se siguen observando entradas de flujos al mercado accionario chileno en lo que va de enero, dando soporte al *momentum*. Por último, el peso chileno se apreció un 3.0% durante diciembre, y continúa dicha tendencia, de la mano de un precio del cobre que subió más de 40% en 2025, comienza 2026 con un buen pie, al igual que el precio del litio, otro mineral con importante representación en los índices accionarios chilenos. De esta manera, dadas las buenas perspectivas económicas y de mercado, **se decide aumentar la sobreponderación en acciones chilenas.**

En **Colombia**, 2025 dejó un desempeño destacado del COLCAP, que registró una rentabilidad cercana al 47% en moneda local y de ~75% en dólares, destacando frente a los demás pares de la región. Este comportamiento reflejó en parte, eventos corporativos relevantes y un entorno internacional favorable para emergentes, marcado por la debilidad del dólar y un crecimiento global estable. De cara a 2026, el escenario macroeconómico luce moderadamente constructivo en términos de crecimiento, con proyecciones en torno a 2.5–2.7%, aunque todavía limitado por la debilidad de la inversión. En materia de precios, la inflación sigue siendo el principal foco de riesgo: tras cerrar 2025 en 5.1% anual, las proyecciones para 2026 fueron revisadas al alza luego del fuerte incremento del salario mínimo (23.7%), con estimaciones que ubican la inflación entre 6% y 7%, impulsada por servicios intensivos en mano de obra. Este shock de costos refuerza un sesgo más contractivo de la política monetaria, con el BanRep enfrentando presiones para elevar su tasa de política monetaria -actualmente en 9.25%-, en contraste con otros países de la región. En el frente fiscal, el elevado déficit y el alto costo de financiamiento limitan el margen de maniobra, mientras que la incertidumbre política de cara a las elecciones presidenciales de mayo sigue afectando la confianza. Según la última encuesta presidencial de AtlasIntel, Abelardo de la Espriella lidera la intención de voto con 28%, seguido por Iván Cepeda (26.5%) y Sergio Fajardo (9.4%), con implicancias relevantes para el mercado: un triunfo de De la Espriella sería percibido como promercado y alineado con EE.UU., mientras que una victoria de Cepeda implicaría continuidad del actual rumbo económico. Este

contexto se ve agravado por el deterioro institucional bajo el gobierno de Petro, evidenciado en medidas como el aumento del salario mínimo que presiona la inflación y la credibilidad fiscal, y que ya motivó a Fitch a rebajar la calificación soberana en diciembre de Colombia a BB. Por el lado del mercado, pese al *momentum* accionario observado, las valorizaciones continúan siendo atractivas al cotizar bajo su promedio de 5 años en el ratio P/U *fwd.* tanto en términos absolutos como respecto a mercados emergentes. En cuanto a flujos, se registraron salidas cercanas al 1.9% del AUM del principal ETF del país durante el último mes. Así, aunque el balance macro-financiero para 2026 es relativamente estable, la combinación de presiones inflacionarias, tasas altas y señales mixtas de flujos podrían gatillar un escenario de mayor riesgo, **por lo que se decide mantener la posición neutral en acciones colombianas.**

En **Perú**, el año pasado consolidó un escenario macroeconómico particularmente sólido en el contexto regional, con una recuperación del PIB que, según proyecciones del Banco Central de la Reserva del Perú (BCRP), habría alcanzado un 3.4% de crecimiento, superando a sus pares latinoamericanos y ubicando a la economía por encima de sus niveles prepandemia. En lo que respecta a 2026, las perspectivas se mantienen constructivas, con un crecimiento esperado por sobre 3%, nuevamente por encima del promedio regional, apoyado en una combinación de demanda interna resiliente, recuperación de la inversión privada y un contexto externo altamente favorable, que mantendrá el soporte del sector minero ante un ciclo favorable de *commodities*. En materia de precios, la inflación cerró 2025 en 1.5%, con expectativas firmemente ancladas dentro del rango meta del BCRP y proyecciones cercanas a 2% para 2026, reforzando la credibilidad del marco monetario y permitiendo una política monetaria más flexible. En este contexto macro favorable, el MSCI NUAM Perú mostró un desempeño destacado en 2025, con una rentabilidad cercana a 50% en moneda local y casi 70% en dólares, posicionándose entre los mejores de la región; pese a este rally, las valorizaciones continúan siendo atractivas, cotizando por debajo de su promedio de 10 años en el ratio de P/U *fwd.*, mientras que en términos de flujos se registraron entradas netas equivalentes a 3.8% del AUM del principal ETF en el último mes. Hacia adelante, sin embargo, el foco de riesgo se traslada al plano político: el proceso electoral de 2026 se desarrolla en un contexto de alta fragmentación y elevada indecisión del electorado, donde el problema de seguridad ciudadana se ha transformado en un eje central de la agenda y en un factor clave de posicionamiento electoral, introduciendo potenciales episodios de incertidumbre. De acuerdo con las últimas encuestas, Rafael López Aliaga continúa liderando la intención de voto junto a Keiko Fujimori, con un 12% y 8.8% respectivamente. De esta manera, si bien el escenario macroeconómico para 2026 luce sólido y diferenciado positivamente dentro de la región, la persistencia de riesgos políticos y de gobernabilidad lleva a **mantener una posición neutral en acciones peruanas**, a la espera de mayor visibilidad en el frente electoral.

En **Argentina**, 2025 marcó un punto de inflexión macroeconómico, apoyado en una fuerte corrección de desequilibrios, una desaceleración significativa de la inflación y un giro político que fue gradualmente internalizado por los mercados tras el triunfo del oficialismo en las elecciones legislativas del 26 de octubre. En este contexto, el Merval logró cerrar el año con una rentabilidad en moneda local cercana al 13%, a pesar de haber acumulado una caída de más de 35% hasta septiembre, reflejando un cambio relevante en expectativas más que un *rally* pleno. En cuanto a fundamentos macroeconómicos, si bien se espera una desaceleración en el crecimiento para este año, las proyecciones apuntan a una expansión del PIB en torno a 3-3.5%, sobre el promedio latinoamericano. Este escenario se ve reforzado por perspectivas favorables de *commodities*, donde la minería consolida su rol como pilar estructural: el sector cerró 2025 con exportaciones récord y un crecimiento cercano al 27% interanual, mientras que el litio continúa expandiendo su capacidad productiva tras fuertes inversiones. En materia de precios, la inflación de 2025 cerró en 31.5% anual -su nivel más bajo desde 2017- y las expectativas para 2026 apuntan a una continuidad del proceso de desinflación, con una inflación cercana a 20% para el cierre de año según la última encuesta de expectativas de mercado (REM) del Banco

Central de la República de Chile (BCRA), lo que refuerza la normalización del entorno macro. En este contexto, el BCRA avanzó hacia una nueva fase del programa monetario y cambiario, combinando bandas ajustadas por inflación con un proceso explícito de re-monetización y acumulación de reservas, ayudando a despejar una de las principales preocupaciones del mercado respecto a la falta de dólares genuinos. En línea con esto, el riesgo país continúa cayendo mientras se observan señales de normalización financiera, como el REPO por USD 3,000 millones -que permitió fortalecer la liquidez en dólares a una tasa menor y con mayor plazo-, el pago del swap con EE.UU. y un mayor respaldo externo. Así, si bien el escenario para 2026 luce más constructivo en cuanto a fundamentos macroeconómicos, persiste la incertidumbre respecto a la continuidad del proceso de recuperación económica, que sigue dependiendo de la capacidad de generar flujos efectivos de dólares, **por lo que se decide mantener la posición neutral en acciones argentinas.**

## **CHINA: Se decide mantener el *overweight* en acciones chinas**

El mercado chino se quedó atrás en diciembre, de la mano de mayor volatilidad en los mercados accionarios globales y datos económicos que decepcionaron en la primera mitad del mes. Tanto las ventas minoristas como la producción industrial anotaron crecimientos por debajo de lo esperado en sus registros de noviembre (1.3% y 4.8% anual respectivamente, publicados a mediados de diciembre), pero en los datos publicados posteriormente se vio una mejora. En este sentido, los PMI de diciembre, tanto oficiales como los RatingDog, se ubicaron todos en terreno expansivo, para manufacturas y servicios.

En este sentido, durante diciembre hubo una serie de anuncios de parte del gobierno para seguir dando soporte a la economía china para 2026. En primer lugar, se realizó la Conferencia Central de Trabajo Económico durante diciembre, en la que se reiteró el estímulo fiscal con foco en el consumo y en las medidas *Anti involution* que apuntan a que las organizaciones continúen innovando. A su vez, se dejó entrever que en marzo se confirmará la meta autoimpuesta de crecimiento económico de 5% para este año. Además, se anunciaron estímulos fiscales para este año por un total de USD 51 bn. para dar soporte a consumo y la inversión, que también mantuvieron el soporte del mercado accionario en el inicio de 2026.

Por otro lado, la captura de Maduro volteó nuevamente las miradas hacia China, que exacerbó los ejercicios militares alrededor de Taiwán y era uno de los principales compradores de petróleo venezolano. De todas maneras, el crudo de origen caribeño representa un porcentaje menor del total demandado por el gigante asiático.

El sector de China que sí mantiene atractivo e interés de parte de los inversionistas es el tecnológico. Tras un destacado desempeño en 2025, es el que concentra todas las miradas en un entorno global de elevadas inversiones en IA, en tanto se estima que podría ser capaz de desarrollar modelos de IA generativa a un menor costo que pares desarrollados.

Por su parte, y a pesar de los aranceles, las exportaciones chinas lograron expandirse un 5.5% en 2025, y alcanzar un superávit comercial récord de USD 1.2 trn. Si bien los envíos dirigidos a EE.UU. cayeron un 20% con respecto al año anterior, logró reasignar el comercio a otros destinos.

La inflación no ha logrado repuntar, y la sobrecapacidad de la producción china mantiene contenidos los avances en el nivel de precios. A diciembre de 2025, la inflación se ubicó en 0.8% anual, en tanto se espera se acelere marginalmente este año.

Al inicio del año, se observan entradas de flujos de inversión a fondos e ETFs por USD 304 millones (según EPR) al 7 de enero. Es posible que estas entradas estén predominadas por inversionistas domésticos. Tras el casi 30% que subió el índice MSCI China en 2025, las valorizaciones se ajustaron y la razón P/U *fwd.* se ubica sobre su promedio de 5 y 10 años. Por el lado más optimista, mejoran las proyecciones de utilidades para lo que fue el cierre de 2025 y de cara al inicio de la temporada de reportes corporativos del cuarto trimestre, pero se revisan a la baja las de este año hasta ~12%.

De esta manera, reconociendo la mayor volatilidad de este mercado, creemos que el anuncio de estos estímulos, datos de actividad que mejoran en el margen y foco adecuado de las autoridades puede revertir el *underperformance* observado en diciembre. Por lo anterior, se **decide mantener el overweight en acciones chinas.**

## ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se mantiene la posición neutral

Los mercados de Asia Emergente ex China exhibieron una rentabilidad notable en 2025, liderados por Corea del Sur que subió casi un 100% en dólares (MSCI). El año pasado estuvo marcado por mercados más volátiles exhibiendo las alzas más pronunciadas, en tanto Taiwán también logró un positivo desempeño. De lo contrario, el mercado indio avanzó solo un 2.9% en dólares (índice MSCI), tras años de *outperformance*. En este contexto, las valorizaciones se han ajustado tras el buen desempeño accionario, la economía se desacelerará marginalmente en 2026, y no se ve demasiado espacio para que los bancos centrales bajen tasas de manera agresiva. A su vez, y en distinta medida, conflictos geopolíticos y tensiones comerciales asechan el panorama de los distintos países de la región.

El mercado accionario **indio** ha seguido quedándose atrás a inicios del año, sin un gran catalizador que le permita fortalecerse. A pesar de esto, las proyecciones de crecimiento económico y el *momentum* de actividad continúan avanzando a paso firme. En este sentido, los PMIs tanto de servicios como manufacturas cerraron el año en terreno ampliamente expansivo, ubicándose en 58 y 55 pts. respectivamente en diciembre. Por su parte, la inflación ha seguido contenida y cerró diciembre en 1.3% anual, de la mano de la entrada en vigor de la ley de rebaja de impuesto a los bienes y servicios (GST por sus siglas en inglés). A lo largo de este año no esperamos presiones inflacionarias importantes, lo que le daría espacio al Banco Central para bajar la tasa de referencia en febrero nuevamente (-25 pbs.), y terminar con el ciclo de bajas con la tasa en 5.25%. En este sentido, el presidente de la autoridad monetaria ha declarado que buscará frenar la debilidad de la rupia india, que fue una de las monedas emergentes con peor desempeño en 2025 y se depreció un 4.7%. A pesar del acotado desempeño de mercado en 2025, las valorizaciones transan con premio y la razón P/U *fwd.* transa sobre sus promedios de 5 y 10 años. En el último mes los flujos se mantienen planos al mercado accionario, lo que conversa con un *momentum* deteriorado. Pasando a la política, a nivel interno se mantiene la estabilidad y el gobierno se prepara para tramitar el presupuesto durante febrero. Sin embargo, en el plano internacional, se mantienen enfrentamientos con EE.UU. A pesar de que las importaciones de petróleo ruso alcanzaron mínimos de tres años, las exportaciones indias que se dirigen a EE.UU. siguen lidiando con aranceles elevados y existen riesgos de mayor penalización, que se incrementaron tras la captura de Nicolás Maduro. En este sentido, la fortaleza macroeconómica de India se contrarresta con valorizaciones que siguen caras y un mercado accionario sin *momentum*, por lo que se decide **mantener la posición neutral en acciones indias.**

El mercado accionario de **Corea del Sur** comenzó 2026 con un *momentum* accionario destacable, positivamente incidido por dos acciones que tienen un peso significativo en los índices. En particular, Samsung y SK Hynix entregaron perspectivas favorables y aumentarán su producción de memorias RAM HBM (*High-Bandwidth Memory*) para enfrentar la acelerada demanda de la mayor inversión en inteligencia artificial. Esto ha seguido inyectando optimismo al mercado,

de la mano de un won que mostró ganancias acotadas en 2025 y el gobierno ha declarado medidas para contener la depreciación, mediante cambios impositivos, intervención verbal y coberturas de monedas del sistema de pensiones. El buen desempeño del mercado ha estado acompañado de sucesivas entradas de flujos, que se aceleraron durante el último mes, con el conjunto de ETFs registrando entradas netas por ~60% del AUM. Esto también ajustó las valorizaciones, que transan más de una desviación estándar sobre el promedio de 5 años en la razón P/U fwd. En diciembre, el PMI de manufacturas vuelve a terreno neutral y se ubica en 50.1 pts. (49.4 pts. dato previo), con una economía que habría crecido ~1% en 2025, y se espera se acelere a 2% este año, proyección que se revisa al alza en el último mes. Con respecto a los precios, no se ven mayores presiones y la inflación cerró 2025 en 3.2% anual, cerca de la meta de inflación. En este contexto, el Banco Central se reunirá a mediados de enero y el mercado espera mantenga la tasa de referencia en 2.50%, en tanto podría bajarla en una ocasión más durante este año. Por otro lado, un motor importante del crecimiento económico de Corea del Sur fueron sus exportaciones, que en 2025 superaron los USD 700 bn., con una contribución importante del sector de semiconductores y la inteligencia artificial. Dado que China es uno de los principales socios comerciales de Corea del Sur, el mandatario surcoreano visitó a su par chino, en búsqueda de fortalecer sus relaciones diplomáticas. De esta forma, tras el buen desempeño de Corea del Sur, no nos parece un buen punto de entrada para el mercado accionario y **decidimos mantener la posición neutral**.

El **mercado accionario taiwanés** cerró 2025 con un retorno de USD ~25% (índice MSCI), superando mercados desarrollados y tras ser uno de los mejores mercados emergentes en 2024. Así, tras estos positivos desempeños, las valorizaciones del mercado accionario taiwanés se han encarecido y la razón P/U fwd. transa sobre su promedio de 5 y 10 años, en ambos casos por más de 2 desviaciones estándar. En este sentido, si bien en el último mes continúan las entradas de flujos (4.4% del AUM del conjunto de ETFs), no destaca dentro del conjunto de países emergentes. Por su parte, se espera que las utilidades de las empresas que componen el índice MSCI crezcan ~20% este año, sin grandes revisiones en los últimos meses y en línea con pares emergentes. Por el lado macro, 2025 fue excepcional para Taiwán, en tanto se estima que la economía habría crecido más de un 7%. Para este año, si bien el crecimiento se desacelerará, se espera una expansión del PIB de ~3.8% (consenso Bloomberg), proyección que se revisa al alza en el último mes (desde 2.8%). A su vez, el comercio exterior mostró un alza considerable en 2025, con tanto exportaciones como importaciones alcanzando récords, las primeras totalizando USD 640.75 bn. Esto también conversa con un PMI manufacturero que vuelve a terreno marginalmente expansivo en diciembre (50.9 pts.). Por el lado de la inflación, cerró el año en 1.3% anual, en tanto el registro subyacente se ubicó en 1.8%. Dada la ausencia de grandes presiones inflacionarias, el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en la reunión de diciembre en 2.0%, en línea con lo esperado por el mercado, y se espera se mantenga en dicho nivel por el resto de 2026. Por su parte, lo sucedido en Venezuela gatilló el aumento de ejercicios militares chinos en su alrededor, en tanto el gigante asiático amenaza a políticos taiwaneses por declararse pro-independencia. En este sentido, a pesar del *momentum* accionario y económico positivo, las valorizaciones se han encarecido y se elevan las tensiones geopolíticas, por lo que **se decide mantener neutral la exposición en acciones taiwanesas**.

Las acciones **indonesias** mostraron un *underperformance* respecto de sus pares regionales, obteniendo una rentabilidad de 1.4% en el mes de diciembre (índice MSCI). En relación con la economía, se espera un crecimiento de 5.0% para 2026 y 2027, y la inflación está contenida dentro y de la meta del Banco Central (2.5% ±1%). Sin embargo, en diciembre la inflación se aceleró y se ubicó por sobre las expectativas (2.9% anual vs. 2.8%), debido al programa de gobierno *free meals program* que otorga alimento gratuito a escolares y embarazadas. Dado que la inflación está controlada, la autoridad monetaria podría bajar tasa de interés en una ocasión más en 2026. Por el lado de mercado, sus

acciones transan con valorizaciones ajustadas y sobre su promedio de 5 años en la razón P/U fwd. Por el lado corporativo, las proyecciones de utilidades para 2026 se revisan a la baja y las recientes inundaciones ponen en peligro la producción de algunas empresas en la primera parte del año. Si bien Indonesia se presenta como una economía saludable en términos generales, hay que tener en consideración la incertidumbre producto de desastres naturales que han afectado el país, por lo que **se decide mantener en neutral la posición en acciones indonesias**. Por otro lado, el mercado accionario **tailandés** siguió exhibiendo un *underperformance* durante el mes de diciembre respecto de sus pares regionales y las acciones transan bajo su promedio histórico de 5 años en la razón P/U fwd. Por otro lado, las proyecciones de crecimiento económico se ubican bajo 2% para este año. Por el lado de los precios, la inflación sigue estando en terreno negativo cumpliendo el noveno mes consecutivo de deflación, pero se espera que para finales de 2026 la inflación sea positiva. En este sentido, no se ha descartado la posibilidad de un recorte de tasa de 25 pbs. en abril, teniendo en cuenta la incertidumbre política que pueden generar las elecciones generales de febrero. Si bien recientemente hubo un alto al fuego en el conflicto de Tailandia con Camboya, las repercusiones se notarán por sus efectos en el turismo, cuya relevancia estimada es de 12% PIB. De este modo, ante la falta de catalizadores económicos, incertidumbre producto de las elecciones generales y conflictos geopolíticos **se decide aumentar el *underweight* en acciones tailandesas**.

## EMEA

**Se decide mantener el *underweight*** en acciones de la región en el caso de una cartera emergente.

Las acciones **sudafricanas** registraron un *outperformance* respecto a sus pares regionales mostrando una rentabilidad de USD 8.9% en el mes de diciembre (índice MSCI). Este resultado se debe principalmente al precio del oro, que subió 4.2% en diciembre, y hay una participación relevante de las mineras del metal precioso que participan en el índice MSCI. Por el lado económico, si bien se espera un crecimiento de 1.6% para el año 2026, las expectativas fueron corregidas a la baja durante el último mes, motivado probablemente por la baja del PMI de manufacturas de noviembre (49.0 pts.) y diciembre (47.7 pts.). La inflación ya está contenida, y se espera se mantenga oscilando dentro del rango de tolerancia del Banco Central (3.0% ±1%), por los próximos dos años. Dado lo anterior el mercado espera dos recortes de tasa a lo largo del año, donde la primera reunión se realizará a finales de este mes. Por el lado de mercado, durante diciembre se vio una apreciación del rand de 3.4% respecto del dólar, en tanto, tras el buen desempeño de 2025, las acciones transan con valorizaciones ajustadas y sobre su promedio de 5 años en la razón P/U fwd. En términos más positivos, las expectativas de crecimiento de las utilidades para 2026 se corrigen al alza durante el último mes, a pesar de un escenario económico más presionado. En el contexto de perspectivas económicas más débiles y valorizaciones que transan con premio, **se decide mantener en neutral las acciones sudafricanas**, considerado la alta correlación del mercado accionario con el oro.

Las acciones **turcas** registraron un *underperformance* respecto de sus pares regionales mostrando una rentabilidad de USD 4.4% en el mes de diciembre (índice MSCI). La lira turca sigue depreciándose, perdiendo un 1.1% de su valor en el último mes de 2025. En el contexto económico se espera una aceleración del crecimiento hasta 3.5% y 4.0% para 2026 y 2027 respectivamente. La inflación sigue siendo una compleja temática y se espera que se sitúe algo por sobre 20% a fines de 2026. El mercado está esperando bajas en las tasas de referencia, desde su nivel actual 38% hasta 30% a lo largo del año. Sin embargo, el pasado diciembre se aprobó un aumento de 27% en el salario mínimo lo que podría generar presiones inflacionarias y dificultar la convergencia a la meta anual del Banco Central (16%). En relación con el mercado, las proyecciones de crecimiento de las utilidades se revisan al alza y las acciones transan sobre su promedio de 5 y 10

años en la razón P/U *fwd*. En un contexto de perspectivas económicas débiles y valorizaciones que transan con premio, **se decide mantener neutral la exposición a acciones turcas**.

El mercado accionario de **Arabia Saudita** registró un *underperformance* respecto de sus pares en la región, retrocediendo USD 1.0% (índice MSCI). Las bajas en el precio del petróleo (3% durante diciembre, Brent), acentúan el déficit fiscal y de cuenta corriente, por lo que las autoridades buscan diversificar matriz productiva y disminuir la dependencia del petróleo. A partir de febrero se levantan las reglas Qualified Foreign Investor (QFI), lo que permitirá que tanto clientes institucionales como individuales puedan invertir directamente en empresas cotizadas en el mercado de Tadawul. Si bien no se espera un efecto significativo al liberar estas reglas, ya que los QFI ya permitían la inversión de institucionales en el mercado, podría gatillar aumento de flujos de inversión, mejorar la transparencia en las empresas e incrementar la liquidez y profundidad del mercado. La economía saudí tiene expectativas de crecimiento a la baja para los próximos dos años, un 4.5% y 3.6% para 2026 y 2027 respectivamente y una inflación que oscilará ~2% este año. Por el lado de las valorizaciones, estas transan con descuento respecto de promedios históricos tanto para un plazo de 5 como 10 años en la razón P/U *fwd*. y las expectativas de crecimiento de utilidades se revisan a la baja, esperándose un crecimiento 3.8% para 2026. En un contexto geopolítico, la intervención del presidente Trump en territorio venezolano generó preocupaciones sobre el precio del petróleo. Sin embargo, debido a la baja proporción que representa Venezuela en la producción mundial, los efectos no tendrán repercusiones significativas en un corto o mediano plazo. De esta manera, las perspectivas para las acciones saudíes se vuelven menos negativas, pero aún con un precio del petróleo que seguirá presionado a lo largo del próximo año, por lo que se opta por **mantener el *underweight* en acciones saudíes**.

## RENTA FIJA

**US TREASURIES:** se mantiene la posición neutral en *treasuries* de 2 y 10 años, en *TIPS* y el *UW* en *treasuries* de 30 años

Durante diciembre se observó un alza en los tramos más largos de las tasas globales, impulsada por diversas presiones que derivaron en un mayor empinamiento de la curva. En primer lugar, se anticipa que 2026 será un año marcado por un impulso fiscal generalizado en las principales economías, lo que ha generado presiones alcistas sobre los plazos más largos. En EE.UU. comenzó a regir la *One Big Beautiful Bill*, el nuevo paquete fiscal aprobado por la administración de Trump, que redefine tanto las fuentes de ingresos como los programas de gasto. En Japón, el mayor recurso al endeudamiento para financiar la expansión presupuestaria también ha contribuido a aumentar las presiones fiscales, mientras que en Alemania empezarán a materializarse los efectos del paquete fiscal aprobado por el canciller Friedrich Merz. En línea con lo anterior, las expectativas de crecimiento para este año se han revisado al alza en distintas regiones, destacando la nueva proyección del FOMC en diciembre, que sitúa el crecimiento en 2.3%. Finalmente, el Banco Central de Japón elevó su tasa de referencia en su última reunión de 2025 y, si bien esta decisión estaba descontada por el mercado, la posibilidad de que el ciclo restrictivo se mantenga durante este año introdujo una fuente adicional de presión sobre las tasas durante el último mes.

La economía estadounidense se mantiene resiliente, lo que se evidencia en los datos económicos luego de las publicaciones tras el cierre de gobierno. El PIB del tercer trimestre sorprendió al alza, con un crecimiento de 4.3% trimestral, explicado por mejoras relevantes del consumo y la inversión respecto del periodo anterior. El mercado laboral se mantiene como el principal riesgo para la economía estadounidense, aunque el dato de cierre de año fue algo más mixto: la creación de empleo del último año mostro el menor número de puestos de trabajo desde 2020, aunque la tasa

de desempleo sorprendió positivamente y cayó hasta 4.4%. Por su parte la inflación confirma la tendencia a la baja y en diciembre se ubicó en 2.7% anual la medida headline y en 2.6% la subyacente.

En su reunión de diciembre, el Fed recortó la tasa de interés en 25 pbs., en línea con las expectativas del mercado. Powell señaló que persisten riesgos significativos a la baja para el mercado laboral, mientras que el impacto inflacionario derivado de los aranceles sería transitorio. La actualización del *Dot Plot* mostró que la mediana proyecta un único recorte adicional de 25 pbs. para este año. En cuanto a las proyecciones macroeconómicas, el comité revisó al alza el crecimiento esperado para este 2026, desde 1.8% a 2.3%, y redujo su estimación de inflación PCE, desde 2.6% a 2.4%, reflejando una visión algo más constructiva sobre el balance entre actividad y precios.

Este año, se espera que continúe el ciclo de política monetaria expansiva por parte del Fed. No obstante, para la reunión de enero el mercado anticipa una pausa en los recortes, luego de los tres ajustes consecutivos en la parte final de 2025. De todas formas, el mercado se mantiene más expansivo que el mismo FOMC, internalizando dos recortes extras de 25 pbs. mientras que la mediana del *Dot Plot* apunta a tan solo un ajuste. En este contexto, la evolución del mercado laboral será un factor clave para evaluar posibles cambios en las expectativas de política monetaria.

Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- se mantiene por debajo de su promedio histórico de los últimos cinco años y cercano a sus valores más bajos desde inicios de 2022. Los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 5 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, se mantuvieron prácticamente estables durante diciembre, ubicándose en 2.35% y 2.30% respectivamente en la primera semana de enero. De todas formas, las expectativas se mantienen ancladas en el mediano plazo.

**Dado lo anterior, las tasas más largas mantienen presiones alcistas, lo que puede llevar a un empinamiento adicional de la curva. Por otro lado, el mercado aún internaliza un escenario más expansivo que los propios miembros del FOMC. En este escenario, se mantiene la posición neutral en *treasuries* de 2 y 10 años, considerando que los niveles actuales ya incorporan gran parte del ciclo de flexibilización previsto. Además, se mantiene el *UW* en *treasuries* de 30 años, dado que el premio por plazo no compensaría el riesgo de duración. Por último, se mantiene la posición neutral en *TIPS*.**

#### **GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene la posición UW**

Las tasas globales subieron durante diciembre, con un alza más acentuada en los tramos largos de la curva, generando un mayor empinamiento de ésta. Este comportamiento respondió principalmente a las expectativas de un mayor impulso fiscal en las principales economías durante este año, junto con revisiones al alza en las proyecciones de crecimiento. Adicionalmente, la decisión del Banco Central de Japón de elevar su tasa de referencia y la posibilidad de que mantenga un sesgo restrictivo contribuyeron a reforzar las presiones alcistas sobre los rendimientos de largo plazo.

La economía estadounidense continúa mostrando un desempeño sólido, y el PIB del tercer trimestre sorprendió positivamente. Si bien la inflación se ha mantenido por sobre la meta, los hogares han sostenido un ritmo de gasto favorable, lo que explica una parte relevante del crecimiento económico. En materia de precios, no se observan riesgos alcistas significativos en el corto plazo, en un contexto de moderación de los precios de los servicios. Por el lado del mercado laboral, este sigue siendo la principal preocupación del Fed.

En Europa, las proyecciones de crecimiento apuntan a una expansión de 1.2% para ese año, lo que permitiría continuar con la normalización económica. La inflación se mantiene en torno al objetivo de 2.0% anual, y se prevé que fluctúe cerca de este nivel durante el año. En este contexto, el mercado anticipa que el BCE mantendrá sin cambios su tasa de referencia, dando por concluido el ciclo expansivo iniciado en 2024.

De cara a las reuniones de política monetaria de enero, se espera que ambos bancos centrales mantengan sin cambios sus tasas de interés. En el caso del BCE, esta decisión respondería al cierre de su ciclo de flexibilización, mientras que el Fed adoptaría una pausa de carácter táctico, en línea con su enfoque dependiente de los datos. El mercado anticipa que esta pausa se extienda durante el primer trimestre y que los recortes se reanuden en junio cuando comience el mandato del nuevo *Chair*.

En diciembre, la clase de activo *Investment Grade* global registró una rentabilidad de USD -0.1%, aunque acumulando un desempeño positivo de USD 7.1% en 2025. Los spreads cayeron luego de las alzas y la volatilidad observada durante el cierre de gobierno, y se ubican nuevamente en niveles históricamente bajos, lo que sugiere una mayor probabilidad de ampliación que de nuevas compresiones. Además, la mayor duración de esta categoría justifica mantener una posición cautelosa frente a otras alternativas dentro de la renta fija global. De esta forma, **se mantiene la posición *underweight* en Global Investment Grade.**

#### **GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene la posición neutral**

En cuanto a *High Yield*, durante el último mes registró una rentabilidad mensual de USD 0.8%. De esta forma, y en línea con el desempeño del mercado accionario, la clase de activo se consolidó como una de las mejores dentro de la renta fija durante 2025, con una rentabilidad de 10.0% en la totalidad del año. Por el lado de los spreads, estos volvieron a ubicarse en niveles históricamente comprimidos, al igual que los de instrumentos de mayor calidad crediticia. Las valorizaciones se mantienen ajustadas dentro de un entorno económico saludable, pero donde aún persisten fuentes de incertidumbre tanto políticas como fiscales.

La categoría ofrece un *yield* de 6.3%, por debajo de su promedio histórico de diez años. En este contexto, ante spreads ajustados, donde resulta más probable observar ampliaciones que compresiones en el corto plazo, y un *yield* que pierde atractivo respecto a niveles anteriores, pero en un escenario donde se mantiene el apetito por riesgo y una visión constructiva para las acciones, **se decide mantener la posición neutral en Global High Yield.**

#### **DEUDA EMERGENTE: Se decide mantener el OW en deuda soberana, bonos corporativos HY y en local markets, y la posición neutral en bonos corporativos IG**

Durante diciembre, las tasas del Tesoro estadounidense registraron un movimiento al alza, más marcado en los tramos largos de la curva, lo que derivó en un mayor empinamiento. Pese al recorte de tasas realizado ese mes, las presiones alcistas persistieron a lo largo del período, explicando el aumento observado en los rendimientos. De cara a la reunión de enero, el mercado anticipa que el Fed pausará los recortes, sin embargo, podría existir cierto grado de volatilidad en torno a la decisión, asociado a eventuales revisiones de los indicadores económicos y a la posibilidad de que se anuncie al candidato de Trump para ser el nuevo presidente de la institución. Aun así, el consenso de mercado sigue proyectando la continuidad del ciclo expansivo en 2026, aunque estas expectativas permanecen desacopladas de la mediana del *Dot Plot*. En este contexto, la deuda soberana emergente registró un retorno mensual de USD 0.7%, y se posicionó como la

clase de activo con mejor desempeño dentro de la renta fija global en 2025, al alcanzar una rentabilidad acumulada de 14.3%. Por su parte, la deuda corporativa emergente avanzó USD 0.5% el último mes, y cerró el año con un destacado rendimiento de USD 8.7%.

La deuda soberana emergente se consolidó como la clase de activo de mejor desempeño dentro de la renta fija global en 2025. las tasas emergentes se mantienen mostrando una menor volatilidad y movimientos más acotados en comparación con las economías desarrolladas, pese a la correlación positiva que suelen mantener con éstas. Además, las tasas reales en estas economías aún presentan margen para descender, apoyadas por la orientación expansiva de la política monetaria y por una inflación que continúa moderándose, lo que sustenta el atractivo de la clase de activo de cara a este año. De esta forma, se mantiene la posición *overweight* en deuda soberana emergente.

Pasando a la deuda corporativa de mercados emergentes, la clase de activo *Investment Grade* registró un rendimiento marginalmente positivo en diciembre, pero anotó una rentabilidad de USD 8.5% a lo largo del año. Por el lado de las valorizaciones, los *spreads* volvieron a comprimirse tras la leve alza de noviembre, ubicándose en niveles históricamente bajos. Además, en un entorno de impredecibilidad en las tasas globales, con cierto sesgo alcista, la mayor duración de esta clase de activos justifica tener cierta cautela frente a otros instrumentos dentro de la renta fija emergente. De esta forma, se mantiene la posición neutral en bonos soberanos corporativos de mayor calidad crediticia.

En cuanto a *High Yield*, la clase de activo logró una rentabilidad de USD 0.9% el último mes, anotando un positivo USD 9.1% en 2025, ubicándose por sobre el desempeño de *Investment Grade*. Los *spreads* se comportaron de manera similar a los de mayor calidad crediticia, y se ubican en niveles muy comprimidos en base a su historia. De todas formas, la menor duración de estos instrumentos en un contexto de tasas con ciertas presiones alcistas, y su comportamiento similar a la renta variable, entrega un mayor atractivo relativo a esta clase de activo. Así, se decide mantener la sobreexposición en deuda emergente *High Yield*.

Por el lado de *local markets*, diciembre fue un mes bastante positivo, logrando una rentabilidad de USD 1.2%, y cerrando 2025 con un destacado *performance* de USD 10.3%. Los factores que explicaron estos resultados continúan vigentes para este 2026. Por un lado, se observa una tendencia a la baja en las tasas locales de varias economías emergentes, junto con monedas que siguen mostrando espacio de apreciación en términos reales. Se espera que el dólar se mantenga en un rango lateral con sesgo a la baja, lo que favorecería a las monedas emergentes y podría sostener, o incluso reforzar, su apreciación. En este contexto, se mantiene una posición *overweight* en *local markets*.

En línea con lo anterior, **se decide mantener el *OW* en deuda soberana, bonos corporativos *HY* en *local markets*, y la posición neutral en bonos corporativos *IG*.**

**Exposición a Monedas | Enero 2025**

| Monedas | Bench. | Dic    | Ene    | OW/UW | Cambio |
|---------|--------|--------|--------|-------|--------|
| USD     | 55.1%  | 55.5%  | 55.1%  | N     | -      |
| EUR     | 7.5%   | 7.3%   | 7.4%   | UW    | 0.0%   |
| GBP     | 1.5%   | 1.0%   | 1.0%   | UW    | -0.5%  |
| JPY     | 2.35%  | 1.9%   | 2.21%  | UW    | -0.1%  |
| GEMs    | 33.7%  | 34.3%  | 34.3%  | OW    | 0.7%   |
|         | 100.0% | 100.0% | 100.0% |       |        |

El resultado de la asignación del TAACo deriva en una determinada exposición de monedas, la que, de no reflejar nuestra visión, se ajusta con posiciones largas y/o cortas. Este mes se decidió neutralizar el largo dólar para disminuir las posiciones cortas en euros y yenes.

## Resultados TAACo Global | Diciembre 2025

| Clase de activo / Región                | Benchmark    | Vinci<br>Compass | Over/Under   | Rentabilidad<br>mensual<br>Índices | Contribución al Portafolio |               | Attribution Analysis |              |
|---|--------------|------------------|--------------|------------------------------------|----------------------------|---------------|----------------------|--------------|
|   |              |                  |              |                                    | Benchmark                  | Compass       | Clase de Activo      | Selectividad |
| Acciones                                | 50%          | 50%              | 0%           | 1.6%                               | 0.82%                      | 0.79%         | 0.0                  | -3.5         |
| Renta Fija                              | 50%          | 46%              | -4%          | 0.3%                               | 0.14%                      | 0.14%         | 2.7                  | 1.8          |
| Caja                                    | 0%           | 2%               | 2%           | 0.3%                               | 0.0%                       | 0.01%         | -1.2                 |              |
| Oro                                     | 0%           | 2%               | 2%           | 4.2%                               | 0.0%                       | 0.08%         | 6.5                  |              |
| Cobertura                               |              |                  |              |                                    |                            | 0.00%         | 0.0                  |              |
| <b>Portfolio</b>                        |              |                  |              |                                    | <b>0.96%</b>               | <b>1.02%</b>  | <b>8.0</b>           | <b>-1.7</b>  |
| Outperformance / Underperformance (bps) |              |                  |              |                                    |                            |               |                      | <b>6.3</b>   |
| Europe ex UK                            | 13.7%        | 13.7%            | 0.0%         | 3.9%                               | 0.53%                      | 0.53%         | 0.0                  |              |
| Europe Small Cap ex UK                  | 1.2%         | 0.7%             | -0.5%        | 3.6%                               | 0.04%                      | 0.03%         | -1.0                 |              |
| UK                                      | 2.9%         | 1.9%             | -1.0%        | 3.8%                               | 0.11%                      | 0.07%         | -2.1                 |              |
| US Large Cap Growth                     | 17.3%        | 17.3%            | 0.0%         | -0.7%                              | -0.13%                     | -0.13%        | 0.0                  |              |
| US Large Cap Value                      | 14.7%        | 15.2%            | 0.5%         | 0.8%                               | 0.12%                      | 0.13%         | -0.4                 |              |
| US Small Caps                           | 3.5%         | 4.0%             | 0.5%         | 0.0%                               | 0.00%                      | 0.00%         | -0.8                 |              |
| Japan                                   | 4.7%         | 3.7%             | -1.0%        | 0.4%                               | 0.02%                      | 0.02%         | 1.2                  |              |
| <b>Desarrollados</b>                    | <b>58.0%</b> | <b>56.5%</b>     | <b>-1.5%</b> | <b>1.2%</b>                        | <b>0.70%</b>               | <b>0.64%</b>  | <b>-3.1</b>          |              |
| LatAm                                   | 4.4%         | 4.9%             | 0.5%         | 1.1%                               | 0.05%                      | 0.05%         | -0.3                 |              |
| LatAm Small Cap                         | 0.8%         | 1.3%             | 0.5%         | -2.7%                              | -0.02%                     | -0.03%        | -2.2                 |              |
| China                                   | 12.3%        | 12.8%            | 0.5%         | -1.2%                              | -0.15%                     | -0.16%        | -1.4                 |              |
| EM Asia ex China                        | 19.6%        | 19.6%            | 0.0%         | 5.3%                               | 1.03%                      | 1.03%         | 0.0                  |              |
| EM Asia Small Cap                       | 4.9%         | 4.9%             | 0.0%         | 0.7%                               | 0.03%                      | 0.03%         | 0.0                  |              |
| <b>Emergentes</b>                       | <b>42.0%</b> | <b>43.5%</b>     | <b>1.5%</b>  | <b>2.2%</b>                        | <b>0.94%</b>               | <b>0.93%</b>  | <b>-3.9</b>          |              |
| <b>Equities</b>                         |              |                  |              |                                    | <b>1.64%</b>               | <b>1.57%</b>  | <b>-7.0</b>          |              |
| Treasuries 2Y                           | 8.3%         | 8.3%             | 0.0%         | 0.3%                               | 0.03%                      | 0.03%         | 0.0                  |              |
| Treasuries 10Y                          | 11.1%        | 11.1%            | 0.0%         | -1.0%                              | -0.11%                     | -0.11%        | 0.0                  |              |
| Treasuries 30Y                          | 6.1%         | 5.1%             | -1.0%        | -2.6%                              | -0.16%                     | -0.13%        | 2.9                  |              |
| US Tips                                 | 2.6%         | 2.6%             | 0.0%         | -0.4%                              | -0.01%                     | -0.01%        | 0.0                  |              |
| Global Corporate IG                     | 26.5%        | 26.0%            | -0.5%        | 0.3%                               | 0.07%                      | 0.07%         | 0.0                  |              |
| Global Corporate HY                     | 4.0%         | 4.0%             | 0.0%         | 0.9%                               | 0.03%                      | 0.03%         | 0.0                  |              |
| <b>Deuda Desarrollados</b>              | <b>58.6%</b> | <b>57.1%</b>     | <b>-1.5%</b> | <b>-0.2%</b>                       | <b>-0.14%</b>              | <b>-0.12%</b> | <b>2.9</b>           |              |
| EMBI                                    | 9.5%         | 10.0%            | 0.5%         | 0.7%                               | 0.07%                      | 0.07%         | 0.2                  |              |
| EM Corporate IG                         | 2.8%         | 2.8%             | 0.0%         | 0.2%                               | 0.00%                      | 0.00%         | 0.0                  |              |
| EM Corporate HY                         | 3.8%         | 4.3%             | 0.5%         | 0.9%                               | 0.03%                      | 0.04%         | 0.3                  |              |
| EM Local Markets                        | 25.3%        | 25.8%            | 0.5%         | 1.2%                               | 0.31%                      | 0.32%         | 0.5                  |              |
| <b>Deuda Emergente</b>                  | <b>41.4%</b> | <b>42.9%</b>     | <b>1.5%</b>  | <b>1.0%</b>                        | <b>0.42%</b>               | <b>0.43%</b>  | <b>1.0</b>           |              |
| <b>Fixed Income</b>                     |              |                  |              |                                    | <b>0.28%</b>               | <b>0.31%</b>  | <b>3.9</b>           |              |

\*Anualizado \*\* Desde 2001

Datos al 31 de diciembre de 2025

En diciembre se mantuvo la posición neutral en acciones (50%), el OW en caja (2%) y en oro (2%), en tanto continuamos con una subexposición en bonos (46%). En diciembre, la cartera del TAACo Global rentó 1.0%, mostrando un outperformance con respecto al benchmark (6.3 pbs.).

Durante diciembre a nivel de attribution analysis la asignación de activos sumó valor, principalmente por la posición en oro y el corto en renta fija. Por el lado de la selección de instrumentos, fue marginalmente negativa.

## Desempeño Histórico

| TAACo Global                   | Desempeño    |              |              |              |              |              |                   | Volatilidad<br>5 años* |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|------------------------|
|                                | 1 mes        | 3 meses      | 2025         | 3 años*      | 5 años*      | 10 años*     | Desde<br>inicio** |                        |
| <b>TAACo</b>                   | <b>1.0%</b>  | <b>2.9%</b>  | <b>18.4%</b> | <b>11.9%</b> | <b>4.5%</b>  | <b>6.5%</b>  | <b>5.6%</b>       | <b>10.4%</b>           |
| Benchmark                      | 1.0%         | 2.7%         | 18.1%        | 12.1%        | 3.7%         | 5.8%         | 4.3%              | 10.2%                  |
| Out/Under perf. (bps)          | 6            | 22           | 34           | -16          | 87           | 68           | 121               |                        |
| <b>Acciones</b>                | <b>1.6%</b>  | <b>3.9%</b>  | <b>27.1%</b> | <b>17.9%</b> | <b>7.6%</b>  | <b>8.8%</b>  | <b>4.8%</b>       | <b>15.2%</b>           |
| Benchmark                      | 1.6%         | 3.9%         | 27.4%        | 18.1%        | 7.7%         | 8.8%         | 4.4%              | 15.1%                  |
| Europe ex UK                   | 3.9%         | 5.7%         | 32.4%        | 15.5%        | 7.1%         | 6.4%         | 3.7%              | 16.5%                  |
| Europe Small Cap ex UK         | 3.6%         | 3.3%         | 32.1%        | 12.3%        | 3.3%         | 6.4%         | 7.4%              | 19.0%                  |
| UK                             | 3.8%         | 7.0%         | 35.1%        | 18.3%        | 13.1%        | 7.7%         | 5.6%              | 13.7%                  |
| US Large Cap Growth            | -0.7%        | 3.3%         | 21.9%        | 35.7%        | 16.4%        | 18.9%        | --                | 19.6%                  |
| US Large Cap Value             | 0.8%         | 1.5%         | 14.2%        | 11.9%        | 10.9%        | 9.6%         | --                | 13.1%                  |
| US Small Caps                  | 0.0%         | 2.4%         | 11.6%        | 13.6%        | 7.6%         | 10.3%        | 9.3%              | 18.7%                  |
| Japan                          | 0.4%         | 3.1%         | 22.1%        | 15.2%        | 4.5%         | 5.5%         | 2.7%              | 13.6%                  |
| <b>Desarrollados</b>           | <b>0.8%</b>  | <b>3.1%</b>  | <b>21.1%</b> | <b>21.2%</b> | <b>12.1%</b> | <b>12.2%</b> | <b>7.6%</b>       | <b>14.2%</b>           |
| LatAm                          | 1.1%         | 8.2%         | 54.8%        | 14.8%        | 8.5%         | 8.9%         | 8.2%              | 22.2%                  |
| LatAm Small Cap                | -2.7%        | -0.7%        | 41.0%        | 7.5%         | 0.3%         | 3.9%         | 5.9%              | 24.4%                  |
| China                          | -1.2%        | -7.4%        | 31.2%        | 11.6%        | -3.2%        | 5.5%         | 8.2%              | 28.0%                  |
| EM Asia ex China               | 5.3%         | 12.1%        | 32.7%        | 20.4%        | 9.0%         | 11.5%        | --                | 16.9%                  |
| EM Asia Small Cap              | 0.7%         | 1.4%         | 17.3%        | 16.2%        | 9.0%         | 8.6%         | 9.5%              | 13.9%                  |
| <b>Emergentes</b>              | <b>3.0%</b>  | <b>4.7%</b>  | <b>33.6%</b> | <b>15.7%</b> | <b>4.0%</b>  | <b>8.8%</b>  | <b>8.6%</b>       | <b>14.2%</b>           |
| <b>Renta fija</b>              | <b>0.3%</b>  | <b>1.5%</b>  | <b>9.3%</b>  | <b>6.2%</b>  | <b>-0.1%</b> | <b>2.9%</b>  | <b>4.3%</b>       | <b>6.5%</b>            |
| Benchmark                      | 0.3%         | 1.4%         | 9.3%         | 6.2%         | -0.4%        | 2.5%         | 3.7%              | 6.5%                   |
| Treasuries 2Y                  | 0.3%         | 1.1%         | 4.9%         | 4.0%         | 1.4%         | 1.6%         | 2.3%              | 2.0%                   |
| Treasuries 10Y                 | -1.0%        | 0.8%         | 7.8%         | 2.9%         | -2.5%        | 0.8%         | 3.4%              | 8.1%                   |
| Treasuries 30Y                 | -2.6%        | -1.0%        | 3.3%         | -1.3%        | -9.4%        | -1.0%        | 3.7%              | 15.1%                  |
| US Tips                        | -0.4%        | 0.1%         | 7.0%         | 4.2%         | 1.1%         | 3.1%         | 4.4%              | 6.1%                   |
| Global Corporate IG            | 0.3%         | 0.8%         | 10.3%        | 6.9%         | -0.2%        | 2.9%         | 4.5%              | 8.1%                   |
| Global Corporate HY            | 0.9%         | 1.1%         | 10.6%        | 10.4%        | 3.7%         | 6.0%         | 7.0%              | 7.2%                   |
| <b>Deuda Desarrollados [1]</b> | <b>-0.2%</b> | <b>0.7%</b>  | <b>8.2%</b>  | <b>5.0%</b>  | <b>0.0%</b>  |              |                   |                        |
| EMBI                           | 0.7%         | 3.3%         | 14.3%        | 10.6%        | 1.8%         | 4.4%         | 7.1%              | 9.0%                   |
| EM Corporate IG                | 0.2%         | 1.0%         | 8.3%         | 6.8%         | 0.9%         | 3.6%         | --                | 5.5%                   |
| EM Corporate HY                | 0.9%         | 1.4%         | 8.5%         | 9.0%         | 1.9%         | 5.5%         | --                | 7.6%                   |
| EM Local Markets               | 1.2%         | 2.5%         | 10.3%        | 6.4%         | 1.2%         | 4.0%         | --                | 6.6%                   |
| <b>Deuda Emergentes [1]</b>    | <b>1.0%</b>  | <b>2.5%</b>  | <b>10.7%</b> | <b>7.7%</b>  | <b>0.0%</b>  |              |                   |                        |
| <b>Caja</b>                    | <b>0.3%</b>  | <b>1.0%</b>  | <b>4.3%</b>  | <b>4.9%</b>  | <b>3.2%</b>  | <b>2.2%</b>  | <b>1.7%</b>       | <b>0.6%</b>            |
| <b>Oro</b>                     | <b>4.2%</b>  | <b>14.2%</b> | <b>67.4%</b> | <b>34.0%</b> | <b>18.3%</b> | <b>15.2%</b> | <b>12.1%</b>      | <b>14.5%</b>           |

\* Anualizado \*\* Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboración propia

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