

Junio 2026

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio * **	Volatilidad 5 años *
	Mayo	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	3.6%	3.6%	9.1%	22.0%	13.8%	5.3%	7.1%	5.8%	10.4%
Benchmark	3.6%	3.7%	9.0%	21.6%	14.0%	4.7%	6.3%	4.6%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	-6	-18	7	38	-15	60	73	120	
Acciones	6.6%	7.9%	16.5%	37.6%	22.2%	9.0%	10.4%	5.4%	15.2%
Benchmark	6.6%	7.9%	16.6%	37.7%	22.4%	9.1%	10.4%	4.9%	15.1%
Renta Fija	0.7%	-0.6%	1.5%	6.9%	5.8%	0.5%	2.5%	4.3%	6.5%
Benchmark	0.7%	-0.7%	1.5%	6.8%	5.8%	0.2%	2.1%	3.7%	6.5%
Caja	0.3%	0.9%	1.5%	4.0%	4.8%	3.5%	2.3%	1.8%	0.6%
Oro	-1.4%	-13.0%	4.1%	38.7%	32.3%	19.1%	14.1%	12.0%	15.9%

Resultados al 31 de mayo de 2026

*Anualizado ** Desde 2001

Unstable stability¹

En junio el escenario global continúa desarrollándose en un contexto de “estabilidad inestable”, donde la acumulación de riesgos geopolíticos no ha logrado desanclar el comportamiento de los mercados financieros. El conflicto en Medio Oriente sigue sin una resolución clara y se encamina a un proceso prolongado de negociación, manteniendo los precios del petróleo en niveles elevados —en torno a USD 95 por barril en el caso del Brent— y reintroduciendo con fuerza los riesgos de estanflación. Este entorno combina presiones inflacionarias persistentes, particularmente desde energía, con señales incipientes de desaceleración en la actividad global.

Desde una perspectiva macroeconómica, el balance de riesgos continúa tensionado. En Estados Unidos, la actividad se mantiene resiliente, apoyada en el dinamismo del sector tecnológico y en el ciclo de inversión asociado a la inteligencia artificial (IA). Sin embargo, la inflación subyacente permanece por sobre el objetivo del Banco de la Reserva Federal (Fed), con expectativas implícitas —incluyendo *breakevens* que superan 2.4% a 10 años— que reflejan una convergencia más lenta de lo anticipado. A esto se suma un mercado laboral que sigue mostrando fortaleza, con una creación de empleo mayor a la esperada.

En este contexto, la política monetaria enfrenta un escenario desafiante. Bajo el liderazgo de Warsh, el Fed ha adoptado un tono menos predecible, con una transición desde posturas más acomodaticias hacia una señalización más neutral o incluso restrictiva. La discusión en torno a cambios en herramientas de comunicación —como la eventual eliminación de los “dot plots”— refuerza la percepción de incertidumbre respecto a la función de reacción de la autoridad monetaria. Al mismo tiempo, el mercado continúa internalizando un escenario de tasas “higher for longer”, en un entorno donde la divergencia entre las expectativas del mercado y las proyecciones de la autoridad sigue siendo relevante.

Índice

Unstable stability.....	1
Asignación de Activos Junio 2026	4
Resultados TAACo Global Mayo 2026.....	23
Desempeño Histórico.....	24

Mercado avanza a pesar de riesgos

EE.UU.: actividad resiliente, pero con presiones inflacionarias

Fed adopta tono más neutral/hawkish

¹ Estabilidad inestable

Más allá de lo anterior, emerge una tensión estructural entre política fiscal y monetaria. Mientras el impulso fiscal se mantiene activo en varias economías, la política monetaria parece haber perdido efectividad relativa como herramienta de estabilización, dando lugar a la percepción de que uno de los principales motores macroeconómicos se encuentra “quebrado”. Esta dinámica contribuye a sostener un entorno donde shocks relevantes — como el alza del petróleo, cambios en política comercial o ajustes en expectativas de inflación— tienen un impacto acotado en los precios de los activos, reforzando la sensación de complacencia en los mercados.

Tensiones entre políticas monetaria y fiscal

A pesar de este contexto, los mercados accionarios continúan mostrando una notable resiliencia, operando cerca de máximos históricos y liderados por un grupo acotado de compañías vinculadas a inteligencia artificial. Este rally sigue siendo respaldado por flujos significativos y por abundantes fuentes de financiamiento, lo que ha permitido sostener valorizaciones elevadas. En este contexto, los potenciales IPOs de grandes compañías tecnológicas —como SpaceX, Anthropic y OpenAI— se perfilan como un hito que podría permitir la continuación del *momentum*; no solo por su impacto en flujos, sino también por las implicancias en términos de composición de índices y regulación.

IA lidera el rally

Al mismo tiempo, estos eventos comienzan a generar efectos de segundo orden en la asignación de activos. La expectativa de participación en el mercado primario está gatillando reacomodos tácticos de portafolio, incluyendo ventas de acciones líquidas y desinversiones en otros activos, como criptomonedas, para financiar nuevas posiciones. Este fenómeno se da en un contexto donde la liquidez global se mantiene elevada —con activos en *money markets* en torno a USD 8 *tn*— lo que ha permitido absorber estas rotaciones sin generar dislocaciones relevantes en los mercados secundarios.

Reacomodos de portafolios de cara a IPOs

En términos de concentración, el mercado accionario estadounidense continúa mostrando niveles elevados, con las principales diez compañías representando cerca de 40% del S&P 500, lo que es congruente con lo que representan dichas empresas a nivel de utilidades (~35%). Si bien esta dinámica ha sido clave para explicar los retornos recientes, también introduce vulnerabilidades en caso de correcciones.

S&P 500 exhibe mayor concentración

A nivel regional, las dinámicas siguen siendo heterogéneas. Asia emergente ex China continúa destacando, particularmente en mercados como Taiwán y Corea del Sur, donde el posicionamiento en la cadena de valor de semiconductores y tecnología ha permitido capturar de forma directa el impulso de la inteligencia artificial, con retornos acumulados en torno a 100% en dólares en lo que va del año para el caso de Corea del Sur. Este liderazgo se ve reforzado por el “*pricing power*” de estas economías en un contexto de alta demanda por capacidad computacional.

Taiwán y Corea del Sur destacan por rol en cadena de valor IA

En América Latina, el panorama combina oportunidades estructurales con elecciones que pueden alterar el panorama político. Con respecto a lo primero, la región se beneficia de su exposición a materias primas y de su relativa distancia de los principales focos de conflicto, lo que la posiciona como un diversificador atractivo en carteras globales. Por otro lado, los

LatAm con oportunidades estructurales y políticas

eventos electorales han despertado un mayor interés por la región de parte de EE.UU., en tanto se observó un giro de la izquierda a la derecha en Chile, mientras que la primera vuelta en Colombia evidenció un triunfo claro para la oposición y en Perú, probablemente el candidato ganador se impondrá por un margen muy estrecho.

Brasil es un caso distinto; la reciente publicación del caso de corrupción que involucra a Flavio Bolsonaro lo ha llevado a perder *momentum* en las encuestas y —al menos transitoriamente— ha despejado el camino para Lula. Si bien todavía hay tiempo para la inscripción oficial de candidatos (mediados de agosto), las políticas populistas del mandatario, presiones inflacionarias y la volatilidad política de cara a elecciones presionan los precios de los activos brasileños.

Aumenta volatilidad en Brasil

En renta fija, el entorno sigue condicionado por la persistencia inflacionaria y el escenario de tasas elevadas por más tiempo. La sensibilidad de los activos de mayor duración a cambios en expectativas de inflación refuerza una visión cautelosa sobre la clase de activo, en un contexto donde los movimientos en tasas han mostrado episodios de corrección relevantes en períodos acotados.

Tasas altas por más tiempo

En paralelo, la inteligencia artificial continúa consolidándose como el principal motor estructural de los mercados. El ciclo de inversión asociado —particularmente en infraestructura, energía y capacidad computacional— sigue expandiéndose, generando tanto oportunidades de crecimiento como presiones adicionales en costos en el corto plazo. Este doble efecto —desinflacionario en el largo plazo, pero potencialmente inflacionario en el corto— seguirá siendo clave para la interpretación del ciclo macro.

IA inflacionaria en el corto plazo

El oro, por su parte, mantiene su rol como activo de baja correlación, aunque con un desempeño reciente más débil explicado por factores técnicos. La necesidad de liquidez en algunos segmentos del mercado —incluyendo ventas para financiar mayores costos energéticos— ha generado presiones transitorias en su precio. No obstante, en un entorno de inflación persistente, incertidumbre geopolítica y crecientes tensiones fiscales, sus fundamentos de largo plazo se mantienen intactos.

Oro corrige por factores técnicos

En este escenario, la implementación de la estrategia continúa privilegiando un enfoque balanceado, flexible y cauteloso. El *momentum* de la IA junto con elevados riesgos geopolíticos, han causado presiones inflacionarias y en las tasas de interés. Este escenario refuerza la necesidad de una gestión activa del riesgo, manteniendo exposición a tendencias, pero incorporando al mismo tiempo coberturas frente a escenarios adversos.

Portafolio balanceado y cauteloso

Asignación de Activos | Junio 2026

TAACo Global	Bench.	Mayo	Junio	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	50%	50%	N		
Renta Fija	50%	46%	46%	UW	-4%	Neutral acciones, UW bonos
Caja		2%	2%	OW	2%	
Oro		2%	2%	OW	2%	OW en caja y oro
Total Cartera						
Europe ex UK	13.2%	12.7%	12.7%	UW	-0.5%	EE.UU.: OW Value, Growth y Small Cap
Europe Small Cap	1.9%	1.4%	1.4%	UW	-0.5%	
UK	2.8%	1.8%	1.8%	UW	-1.0%	UW Europa, Reino Unido y Japón
US Large Cap Growth	16.6%	17.1%	17.1%	OW	0.5%	
US Large Cap Value	15.1%	15.6%	15.6%	OW	0.5%	
US Small Caps	3.7%	4.2%	4.2%	OW	0.5%	
Japan	4.7%	4.2%	4.2%	UW	-0.5%	
Mercados desarrollados	58.0%	57.0%	57.0%	UW	-1.0%	Neutral China
LatAm	5.0%	6.0%	5.5%	OW	0.5%	-0.5% Disminuye OW LatAm
China	11.5%	11.5%	11.5%	N		
EM Asia ex China	25.5%	25.5%	26.0%	OW	0.5%	0.5% Se lleva a OW Asia EM ex. China
Mercados emergentes	42.0%	43.0%	43.0%	OW	1.0%	
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%			En renta fija: US treasuries: neutral 2Y, UW 10Y y 30Y
Treasuries 2Y	8.7%	8.7%	8.7%	N		
Treasuries 10Y	10.5%	10.0%	10.0%	UW	-0.5%	
Treasuries 30Y	6.1%	5.6%	5.6%	UW	-0.5%	OW Tips
US Tips	2.5%	3.5%	3.5%	OW	1.0%	UW Global IG y HY
Global Corporate IG	26.2%	25.2%	25.2%	UW	-1.0%	
Global Corporate HY	4.1%	3.1%	3.1%	UW	-1.0%	OW Emergente sobre desarrollado
Deuda desarrollados	58.1%	56.1%	56.1%	UW	-2.0%	
EMBI	8.4%	8.9%	8.9%	OW	0.5%	
EM Corporate IG	2.4%	2.4%	2.4%	N		Disminuye OW Local Markets y aumenta CEMBI HY
EM Corporate HY	3.6%	4.1%	4.6%	OW	1.0%	0.5%
EM Local Markets	27.5%	28.5%	28.0%	OW	0.5%	-0.5% OW EMBI y neutral CEMBI IG
Deuda emergente	41.9%	43.9%	43.9%	OW	2.0%	
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%			

RENTA VARIABLE

EUROPA EX UK: se mantiene *underweight Large y Small Cap*

El viejo continente se enfrenta al creciente riesgo de la estanflación, mientras las presiones inflacionarias acotan el margen de maniobrabilidad del Banco Central Europeo (BCE). El crecimiento del primer trimestre del año se estancó (-0.2% trimestral) y para este 2026 el crecimiento económico se desaceleraría a 0.8% desde 1.4% en 2025, afectado por un menor consumo privado e inversión. Además de lo cíclico, 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.

El menor optimismo se refleja en indicadores como la sorpresa económica, la cual mejora en el margen, pero se mantiene en terreno negativo al inicio de junio, mientras el indicador líder PMI compuesto retrocede en mayo a 47.5 pts., su menor nivel desde fines de 2023 (50 pts. umbral de expansión/contracción del sector en los siguientes 6 a 12 meses), con una debilidad más acentuada en las perspectivas del sector de servicios.

A la débil expectativa de crecimiento se suma una inflación que se acelera. En mayo se ubicó en 3.2% interanual, mientras la subyacente llegó a 2.5%. El alza se debió principalmente al componente energético, que subió en torno a 11% año contra año debido al encarecimiento del petróleo y gas natural dado el conflicto bélico en Irán. De esta forma, el BCE en su reunión de fines de abril mantuvo el sistema de tasas de interés sin variación (2.00% tasa de depósito) advirtiendo riesgos al alza para la inflación que se han intensificado con la subida del petróleo. Si bien la autoridad monetaria mantuvo la calma (no adelantó subidas inmediatas), reiteró estar lista para actuar y ajustar la política “reunión a reunión” según la evolución de los datos.

El mercado internaliza entre dos y tres alzas de tasas para este año partiendo en la reunión de junio con un aumento de 25 pbs., cuando a fines de febrero se esperaba una tasa estable a lo largo del año. En el último mes la curva de tasas se aplanó con alzas más acentuadas en la parte corta de la curva. El bund alemán a 2 años se ubicó en 2.63% mientras el de 10 años en 3.02% -al 8 de junio-, niveles similares a los de 2011.

Las acciones europeas volvieron a quedar rezagadas en mayo respecto a pares estadounidenses debido principalmente a su menor exposición al sector tecnológico. Las acciones del Stoxx 50 subieron USD 2.4% mientras las valorizaciones se mantienen elevadas. La razón Precio/Utilidad a doce meses (*P/U fwd.*) transa en torno a una desviación estándar sobre el promedio de 5 años. Por su parte, las valorizaciones de las acciones *small cap* de la región también han corregido al alza, transando levemente sobre el promedio de 5 años.

La incertidumbre detuvo la entrada de flujos a acciones europeas. En las últimas 8 semanas (según EPFR) se han observado salidas de flujos mientras que a la fecha ha reportado un 95% de las acciones del EuroStoxx 50 con un crecimiento promedio de utilidades de 7% interanual, el cual es liderado por el sector de energía y tecnológico. Se estima que las utilidades de las empresas del índice MSCI Europa ex UK crezcan este año cerca de 14%, dato que se corrige al alza en el último mes pero que está bajo pares desarrollados (21%, estimaciones de Factset).

Dado el deterioro de las perspectivas económicas y monetarias, los desafíos estructurales que enfrenta la región junto con el aumento de incertidumbre global y la falta de catalizadores en el corto plazo **se decide mantener la posición corta en acciones *Large y Small Cap*.**

REINO UNIDO: Se mantiene *UW*

Otro perdedor del conflicto en Medio Oriente es el Reino Unido. Para este año el país crecería 0.8% desde 1.4% en 2025, mientras que para el próximo año la estimación de crecimiento se recorta a 1.1% desde 1.4% a fines de febrero.

A pesar de que el crecimiento del primer trimestre del año sorprendió al alza (1.1% interanual), impulsado por la demanda interna, la economía enfrenta un estancamiento, a lo que se suma el enfriamiento del mercado laboral. La tasa de desempleo de marzo subió a 5.0%, a la vez que destruyeron 100 mil empleos en abril y los salarios siguen aumentando sobre la inflación (4.1% anual en marzo).

Por su parte la inflación de abril se desaceleró a 2.8% anual, un mínimo de 13 meses, debido a factores estacionales, mientras la medida subyacente disminuyó a 2.5%. Se espera que en los próximos la inflación vuelva a acelerarse debido al shock energético, llegando a 3.6% hacia finales de año, a la vez que la convergencia al 2% se posterga hasta fines de 2027. El Banco de Inglaterra (BoE) advirtió que el shock energético exige prudencia y señaló la disposición a endurecer la política monetaria si la inflación persiste.

Dada la sorpresa a la baja en la inflación del último mes, el mercado corrige a la baja la expectativa de alzas de tasas de referencia para este año desde 3 hasta 2, partiendo en septiembre. Así, en el último mes, las tasas cedieron luego de haber alcanzado máximos de 2008 durante mayo y la curva de tasas se empinó en el margen. La tasa a 2 años bajó a 4.36%, mientras la 10 de años se ubicó en 4.93% -al 8 de junio-.

A nivel político los británicos muestran su descontento con la situación económica a través de una pérdida de apoyo a los laboristas, quienes gobiernan una economía estancada, con elevadas cifras de desempleo y presiones fiscales. En las recientes elecciones municipales los tradicionales partidos laborista y conservador perdieron puestos en desmedro de *Reform UK*, la extrema derecha de Nigel Farage. No obstante, la presión que sobre una potencial renuncia del primer ministro Keir Starmer se ha disipado en la medida que el foco ha migrado al control de la inflación.

A nivel de mercado, en mayo las acciones británicas se desacoplaron y cayeron USD 0.5%, quedando rezagadas respecto a pares desarrollados. Así, las valorizaciones han seguido aliviándose; pero la razón P/U *fwd*. transa aún sobre el promedio de 5 años en términos absolutos. En términos relativos al resto de Europa, las acciones británicas transan con un descuento de 18%, mayor al promedio histórico. Por otro lado, a la fecha ha reportado cerca de un 46% de las empresas del MSCI Reino Unido sus resultados del primer trimestre del año, con un crecimiento de utilidades en torno a 19% y sorpresas positivas concentradas en el sector de servicios comunicacionales y energético. Para este año se espera un crecimiento de utilidades cercano a 22%, que se corrige al alza en el último mes, y está en línea con pares desarrollados. El MSCI Reino Unido representa un 3% de las acciones globales y posee un 12% de exposición al sector energía, alto comparado con otros mercados desarrollados, y es lo que principalmente ha impulsado la expectativa de crecimiento de utilidades del índice junto con el sector de materiales.

Si bien el país no depende energéticamente del Medio Oriente, el aumento de los precios internacionales del petróleo y gas natural aumenta el riesgo de estanflación y complica la maniobrabilidad del BoE para seguir con una política monetaria expansiva. Así, en el contexto de bajo dinamismo económico, incertidumbre sobre el liderazgo político interno, una política monetaria más restrictiva, junto con 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 *Growth*, además de *Small Cap*

A pesar de que Estados Unidos es prácticamente autosuficiente en materia energética, el shock de oferta y el alza global en el precio de los combustibles alteran el escenario que se proyectaba a fines de febrero aumentando el riesgo de una estanflación. Desde el comienzo de la guerra con Irán la perspectiva de crecimiento para este año se recortó desde 2.5% a 2.1%, mientras la de 2027 se mantiene en 2.0%.

No obstante, de momento la economía estadounidense sigue mostrando resiliencia. Durante el primer trimestre del año el crecimiento económico sorprendió a la baja, pero se aceleró 1.6% anualizado, recuperándose desde 0.5% en el último

trimestre de 2025 afectado por el *shutdown*. Mientras, la sorpresa económica recupera dinamismo y se ha mantenido al alza, a la vez que los indicadores líderes PMI tanto de servicios como de manufacturas siguieron mejorando en mayo, principalmente debido al subcomponente de nuevas órdenes dado el aumento de inventarios de las compañías ante eventuales disrupciones en las cadenas de suministros.

Respecto al mercado laboral, los datos volvieron a sorprender positivamente. En mayo se crearon 172 mil nuevos puestos de trabajo y el dato de abril fue corregido al alza, a la vez que la tasa de desempleo se mantuvo en 4.3%. En promedio en los últimos 3 meses se han creado 188 mil empleos al mes, mientras que en 2025 se crearon menos de 10 mil por mes.

Por su parte, las presiones inflacionarias no ceden. En mayo se espera que la inflación se acelere a 4.1% anual reflejando el alza en los costos energéticos; mientras que la medida subyacente suba en forma más acotada a 2.9% desde 2.8% en abril, reflejando efectos de segunda vuelta aún moderados. Así, mientras el mercado esperaba hasta fines de febrero dos recortes de tasa de 25 pbs. para este año, ahora se espera un alza entre septiembre y octubre. Queda ver cómo el cambio de liderazgo afectará las decisiones del Fed, dado que Kevin Warsh ya asumió como presidente de la entidad monetaria. No obstante, se ve poco espacio para que pueda bajar tasas.

En respuesta al giro monetario, la curva de tasas de bonos del Tesoro continuó con el *bear flattening*, es decir un alza con aplanamiento, dada la subida de mayor magnitud en la parte más corta de la curva. La tasa del bono del Tesoro a 2 años subió en los últimos 30 días casi 30 pbs. hasta 4.15% mientras la 10 de años saltó 20 pbs. hasta 4.55%. En la medida que cese el conflicto habría espacio para que la curva vuelva a empinarse, principalmente, por la preocupación sobre el financiamiento fiscal.

A nivel político, el gobierno de Trump pierde popularidad en la medida que se alarga la guerra con Irán y la tregua se torna inestable. La comunicación errática del mandatario eleva la incertidumbre sobre el fin de la guerra afectando no solo los mercados financieros sino también las encuestas acerca de las *mid term*, donde los demócratas podrían tomar el control tanto de la Cámara de Representantes como del Senado. En adelante, Trump debería moderarse y reorientar su agenda a lo doméstico. 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.

Por su parte, a inicios de junio Trump planteó nuevos aranceles de entre 10% a 12.5% basados en supuestos de incumplimientos de reglas de trabajo forzoso. La medida no entrará en rigor de inmediato, pues se someterá a un periodo de consulta pública.

Durante mayo, el S&P 500 extendió las ganancias, impulsado principalmente por el sector tecnológico: el S&P500 subió 5.1% y el Nasdaq100 10.5%, llegando ambos a nuevos máximos históricos. El sector corporativo se mantiene sólido a la vez que se deberían comenzar a la capitalizar las ganancias de productividad de la inteligencia artificial. Habiendo terminado la temporada de reportes del primer trimestre del año, la sorpresa fue positiva, con un crecimiento de utilidades en torno a 28% interanual, el registro más alto desde fines de 2021 y el sexto trimestre consecutivo con crecimiento de doble dígito. Para este 2026 se espera que el crecimiento de utilidades se acelere a 24% desde 16% en 2025, dato que fue corregido al alza en el último mes. El crecimiento de utilidades será impulsado por el sector de tecnología, materiales y energía.

En lo corrido de junio se ha visto una corrección accionaria que no ha logrado aliviar las valorizaciones. La razón P/U *fwd.* del S&P500 transa en línea con el promedio de 5 años de 22 veces. Las valorizaciones de estilo *growth* y *small caps* también transan en niveles justos, mientras que las *value* se ubican sobre el promedio de 5 años.

Por su parte, la oferta pública de acciones (IPO por su sigla en inglés) de empresas tecnológicas ligadas a inteligencia artificial y espacio, podría afectar el mercado. La valorización de empresas como Anthropic, OpenAI y SpaceX superaría el trillón de dólares y se está discutiendo la forma en que las acciones de estas empresas serán incluidas en los índices de referencia. En el caso de S&P Dow Jones, ya confirmó que no modificará los criterios de elegibilidad para acelerar la inclusión, mientras Nasdaq hizo cambios para incluir las acciones en sus índices en los 15 días posteriores al IPO.

En cuanto a flujos, las acciones estadounidenses lideraron las entradas acumuladas en 2025, con flujos que según EPFR continúan llegando a pesar la guerra en Medio Oriente. En las últimas 10 semanas se ha visto ingresos netos de flujos.

En línea con ser un mercado autosuficiente en materia energética y dada la fortaleza económica y corporativa, valorizaciones que se mantienen justas y entrada sostenida de flujos se mantiene el largo en *large cap value*, *growth* y en *small caps*.

JAPÓN: Se decide mantener la posición *underweight*

En mayo el mercado japonés (MSCI Japón) rentó USD 4.9%, mientras que el Nikkei – con mayor exposición al sector tecnológico – avanzó USD 10.0%, resultado impulsado por el desempeño de las acciones vinculadas a la inteligencia artificial, junto con sólidos resultados corporativos y un entorno global con mayor apetito por riesgo. En línea con lo anterior, las valorizaciones P/U *fwd.* se encuentran transando sobre su promedio de 5 y 10 años.

Este dinamismo ha estado respaldado por el peso creciente del sector tecnológico, que actualmente llega a 18.2% del MSCI Japón. Sin embargo, las expectativas de utilidades han sido revisadas a la baja durante mayo y se espera un crecimiento de utilidades de 10.5% para 2026. A nivel corporativo los resultados del primer trimestre sorprendieron al mercado con un crecimiento de utilidades de 39.7% anual y un crecimiento en las ventas de 7.7%.

En mayo se vieron flujos mixtos con salidas desde el conjunto de ETFs por un 1% de los activos bajo administración (AUM), mientras que las acciones registraron entradas cercanas a USD 5 bn. (según la Tokyo Stock Exchange, TSE). Las entradas se han visto impulsadas principalmente por el tema de IA y semiconductores, y de acuerdo con JP Morgan, los inversionistas mantuvieron preferencias sectoriales conservando posiciones largas en equipos electrónicos, acero, industria financiera, entre otros.

Desde una perspectiva macroeconómica, el PIB de Japón creció un 2.1% trimestral anualizado durante el primer trimestre del año, superando las expectativas. Este resultado se debe a un aumento en el consumo interno y la fortaleza que han mostrado las exportaciones a pesar de las disrupciones generadas por el conflicto geopolítico.

A pesar de lo anterior, en abril la actividad mostró menores señales de dinamismo, con una producción industrial que se desaceleró marginalmente a 2.3% interanual. En este ámbito se vio una divergencia entre la fortaleza del segmento tecnológico y la debilidad del resto de la economía. La producción electrónica y de maquinaria vinculada a la inteligencia artificial mostraron una aceleración de la producción; mientras que sectores como automóviles, industrias químicas y

de productos petroleros se desaceleraron por tercer mes consecutivo. En la misma línea, si bien el PMI manufacturero sigue en terreno expansivo, mostró una leve disminución respecto del mes anterior, quedando en 54.5 pts. en mayo.

El consumo mostró señales de recuperación en abril, principalmente por un mayor consumo de bienes durables impulsado por subsidios entregados por el gobierno. Por su parte, en el sector externo, las exportaciones de abril se aceleraron 14.8% anual, más de lo previsto por el mercado, favorecido por una mayor demanda de productos relacionados con la inteligencia artificial

Durante abril, la inflación se ubicó en 1.4% anual, bajo la expectativa de mercado (1.6%). Si bien se mantiene dentro del rango objetivo del Banco de Japón, la desaceleración de la inflación se explica en gran parte por medidas tomadas por el gobierno (subsidio a las gasolinas, gratuidad de la matrícula escolar, alimentación gratuita para estudiantes). A pesar de lo anterior, el mercado espera que la inflación anual se acelere a 2.1% anual a fines de 2026 y que el Banco de Japón suba la tasa de interés 25 pbs. en la reunión de junio, no descartando otra alza más para 2026.

Durante mayo, el yen se depreció 1.7% frente al dólar, pese a la intervención realizada por las autoridades a inicios de mayo. En ella se vendieron aproximadamente USD 30 bn. y fue considerada como una de las mayores intervenciones registradas. Sin embargo, en previas ocasiones se ha demostrado que la intervención cambiaria sólo logra frenar temporalmente la tendencia depreciativa de la moneda, pero no cambia la tendencia de ésta si está fundamentada.

A pesar del positivo desempeño accionario, se toma una postura de cautela debido a la desaceleración en las perspectivas de crecimiento, los riesgos asociados al precio del petróleo, la sostenibilidad fiscal y la persistente incertidumbre geopolítica. **Se opta por mantener una posición *underweight* en acciones japonesas**, reconociendo un balance riesgo-retorno más favorable en otros mercados y dada la alta sensibilidad al conflicto en Medio Oriente.

SE MANTIENE OW ACCIONES EMERGENTES: neutral China, se lleva a OW Asia EM ex. China y disminuye OW LatAm

En mayo el buen desempeño se concentró en acciones que participan de la cadena de valor de la IA, lo que derivó en que bolsas como Corea del Sur y Taiwán anotaran desempeños destacables, en desmedro de regiones como América Latina, en las que la tecnología no representa una porción importante de sus índices accionarios. Así, si bien aún es muy pronto para afirmarlo, la tendencia estructural de la IA aún tiene sustento, mientras que, si bien América Latina pierde *momentum*, mantiene factores que suponen un soporte estructural por la producción de materias primas y la lejanía geográfica de la guerra. Además, en ambas regiones se pueden encontrar valorizaciones que siguen atractivas. De esta manera, se decide disminuir el OW en América Latina, para llevar a OW a Asia EM ex China.

AMÉRICA LATINA: SE DISMINUYE EL OW

El mercado latinoamericano perdió *momentum* en los últimos meses, evidenciando un *underperformance* con respecto al resto del mundo. Uno de los principales causantes de este rezago fue el escándalo de corrupción con el que se asoció a Flávio Bolsonaro, pero la concentración del rally en acciones tecnológicas cooperó con el peor desempeño de la región. De todas maneras, el soporte estructural se mantiene; la disponibilidad de *commodities* y la lejanía del conflicto en Medio Oriente favorecerán a la región si este cede. Por su parte, la seguidilla de elecciones y las señales de giros políticos hacia gobiernos más promercado mejoran las perspectivas para la región y despiertan el interés de EE.UU. De todas maneras, en Brasil la situación política se complica y la mayor volatilidad de cara a las elecciones puede nublar los fundamentos.

En **Brasil**, el mercado accionario registró uno de los peores desempeños a nivel global durante mayo; el Bovespa retrocedió USD 8.6%. Si bien el rally estuvo ligado a la IA, y el petróleo (Brent) cayó 24% durante el mes, gran parte del negativo desempeño de la bolsa brasilera se debió a factores políticos. Durante mayo se filtró un audio de Flávio Bolsonaro a Daniel Vorcaro, uno de los principales acusados por el escándalo de corrupción de Banco Master. Lo anterior llevó a que Bolsonaro perdiera terreno en las encuestas, que pasaron de mostrar un empate técnico entre él y Lula en la segunda vuelta a que Flávio marque algo por sobre el 40% en dicha instancia. En paralelo, el mandatario sigue impulsando medidas populistas para lograr mejorar su aprobación de cara a las elecciones. Si bien no hemos observado eso aún, en la medida que entren en vigencia iniciativas que avanzan en el Congreso – como la reducción de la jornada laboral – eso puede ir cambiando. De esta manera, la continuación de la candidatura presidencial de Bolsonaro está en duda y predecir las elecciones se hace difícil. Si bien uno de los candidatos de oposición podría ganar terreno, mediados de agosto es la fecha límite para inscribir las candidaturas presidenciales y es probable que el resultado sea ajustado entre un candidato oficialista (Lula) y de oposición. Pasando a lo económico, los precios se han visto presionados y la inflación de la primera mitad de mayo anotó un 4.6% anual, acelerándose desde el registro de abril. La encuesta semanal que publica el Banco Central (Focus) muestra que la inflación se ubicaría en 5.1% anual al cierre de este año y ~4.0% en diciembre de 2027, esta última ubicándose dentro del rango tolerado por la autoridad monetaria (1.5% - 4.5%). Sin embargo, el mismo sondeo prevé ahora un Banco Central más *hawkish* que recortará la tasa 100 pbs. en lo que resta del año (desde el 14.50% actual), versus 125 pbs. que esperaban hace una semana (25 pbs. por reunión). Por el lado del crecimiento, el PIB del primer trimestre creció un 1.8% anual, en tanto el dato trimestral mostró una aceleración importante a 1.0% QoQ SA. Por su parte, la producción industrial de abril también sorprende al alza y crece 2.7% anual. Datos mejor a los esperados, pero que de todas maneras muestran una desaceleración, llevaron al mercado a revisar al alza la proyección de crecimiento hasta 1.9% para 2026. Pasando al mercado, las valorizaciones transan media desviación estándar bajo su promedio de 10 años (razón P/U *fwd.*) y las proyecciones de crecimiento de utilidades se han revisado al alza, de la mano de un precio del petróleo sostenidamente elevado. Por su parte, en mayo se observaron salidas netas de flujos por 5.6% del AUM del principal ETF y EPFR muestra salidas netas del conjunto de fondos e ETFs por dos semanas consecutivas (al 5 de junio). De esta manera, ante las correcciones del mercado accionario y lo desafiante del escenario político, **se decide neutralizar la sobreponderación en acciones de Brasil.**

En **México**, el IPC Mexbol volvió a mostrar un desempeño positivo durante mayo al subir USD ~2.1%. En lo macroeconómico, los últimos antecedentes continúan reflejando una economía sin señales claras de recuperación; por un lado, el PIB del primer trimestre se contrajo un 0.6% respecto al trimestre anterior, mientras que los indicadores adelantados de actividad -IMEF manufacturero y no manufacturero- continúan ubicándose bajo 50 puntos en mayo. En este contexto, el Banxico volvió a revisar a la baja su proyección de crecimiento para 2026 hasta 1.1% (desde 1.6% en febrero), reforzando la visión de una economía que continuará expandiéndose bajo su potencial durante el resto del año. Por el lado “positivo”, la inflación volvió a desacelerarse durante mayo hasta 4.1% anual, acumulando cuatro moderaciones consecutivas y acercándose gradualmente al objetivo de la entidad, lo que ha permitido continuar con el proceso de flexibilización monetaria. Sin embargo, las minutas de la última reunión parecen apuntar a una pausa prolongada por parte de Banxico, con el mercado esperando una tasa de referencia de 6.5% (nivel actual) tanto para el cierre de 2026 como de 2027 según la última encuesta revelada por Citi. Por el lado político, durante mayo se realizó la primera ronda formal de negociaciones del T-MEC entre México, EE.UU. y Canadá, la cual avanzó de manera constructiva en temas relevantes como las reglas de origen para la industria automotriz, el acero y el aluminio. No obstante, la incertidumbre comercial continúa siendo elevada, considerando que EE.UU. sigue evaluando endurecer algunos requisitos de origen y aplicar nuevos aranceles a distintos socios comerciales, incluido México. En contraste, México y

Canadá han manifestado su intención de extender la vigencia del tratado por otros 16 años. Así, las próximas reuniones serán determinantes para evaluar si el proceso avanza hacia una mayor integración regional o hacia un escenario más proteccionista. A nivel interno, aumentaron las preocupaciones fiscales luego de que Moody's rebajara la calificación soberana de México a Baa3 -a un *notch* de perder el grado de inversión- y S&P modificara su perspectiva a negativa, reflejando una combinación de bajo crecimiento, mayor endeudamiento y deterioro fiscal. Al mismo tiempo, el gobierno continuó avanzando en su agenda legislativa, particularmente en la implementación de la reforma judicial aprobada por el Congreso; entre los principales puntos están la postergación de la elección del Poder Judicial de 2027 a 2028 y de la revocación de mandato para 2028 (desde 2027) respaldado por niveles de aprobación de la presidenta Claudia Sheinbaum que permanecen elevados. Por el lado del mercado, las valorizaciones continúan ubicándose sobre su promedio de cinco años en términos de *P/U fwd.*, mientras que en materia de flujos se registraron salidas pronunciadas por 17.3% del AUM en el último mes desde el principal ETF del país. Así, si bien las perspectivas inflacionarias continúan mejorando y la revisión del T-MEC podría entregar mayor certidumbre al país, el balance de riesgos aún no justifica una visión más constructiva, **por lo que se decide mantener la posición neutral en acciones mexicanas.**

La situación **chilena** se vuelve desafiante, tanto a nivel político como macro. El PIB del primer trimestre se contrajo 0.5% anual, con una contribución particularmente negativa de la demanda externa y una caída importante de la producción minera; el dato de abril no da luces de esperanza, en tanto la minería vuelve a contraerse 11.8% anual. Con esto, el mercado ajusta a la baja sus proyecciones de crecimiento y se hace difícil alcanzar un 2.0% este año. Lo anterior, permitió que la inflación se desacelerara en mayo, hasta 3.9% en doce meses, sugiriendo dos cosas; (i) el alza en el combustible no está teniendo efectos significativos de segundo orden y (ii) la desaceleración económica está conteniendo las presiones inflacionarias. Todo lo anterior sucede en un escenario en el que el gobierno actual tramita un proyecto de ley tributario que significará un mayor déficit fiscal hacia 2030, al mismo tiempo que las proyecciones que dejó la administración anterior estarían subestimando las proyecciones de deuda. Así, el escenario fiscal para Chile es más desafiante, y la administración tuvo que solicitar endeudamiento adicional por USD 6.2 *bn* para este año, lo que podría llevar a que la deuda bruta se acerque al nivel "prudente" de 45% del PIB. Por el lado del mercado, el IPSA anotó un alza de USD 0.2% durante mayo (por efecto de tipo de cambio, fue negativo en pesos chilenos) y en lo que va de junio (al 5 del mes) cae USD 7.4%. A pesar del desempeño, las valorizaciones siguen ajustadas y transan en línea con su promedio de 10 años (*P/U fwd.*), mientras que, por el lado de los flujos, si bien durante mayo se observaron entradas netas por USD 20 millones al conjunto de ETFs, en mayo las administradoras de fondos de pensiones volvieron a vender acciones locales por segundo mes consecutivo. Por el lado del precio del cobre, este subió durante mayo 7.8%, dando soporte al peso chileno. Pero en lo que va de junio, retrocede de la mano de un obstaculizado desempeño de los mercados globales. De esta manera, debido a la falta de catalizadores y *momentum*, junto con una situación económica y política desafiante, **se decide mantener en neutral la exposición a acciones chilenas.**

En **Colombia**, el Colcap cayó USD 1.2% durante mayo, extendiendo el desempeño negativo de abril. Sin embargo, el resultado de la primera vuelta presidencial marcó un punto de inflexión para los activos colombianos, impulsando una fuerte reacción positiva en el mercado: el COLCAP llegó a subir cerca de 7.0% en moneda local el día después de la elección para luego moderar sus ganancias, mientras que el peso colombiano se apreció frente al dólar y las tasas soberanas registraron una importante compresión, permitiendo que Colombia se mantenga, en lo corrido de junio, entre los pocos mercados accionarios a nivel global con retornos positivos. El principal catalizador detrás de este movimiento fue la sorpresiva victoria de Abelardo de la Espriella en primera vuelta, quien obtuvo cerca del 44% de los votos y logró imponerse a Iván Cepeda, contrariando a todas las encuestas y fortaleciendo la probabilidad de un escenario más

promercado. Además, el respaldo de Paloma Valencia y de gran parte de la centroderecha ha mejorado sus perspectivas de cara al balotaje del próximo 21 de junio. No obstante, la incertidumbre política continúa elevada en un país altamente polarizado, mientras que la fragmentación del Congreso seguirá representando un desafío para la implementación de reformas económicas y fiscales del gobierno entrante. En el frente macroeconómico, la economía creció 2.2% anual durante el primer trimestre, con una parte importante de la expansión explicándose por el gasto público y el consumo privado, mientras que la inversión y los sectores productivos continúan perdiendo dinamismo. Asimismo, la inflación se aceleró hasta 5.8% anual en mayo, alcanzando su nivel más alto desde agosto de 2024. En este contexto, el mercado continúa anticipando nuevas alzas de tasas por parte del BanRep desde el nivel actual de 11.25%, llevando la tasa de referencia hacia 12.00% a fines de 2026, con movimientos posteriores a la segunda vuelta presidencial. Por el lado del mercado, las valorizaciones se ubican sobre su promedio de cinco años en el ratio de P/U *fwd.*, mientras que en materia de flujos se observaron salidas acentuadas desde el principal ETF del país por 12.6% de su AUM durante el último mes. Así, pese a que persisten desafíos en materia fiscal, crecimiento y gobernabilidad, el resultado de la primera vuelta mejoró significativamente el balance de riesgos para los activos colombianos y podría seguir impulsando un rally de corto plazo, **por lo que se decide sobreponderar de manera táctica la posición en acciones colombianas.**

El MSCI NUAM **Perú** registró un sólido avance de USD 10.7% durante mayo, impulsado por una combinación de fundamentos macroeconómicos favorables, elevados precios del cobre y la expectativa de que las elecciones presidenciales pudieran derivar en un escenario más favorable para la inversión privada. En efecto, la economía peruana continúa mostrando un desempeño resiliente, con un crecimiento esperado de 3.2% para este año, apoyado por la recuperación de la inversión privada, el fortalecimiento del consumo y un sector externo que continúa beneficiándose de los altos precios de los metales. Sin embargo, el foco de atención del mercado estuvo puesto casi exclusivamente en la segunda vuelta presidencial entre Keiko Fujimori y Roberto Sánchez, cuyo resultado extremadamente ajustado eleva significativamente la incertidumbre política de corto plazo. La semana previa a la elección, el mercado accionario mostró un retroceso de USD 8.7%. En este sentido, cabe destacar que el mercado accionario en lo corrido del año ha rentado USD 17.0%, por lo que una eventual victoria de Fujimori si bien entregaría un *upside* para el equity peruano, el *downside* en caso de que Sánchez se quede con la presidencia podría ser de una mayor magnitud. Hacia adelante, el principal factor diferenciador para la economía será el impacto que el resultado electoral tenga sobre la confianza empresarial y las decisiones de inversión, con el nuevo presidente asumiendo el cargo el 28 de julio. Bajo un escenario de triunfo de Keiko Fujimori, la economía podría mantener tasas de crecimiento cercanas al 3.2% este año, apoyada en una inversión privada dinámica y una mayor continuidad de las políticas económicas. Por el contrario, una eventual victoria de Roberto Sánchez podría generar un deterioro de las expectativas, una postergación de proyectos de inversión y una desaceleración del crecimiento hacia niveles de 1.5%-2.0% en los próximos años. No obstante, la fragmentación del Congreso y el retorno de la bicameralidad constituyen importantes contrapesos institucionales, reduciendo la probabilidad de cambios estructurales profundos y de episodios de inestabilidad política como los observados en años anteriores. Por el lado del mercado, las valorizaciones continúan ubicándose sobre su promedio de 5 años en el ratio de P/U *fwd.*, mientras que en materia de flujos se observaron salidas equivalentes a 1.6% del AUM desde el principal ETF del país. Así, si bien los fundamentos macroeconómicos continúan siendo favorables y el escenario institucional luce más robusto que en procesos electorales anteriores, la elevada incertidumbre respecto del rumbo económico que adoptará la próxima administración, junto con una expansión de múltiplos a raíz del buen desempeño accionario en lo corrido del año, **nos lleva a mantener la posición neutral en acciones peruanas.**

En **Argentina**, el Merval rentó USD 9.6% durante mayo, destacando positivamente entre pares regionales. El desempeño estuvo respaldado por un entorno global más favorable para los activos de riesgo, así como por una serie de antecedentes domésticos que reforzaron la confianza en el proceso de estabilización macroeconómica. En este contexto, la inflación mensual sorprendió favorablemente al bajar a 2.6% en abril, registrando su primera desaceleración en once meses, mientras que la actividad económica mostró una recuperación superior a la esperada, con un crecimiento de 3.5% mensual en marzo y avances en 14 de los 15 sectores económicos. Ahora bien, mediciones privadas sugieren que la actividad habría vuelto a contraerse en abril en torno al ~0.8% mensual, presionada por una debilidad en la demanda interna, la industria pesada y el sector automotriz, revelando una economía que pareciera moverse en *zigzag* hacia adelante. En este contexto, de acuerdo con el último Revelamiento de Expectativas de Mercado (REM) del Banco Central (BCRA), se espera que el proceso desinflacionario continúe -rompiendo la brecha del 2.0% mensual en agosto-, para finalizar el año cerca del 30.0% anual al cierre de 2026 (31.5% en 2025), mientras que, en materia de crecimiento, se prevé una desaceleración a 2.9% este año desde 4.4% en 2025. Asimismo, el sector externo continuó exhibiendo fortaleza, con exportaciones récord y un superávit comercial histórico de USD 2,711 millones en abril, al tiempo que el Banco Central aceleró la acumulación de reservas, superando los USD 10,000 millones en compras durante 2026. Todo ello contribuyó a una nueva compresión del riesgo país, que volvió a ubicarse bajo 500 pbs. de acuerdo con el índice EMBI, apoyado además por una mejora en la calificación crediticia soberana por parte de Fitch a B- (desde CCC+). Sin embargo, persisten algunos focos de cautela, ya que la recuperación continúa siendo heterogénea y dependiente de sectores transables como energía, minería y agro, mientras que el consumo sigue mostrando fragilidad, los salarios reales permanecen rezagados y la morosidad de los hogares alcanzó máximos históricos. Por el lado del mercado, pese al sólido desempeño de la renta variable argentina, durante mayo se registraron salidas netas de flujos equivalentes a 6.7% del AUM del principal ETF del país, reflejando que parte de los inversionistas extranjeros continúa privilegiando la toma de utilidades tras el fuerte rally acumulado. Así, si bien la continuidad del proceso de desinflación, la acumulación de reservas, una eventual recalificación por parte de MSCI a mercado emergente (desde *standalone*) y la profundización de la recuperación del crédito continúan configurando un escenario constructivo para los activos argentinos, estos factores conviven con valorizaciones más exigentes y con la creciente incertidumbre política asociada al ciclo electoral de 2027, **por lo que se decide mantener la posición neutral en acciones argentinas.**

CHINA: Se decide mantiene posición neutral

El **mercado chino** registró un *underperformance* durante mayo respecto de pares asiáticos, retrocediendo 4.8% (índice MSCI en dólares), en un contexto de flujos persistentemente desfavorables hacia la renta variable. El conjunto de ETFs vinculados a acciones chinas registraron salidas netas equivalentes a 6.2% del AUM durante el mes, y China continúa siendo una posición subponderada dentro de los portafolios globales. En términos de valorizaciones, las acciones chinas transan bajo sus promedios de 5 y 10 años (P/U *fwd.*), exhibiendo atractivo en términos históricos.

Durante la segunda semana de mayo se reunieron los presidentes Xi Jinping y Donald Trump en territorio chino. La reunión dejó avances acotados, pero con un enfoque a reducir las tensiones entre ambas partes. Entre los principales puntos, se acordó avanzar hacia una relación comercial más constructiva, incluyendo una menor presión arancelaria en productos específicos, así como ciertos avances en el ámbito tecnológico, como la flexibilización en la exportación de chips Nvidia (H200) a un grupo acotado de compañías chinas, y a la vez se mostró interés por parte de China de adquirir más petróleo estadounidense. No obstante, los temas más estructurales —incluyendo tensiones geopolíticas, Taiwán y el control de recursos estratégicos como tierras raras— se mantienen sin resolución.

Por el lado económico, durante el primer trimestre del año el crecimiento económico mostró un desempeño positivo, superando las expectativas de mercado, impulsado por la actividad industrial, pero con un consumo interno que continúa débil. Esto se evidencia en las ventas minoristas, que registraron una variación de apenas 0.2% anual en abril, la peor lectura desde diciembre de 2022 luego del COVID 19. En esta ocasión se vio una debilidad generalizada en el mercado, marcado por menores ventas de autos, electrodomésticos y material de construcción.

Por el lado de la oferta, en abril la producción industrial se desaceleró más de lo esperado, hasta 4.1% anual (6.0% esperado). Se vio una moderación tanto de la manufactura como minería, siendo el sector menos perjudicado la manufactura de productos tecnológicos. En la misma línea, el PMI de manufacturas de RatingDog disminuyó a 51.8 pts. en mayo desde 52.2 en abril.

En el sector externo - que ha sido el motor más relevante de esta economía - las exportaciones de mayo superaron las expectativas al acelerarse a 19.4% anual, en línea con una mayor demanda de productos *hardware* ligados a inteligencia artificial, a pesar de las disrupciones provocadas por el conflicto. Por su parte, las importaciones se aceleraron 27.4% anual en mayo, impulsadas por compañías adquiriendo chips y equipos necesarios para el desarrollo de tecnológico.

En cuanto a las importaciones de petróleo, el mes pasado estas aumentaron en valor respecto al mismo mes del año anterior, explicado principalmente por el efecto precio, ya que el volumen importado cayó cerca de 20%. Se espera que esta tendencia continúe, ya que se ha visto que las reservas de petróleo no han disminuido en la cantidad esperada, ya que las refinerías están recortando su producción y están limitando su capacidad máxima.

Con el aumento en los precios del petróleo, China ha comenzado a salir del escenario deflacionario que ha caracterizado a su economía en los últimos meses. Se espera que la inflación de mayo se acelere a 1.3% anual, impulsado principalmente por mayores precios de los combustibles. No obstante, esta inflación es importada y generada por el lado de los costos, lo que podría tener un impacto negativo en la demanda interna y por ende en el crecimiento económico.

Si bien el panorama de producción muestra cierta mejora, las perspectivas macroeconómicas se mantienen débiles y el consumo interno no logra repuntar, lo que ha derivado en un problema de sobrecapacidad que viene incrementándose desde 2021. Por otro lado, Tencent anunció que está probando un prototipo de agente de IA, lo que ha generado mayor optimismo en torno a sus avances tecnológicos. En este contexto, el eventual lanzamiento de un agente integrado en WeChat podría marcar un progreso relevante del sector tecnológico chino en su intento por cerrar la brecha frente a sus pares globales. En un contexto de alta incertidumbre, donde no se ven catalizadores de corto plazo para el mercado, pero que se ven avances relativos en la dinámica de la IA, **se decide por mantener la posición neutral en acciones chinas.**

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se lleva a OW desde neutral

El mercado accionario de Asia Emergente ex China mostró un *outperformance* en mayo, ligado al rally que estuvo liderado por la IA. Es así como los MSCI de Corea del Sur y Taiwán subieron USD 29.5% y 17.7% respectivamente, destacando en la región. La preponderancia del sector tecnológico y la importancia de algunas compañías de ambos países en la cadena de valor de la IA nos lleva a ser más optimistas en dichos mercados, que además gozan de perspectivas económicas saludables y valorizaciones atractivas en el caso de Corea del Sur. Siendo pronto para declarar este *momentum* en compañías ligadas a la IA como una burbuja e incluso con el buen desempeño en lo que va del año, **decidimos**

sobrepoderar las acciones de Asia EM ex China, considerando que entre Corea del Sur y Taiwán representan un 78.3% del índice MSCI Emergente.

El **mercado accionario indio (MSCI)** registró un *underperformance* frente a pares emergentes en mayo y retrocedió USD -1.4%, siendo un mercado que, a pesar de su carácter defensivo en otros momentos, no ha actuado como tal. India continúa mostrando vulnerabilidad a shocks externos. Si bien este año ha reducido su exposición energética con medidas orientadas a fortalecer la capacidad energética doméstica, la estrecha relación comercial con la región, tanto por el lado de las importaciones como de las exportaciones, mantiene una elevada sensibilidad a eventos geopolíticos. A esto se suma una alta exposición al fenómeno de El Niño, que genera condiciones climáticas adversas y afecta la producción agrícola, con implicancias sobre el mercado laboral, inflación y el crecimiento. En este contexto, si bien en el crecimiento económico del primer trimestre superó las expectativas de mercado, creciendo 7.8% anual, se espera una desaceleración para los trimestres siguientes. En la última reunión del Banco de la Reserva India (RBI, por sus siglas en inglés), concluyó que, a pesar del resultado optimista respecto del crecimiento, la economía tiene riesgos a la baja, como las interrupciones en las cadenas de suministro, precios elevados de la energía y el fenómeno del Niño, por lo que han revisado a la baja su expectativa de crecimiento a 6.6% para este año. La inflación de abril se aceleró 3.5% anual, menos de lo esperado, por aumento en los precios de alimentos, ya que los precios de las gasolinas no mostraron grandes cambios. De igual forma, el RBI, cree que todavía no se ha traspasado el aumento de los costos en su totalidad a los consumidores, por lo que la inflación se aceleraría en el resto del año. En la reunión de junio, el RBI, optó por mantener la tasa de interés en 5.25%, a la espera de los efectos inflacionarios de segunda vuelta y los riesgos asociados al crecimiento económico. Junto con lo anterior, el RBI está optando por fortalecer la moneda —que se ha depreciado un 6.2% respecto del dólar este año, al 4 de junio—. Por su parte, el gobierno ha eliminado los impuestos a inversionistas extranjeros en bonos locales y sobre los intereses que reciben, con el fin de atraer capital extranjero. En cuanto al comercio exterior, las importaciones de abril se aceleraron 10.0% anual, impulsado por una fuerte demanda interna y mayores importaciones de oro; por otro lado, las exportaciones se aceleraron 13.8% anual en abril lideradas por servicios, defensa y otros. Por el lado de la oferta, la producción industrial de abril se aceleró más de lo esperado por el mercado (4.9% YoY vs. 3.9% YoY), por la solidez mostrada por sectores productivos a pesar del aumento en los precios energéticos. En línea, el PMI manufacturero avanzó a 55 pts. en mayo desde 54.7 en abril. En términos de valorizaciones, el mercado indio transa con descuento, con una razón P/U *fwd*. bajo su promedio de 5 y 10 años. Durante mayo se vieron entradas de flujos al principal ETF por 5.5% del AUM, luego de salidas de flujos por 18.9% del AUM en abril. En este contexto, a pesar del carácter históricamente defensivo del mercado indio —al no estar directamente expuesto a la narrativa global de tecnología e inteligencia artificial— se ha observado un deterioro del mercado, pérdida de *momentum* y revisión consistente de las expectativas de utilidad para 2026. Por esta razón, y junto con un panorama económico que se debilita, **se decide mantener una exposición neutral en acciones indias.**

Corea del Sur registró un mercado *outperformance* en mayo (USD 29.5% en el MSCI), continuando con la trayectoria observada a inicios de año, acumulando una rentabilidad YTD de USD 108% (al 4 de junio), impulsado por la fuerte demanda asociada a la inteligencia artificial, reforzado por el “*pricing power*” que tienen las compañías líderes de este mercado. Junto con el desempeño, el mercado surcoreano es ahora el segundo mercado más grande en el índice de mercados emergentes, superando a China, con dos de las compañías más valoradas, — *Samsung Electronics* y *SK Hynix*— alcanzando una capitalización bursátil de USD 1 *trillion*. Sin importar el gran desempeño del mercado, las valorizaciones se encuentran transando con descuento en términos de P/U *fwd*. Durante mayo se vieron salidas equivalentes al 15.3% del AUM del principal ETF, aunque las expectativas de crecimiento de utilidades fueron revisadas

al alza para 2026, proyectándose un crecimiento de 272%. En el frente macroeconómico, la economía está principalmente impulsada por el dinamismo del comercio exterior, favorecido por la demanda de memorias. En línea con lo anterior, en mayo las exportaciones superaron las expectativas de mercado al acelerarse 53.2% anual liderado por el boom de IA. A pesar de la fortaleza de las exportaciones, el superávit de cuenta corriente y la mejora en los términos de intercambio por el aumento en los precios de las memorias, el won se depreció un 1.8% en mayo, y ya alcanza una depreciación de 5.7% en 2026 respecto del dólar (al 4 de junio), pero se espera una apreciación para lo que queda del año. A nivel de producción, a pesar de que la producción industrial se desaceleró a 1.5% anual en abril, el PMI manufacturero aumentó a 54.8 pts. en mayo, reflejando la resiliencia de la economía surcoreana. Por su parte, la inflación de mayo se aceleró a 3.1% anual, superando las expectativas del mercado, impulsado por aumentos en los precios energéticos, específicamente alzas ligadas al sector de transportes. En este escenario, el Banco Central mantuvo la tasa de referencia en 2.50% en su última reunión, pero con un discurso más *hawkish* para lo que queda del año. En este contexto, dado el *momentum* accionario, perspectivas positivas sobre la temática global de inteligencia artificial y un panorama macroeconómico favorable **se decide mantener el OW en las acciones surcoreanas.**

El **mercado accionario taiwanés**, cerró abril con un *outperformance* respecto de pares emergentes, con una rentabilidad de USD 17.7% (índice MSCI). Así, tras estos positivos desempeños, -atribuidos principalmente a *Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC)*-, las valorizaciones del mercado accionario taiwanés se encuentran transando con premio en la razón P/U *fwd.*, en torno a 2 desv. est. sobre su promedio de 5 y 10 años. En línea con lo anterior, durante mayo se vieron entradas de flujos al principal ETF, alcanzando 2.2% del AUM. Asimismo, las expectativas de utilidades han sido revisadas al alza, proyectándose un crecimiento de 42.8% para 2026. Esto, en línea con medidas que ha estado tomando el regulador para mejorar el sistema para inversionistas *retail*, como adelantar la apertura del mercado y extender el horario de trading. Desde un punto de vista macroeconómico, la actividad continúa mostrando resiliencia. El crecimiento del primer trimestre fue revisado al alza, y alcanzó una expansión interanual de 14.6%, sustentado en la fortaleza de las exportaciones, inversión y consumo privado. En abril, las órdenes de exportaciones crecieron un 48.1% anual y la producción industrial 14.2% anual, en tanto las exportaciones de mayo se aceleraron y registraron un crecimiento de 51.7% anual (39.0% en abril). Lo anterior, junto con el PMI manufacturero de mayo que subió a 56.1 pts. refuerzan la solidez de la actividad económica. Por su parte, la inflación de mayo superó las expectativas y se ubicó en 2.2% interanual, por el aumento en precios de los alimentos y costos energético, resultado que fue es levemente superior a la meta establecida por el Banco de Taiwán. En este sentido, el Banco de Taiwán se encuentra “*on hold*” respecto de la tasa de política monetaria, ya que consideran que los efectos todavía son manejables y esperará ver efectos inflacionarios de segunda vuelta antes de tomar una decisión. En este contexto, dado el *momentum* accionario, perspectivas positivas sobre la temática global de inteligencia artificial y un panorama macroeconómico favorable **se decide mantener el OW en acciones taiwanesas.**

Las acciones **indonesias** mostraron un *underperformance* respecto a pares regionales, cayendo USD 16.4% (índice MSCI). Así, las valorizaciones se ubican 2 desv. est. bajo sus promedios de 5 y 10 años. En mayo se registraron entradas de flujos al principal ETF equivalentes a un 18.5% del AUM; sin embargo, las proyecciones de utilidades han sido revisadas a la baja en el último mes y se espera un crecimiento de 4% para 2026. Este desempeño y peores perspectivas macroeconómicas se explican por la alta vulnerabilidad del país, asociada al conflicto geopolítico, por la alta dependencia energética, sino que también al fenómeno climático “El Niño”. Por el lado macroeconómico, se espera que el crecimiento económico se desacelere y JP Morgan, redujo sus expectativas para 2026 a 4.7% desde 5.0%. En el sector externo, el superávit comercial de bienes se redujo en abril a su nivel más bajo desde 2020, por un aumento de las

importaciones tanto en volumen como en precios buscando diversificación ante preocupaciones sobre una oferta energética limitada. En su reunión de mayo, el Banco de Indonesia (BI) sorprendió al aumentar la tasa en 50 pb (25 pb esperado), en línea con su mandato de mantener la estabilidad de la rupia —que se ha depreciado un 8.3% frente al dólar en lo que va del año al 8 de junio— y como un paso preventivo para sostener la inflación dentro del rango meta. (3.1% anual en mayo, dentro del rango objetivo del 1.5%–3.5%). En este contexto, ante las presiones sobre la moneda, riesgos inflacionarios y la necesidad de atraer flujos de inversión extranjera, el Banco Central convocó una reunión extraordinaria el 9 de junio, en la que decidió elevar nuevamente la tasa de referencia en 25 pbs., llevándola a 5.50%. Además de lo anterior, el mercado espera que el BI tome más acción, y no se descarta una nueva alza de tasas en su reunión oficial el 18 de junio. Tomando en cuenta este escenario y un panorama macroeconómico más incierto producto de las tensiones geopolíticas y climáticas, se **decide mantener una posición *underweight* en acciones indonesias.**

El mercado accionario **tailandés** exhibió un *outperformance* frente a pares del sudeste asiático y durante mayo avanzó USD 4.7% (índice MSCI), transando la P/U *fwd*. en línea con su promedio de 5 años y bajo su promedio de 10 años. En este sentido, las expectativas de utilidades fueron revisadas al alza consistentemente durante mayo y se espera un crecimiento de 2.6% para 2026. A pesar de lo anterior, se vieron salidas de flujos desde el principal ETF por 1.2% del AUM el mes pasado. Por el lado macroeconómico, las proyecciones de crecimiento se mantienen bajo 2% para este año, sin señales claras de tracción. Por otro lado, las importaciones de abril se aceleraron un 43.9% anual, superando las expectativas del mercado y llevando a Tailandia a un déficit comercial récord. El deterioro de la balanza comercial, y debilidad del turismo, aumentan los riesgos de pasar de una cuenta corriente superavitaria a una deficitaria en el segundo trimestre. En términos de precios, la inflación de mayo se desaceleró marginalmente a 2.8% anual, pero se espera que se acelere en lo que queda del año y se mantenga en el rango superior establecido por el Banco de Tailandia (1.0% - 3.0%). En la temporada de reportes corporativos, el mercado tailandés mostró un crecimiento de utilidades de 30.3%, y en particular el sector de TI cuyo peso en el índice MSCI de Tailandia es 26.8%, mostró un sólido crecimiento de utilidades de 43.9%, en línea con el auge de la inteligencia artificial. De este modo, ante mejores perspectivas de mercado y acciones que transan con descuento, **se decide llevar a neutral la posición *underweight* en acciones tailandesas.**

EMEA

Las acciones **sudafricanas** rentaron en mayo USD 3.4% (índice MSCI). Este mercado, mostró un *outperformance* respecto a pares regionales, que en su conjunto rentaron un USD 0.9% (índice MSCI EMEA). Este mercado, se vio negativamente afectado por el desempeño negativo del oro, dada la alta correlación del mercado accionario con el metal precioso. En términos de valorizaciones, las acciones transan bajo promedios de 5 y 10 años, y a más de una desviación estándar en la razón P/U *fwd*. Durante mayo se vieron salidas de flujos desde el principal ETF, equivalentes al 7.2% del AUM, en línea con expectativas de crecimiento de utilidad que han sido revisadas consistentemente a la baja. En el plano macroeconómico, se revisaron a la baja las expectativas de crecimiento desde 1.4% a un 1.2% en 2026 y a 1.6% desde 1.7% para 2027. Por el lado de la actividad, el PMI manufacturero cayó a 49.6 pts. en mayo desde 51.6 pts. pasando a terreno contractivo, presionado por la caída en la producción, nuevos pedidos y con nuevos negocios cayendo por tercera vez. La inflación de abril se ubicó en 4.0% anual, bajo las expectativas de mercado; sin embargo, se espera una aceleración de 5% en el dato de junio. En esta línea, el mercado espera un alza de tasas de 25 pbs. en julio por parte del Banco de la Reserva de Sudáfrica (SARB), por mayores riesgos inflacionarios derivados del fenómeno de El Niño, alzas en el precio de los fertilizantes y las disrupciones energéticas. A pesar de ver valorizaciones atractivas, la incertidumbre global e inminentes riesgos macroeconómicos nos llevan a **decidir mantener en neutral las acciones sudafricanas.**

Las acciones **turcas** cayeron USD 6.9% (índice MSCI) en mayo, bajo pares regionales y otros mercados emergentes. En paralelo, la lira turca continuó depreciándose frente al dólar, con una caída de 1.5% durante el mes y acumulando una pérdida de 6.7% en lo que va del año. Aumentos en los precios energéticos han generado un mayor déficit de cuenta corriente y se cree que podría llegar a ser un 3.1% del PIB en 2026. Se observa una pérdida de dinamismo económico con el conflicto geopolítico introduciendo riesgos adicionales para la economía. En primer lugar, se observa una revisión a la baja en las proyecciones de crecimiento para 2026, desde 3.2% a 3.0%. En segundo lugar, se han intensificado las presiones inflacionarias, con una inflación que se aceleró a 32.6% interanual en mayo desde 32.4% en abril. Por el lado del mercado, las valorizaciones se encuentran transando sobre sus promedios de 5 y 10 años en términos de P/U *fwd*. Durante mayo se vieron fuertes salidas de flujos desde el principal ETF, equivalentes al 19.8% de su AUM, y las expectativas de crecimiento de utilidades se han revisado a la baja. Si bien los riesgos macroeconómicos se han intensificado y se han visto salidas de flujos, el mercado accionario turco ha mostrado un comportamiento más defensivo que sus pares regionales. Al 8 de junio, MSCI Turquía acumula USD 15.4% de rentabilidad en el año, significativamente mayor que otros mercados de EMEA (1.9% YTD). Así, el balance entre factores de riesgo y elementos de soporte **se decide mantener neutral la exposición a acciones turcas.**

El mercado accionario de **Arabia Saudita** cayó en mayo USD 2.0% (índice MSCI). Si bien los elevados precios del petróleo han brindado soporte al mercado, tras el cese al fuego acordado entre EE.UU. e Irán el precio del Brent cayó 24% durante mayo, aumentando los riesgos tanto para el mercado como para la economía. En este sentido, el crecimiento económico del primer trimestre se desaceleró a 2.8% anual, bajo lo esperado por el mercado, por una menor producción de petróleo. Además de lo anterior, el déficit fiscal se revisó al alza para el 2026 desde 4.6% a 4.9% del PIB, por mayor gasto en bienes, servicios y subsidios. En este contexto, los “*twin deficits*” continúan representando una vulnerabilidad relevante, especialmente en un escenario de mayores tensiones geopolíticas y aumento del gasto en defensa y subsidios. En términos de valorizaciones, las acciones saudíes transan atractivas, mientras que las expectativas de utilidades han sido revisadas marginalmente al alza, proyectándose un crecimiento de 25.1% para 2026. Además, en mayo se vieron salidas de flujos equivalentes al 3.7% AUM desde el principal ETF. De esta forma, si bien el escenario geopolítico actual incrementa la incertidumbre en la región, las valorizaciones lucen atractivas y el respaldo que representan precios del petróleo más elevados —aun considerando las disrupciones en el comercio— en un escenario macroeconómico débil, se decide **mantener neutral las acciones saudíes.**

RENTA FIJA

US TREASURIES: se mantiene el neutral en *treasuries* de 2 años, la subponderación en bonos de 10 años y de 30 años, y la sobreponderación en TIPS

Durante mayo, las tasas de los bonos del Tesoro estadounidense volvieron a subir a lo largo de la curva, aunque con una dinámica más volátil que en meses previos. El alza se concentró nuevamente en los tramos más cortos, reflejando un ajuste de mercado asociado a expectativas de política monetaria aún restrictivas, lo que dio lugar a un nuevo aplanamiento de la curva en un movimiento de *bear flattening*. En el transcurso del mes se observó un repunte relevante en las tasas, que luego revirtió parcialmente ante noticias sobre eventuales treguas y una corrección en el precio del petróleo. A esto se suma que en junio se llevará a cabo la primera reunión del FOMC bajo la presidencia de Kevin Warsh, lo que incorpora un nuevo foco de atención para la trayectoria de tasas en el corto plazo.

En EE.UU., la actividad económica continúa mostrando resiliencia, aunque con señales de moderación en el margen. El PIB del primer trimestre fue corregido a la baja, reflejando una combinación de menor inversión y un consumo algo más débil respecto de la medición anterior. Aun así, el consenso de Bloomberg continúa proyectando un crecimiento de 2.1% para este año, todavía sobre el potencial. En materia de precios, se espera que la inflación *headline* de mayo se acelere hasta 4.2% anual, impulsada principalmente por el *shock* energético, mientras que la medida subyacente mostraría una leve aceleración por segundo mes consecutivo, lo que podría comenzar a evidenciar presiones inflacionarias adicionales desde otros sectores de la economía. Por su parte, el mercado laboral volvió a sorprender positivamente, con una creación de empleo superior a lo esperado, junto con una generación de empleo positiva y generalizada entre sectores. En este contexto, la inflación se mantiene como el principal riesgo dentro del balance de la política monetaria.

En materia de política monetaria, la reunión de junio marcará el inicio de la conducción de Kevin Warsh como nuevo *chair* del Fed, en un contexto en que aún persiste incertidumbre respecto de su visión actual sobre la trayectoria de tasas. Además, la instancia contará con la participación de Jerome Powell en su nuevo rol como gobernador, luego de confirmar su permanencia en la junta tras dejar la presidencia del organismo. La reunión de este mes incluirá la actualización de las proyecciones macroeconómicas y del *Dot Plot*, herramientas respecto de las cuales Warsh ha manifestado reparos, por lo que el mercado seguirá con especial atención cualquier señal sobre eventuales cambios en la comunicación de la institución en el corto plazo. En cuanto a la decisión misma, se espera que la tasa de referencia se mantenga sin cambios. No obstante, el mercado ha pasado a incorporar una trayectoria más restrictiva para lo que resta del año, incluyendo la posibilidad de un aumento en la tasa hacia fines de 2026.

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 mantuvo bajo su promedio histórico, aunque exhibió una mayor movilidad durante el mes. En cuanto a las expectativas de inflación, los *breakevens* continuaron corrigiendo a la baja, lo que sugiere que el mercado sigue interpretando el *shock* inflacionario como un fenómeno transitorio. Los *breakevens* a 2, 5 y 10 años se ubican en 2.58%, 2.48% y 2.36% respectivamente, evidenciando una caída más marcada en los tramos cortos, que habían reaccionado con mayor fuerza en los meses previos. No obstante, se sigue anticipando una inflación persistente en el corto plazo, tanto por la prolongación del *shock* energético como por la posibilidad de efectos indirectos sobre otros componentes de precios. En este contexto, se mantiene la sobreexposición en instrumentos indexados a la inflación (TIPS), como cobertura frente a eventuales sorpresas inflacionarias.

En este contexto, el posicionamiento en *Treasuries* continúa privilegiando una exposición acotada a duración, en un entorno donde las tasas siguen enfrentando un balance de riesgos complejo y donde el premio por plazo aún no compensa adecuadamente la volatilidad implícita en los tramos largos. De esta forma, se mantiene la posición neutral en bonos del Tesoro a 2 años, considerando que buena parte del ajuste en expectativas de política monetaria ya se encuentra incorporado en ese tramo, y que la primera reunión del Fed bajo la presidencia de Warsh difícilmente entregará definiciones suficientemente claras sobre la trayectoria futura de tasas. Al mismo tiempo, se conserva la subponderación en los tramos de 10 y 30 años, donde persiste una mayor sensibilidad frente a un escenario de tasas altas por más tiempo, inflación todavía elevada y posibles ajustes adicionales en el premio por plazo. Finalmente, se mantiene la sobreponderación en instrumentos indexados a la inflación (TIPS) como cobertura frente a un escenario en que el mercado sigue interpretando el *shock* inflacionario como transitorio, pero donde aún persiste el riesgo de presiones de precios más persistentes en el corto plazo.

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene el UW

Durante mayo, las tasas de interés de economías desarrolladas continuaron mostrando presiones al alza. A mediados de mes se observó un repunte importante en los niveles de tasas, que luego fue parcialmente revertido hacia el cierre, pero que de todas formas dejó un alza en lo corrido del mes. En línea con lo observado previamente, el aumento volvió a ser más pronunciado en los tramos cortos de la curva, lo que contribuyó a un nuevo aplanamiento de esta. Este comportamiento siguió reflejando un entorno marcado por la persistencia del conflicto geopolítico, precios de energía aún elevados y un balance de riesgos que continúa sesgado hacia una inflación más persistente, en un escenario donde también comienza a ganar espacio la discusión sobre un eventual deterioro del crecimiento.

En EE.UU., la economía continúa mostrando resiliencia, aunque con señales de moderación en el margen. El crecimiento del primer trimestre fue corregido a la baja, reflejando un inicio de año menos dinámico que el anticipado, mientras que la inflación volvió a acelerarse, donde la medida subyacente exhibió un repunte aún acotado, evidenciando que las presiones sobre los precios ya no provienen únicamente del componente energético. En cuanto al mercado laboral, la creación de empleo volvió a sorprender al alza, acumulando tres meses consecutivos de ganancias en puestos de trabajo. De esta forma, el foco de atención sigue concentrado en una inflación que continúa alejándose del objetivo, y en la capacidad de la economía para absorber un entorno de tasas más elevadas.

En Europa, el panorama macroeconómico continúa tornándose más complejo. La región enfrenta riesgos de estancamiento económico, en un contexto en que las perspectivas de crecimiento siguen debilitándose y la probabilidad de recesión ha aumentado de manera relevante en los últimos meses. Al mismo tiempo, la inflación volvió a acelerarse, impulsada principalmente por el componente energético, reforzando el riesgo de un escenario de estanflación. Así, la combinación de menor dinamismo económico y mayores presiones inflacionarias ha seguido deteriorando el balance macroeconómico de la región.

Para junio, se espera que el Fed mantenga sin cambios su tasa de referencia, en un entorno donde el mercado sigue debatiéndose entre una mantención prolongada y un eventual ajuste contractivo más adelante. Por su parte, en el caso del BCE, el mercado continúa asignando una probabilidad relevante a un alza de tasas en su próxima reunión, ante una inflación que se ha mostrado más persistente y un entorno energético que sigue tensionado. De esta forma, en junio se espera un desacople entre ambos bancos centrales, sin embargo, hacia adelante, el mercado apunta a que la política monetaria adopte un sesgo más contractivo en ambas regiones.

En mayo, la clase de activo registró un desempeño positivo de USD 0.9%, apoyado en la compresión adicional de *spreads*. Los diferenciales volvieron a ubicarse en niveles bajos en términos históricos, en línea con un mercado que ha seguido mostrando una notable resiliencia pese al deterioro del entorno macro. En este contexto, la combinación de *spreads* comprimidos y una duración más sensible frente a nuevas alzas de tasas, mantiene un perfil menos atractivo en términos relativos dentro de la renta fija global, **por lo que se conserva la posición *underweight* en *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene el UW

La clase de activo registró una rentabilidad de USD 0.8% durante mayo, en un contexto en que los *spreads* volvieron a comprimirse tras el ajuste observado en marzo. En EE.UU., los diferenciales retornaron a niveles comprimidos en términos históricos, mientras que en Europa persiste cierto rezago respecto de los niveles previos al conflicto, en línea

con una economía que continúa mostrando mayor fragilidad relativa y más ruido interno. Al mismo tiempo, los *yields* cayeron frente al mes anterior, aunque todavía se mantienen levemente por sobre promedios históricos.

En este escenario, el entorno global sigue marcado por tensiones geopolíticas persistentes, precios de la energía elevados y un balance de riesgos que continúa sesgado hacia una inflación más persistente y tasas altas por más tiempo. A ello se suma que, dentro del universo de renta fija global, otros segmentos mantienen un perfil relativo más atractivo frente a un activo cuya compresión de *spreads* vuelve a dejar poco espacio adicional desde el punto de vista de valorizaciones. De esta forma, **se conserva la posición *underweight* en *Global High Yield*.**

DEUDA EMERGENTE: Se decide mantener el *OW* en deuda soberana y el neutral en bonos corporativos *IG*, se aumenta la sobreponderación en bonos corporativos *HY* y se disminuye el *overweight* en *Local Markets*

Durante mayo, el conflicto geopolítico se mantuvo como el principal foco de atención en el entorno global, prolongando la incertidumbre y manteniendo presión sobre los mercados energéticos, con efectos sobre las expectativas de inflación y la trayectoria esperada de la política monetaria. En este contexto, las tasas de interés continuaron ajustándose al alza, con un movimiento concentrado principalmente en economías desarrolladas, en un escenario donde el balance de riesgos se mantiene sesgado hacia una inflación más persistente. A pesar de ello, la renta fija emergente logró cerrar el mes con retornos positivos, apoyada en su mejor posicionamiento relativo frente a los mercados desarrollados. De esta forma, durante mayo la deuda soberana de mercados emergentes rentó USD 1.0%, mientras que la deuda corporativa anotó una rentabilidad de USD 0.4%.

La deuda soberana emergente volvió a destacar como una de las clases de activo de mejor desempeño. Los fundamentos macroeconómicos continúan mostrando una mejor posición relativa frente a los desarrollados, mientras que las tasas reales aún presentan espacio para descender. A ello se suma que, dentro del universo emergente, siguen favoreciéndose aquellas regiones menos expuestas a los efectos directos del conflicto, lo que contribuye a moderar parte de los riesgos del entorno externo. De esta forma, y considerando el atractivo relativo que mantiene esta clase de activo frente a pares desarrollados, se decide mantener la posición *overweight* en deuda soberana emergente.

La deuda corporativa *Investment Grade* registró una rentabilidad de USD 0.3% en mayo, ubicándose entre los segmentos de menor desempeño dentro de la renta fija emergente. Desde la perspectiva de valorizaciones, los *spreads* continuaron comprimiéndose y volvieron a ubicarse en niveles extremadamente bajos, incluso tocando su menor nivel histórico durante el mes, limitando el espacio de ganancias por compresiones adicionales. Al mismo tiempo, los *yields* se mantienen en niveles elevados en comparación con sus promedios históricos, reflejando un entorno en que las tasas base siguen tensionadas y donde la duración continúa siendo un factor relevante de riesgo. En este contexto, se mantiene una postura más prudente frente a otros segmentos de la renta fija emergente, por lo que se mantiene la posición neutral en deuda corporativa de mayor calidad crediticia.

En cuanto a *High Yield*, la clase de activo rentó USD 0.5% durante el último mes, superando a la deuda de mayor calidad crediticia. Si bien los argumentos de fondo se mantienen, la menor duración de este segmento adquiere mayor relevancia en el escenario actual, en un contexto en el conflicto geopolítico sigue presionando los precios de la energía y el balance de riesgos permanece cargado hacia una inflación más persistente. A diferencia de otros segmentos de crédito, esta menor sensibilidad a movimientos de tasas permite un mejor perfil relativo en un entorno donde sigue predominando la

cautela frente a activos de mayor duración. De esta forma, se decide aumentar la sobreexposición en deuda emergente *High Yield*.

Finalmente, *Local Markets* rentó USD 1.1% durante mayo, ubicándose como el subsegmento de mejor desempeño dentro de la renta fija global. Si bien la visión sobre esta clase de activo continúa siendo favorable, apoyada en fundamentos macroeconómicos sólidos, durante el último mes ganó relevancia un entorno externo algo menos favorable, marcado por la prolongación del conflicto geopolítico y por un dólar que volvió a actuar como activo refugio. A pesar de esto, las monedas emergentes lograron apreciarse durante el último mes, contribuyendo al positivo *performance* de la clase de activo. En este contexto, y considerando además que la cautela frente a la duración sigue siendo un elemento central en el posicionamiento, se opta por moderar parcialmente la sobreexposición, aunque manteniendo una visión positiva sobre el segmento. A su vez, continúa favoreciéndose la exposición a economías menos expuestas a los efectos directos del conflicto, lo que permite seguir sosteniendo el atractivo relativo de la deuda en moneda local.

En línea con lo anterior, **se decide mantener el OW en deuda soberana y el neutral en bonos corporativos IG, se aumenta la sobreponderación en bonos corporativos HY y se disminuye el overweight en Local Markets.**

Exposición a Monedas | Junio 2026

Monedas	Bench.	Mayo	Junio	OW/UW	Cambio
USD	54.0%	54.4%	54.7%	OW	0.7%
EUR	7.6%	7.2%	7.2%	UW	-0.4%
GBP	1.4%	0.9%	0.9%	UW	-0.5%
JPY	2.4%	2.1%	2.1%	UW	-0.2%
GEMs	34.8%	35.3%	35.1%	OW	0.3%
	100.0%	100.0%	100.0%		-0.2%

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

Resultados TAACo Global | Mayo 2026

Clase de activo / Región	Benchmark	Vinci Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual Índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	50%	0%	6.6%	3.29%	3.28%	0.0	-1.2
Renta Fija	50%	46%	-4%	0.7%	0.33%	0.30%	11.9	0.3
Caja	0%	2%	2%	0.3%	0.0%	0.01%	-6.6	
Oro	0%	2%	2%	-1.4%	0.0%	-0.03%	-10.1	
Cobertura						0.00%	0.0	
Portafolio					3.62%	3.56%	-4.8	-0.8
Outperformance / Underperformance (bps)								
								-5.7
Europe ex UK	13.2%	12.7%	-0.5%	2.9%	0.38%	0.36%	1.9	
Europe Small Cap	1.9%	1.4%	-0.5%	3.5%	0.07%	0.05%	1.5	
UK	2.8%	1.8%	-1.0%	-0.3%	-0.01%	-0.01%	6.9	
US Large Cap Growth	16.6%	17.1%	0.5%	8.2%	1.36%	1.40%	0.8	
US Large Cap Value	15.1%	15.6%	0.5%	2.6%	0.39%	0.40%	-2.0	
US Small Caps	3.7%	4.2%	0.5%	3.7%	0.14%	0.15%	-1.4	
Japan	4.7%	4.2%	-0.5%	4.9%	0.23%	0.21%	0.8	
Desarrollados	58.0%	57.0%	-1.0%	4.4%	2.55%	2.57%	8.5	
LatAm	5.0%	6.0%	1.0%	-4.2%	-0.21%	-0.25%	-10.8	
China	11.5%	11.5%	0.0%	-3.0%	-0.35%	-0.35%	0.0	
EM Asia ex China	25.5%	25.5%	0.0%	18.0%	4.59%	4.59%	0.0	
Emergentes	42.0%	43.0%	1.0%	9.6%	4.03%	3.99%	-10.8	
Equities					6.58%	6.56%	-2.3	
Treasuries 2Y	8.7%	8.7%	0.0%	0.1%	0.01%	0.01%	0.0	
Treasuries 10Y	10.5%	10.0%	-0.5%	0.0%	0.00%	0.00%	0.3	
Treasuries 30Y	6.1%	5.6%	-0.5%	0.5%	0.03%	0.03%	0.1	
US Tips	2.5%	3.5%	1.0%	0.2%	0.01%	0.01%	-0.4	
Global Corporate IG	26.2%	25.2%	-1.0%	0.6%	0.16%	0.16%	0.0	
Global Corporate HY	4.1%	3.1%	-1.0%	0.5%	0.02%	0.02%	0.2	
Deuda Desarrollados	58.1%	56.1%	-2.0%	0.4%	0.23%	0.22%	0.2	
EMBI	8.4%	8.9%	0.5%	1.0%	0.08%	0.09%	0.2	
EM Corporate IG	2.4%	2.4%	0.0%	0.3%	0.01%	0.01%	0.0	
EM Corporate HY	3.6%	4.1%	0.5%	0.5%	0.02%	0.02%	-0.1	
EM Local Markets	27.5%	28.5%	1.0%	1.1%	0.31%	0.33%	0.5	
Deuda Emergente	41.9%	43.9%	2.0%	1.0%	0.42%	0.44%	0.6	
Fixed Income					0.65%	0.66%	0.7	

*Anualizado ** Desde 2001
Datos al 31 de mayo 2026

En mayo 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%). Al 31 de mayo, la cartera del TAACo Global rentó 3.56%, mostrando un *underperformance* con respecto al *benchmark* (6 pbs.).

En mayo, a nivel de *attribution analysis* la asignación de activos restó valor, principalmente por la posición en caja y oro, mientras que el corto en renta fija sumó valor. Por el lado de la selección de instrumentos, fue marginalmente negativa en acciones y positiva en bonos. Sumaron los cortos en acciones europeas y del Reino Unido, mientras que el desvío del *benchmark* en acciones latinoamericanas restó valor. En bonos, sumaron valor la posición corta en *Treasuries* de 10 y 30 años, al igual que el largo en deuda emergente.

Desempeño Histórico

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	3.6%	3.6%	9.1%	22.0%	13.8%	5.3%	7.1%	5.8%	10.4%
Benchmark	3.6%	3.7%	9.0%	21.6%	14.0%	4.7%	6.3%	4.6%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	-6	-18	7	38	-15	60	73	120	
Acciones	6.6%	7.9%	16.5%	37.6%	22.2%	9.0%	10.4%	5.4%	15.2%
Benchmark	6.6%	7.9%	16.6%	37.7%	22.4%	9.1%	10.4%	4.9%	15.1%
Europe ex UK	2.9%	-1.9%	5.0%	16.6%	14.6%	5.8%	7.3%	3.9%	17.4%
Europe Small Cap	3.5%	1.3%	8.0%	17.6%	16.3%	3.5%	7.8%	9.1%	20.2%
UK	-0.3%	-3.2%	7.0%	23.0%	19.3%	11.7%	8.4%	5.7%	14.4%
US Large Cap Growth	8.2%	17.8%	10.9%	35.1%	29.7%	17.4%	20.1%	--	20.5%
US Large Cap Value	2.6%	4.8%	11.1%	23.9%	17.5%	9.7%	10.3%	--	13.3%
US Small Caps	3.7%	7.5%	16.4%	36.7%	19.4%	7.5%	11.6%	9.8%	19.1%
Japan	4.9%	-0.5%	15.2%	29.3%	17.9%	7.3%	7.4%	3.2%	16.2%
Desarrollados	4.6%	7.3%	10.5%	27.5%	21.9%	12.0%	13.1%	7.9%	17.5%
LatAm	-4.2%	-5.5%	13.2%	43.1%	17.4%	10.2%	8.7%	8.6%	22.8%
China	-3.0%	-7.2%	-8.5%	6.1%	11.9%	-5.2%	5.2%	7.6%	28.1%
EM Asia ex China	18.0%	21.2%	49.7%	90.8%	34.0%	16.0%	15.8%	--	23.6%
Emergentes	9.7%	9.4%	25.6%	54.3%	25.2%	7.4%	10.5%	9.5%	17.5%
Renta fija	0.7%	-0.6%	1.5%	6.9%	5.8%	0.5%	2.5%	4.3%	6.5%
Benchmark	0.7%	-0.7%	1.5%	6.8%	5.8%	0.2%	2.1%	3.7%	6.5%
Treasuries 2Y	0.1%	-0.2%	0.5%	3.2%	3.8%	1.5%	1.6%	2.3%	2.1%
Treasuries 10Y	0.0%	-2.7%	-0.3%	4.0%	1.8%	-1.5%	0.3%	3.4%	8.0%
Treasuries 30Y	0.5%	-4.3%	-0.1%	3.5%	-2.3%	-6.8%	-1.9%	3.7%	14.7%
US Tips	0.2%	0.0%	1.6%	4.9%	4.0%	1.2%	2.8%	4.4%	6.0%
Global Corporate IG	0.6%	-1.0%	0.6%	5.7%	6.2%	0.3%	2.5%	4.4%	8.1%
Global Corporate HY	0.5%	0.6%	1.6%	7.5%	9.8%	3.6%	5.4%	6.9%	7.3%
Deuda Desarrollados [1]	0.4%	-1.4%	0.4%	4.8%	4.2%	-0.8%			
EMBI	1.0%	0.5%	2.6%	13.7%	10.9%	2.6%	4.0%	7.1%	9.1%
EM Corporate IG	0.3%	-0.5%	0.6%	6.1%	6.0%	1.3%	3.2%	--	5.5%
EM Corporate HY	0.5%	1.1%	3.5%	9.7%	10.2%	2.3%	5.0%	--	7.8%
EM Local Markets	1.1%	0.3%	3.1%	8.4%	6.7%	1.9%	3.5%	--	6.5%
Deuda Emergentes [1]	1.0%	0.4%	2.9%	9.6%	7.9%	2.0%			
Caja	0.3%	0.9%	1.5%	4.0%	4.8%	3.5%	2.3%	1.8%	0.6%
Oro	-1.4%	-13.0%	4.1%	38.7%	32.3%	19.1%	14.1%	12.0%	15.9%

* 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.