

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años*
	Junio	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio **	
TAACo	-0.6%	9.5%	8.4%	17.4%	12.7%	5.2%	6.8%	5.8%	10.4%
Benchmark	-0.4%	9.8%	8.6%	17.2%	12.8%	4.6%	6.1%	4.6%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	-22	-36	-17	20	-13	58	67	119	
Acciones	-0.9%	17.8%	15.5%	30.0%	19.9%	8.6%	10.3%	5.3%	15.2%
Benchmark	-0.9%	17.8%	15.5%	30.1%	20.0%	8.7%	10.2%	4.9%	15.1%
Renta Fija	0.1%	2.1%	1.6%	5.1%	5.7%	0.6%	2.2%	4.3%	6.5%
Benchmark	0.1%	2.1%	1.6%	5.0%	5.7%	0.4%	1.8%	3.7%	6.5%
Caja	0.3%	0.9%	1.8%	3.9%	4.7%	3.6%	2.3%	1.8%	0.6%
Oro	-11.8%	-13.0%	-8.2%	21.9%	28.0%	17.8%	11.7%	11.4%	16.6%

Resultados al 30 de junio de 2026

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## The cleanest dirty shirt<sup>1</sup>

Junio estuvo marcado por una volatilidad inusualmente elevada en los activos de riesgo a escala global, impulsada por factores que, lejos de ser transitorios, están redefiniendo los mercados en la segunda mitad del año. La caída del precio del petróleo — ~30% desde máximos recientes—, el cambio de tono en el Banco de la Reserva Federal -Fed- bajo su nueva conducción, y la aceleración de flujos hacia activos en dólares configuran un entorno que pone en duda varios de los grandes consensos con que partió el año.

Vuelve el "excepcionalismo estadounidense", ahora con una dimensión más amplia. Si hasta hace poco se expresaba principalmente a través de los mercados de renta variable —concentrado en empresas relacionadas a inteligencia artificial (IA) y algunas tecnológicas de mega capitalización— la nueva conducción del Fed añade un componente de tasas reales que le otorga mayor robustez y alcance macroeconómico.

Kevin Warsh, nuevo presidente del Fed, ha instalado una retórica centrada en la credibilidad institucional y en el retorno del objetivo de estabilidad de precios. Ese mensaje explica en buena medida por qué las tasas de dos años se mantienen elevadas —en torno al 4.15%— incluso cuando las expectativas de inflación implícita a dos y cinco años han retrocedido a mínimos de 2024, un fenómeno inusual dado que el precio del petróleo ha regresado a niveles similares a los de febrero. La señal es que el mercado está dispuesto a pagar una prima real significativa por activos en dólares.

Este entorno es, al mismo tiempo, un desafío para el resto del mundo. Europa no logra una respuesta fiscal y de crecimiento convincente, Japón mantiene tasas reales profundamente negativas y el yen continúa depreciándose hacia niveles que generan creciente inquietud, y China tampoco ofrece el contrapeso de crecimiento que muchos esperaban. En ese contexto, la tesis de "la camisa sucia más limpia" —que postula que

## Índice

The cleanest dirty shirt..... 1

Asignación de Activos | Julio 2026 ..... 4

Resultados TAACo Global Junio 2026.....23

Desempeño Histórico.....24

Redefinición de equilibrios

Vuelve el "excepcionalismo estadounidense"

Foco del Fed en estabilidad de precios

La tesis de "la camisa sucia más limpia" gana validez

<sup>1</sup> La polera sucia más limpia.

Estados Unidos, pese a sus propios desequilibrios fiscales, sigue siendo el destino preferido del capital global— gana validez. El déficit fiscal estadounidense ronda el 6% del PIB en un ciclo de pleno empleo, una anomalía histórica; y, sin embargo, continúa captando flujos porque las alternativas lucen aún menos atractivas ajustadas por riesgo.

La fortaleza del dólar es el síntoma más visible de este reordenamiento. Lo que a principios de año parecía el inicio de un ciclo de debilidad sostenida—impulsado por expectativas de recortes de tasas y flujos hacia mercados emergentes— se ha revertido rápidamente. Dos factores explican esta dinámica: la percepción de que la Fed no solo no recortará, sino que está dispuesto a mantener tasas elevadas el tiempo necesario; y la sucesión de colocaciones de capital en EE.UU. —IPOs, emisión de deuda, inversiones en infraestructura— que han atraído flujos que se destinaban a otras geografías.

Fortaleza del dólar

El yen japonés concentra la mayor vulnerabilidad en este escenario. Cotizando cerca de 162 por dólar, enfrenta la presión de una política monetaria que no puede normalizarse sin afectar gravemente el servicio de su alta deuda pública. La renuencia del gobierno japonés a tolerar tasas más altas deja al yen en una posición de debilidad estructural, y un eventual *unwind* del *carry trade* es uno de los riesgos de cola más relevantes del momento. Para el real brasileño y otras divisas de alto *carry*, el impacto de la fortaleza del dólar debería ser menor en el relativo —el diferencial de tasas y el superávit comercial ofrecen cierto “colchón”— pero la dirección general es la misma para el conjunto del universo emergente.

Yen japonés vulnerable

Junio trajo una corrección generalizada de los *commodities*. No solo el petróleo, sino también materias primas agrícolas acumularon caídas. La lectura, sin embargo, no es necesariamente negativa: las valorizaciones de mercados emergentes exportadores de *commodities* han alcanzado niveles atractivos. Brasil cotiza a múltiplos de precio-utilidad a doce meses en torno a 8 veces y los flujos comienzan a mostrar mayor interés en ese mercado. La tesis de largo plazo sobre el rol de los productores de *commodities* en el ciclo de la IA permanece intacta: el boom de inversión en infraestructura de IA tiene un requerimiento masivo de cobre, litio y otros materiales básicos cuyo valor estratégico sigue subvalorado por el mercado. En mercados emergentes asiáticos, Corea del Sur y Taiwán han sido los grandes contribuidores al desempeño global, traccionados por la demanda de semiconductores y memorias —un insumo que comparte con los *commodities* tradicionales su comportamiento cíclico y su sensibilidad a la oferta y la demanda.

Corrección cíclica de *commodities*

En renta fija, los mensajes siguen siendo mixtos. La caída en las expectativas de inflación convive con una curva de tasas elevada en los tramos cortos y que podría volver a invertirse, no como señal recesiva, sino como expresión de un escenario *Goldilocks* donde la economía crece, el Fed se mantiene firme y la inflación se modera sin derrumbarse. Existe, no obstante, un argumento que merece atención: la baja del precio del petróleo podría ser, en el margen, inflacionaria antes que desinflacionaria, en la medida en que devuelve poder adquisitivo a los consumidores, justo cuando el presidente de la Fed muestra menos

Señales mixtas en la renta fija

tolerancia a cualquier rebrote de precios. El crédito *investment grade* luce ajustado en sus *spreads*, con poca compensación relativa al riesgo, mientras que los TIPS ofrecen una tasa real más atractiva. En la renta fija emergente, tanto en moneda local como en deuda soberana, el entorno de dólar fuerte y tasas reales estadounidenses elevadas aconseja cautela táctica, aunque con *yields* más atractivos.

El oro atravesó un junio difícil, cayendo 12%, en un entorno donde las tasas reales positivas y la fortaleza del dólar erosionaron su atractivo relativo. El argumento en su contra es claro: con TIPS a dos años pagando tasas reales en torno al 2%, el costo de oportunidad de mantener un activo que no devenga intereses es elevado. Sin embargo, el oro sigue entregando diversificación en un contexto de correlaciones inestables entre activos y riesgos de cola difíciles de cubrir. Los bancos centrales, y China en particular, continúan siendo compradores estructurales, lo que provee un piso de demanda independiente de la lógica del *carry*. Desde el punto de vista técnico, el activo luce sobrevendido y podría encontrar soporte si las expectativas de tasas comienzan a moderarse.

[El oro luce sobrevendido](#)

El posicionamiento refleja prudencia táctica combinada con convicción de mediano plazo en ciertas tesis estructurales. Se mantiene una postura cauta con un neutral en renta variable y un corto en renta fija, con baja duración frente al *benchmark*, exposición a TIPS como cobertura de inflación, y preferencia por mercados emergentes vinculados a la cadena de valor de la IA y a *commodities* con valorizaciones atractivas. En renta variable desarrollada, el sesgo continúa siendo favorable a Estados Unidos, con atención particular al inicio de la temporada de reportes corporativos, donde se espera que las empresas confirmen la solidez de los fundamentales que justifican sus valoraciones.

[Posicionamiento combina prudencia táctica y tesis estructurales](#)

El momento actual invita a más preguntas que certezas. Los grandes consensos de principios de año —debilidad del dólar, rotación hacia emergentes, recortes inminentes del Fed— han sido desafiados exigiendo una revisión honesta de los supuestos. El mercado está en un cruce de caminos, y mientras *the cleanest dirty shirt* sigue vistiendo a la economía estadounidense, la disciplina de la asignación estratégica de activos —más que el *timing* táctico— sigue siendo la mejor ancla para navegar este entorno.

[Más preguntas que certezas](#)

### Asignación de Activos | Julio 2026

TAACo Global	Bench.	Junio	Julio	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	50%	50%	N		
Renta Fija	50%	46%	46%	UW	-4%	
Caja		2%	2%	OW	2%	Neutral acciones, UW bonos
Oro		2%	2%	OW	2%	
<b>Total Cartera</b>						OW en caja y oro
Europe ex UK	13.2%	12.7%	12.2%	UW	-1.0%	-0.5%
Europe Small Cap	1.9%	1.4%	1.4%	UW	-0.5%	EE.UU.: OW Value, Growth y Small Cap
UK	2.8%	1.8%	1.8%	UW	-1.0%	
US Large Cap Growth	16.6%	17.1%	17.1%	OW	0.5%	Aumenta UW Europa y se mantiene en Reino Unido
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%	4.7%	N		0.5%
<b>Mercados desarrollados</b>	<b>58.0%</b>	<b>57.0%</b>	<b>57.0%</b>	<b>UW</b>	<b>-1.0%</b>	
LatAm	5.0%	5.5%	5.5%	OW	0.5%	
China	11.5%	11.5%	11.5%	N		Neutral China
EM Asia ex China	25.5%	26.0%	26.0%	OW	0.5%	OW LatAm
<b>Mercados emergentes</b>	<b>42.0%</b>	<b>43.0%</b>	<b>43.0%</b>	<b>OW</b>	<b>1.0%</b>	
<b>Total Acciones</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>			OW Asia EM ex. China
Treasuries 2Y	8.7%	8.7%	8.7%	N		
Treasuries 10Y	10.5%	10.0%	10.0%	UW	-0.5%	En renta fija: US treasuries: neutral 2Y, UW 10Y y 30Y
Treasuries 30Y	6.1%	5.6%	5.6%	UW	-0.5%	
US Tips	2.5%	3.5%	3.5%	OW	1.0%	OW Tips
Global Corporate IG	26.2%	25.2%	25.2%	UW	-1.0%	
Global Corporate HY	4.1%	3.1%	3.1%	UW	-1.0%	UW Global IG y HY
<b>Deuda desarrollados</b>	<b>58.1%</b>	<b>56.1%</b>	<b>56.1%</b>	<b>UW</b>	<b>-2.0%</b>	
EMBI	8.4%	8.9%	8.9%	OW	0.5%	OW Emergente sobre desarrollado
EM Corporate IG	2.4%	2.4%	2.9%	OW	0.5%	0.5%
EM Corporate HY	3.6%	4.6%	4.6%	OW	1.0%	Se lleva CEMBI IG a OW, neutralizando Local Markets desde OW
EM Local Markets	27.5%	28.0%	27.5%	N		-0.5%
<b>Deuda emergente</b>	<b>41.9%</b>	<b>43.9%</b>	<b>43.9%</b>	<b>OW</b>	<b>2.0%</b>	
<b>Total Renta Fija</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>			OW EMBI y neutral CEMBI HY

## RENTA VARIABLE

### EUROPA EX UK: se aumenta el *underweight* de *Large Cap*, mientras se mantiene el corto en *Small Cap*

Se sigue recortando a la baja la expectativa de crecimiento económico para este año, la cual llega a 0.6% desde 1.2% que se estimaba a inicios de año. La región se enfría afectada 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 desbalance fiscal acentuado de algunas economías, como Francia.

El menor optimismo se refleja en indicadores como la sorpresa económica, la cual ha mejorado, pero se mantiene en terreno negativo. Mientras el indicador líder PMI compuesto subió en junio a 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.

Por su parte, dadas las elevadas presiones inflacionarias derivadas del alza en el precio del petróleo y los potenciales efectos de segunda vuelta, el Banco Central Europeo (BCE) decidió elevar en 25 puntos base (pbs.) su sistema de tasas de interés en su reunión de junio. La inflación, a pesar de desacelerarse en dicho mes, se mantiene sobre la meta de la entidad monetaria. En junio bajó a 2.8% anual, mientras la subyacente se ubicó en 2.4%. El alza se debió principalmente al componente energético, que subió en torno a 9% año contra año, bajo el 11% de mayo. El mercado internaliza otra alza adicional entre septiembre y octubre, para luego mantenerse hasta mediados de 2027. En el último mes la curva de tasas se empinó en el margen, con caídas más acentuadas en la parte corta de la curva. El bund alemán a 2 años cayó 15 pbs. para ubicarse en 2.54%, mientras el de 10 años bajó 10 pbs. para terminar en 2.94% (al 6 de julio).

En el caso específico de Alemania, la coalición de gobierno aprobó un paquete de alivio fiscal por €10 bn. (~0.2% del PIB) con el objetivo de reactivar el crecimiento económico y mejorar la competitividad dado el estancamiento que muestra (PMI compuesto en 49.5 pts. en junio). Por otro lado, en Francia aumentará la incertidumbre política en la medida en que se acerquen las elecciones presidenciales de abril de 2027, dado el aumento considerable de la popularidad de la extrema derecha de Jordan Bardella.

Las acciones europeas tuvieron un mejor desempeño que sus pares estadounidenses durante junio en lo que se observó como un retorno del “*trade rotacional*” en la medida en que grandes acciones tecnológicas quedaron rezagadas. Las acciones del Stoxx 50 subieron USD 2.3% mientras las valorizaciones se mantienen elevadas. La razón Precio/Utilidad a doce meses (P/U  *fwd.*) transa más de una desviación estándar sobre el promedio de 5 años. Por su parte, las valorizaciones de las acciones *small cap* también han corregido al alza, transando sobre el promedio de 5 años.

La incertidumbre detuvo la entrada de flujos a acciones europeas. En las últimas 12 semanas (según EPFR) se han observado salidas netas de flujos, mientras se estima que las utilidades de las empresas del índice MSCI Europa ex UK crezcan este año cerca de 14%, dato que se corrige marginalmente al alza en el último mes pero que está bajo pares desarrollados (22%, 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 aumentar el *underweight* en acciones *Large Cap* y mantenerlo en *Small Cap*.**

#### **REINO UNIDO: Se mantiene *UW***

En la medida en que cesan las tensiones en Medio Oriente, van mejorando las perspectivas económicas. Para este año el país crecería 1% desde 1.4% en 2025, dato que fue corregido al alza en el último mes, mientras que para el próximo año la estimación se mantiene en 1.1%.

A pesar de que la sorpresa económica es positiva, ésta se desacelera, a la vez que la economía enfrenta un estancamiento. El mercado laboral se enfría y la tasa de desempleo se ubica en 4.9%, mientras se destruyeron 138 mil

empleos entre abril de 2025 y abril de 2026, y los salarios siguen aumentando sobre la inflación (4.4% anual en abril). El PMI compuesto se ubica bajo 50 pts. por segundo mes consecutivo, con mayor debilidad en el sector de servicios.

Por su parte la inflación de mayo se mantuvo en 2.8% anual, un mínimo de 13 meses, debido a factores estacionales, mientras la medida subyacente subió a 2.6%. Se espera que en los próximos meses la inflación vuelva a acelerarse debido al shock energético, llegando a 3.5% 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. En su reunión de junio mantuvo la tasa de referencia en 3.75% reconociendo que podrían persistir las presiones inflacionarias, pero a la vez el debilitamiento del mercado laboral y actividad económica podrían acotar los efectos de segunda vuelta de la inflación.

Dado que la inflación se mantuvo en el último mes, el mercado corrige a la baja la expectativa de alzas de tasas de referencia para este año desde 2 hasta 1 alza en diciembre. Así, en el último mes, la curva de tasas tuvo un *bull steepening*, es decir, caídas más pronunciadas en la parte corta. La tasa a 2 años bajó a 4.12%, mientras la 10 de años se ubica en 4.79% -al 6 de julio-.

A nivel político, Keir Starmer, primer ministro, renunció al cargo tras la presión del partido laborista y el mal desempeño en las elecciones municipales. Su reemplazo sería Andy Burnham, séptimo primer ministro en diez años. El mercado no reaccionó de forma tan negativa al cambio de liderazgo dado que Burnham confirmó su compromiso con las metas fiscales. En tanto, el gobierno anunció un plan fiscal para aumentar el gasto en defensa en £15,000 millones adicionales a partir de este año, llevando el gasto en defensa a 2.7% del PIB, financiado con reasignación de gastos.

A nivel de mercado, en junio las acciones británicas cayeron USD 0.8%, en línea con pares desarrollados y bajo pares europeos, a pesar de que la libra esterlina se apreció 0.7%. Por su parte, las valorizaciones se mantienen elevadas; la razón P/U  *fwd.* transa una desv. est. sobre el promedio de 5 años en términos absolutos. En términos relativos al resto de Europa, las acciones británicas transan con un descuento de 20%, mayor al promedio histórico.

Cabe destacar que cerca del 70% de los ingresos de las empresas del MSCI Reino Unido se generan fuera del país, por lo que el índice tiene una baja exposición doméstica. Para este año se espera un crecimiento de utilidades cercano a 21%, que se corrige a la baja 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 10% de exposición al sector energía, alto comparado con otros mercados desarrollados, y es lo que principalmente ha impulsado la expectativa de utilidades junto con el sector de materiales.

Si bien las acciones poseen baja exposición a la economía doméstica, el bajo dinamismo económico, incertidumbre sobre el liderazgo político, 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***

Regresa la retórica del “Excepcionalismo de EE.UU.”. No sólo fortaleza económica, sino también corporativa. La sorpresa económica se ubica ampliamente en terreno positivo, mientras el PMI compuesto se ubica en 52.2 pts. en junio, por 41avo mes consecutivo sobre 50 pts., y mejorando tanto en servicios como manufacturas. Para este año se espera un crecimiento económico de 2.1%, igual que en 2025, y para el próximo año se corrige al alza la estimación también a 2.1%.

La economía estadounidense sigue mostrando resiliencia. El crecimiento económico del primer trimestre del año se corrigió al alza desde 1.6% anualizado a 2.1%, impulsado principalmente por gasto de gobierno e inversión.

A pesar de lo anterior, el mercado laboral sorprendió a la baja en junio. En el mes se crearon 57 mil nuevos puestos de trabajo y el dato de mayo fue corregido a la baja, a la vez que la tasa de desempleo bajó a 4.2%.

Por su parte, las presiones inflacionarias ceden marginalmente. En junio se espera que la inflación se desacelere a 3.9% anual; mientras que la medida subyacente se mantenga en 2.9%, reflejando efectos de segunda vuelta aún moderados. Dada una inflación que se mantiene lejos de la meta, pero con precios del petróleo que comienzan a ceder con la reapertura del Estrecho de Ormuz, el Fed decidió mantener la tasa referencia en su reunión de junio. La primera al mando de Warsh como presidente, dejó un sesgo más *hawkish*, es decir, de elevar las tasas para controlar la inflación. Así, el mercado se mantiene esperando un alza entre septiembre y octubre.

La curva de tasas de bonos del Tesoro se elevó luego de la reunión del Fed, pero con el correr de los días se moderó acentuando el aplanamiento. La tasa del bono del Tesoro a 2 años baja en el margen a 4.12% mientras la 10 de años retrocede a 4.47%.

A nivel político, la popularidad de Trump cayó con la guerra con Irán y la inestable tregua. Pero en adelante, Trump debería moderarse y reorientar su agenda a lo doméstico en la medida en que se acercan las elecciones *mid term*. 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, se recupera parcialmente la confianza en la institucionalidad. La Corte Suprema bloqueó el intento de remover a Lisa Cook del Fed y mantuvo vigente la ciudadanía por nacimiento.

Por el lado arancelario, si bien no hubo nuevas rondas con anuncios de aranceles significativos, el gobierno de Trump decidió no renovar el tratado de libre comercio con México y Canadá (USMCA). Se revisarán acuerdos independientes con cada país anualmente. Además, durante julio se realizarán las audiencias para evaluar la aplicación de aranceles de entre 10 a 12.5% por concepto de trabajos forzados a una serie de socios comerciales, mientras que el 24 de julio vence el arancel global 10% bajo la Sección 122.

Durante junio, el S&P 500 retrocedió 1.1% afectado por las caídas de los sectores de servicios comunicacionales, energía y tecnología entre otros. El Nasdaq100 cayó 0.2% mientras el Dow Jones, subió 2.5% dada su mayor exposición al sector industrial en lo que son señales del retorno del *trade* rotacional.

El sector corporativo se mantiene sólido a la vez que se comienzan a 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 segundo trimestre se estima un crecimiento de utilidades de 23% y de 24% para 2026 desde 17% en 2025. El crecimiento de utilidades será impulsado por el sector de tecnología, materiales y energía.

La corrección accionaria de junio no logró 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* también transan en niveles justos, mientras que las  *value* y  *small caps* se ubican sobre el promedio de 5 años.

Por su parte, la oferta pública de acciones (IPO por su sigla en inglés) de SpaceX se convirtió en la más grande la historia recaudando ~ USD 75 bn. La acción entra el 7 de julio al Nasdaq, generando expectativas de movimientos relevantes en el mercado, dado que los fondos indexados deberán ajustar sus posiciones para incluir la acción en sus carteras. Este proceso podría generar volatilidad de corto plazo en algunas compañías tecnológicas del índice. Por su parte, Anthropic y OpenAI avanzan en sus procesos para listarse, sin fecha determinada aun para el IPO.

En cuanto a flujos, las acciones estadounidenses lideraron las entradas netas durante 2025. Según EPFR, en lo más reciente se observan dos semanas consecutivas de salidas netas con flujos luego de 12 semanas seguidas de entradas.

**Dada la fortaleza económica y corporativa, el pronto inicio de una nueva temporada de reportes corporativos, y valorizaciones que se mantienen justas, se mantiene el largo en  *large cap value, growth* y en  *small caps*.**

#### **JAPÓN: Se decide neutralizar la posición desde un *underweight***

El PIB creció 2.1% trimestral anualizado durante el primer trimestre del año, superando las expectativas. Se espera una aceleración para el segundo trimestre del año, debido a un mayor dinamismo en la demanda interna y externa. En este sentido, las ventas minoristas de mayo se aceleraron hasta 5.3% interanual, superando las expectativas, en el mismo mes las exportaciones también se aceleraron, y crecen 17.0% anual en línea con una mayor demanda de autos desde EE.UU. y de elementos electrónicos. A esto se le suma mayor resiliencia en el ámbito manufacturero, donde el PMI se encuentra en terreno expansivo y mostró un aumento respecto del mes anterior, quedando en 54.9 pts. en junio.

Desde una perspectiva de precios, la inflación de mayo se aceleró hasta 1.5% anual, sobre las expectativas, mientras que la inflación subyacente continúa ubicándose por encima de la meta de 2% del Banco de Japón. Además, las expectativas apuntan a que la inflación se mantendrá sobre dicho objetivo durante el resto del año. En este contexto, el Banco de Japón elevó su tasa de política monetaria en 25 pbs. durante su reunión de junio, llevándola a 1.0%, su nivel más alto en tres décadas, mediante una votación de 7-1. La autoridad justificó esta decisión señalando que la economía continúa expandiéndose de manera moderada y que existe un riesgo creciente de que la inflación subyacente se ubique persistentemente por encima de la meta de 2%. Asimismo, destacó que las condiciones financieras siguen siendo acomodaticias y continúan respaldando la actividad económica.

El comunicado mantuvo un tono más  *hawkish*, reflejando una mayor preocupación por posibles efectos de segunda vuelta derivados del alza de los precios del petróleo y del aumento de las expectativas de inflación. En este escenario, el mercado continúa descontando una nueva alza de 25 pbs. antes de finalizar el año, en línea con la intención del Banco de Japón de seguir normalizando gradualmente su política monetaria. Sin embargo, la normalización monetaria está comenzando a generar tensiones con la política fiscal. Mientras el Banco de Japón continúa elevando las tasas para contener las presiones inflacionarias, el gobierno mantiene una postura fiscal expansiva a través de medidas de apoyo a los hogares y programas de crecimiento económico.

Por otra parte, el yen continuó depreciándose durante junio pese al alza de tasas. La moneda alcanzó niveles cercanos a ¥162 por dólar, su nivel más débil en casi de cuatro décadas. Esta dinámica refleja que el diferencial de tasas frente a Estados Unidos sigue siendo amplio, mientras que el proceso de normalización monetaria en Japón enfrenta importantes restricciones. J.P. Morgan considera poco probable una apreciación sostenida del yen incluso si se produjera una intervención, por lo que la evolución del tipo de cambio seguirá siendo un factor clave tanto para la inflación como para la orientación futura de la política monetaria.

La persistencia de un yen débil mantiene vivo el riesgo de un eventual desarme del *carry trade* financiado en moneda japonesa. Tras años de tasas extremadamente bajas, el yen ha sido una de las principales fuentes de financiamiento para inversiones globales. Si el mercado comienza a anticipar una normalización monetaria más rápida o movimientos bruscos del tipo de cambio, el cierre acelerado de estas posiciones podría generar volatilidad tanto en mercados japoneses como internacionales, convirtiéndose en uno de los riesgos de cola más relevantes para los próximos meses.

A pesar de lo anterior, el mercado accionario japonés ha tenido rendimientos que sobresalen respecto de pares desarrollados, y aquellos que comparten la retórica ligada a la inteligencia artificial tecnológica. En este sentido, en junio el mercado japonés (MSCI Japón) retrocedió USD 0.4%, mientras que el Nikkei— con mayor exposición al sector tecnológico — avanzó USD 3.4%, impulsado principalmente por acciones de semiconductores. 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. En este sentido, las expectativas de utilidades han sido revisadas al alza durante junio y se espera un crecimiento de utilidades de 14.9% para 2026.

En junio se vieron flujos mixtos con entradas al conjunto de ETFs por menos del 1% de los activos bajo administración (AUM), mientras que las acciones japonesas registraron salidas cercanas a USD 2.5 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.

A pesar de valorizaciones que se encuentran elevadas, la corrección al alza de las expectativas de utilidades para este año, menor incertidumbre geopolítica y el sesgo exportador del mercado japonés, **se opta por llevar las acciones japonesas a una posición neutral desde *underweight*.**

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

En junio, el desempeño dentro de mercados emergentes continuó mostrando una fuerte dispersión, con un mejor comportamiento relativo en Asia emergente ex China, impulsado por la exposición a la cadena de valor de la IA, mientras que América Latina se mantuvo rezagada en un contexto de debilidad de *commodities* y menor *momentum* en los índices regionales. Si bien la caída reciente en materias primas ha afectado el desempeño de mercados como Brasil, esta dinámica se interpreta como de carácter cíclico, manteniéndose intactos los fundamentos estructurales de la región, asociados a la producción de recursos clave para el ciclo de inversión global en tecnología y valorizaciones atractivas. En este contexto, se decide mantener el *overweight* en ambas regiones —LatAm y Asia EM ex China— combinando el soporte

estructural de *commodities* con el crecimiento ligado a la inteligencia artificial, en un entorno donde las valorizaciones siguen ofreciendo oportunidades relativas a otras regiones.

## AMÉRICA LATINA: SE MANTIENE EL OW

El mercado latinoamericano ha perdido *momentum* en los últimos meses, evidenciando un *underperformance*, explicado en gran medida por la caída de *commodities* y un entorno más desafiante para los activos de la región. En particular, se ha reforzado la percepción de que Brasil transa en niveles de valorizaciones baratos, lo que abre una oportunidad de entrada atractiva, con un mercado que internaliza el triunfo de Lula en octubre. Dado que la carrera presidencial es difícil de leer, se observará una mayor volatilidad en el corto plazo, asociada al proceso electoral y a la incertidumbre política. En este contexto, se decide pasar de una *sobreponderación* en Colombia hacia Brasil y Chile, donde este último se incorpora como una exposición más táctica que conversa con la tendencia bajista del petróleo y el soporte estructural del cobre, en un escenario en el que podrían destrabarse ciertas medidas en el ámbito político.

La economía **brasileña** creció a buen ritmo el primer trimestre, expandiéndose 1.8% anual. Lo anterior, llevó al Banco Central, en su última reunión, a alertar por un nuevo riesgo de presiones inflacionarias derivadas de esta demanda agregada resiliente, particularmente por el lado del consumo. De esta manera, la autoridad monetaria bajó la tasa Selic en 25 pbs. en dicha reunión, como era esperado, llevándola a 14.25%, aunque hacia adelante las perspectivas lucen más desafiantes. El mercado ha ido ajustando sus expectativas, y la última encuesta Focus del Banco Central espera solo una baja de 25 pbs. adicional en lo que queda del año, aun cuando seguimos creyendo que la autoridad monetaria tiene espacio para continuar con bajas. Los datos sectoriales de mayo muestran una producción industrial que decepciona (0.2% anual), dejando en evidencia la desaceleración económica. El último dato de inflación mostró una aceleración en la primera quincena de junio hasta 4.8% anual y el mercado espera que ésta supere el 5% al cierre del año, pero se ubique en 4.2% en 2027 (Focus). Por el lado del mercado, el Bovespa retrocedió USD 3.2% en junio, y el real se depreció 2.4%, en línea con una fortaleza global del dólar. En el último mes, el conjunto de ETFs de acciones brasileñas registró entradas por 1.0% del AUM, sin embargo, los fondos e ETFs siguen exhibiendo salidas de flujos en la semana terminada el 1 de julio (EPFR). Las proyecciones de utilidades se han revisado al alza y se espera que las utilidades del índice MSCI Brasil crezcan un 35% este año, apoyadas en un buen desempeño de Petrobras ante el alza en el precio del petróleo en lo corrido del año, a pesar de la caída reciente. Las valorizaciones han caído, y vuelven a transar en torno a 8 veces en la razón P/U *fwd*. Por el lado político, Flávio Bolsonaro sigue perdiendo terreno en las encuestas, y los mercados de apuestas (Polymarket) le asignan un 60.5% de probabilidad a que Lula lo venza en una segunda vuelta. Así, el mercado descuenta un triunfo de Lula, lo que ha llevado a las valorizaciones a ubicarse donde están. Sin embargo, el 4 de agosto es el final del periodo de convenciones de los partidos, en el que se definen las candidaturas, lo que deja hasta dicha fecha la incertidumbre respecto de si Flávio va a continuar con su carrera presidencial o se va a presentar como senador por Río, estado que hasta ahora no cuenta con candidatos del Partido Liberal al Senado. A su vez, él es el único precandidato que cuenta con mayor rechazo que Lula, por lo que las alternativas de centroderecha están mejor posicionadas para vencer al actual mandatario en una eventual segunda vuelta. En conclusión, el mercado accionario brasileño continuará sujeto a una elevada volatilidad en la medida que nos acercamos a las elecciones. Sin embargo, decidimos comenzar a construir una posición en el país, **llevando a un leve overweight en acciones brasileñas, desde neutral**, principalmente por el atractivo en valorizaciones.

En **México**, el IPC Mexbol perdió USD 3.1% en junio, acoplándose a los movimientos de los principales países de la región. A pesar de la fortaleza del dólar, el peso mexicano se mantuvo resiliente y perdió 0.8% en junio. Dicho mes fue

particular para la economía mexicana, ya que el 1 de julio se cumplía la fecha para tomar una decisión respecto del tratado de libre comercio con Canadá y EE.UU. (USMCA o T-MEC), para el cual se decidió optar por revisiones anuales, debido a que a EE.UU. le parece que México aún debe resolver 14 barreras comerciales identificadas, entre otras razones. Debido a que este era el resultado más probable, el mercado se adelantó y aun cuando no corresponde al mejor resultado para la economía mexicana, estaría completamente internalizado en los precios. De esta manera, el tratado se mantiene por 10 años a menos que uno de los países decida retirarse, y la semana del 20 de julio sostendrán una reunión agregados comerciales de EE.UU. y México, en la capital mexicana, para intentar subsanar estas barreras comerciales. Así, se hace poco probable que el nuevo tratado sea uno de libre comercio, pero si México puede sostener su ventaja competitiva de la que goza ahora, con menores aranceles (~3.7% en promedio) y cercanía geográfica, es una noticia positiva para el país. Por el lado macro, la actividad de abril sorprendió, pero las proyecciones de crecimiento continúan acotadas para este año (~1%). La inflación total sorprendió a la baja en el registro quincenal de junio (3.6% anual), pero la subyacente se sigue ubicando sobre 4.0% (límite superior del rango tolerado por el Banxico), presionada por servicios. Las proyecciones para ambos registros apuntan a que se ubicarán sobre el 4.0% al cierre de ese año. En este contexto, el Banxico pausó los recortes en la última reunión, en línea con lo esperado, con la tasa de referencia en 6.50%. Además, recientemente emitió un comunicado que anuncia medidas de gestión de liquidez. Si bien el mercado alertó que podría tratarse de *Quantitative Easing*, no correspondería a ello debido a que solo se permitirá para papeles de corto plazo (Cetes y Bondes F), participará en la compra directamente en el mercado y su intención es bajar la tasa interbancaria a un nivel más cercano a la de referencia. Por el lado del mercado, las valorizaciones siguen sobre promedios de 5 años, pero bajo los de 10 años y los flujos de inversión al conjunto de ETFs se mantuvieron planos en el último mes, con salidas de más de 15% del AUM del principal ETF. Se acerca la temporada de reportes corporativos, y se espera un trimestre similar al primero, con las fibras que van a continuar con buenos números y mayor debilidad en supermercados, por ejemplo. El mensaje que den las compañías hacia adelante será clave. De esta manera, se dio la opción más esperada respecto del USMCA, no se ve un atractivo significativo en valorizaciones ni *momentum* de flujos, por lo que a nivel de índice no se ven catalizadores de corto plazo y **se decide mantener la posición neutral en acciones mexicanas**. Sin embargo, con selectividad se reconoce que hay valor en la renta variable del país.

El IPSA perdió USD 2.8% en junio, presionado por una depreciación del peso **chileno** de 3.5%. Así, el mercado logró anotar un rendimiento positivo en moneda local. Por el lado macro, las noticias de crecimiento no son positivas y tras una contracción del PIB de 0.5% anual el primer trimestre, los indicadores de actividad de abril y mayo también muestran caídas de 1.2% y 0.9% en doce meses respectivamente. La principal explicación detrás de estas caídas es la producción minera, mientras que el componente no minero logró anotar crecimientos en doce meses. La inflación da mejores noticias y el dato de mayo se desaceleró a 3.9%, con un registro de 0.2% mensual, mostrando acotados efectos de segundo orden del alza en el precio de las gasolinas. Esto es de esperar en un contexto de actividad económica magra, en el que a las empresas les es difícil traspasar a precios la subida de los costos. Para junio, se espera una variación negativa de la inflación en términos mensuales (-0.3% MoM), en tanto la inflación sin volátiles se ubicó en 3.2% anual en mayo. Todo lo anterior ha llevado al mercado a esperar bajas de tasas de parte del Banco Central, y los precios incorporan un recorte de 25 pbs. en la reunión de diciembre, para llevar la tasa a 4.25%, el punto medio del rango neutral. La autoridad monetaria reconoció el deterioro del escenario macroeconómico y lo incorporó en su Informe de Política Monetaria de junio, revisando a la baja la estimación de crecimiento para este año a un rango entre 1.0% y 1.75%. Pasando al mercado, el conjunto de ETFs de acciones chilenas logró entradas netas de flujos por segundo mes consecutivo. Las valorizaciones se han seguido aliviando, con una razón P/U *fwd.* transando ~12.7 veces, bajo su promedio de 10 años. La temporada de resultados corporativos comienza el 24 de julio, y las expectativas en general son

favorables. Por otro lado, se aprobó la idea de legislar el proyecto de ley de reconstrucción en el Senado, que contiene una serie de medidas procrecimiento y promercado, aun cuando sería deficitaria fiscalmente, en el corto plazo. Actualmente, el gobierno se encuentra negociando algunas medidas para que avance su tramitación y su potencial aprobación sería un catalizador positivo para los activos de riesgo chilenos, tomando en cuenta que algunas medidas son la repatriación de capitales y la eliminación del impuesto a las ganancias de capital. Por último, a pesar de la baja del cobre en junio, la importancia del metal en la electrificación, la cadena de valor de la IA, así como la escasez de oferta, mantienen un soporte estructural para su precio. De esta manera, ante potenciales catalizadores que no necesariamente podemos dilucidar cuándo ocurrirán, **se decide llevar a OW la posición neutral en acciones chilenas.**

En **Colombia**, el COLCAP subió USD 12%, liderando los retornos de la región, a la vez que el peso colombiano se apreció 7.6%. La segunda vuelta presidencial del 21 de junio confirmó la victoria de Abelardo de la Espriella en un resultado estrecho frente a Iván Cepeda, consolidando el cambio en el balance de riesgos hacia un escenario más promercado. Este resultado fue bien recibido por los activos locales: el peso colombiano se apreció de forma significativa frente al dólar —alcanzando sus niveles más fuertes en varios años— mientras que las tasas soberanas registraron una compresión relevante a lo largo de la curva, reflejando una disminución en la prima de riesgo país. No obstante, la incertidumbre política se mantiene elevada en un contexto de alta polarización y un Congreso fragmentado, lo que seguirá representando desafíos para la implementación de reformas estructurales por parte del nuevo gobierno. En el frente macroeconómico, se ha seguido recortando la expectativa de crecimiento económico, esperándose para este año 2.5% y para el próximo 2.4%, ambos datos corregidos a la baja en los últimos 3 meses. Por su parte, la inflación se mantuvo elevada llegando a 5.84% anual en mayo, su nivel más alto desde agosto de 2024, impulsada por aumentos en restaurantes, salud, educación, transporte y vivienda. Para junio, la encuesta del Banco de la República proyectó una inflación mensual de 0.34%, menor al 0.47% de mayo, pero manteniendo una expectativa de cierre de año en torno al 6.5%. En respuesta, el BanRep elevó la tasa de política en 75 pbs. el 30 de junio, a 12.00%, sorprendiendo al mercado y buscando contener las presiones inflacionarias. La tasa se mantendría en tal nivel todo el año, con el Banrep comenzando los recortes en el primer trimestre de 2027. Por el lado del mercado, las valorizaciones se ubican sobre su promedio de cinco años en el ratio de P/U  *fwd*. tanto en nivel absoluto como relativo al resto de Latinoamérica, mientras que en materia de flujos se observaron entradas netas al principal ETF del país durante el último mes. El favorable resultado electoral ya está internalizado en los precios y persisten desafíos relevantes en materia fiscal, de crecimiento e inflación sostenida, lo que nos lleva a ser cautos **y bajar a *underweight* desde *overweight* la posición en acciones colombianas.**

El MSCI NUAM **Perú** subió USD 1%, mostrando un *outperformance* respecto de otros pares de Latinoamérica, apoyado por una mejora en las expectativas políticas y económicas del país. En efecto, el triunfo de Keiko Fujimori sobre Roberto Sánchez alimentó la percepción de un escenario más favorable para la inversión privada, apoyada por una agenda promercado que resguarda la independencia del Banco Central, la disciplina fiscal y un marco regulatorio más amigable para la actividad económica. El mercado, estará atento a la evolución del nuevo gobierno, que, a partir del 28 de julio, deberá enfrentar un Congreso fragmentado, principalmente en la Cámara de Diputados. En términos macroeconómicos, el Banco Central revisó al alza las proyecciones de crecimiento de 3.2% a 3.4% para este año, a pesar de los impactos del fenómeno climático del Niño. El crecimiento será impulsado por la inversión privada (que se espera crezca un 12.5% al cierre del año – sería el segundo año consecutivo con crecimiento a doble dígito –), el consumo privado (que se espera que crezca un 3.6%), y el sector externo (apoyada en positivas perspectivas para los precios de los metales). Por otra parte, la inflación de junio se aceleró a 4.0% anual, sobre las expectativas y la meta del Banco Central de Perú (1% - 3%),

impulsada principalmente por alzas en los precios de alimentos, ya que, con menores precios del petróleo, las presiones sobre transportes y energía se vieron disminuidas. Lo anterior, junto con los riesgos inflacionarios que podría haber por el fenómeno del Niño, ha llevado a distintas instituciones a esperar un alza de 25 pbs. en la tasa de referencia durante el segundo semestre, desde un nivel de 4.25%. Por el lado del mercado, las valorizaciones se ubican sobre su promedio de 5 y 10 años en el ratio P/U  *fwd*. Durante junio se vieron entradas de flujos al conjunto de ETFs por un 0.6% del AUM y un 0.8% del AUM al principal ETF. 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 adoptaría 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 -0.8% durante junio, moderando su desempeño luego de un mayo muy positivo. A pesar de esta pausa en el mercado, los indicadores económicos continuaron apuntando a una consolidación del proceso de estabilización macroeconómica. En particular, la inflación de mayo sorprendió al desacelerarse a 2.1% mensual, bajo del 2.4% esperado y del 2.6% registrado en abril, mientras que la inflación subyacente siguió moderándose, pese a presiones puntuales provenientes de carnes y alquileres. En paralelo, el PIB del primer trimestre creció 2.3% anual, superando las expectativas, impulsado principalmente por exportaciones y consumo privado, aunque aún con señales de debilidad en sectores como el manufacturero. La actividad económica de abril volvió a mostrar una contracción mensual de 1.5%, reforzando la idea de una recuperación irregular y no plenamente generalizada. Por el lado externo, la balanza comercial volvió a sorprender positivamente, alcanzando un superávit de USD 3,504 millones en mayo, apoyado por exportaciones sólidas y una caída en las importaciones. A su vez, el Banco Central continuó acumulando reservas, aunque a un ritmo más moderado, acercándose a USD 11,000 millones en compras durante 2026 y superando la meta acordada con el FMI. Además, los proyectos aprobados bajo el régimen RIGI por USD 27,000 millones refuerzan una perspectiva de mediano plazo más favorable, especialmente en sectores transables. En términos de confianza, tanto el índice de confianza del consumidor como el de confianza en el gobierno mejoraron junio, revirtiendo parcialmente la tendencia negativa desde comienzos de año. En particular, la recuperación de la confianza en el gobierno se produjo tras el deterioro registrado en meses previos, asociado a las controversias políticas que posteriormente derivaron en la salida de Manuel Adorni, ex jefe de gabinete de ministros de Milei. Sin embargo, persisten ciertos focos de cautela: la recuperación económica es heterogénea, el desempleo aumentó a 7.8% durante el primer trimestre, la demanda interna aún luce frágil y el escenario político será relevante para la continuidad del programa económico, en donde se comenzará a observar cierta incertidumbre en la medida que comienza a tomar relevancia las próximas elecciones presidenciales de 2027. Por el lado del mercado, las valorizaciones continúan ubicándose bajo su promedio de 5 años en el ratio de P/U  *fwd*., mientras que en materia de flujos se observaron salidas equivalentes a 2.8% del AUM desde el principal ETF del país. Así, si bien la acumulación de reservas, la mejora del sector externo y el avance de la agenda de inversión continúan configurando un escenario macro más favorable, estos elementos conviven con una recuperación todavía desigual e incertidumbre política, **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 junio respecto de pares asiáticos, retrocediendo USD 7.6% (índice MSCI), en un contexto de flujos persistentemente desfavorables para la renta variable. El conjunto de ETFs vinculados a acciones chinas registró salidas netas equivalentes a 25.9% del AUM durante el mes. A pesar de lo anterior,

China pasó de ser una posición subponderada en los portafolios globales a estar sobreponderada durante junio. En términos de valorizaciones, las acciones chinas transan atractivas, bajo promedios de 5 y 10 años (P/U  *fwd.*).

En este contexto, se destaca la aceleración de la recompra de acciones de Tencent, que destinó cerca de USD 1,300 millones durante junio a la adquisición de títulos propios, evidenciando la confianza en sus fundamentales y su intención de respaldar la valorización en un entorno de mayor escepticismo sobre el sector tecnológico. Asimismo, el mercado continúa monitoreando la potencial reunión entre Donald Trump y Xi Jinping prevista para septiembre, la que podría contribuir a reducir las tensiones comerciales y mejorar el sentimiento hacia los activos chinos.

Por el lado económico, la actividad muestra señales de moderación durante el segundo trimestre del año. Diversas estimaciones sugieren que el crecimiento de abril se ubicó en torno al 4% anual, bajo las expectativas del gobierno. En línea con ello, se observa una pérdida de dinamismo en la demanda interna: en mayo, las ventas minoristas cayeron 0.6% interanual, marcando la primera contracción desde la pandemia y reflejando un consumo débil por parte de los hogares.

En contraste, los sectores productivos continúan mostrando una sólida dinámica. En mayo, la producción industrial creció 4.5% interanual, superando las expectativas gracias al impulso de las exportaciones. De hecho, el sector externo sigue siendo el principal motor de la economía: las exportaciones se aceleraron a 19.4% anual en mayo, apoyadas por una fuerte demanda de productos de hardware vinculados a inteligencia artificial, pese a las disrupciones derivadas del conflicto geopolítico. Asimismo, las importaciones aumentaron 27.4% anual, reflejando mayores compras de chips y equipamiento tecnológico por parte de las empresas. En este contexto, destaca la leve moderación del PMI manufacturero de RatingDog, que se ubicó en 51.7 pts. en junio, apenas bajo los 51.8 pts. registrados el mes anterior.

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. La inflación de mayo se aceleró a 1.2% anual, impulsado principalmente por mayores precios de los combustibles. No obstante, el índice de precios del productor se aceleró a 3.9% anual en mayo (2.8% anterior) lo que sugiere que la inflación podría acelerarse más, lo que podría tener un impacto negativo en la demanda interna y por ende en el crecimiento económico.

Por otro lado, el lanzamiento del nuevo modelo de IA de Z.ai representa un avance relevante para el ecosistema tecnológico chino, al ofrecer capacidades competitivas frente a líderes como OpenAI y Anthropic a un menor costo. Si bien distintas estimaciones sugieren que Estados Unidos mantiene una ventaja de entre seis y nueve meses en capacidad de cómputo, el mercado continúa premiando a las plataformas ubicadas en la frontera tecnológica, incluso a costa de mayores precios. En este contexto, el desarrollo de Z.ai evidencia el progreso que ha logrado China en la carrera por la inteligencia artificial y refleja sus esfuerzos por reducir la brecha tecnológica frente a sus competidores globales.

Si bien la actividad productiva muestra señales de mejora, las perspectivas macroeconómicas continúan siendo frágiles y el consumo interno aún no logra recuperar tracción. Esto ha contribuido a profundizar los problemas de sobrecapacidad que enfrenta la economía desde 2021, generando presiones sobre precios y rentabilidad en diversos sectores. En este contexto, no se observan catalizadores de corto plazo que permitan un cambio significativo en la dinámica económica. No obstante, destacan los avances relativos en inteligencia artificial y una creciente atención por parte de gestores globales, factores que podrían contribuir a mejorar gradualmente la percepción del mercado y sostener el interés de los inversionistas por el país, de esta forma **se decide mantener la posición neutral en acciones chinas.**

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

El MSCI de Asia Emergente ex China subió USD 0.8% en junio, pero con una elevada dispersión. Indonesia siguió siendo uno de los principales perdedores, mientras que la elevada volatilidad que marcó el mes llevó a que las acciones de Corea del Sur retrocedieran, de la mano de fondos apalancados que exacerban los movimientos del mercado. India –en su rol de mercado defensivo– anotó un alza de USD 1.2% (MSCI), mientras que Taiwán fue el principal ganador, apoyado en el *momentum* de la IA y la menor volatilidad que lo caracteriza. Las acciones tecnológicas mantendrán soporte en la temporada de reportes corporativos que comienza. De esta manera, **se decide mantener la sobreponderación en Asia EM ex China**, favoreciendo particularmente a Taiwán y Corea del Sur.

El **mercado accionario indio** (MSCI) registró un *outperformance* frente a pares emergentes en junio y avanzó USD 1.2%, siendo un mercado que, al minuto de ver dudas respecto de la inteligencia artificial, mostró resiliencia. Además, con menores presiones sobre el precio del petróleo y con el Banco de la Reserva India (RBI, por sus siglas en inglés) tomando medidas para detener la depreciación de la moneda, que alcanza un 5.1% respecto del dólar este año (al 30 de junio), la presión sobre la rupia cedió y cerró el mes con una apreciación respecto del dólar de 0.4%. Además, el RBI en su reunión de junio concluyó que, a pesar del resultado optimista respecto del crecimiento, la economía tiene riesgos a la baja, como las disrupciones 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 mayo se aceleró a 3.9% interanual, menos de lo esperado. De esta 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 y terminaría en 4.2% a fin de año. De esta manera, el RBI mantuvo su tasa de interés en junio a la espera de los efectos inflacionarios de segunda vuelta y los riesgos asociados al crecimiento. En cuanto al comercio exterior, las exportaciones de mayo se aceleraron 18.0% anual, sorprendiendo al mercado, por una mayor demanda desde EE.UU., Reino Unido y retomando en cierta medida las exportaciones a Medio Oriente. Por el lado de la oferta, la producción industrial de mayo se aceleró más de lo esperado (5.1% YoY vs. 4.5% YoY), por la solidez mostrada por sectores productivos a pesar del aumento en los precios energéticos. A pesar de lo anterior, el PMI manufacturero, si bien se encuentra en terreno expansivo disminuyó a 54.5 pts. en junio, desde 55.0 pts. 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 junio, los flujos al principal ETF fueron planos, sin entradas ni salidas netas. En el ámbito político, Trump y Modi se encontraron en la cumbre del G7 en Francia, donde sostuvieron conversaciones sobre temas relacionados con el comercio entre ambos países, inteligencia artificial y reafirmando la importancia de la relación bilateral. En este contexto, si bien durante junio mostró un carácter más defensivo —al no estar directamente expuesto a la narrativa global de tecnología e inteligencia artificial—, se ha observado una pérdida de *momentum* con expectativas de crecimiento de utilidades corregidas a la baja. Por esto, junto con un panorama económico que se debilita, pero con valorizaciones que se encuentran atractivas, **se decide mantener una exposición neutral en acciones indias**.

**Corea del Sur** registró un *underperformance* en junio (USD -3.6% en el MSCI), desmarcándose del rendimiento que había mostrado hasta mayo. Ahora bien, en lo corrido del año acumula una rentabilidad de 101.3% (al 30 de junio), un claro *outperformance* respecto del resto del mundo. Los rendimientos son impulsados por la fuerte demanda asociada a la inteligencia artificial, reforzado por el “*pricing power*” que tienen las compañías líderes de este mercado. 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 embargo, durante junio, se vieron resaltadas las dudas sobre la sostenibilidad del ciclo de inversión asociado

a la inteligencia artificial, lo que derivó en una fuerte corrección de las principales compañías tecnológicas. Dado el alto nivel de concentración de este mercado —donde aproximadamente un 70% (índice MSCI) está representado por las dos compañías antes mencionadas—, y la importante presencia de posiciones apalancadas el ajuste se amplificó significativamente, aumentando la volatilidad del mercado. En este contexto, las fuertes caídas resultaron en que las autoridades tomaran acción y activaron mecanismos como la suspensión temporal de las transacciones con el fin de contener los movimientos abruptos en el mercado, además de haber mencionado públicamente su arrepentimiento de no haber bloqueado la presencia de fondos apalancados. Dado lo anterior, las valorizaciones en la razón P/U  *fwd.* se encuentran transando en mínimos de 18 años, y también con descuento respecto de su promedio de 5 y 10 años. Durante junio se vieron entradas de flujos al conjunto de ETFs moderadas, por 2.1% del AUM, y las expectativas de crecimiento de utilidades fueron revisadas al alza para 2026, proyectándose un crecimiento de 287.9%.

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 junio las exportaciones se aceleraron hasta 70.9%, anual lideradas 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 2.9% en junio, y ya alcanza una depreciación de 6.7% en 2026 respecto del dólar (al 30 de junio), pero se espera una apreciación para lo que queda del año. A nivel de producción, a pesar de que la industrial se contrajo 0.9% anual en mayo, el PMI manufacturero continúa en terreno expansivo (52.1 pts. en junio) reflejando la resiliencia de la economía. Por su parte, la inflación de junio se aceleró a 3.2% anual, como esperaba el mercado, impulsado por aumentos en los precios energéticos, específicamente alzas ligadas al sector de transportes, dando una mirada más *hawkish* por parte del Banco Central. 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 junio con un *outperformance* respecto de pares emergentes, con una rentabilidad de USD 2.6% (índice MSCI). Así, tras estos positivos desempeños, -atribuidos principalmente a *Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC)*-, las valorizaciones accionarias 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 netas de flujos al conjunto de ETFs, alcanzando 3.9% del AUM, pero se vieron salidas de flujos del principal ETF por 3.3%, principalmente por la alta concentración de TSMC en el ETF. Asimismo, las expectativas de utilidades han sido revisadas al alza, proyectándose un crecimiento de 44.5% para 2026. Desde un punto de vista macroeconómico, la actividad continúa mostrando resiliencia. El sector externo sigue acelerándose y durante mayo las exportaciones alcanzaron una expansión de 51.7% ligado a el sector tecnológico. Lo anterior, junto con un PMI manufacturero que se ha mantenido en terreno expansivo desde diciembre de 2025-, refuerzan la solidez de la actividad. En términos de precios, la inflación de junio superó las expectativas y se ubicó en 2.6% interanual, por el aumento en precios de los alimentos y costos energéticos, resultado que 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 9.1% (índice MSCI). Así, las valorizaciones se ubican 2 desv. est. bajo sus promedios de 5 y 10 años. En junio se registraron entradas

de flujos al principal ETF equivalentes a un 43.0% del AUM; sin embargo, las proyecciones de utilidades se revisaron a la baja en el último mes, hasta un crecimiento de 3.8% para 2026. Este desempeño y peores perspectivas macroeconómicas se explican por la alta vulnerabilidad del país, asociada al conflicto geopolítico, elevada dependencia energética, y al fenómeno climático “El Niño”, además de la debilidad de la moneda respecto del dólar. De acuerdo con esto último, luego de las medidas tomadas por el Banco de Indonesia (BI) para fortalecer la moneda y la caída en los precios del petróleo, lograron disminuir las presiones, y durante junio la rupia se depreció 0.1% respecto del dólar, alcanzando una depreciación de 6.9% en el año (datos al 30 de junio). Dentro de las medidas tomadas por el BI, con tal de atraer flujos, fortalecer la moneda y mantener contenida la inflación en el rango meta (1.5% - 3.5%), se encuentran alzas de tasas que alcanzan los 100 pbs. desde mayo. A pesar de lo anterior, la inflación de junio se aceleró más de lo esperado y alcanzando 3.3% anual, principalmente por un aumento en los precios de los alimentos. Se espera que la inflación permanezca elevada debido al traspaso de los costos de importación por la debilidad de la moneda. En este sentido, el mercado no descarta más acción por parte del BI, y se espera al menos un alza de tasa de 25 pbs. en lo que queda del año. Por el lado macroeconómico se espera que el crecimiento se desacelere y JP Morgan, redujo sus expectativas para 2026 a 4.7% desde 5.0%. Esta desaceleración, además se verá impactada por menor entrega de subsidios y estímulos adicionales, ya que los recursos están centrados en priorizar la estabilidad de la moneda. Tomando en cuenta este escenario y un panorama macro más incierto producto de las consecuencias del conflicto geopolítico y condiciones climáticas adversas, se **decide mantener una posición *underweight* en acciones indonesias.**

El mercado accionario **tailandés** exhibió un *outperformance* frente a pares del sudeste asiático y durante junio y retrocedió USD 0.6% (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 y se espera un crecimiento de 2.6% para 2026. En línea con lo anterior, se vieron entradas de flujos desde el principal ETF por 27.7% del AUM el mes pasado. Por el lado macroeconómico, las proyecciones de crecimiento fueron revisadas al alza, y J.P. Morgan espera un crecimiento de 2.8% impulsado principalmente por crecimiento en la inversión y del consumo privado. Tanto exportaciones como importaciones se desaceleraron en mayo. En este sentido, Tailandia se encuentra con un déficit comercial récord, esto junto con debilidad del turismo y de la balanza comercial, empeorando el panorama para la cuenta corriente, que se espera sea deficitaria en el segundo trimestre a diferencia del saldo positivo del trimestre anterior. En términos de precios, se espera que la inflación de junio se acelere hasta 2.9% anual, impulsada por mayores precios de los alimentos, efecto que sería parcialmente compensado por una moderación en los costos energéticos. Hacia adelante, las proyecciones apuntan a nuevas presiones inflacionarias durante el segundo semestre, manteniendo la inflación en torno al límite superior del rango establecido por el Banco de Tailandia (1.0%-3.0%). De este modo, ante mejores perspectivas de mercado y acciones que transan con descuento, **se decide mantener la posición *neutral* en acciones tailandesas.**

## EMEA

Las acciones **sudafricanas** retrocedieron USD 7.0% (índice MSCI) en junio. Este mercado, mostró un *underperformance* respecto a pares regionales, que en su conjunto perdieron un USD 3.0% (índice MSCI EMEA). Este mercado, se vio negativamente afectado por el desempeño negativo del oro - que cayó 11.7% durante el mes -, dada la alta correlación del mercado accionario con el metal precioso, sumado a la depreciación de 1% del rand respecto del dólar. En términos de valorizaciones, las acciones transan bajo promedios de 5 y 10 años, y a más de una desv. est. en la razón P/U  *fwd*. Durante junio se vieron salidas de flujos desde el principal ETF, equivalentes al 47.9% del AUM, en línea con expectativas de crecimiento de utilidad que han sido revisadas consistentemente a la baja. En el plano macroeconómico, se espera

que el crecimiento para 2026 se acelere a un 1.3% y luego a 1.6% en 2027. Por el lado de la actividad, el PMI manufacturero cayó 47.3 pts. en junio, presionado por la caída en la producción y en los nuevos pedidos. La inflación de mayo se aceleró a 4.5% anual (4.0% en abril), presionada por mayores precios en fertilizantes y en combustibles. Se espera una mayor aceleración de la inflación para lo que queda del año asociada a los impactos del fenómeno del Niño, además las expectativas de inflación se encuentran desancladas de la meta del Banco de la Reserva de Sudáfrica (SARB, por sus siglas en inglés), en línea con esto el mercado espera un alza de tasas de 25 pbs. en julio. A pesar de ver valorizaciones atractivas, los inminentes riesgos macroeconómicos y ruido político derivado de descontento interno de cara a inmigrantes ilegales, se **decide mantener en neutral las acciones sudafricanas.**

Las acciones **turcas** rentaron un USD 0.7% (índice MSCI) en junio, sobre otros mercados emergentes. En paralelo, la lira turca continuó depreciándose frente al dólar, con una caída de 1.7% durante el mes y acumulando una pérdida de 7.9% 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 3.0% del PIB en 2026. Desde una perspectiva macroeconómica, se espera una desaceleración en el crecimiento económico desde 3.6% en 2025 a 3.0% en 2026. Las presiones inflacionarias ceden lentamente, con una inflación que bajó a 32.1% interanual en junio. La persistencia inflacionaria ha dificultado la hoja de ruta del Banco Central, que partió el año esperando bajas de tasas desde 38% a 30% para 2026, y hasta este punto, sólo ha podido disminuir la tasa en 100 pbs. hasta 37%. 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 junio se vieron fuertes salidas de flujos desde el principal ETF, equivalentes al 10.4% de su AUM, a pesar de una reciente revisión al alza en las expectativas de crecimiento de utilidades. 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 30 de junio, el índice MSCI Turquía acumula USD 16.1% de rentabilidad en el año, significativamente mayor que otros mercados de EMEA (2.3% YTD). Además, se agregan preocupaciones derivadas del reciente comunicado de MSCI, donde advierten sobre una revisión de la clasificación del mercado, por preocupaciones sobre la transparencia y la posible manipulación del *free float*. 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 junio USD 2.5% (índice MSCI). La desescalada del conflicto entre EE.UU. e Irán, si bien ha generado un aumento de los flujos de petróleo a través del Estrecho de Ormuz, generó una caída de 23% en el petróleo Brent, impactando negativamente al mercado y aumentando los riesgos de la economía. En este sentido, se espera que el crecimiento económico se desacelere a 1.4% anual en 2026 desde 4.5% en 2025. Además de lo anterior, el déficit fiscal se revisó al alza para 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, donde a pesar de la desescalada, se ha visto un aumento del gasto en defensa y subsidios con el fin de minimizar los impactos del conflicto. En términos de valorizaciones, las acciones saudíes transan atractivas, mientras que las utilidades han sido revisadas marginalmente al alza, proyectándose un crecimiento de 25.2% para 2026. Además, en mayo se vieron salidas de flujos equivalentes al 1.8% AUM desde el principal ETF. De esta forma, si bien el escenario geopolítico actual disminuye la incertidumbre en la región y las valorizaciones lucen atractivas, considerando menores precios del petróleo y un escenario macroeconómico débil, se decide **subponderar 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 junio, las tasas del Tesoro estadounidense mostraron un comportamiento diferenciado a lo largo de la curva. Los tramos cortos registraron alzas relevantes tras la reunión del FOMC -la primera bajo la presidencia de Kevin Warsh-, en respuesta a un Dot Plot más *hawkish* y a comentarios que reforzaron el compromiso del Fed con la estabilidad de precios. En contraste, las tasas de mediano y largo plazo se mantuvieron más estables, e incluso devolvieron parte de las alzas observadas durante los últimos meses. Como resultado, la curva volvió a aplanarse de forma significativa, con el diferencial entre las tasas a 10 y 2 años ubicándose bajo 30 pbs. al cierre del mes. Este movimiento refleja un mercado que incorpora una trayectoria de política monetaria restrictiva, a pesar de que las expectativas de inflación han retrocedido y el precio del petróleo ha corregido desde sus niveles más altos.

En EE.UU., la actividad económica continúa mostrando resiliencia, con expectativas de crecimiento aún por sobre su nivel potencial para este año. En materia de precios, se espera que la inflación *headline* de junio se desacelere y vuelva a ubicarse bajo 4.0% anual, mientras que la medida subyacente no mostraría variaciones relevantes. Por su parte, el mercado laboral entregó señales mixtas: la creación de empleo de junio fue menor a lo esperado, aunque la economía siguió generando puestos de trabajo, y la tasa de desempleo sorprendió a la baja descendiendo a 4.2%. En conjunto, los indicadores económicos siguen apuntando a una economía resistente, con menores presiones inflacionarias en el margen, pero sin un deterioro relevante del mercado laboral.

En política monetaria, la reunión de junio fue la primera bajo la presidencia de Kevin Warsh, y si bien la decisión de mantener sin cambios la tasa de referencia estaba ampliamente incorporada por el mercado, la instancia generó elevada volatilidad. En su conferencia de prensa, Warsh puso énfasis en la necesidad de reforzar la credibilidad del Fed y reafirmó el compromiso con la estabilidad de precios. Además, destacó la eliminación del *forward guidance*, se abstuvo de participar en la publicación de las estimaciones económicas y de su punto en el *Dot Plot*, y anunció la creación de grupos de trabajo para abordar temas relevantes para la institución. De esta forma, es probable que bajo su conducción exista una menor orientación sobre la trayectoria futura de la política monetaria, aumentando la dependencia de los datos y la sensibilidad del mercado a cada nueva señal del Fed, al menos en el corto plazo. Por su parte, las nuevas proyecciones del *Dot Plot* apuntaron a un mayor nivel de tasas de interés para este y el próximo año, con la mitad del comité anticipando un alza durante 2026. A su vez, se corrigieron a la baja las estimaciones de crecimiento, aunque aún se mantienen sobre el potencial, mientras que las proyecciones de inflación fueron revisadas al alza. En este contexto, el mercado continúa incorporando un aumento de tasas en 25 pbs. hacia el último trimestre del año.

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 y no registró variaciones significativas durante el mes. En cuanto a las expectativas de inflación, los *breakevens* mostraron una caída relevante a lo largo de la curva, ubicándose en niveles cercanos a sus mínimos de dos años. El ajuste fue especialmente marcado en el tramo de 2 años, que retrocedió desde 2.58% el mes anterior hasta 1.98%, situándose marginalmente bajo la meta de inflación. Por su parte, los *breakevens* a 5 y 10 años también se acercaron a niveles consistentes con el objetivo del Fed, ubicándose en 2.29% y 2.25% respectivamente. Si bien este movimiento refleja un mercado más optimista respecto de la convergencia inflacionaria, tanto las estimaciones del mercado como las del Fed siguen apuntando a una inflación por sobre 3.0% hacia el cierre del año. En este contexto, se mantiene la sobreexposición en instrumentos indexados a inflación (TIPS), como cobertura frente a eventuales sorpresas inflacionarias o correcciones en las expectativas.

**En este contexto, el posicionamiento en *Treasuries* continúa privilegiando una exposición acotada a duración, en un entorno donde el Fed refuerza su compromiso con la estabilidad de precios y el mercado vuelve a**

**incorporar una trayectoria de tasas más restrictiva. De esta forma, se mantiene la posición neutral en bonos del Tesoro a 2 años, considerando que el ajuste reciente en la parte corta de la curva ya refleja buena parte del sesgo *hawkish* de la política monetaria. Al mismo tiempo, se conserva la subponderación en los tramos de 10 y 30 años, donde el premio por plazo aún no compensa adecuadamente el riesgo de duración, especialmente en un escenario de tasas reales elevadas y posible volatilidad adicional en la curva. Finalmente, se mantiene la sobreponderación en instrumentos indexados a la inflación (TIPS), dado que la fuerte caída en *breakevens* refleja un mercado optimista respecto de la convergencia inflacionaria, al mismo tiempo que las proyecciones apuntan a una inflación por sobre la meta hacia el cierre de este año.**

### **GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene el UW**

Durante junio, las tasas estadounidenses mostraron un comportamiento mixto a lo largo de la curva. Los tramos cortos y medios registraron alzas, mientras los plazos más largos se mantuvieron relativamente estables, lo que derivó en un aplanamiento relevante de la curva. Este movimiento se dio en un contexto donde las expectativas de inflación retrocedieron con fuerza, apoyadas por la caída del precio del petróleo y la menor percepción de riesgo geopolítico tras la tregua entre EE.UU. e Irán. Sin embargo, la persistencia de tasas cortas elevadas refleja que el mercado continúa asignando una prima real significativa a los activos en dólares, en línea con un Fed más enfocado en reforzar su credibilidad y asegurar la convergencia hacia la estabilidad de precios.

En EE.UU., el Fed mantuvo sin cambios su tasa de referencia en junio, en línea con lo esperado. Sin embargo, la actualización de sus proyecciones macroeconómicas mostró un escenario más restrictivo hacia adelante, con una corrección a la baja en las estimaciones de crecimiento -aunque aún por sobre su potencial-, mayores proyecciones de inflación y un nivel de tasa de política monetaria más elevado para los próximos dos años. En materia de precios, la inflación volvió a acelerarse en mayo, aunque en línea con las expectativas, mientras que para junio se espera una caída del indicador. Por el lado del mercado laboral, la creación de empleo fue menor a lo esperado, pero la caída sorpresiva de la tasa de desempleo y la generación positiva de puestos de trabajo mantiene acotadas las señales de deterioro. En este contexto, la combinación de inflación persistente y actividad aún sólida continúan respaldando un sesgo más restrictivo en la política monetaria.

En Europa, el panorama macroeconómico continúa mostrando señales de debilidad. Las expectativas de crecimiento siguen deteriorándose, con el consenso de Bloomberg proyectando una expansión de apenas 0.6% para este año, reflejando un entorno de bajo dinamismo y riesgos persistentes sobre la actividad. En materia de precios, la inflación sorprendió en junio, desacelerándose más de lo esperado, sin embargo, se anticipa que se mantenga cerca de sus niveles actuales hacia el cierre de año. En este contexto, en su reunión de junio, el BCE elevó su tasa de referencia en 25 pbs. tras más de un año de pausas. Si bien este movimiento parece responder más a una acción preventiva frente a los riesgos inflacionarios que al inicio de un ciclo sostenido de alzas, aún existe espacio para ajustes adicionales durante el año si las presiones sobre los precios vuelven a intensificarse.

Para julio, se espera que tanto el Fed como el BCE mantengan sin cambios sus tasas de referencia, alineando en el corto plazo la postura monetaria entre ambas regiones. En el caso de EE.UU., esta expectativa se da luego de una reunión con un tono más restrictivo y proyecciones que apuntan a tasas más elevadas hacia adelante, mientras que en Europa la reciente alza del BCE parece haber respondido más a una señal preventiva. De todas formas, hacia el resto del año el

mercado sigue incorporando un sesgo más contractivo en ambas regiones, con un alza de 25 pbs. esperada tanto para el Fed como para el BCE durante el último trimestre.

En junio, la clase de activo registró una rentabilidad de USD 0.3%. Los *spreads* se mantienen en niveles muy comprimidos en términos históricos, lo que limita el potencial de retorno por compresión adicional. Por otro lado, si bien los *yields* continúan luciendo atractivos y se ubican por sobre su promedio de 10 años, este mayor nivel responde en gran parte a tasas base aún elevadas, en un contexto donde la duración sigue siendo un factor relevante de sensibilidad. De esta forma, la política monetaria aún restrictiva, sumado a la mayor sensibilidad de tasas del segmento y a diferenciales comprimidos, **se decide conservar la posición *underweight* en *Global Investment Grade*.**

### **GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene el UW**

La clase de activo registró una rentabilidad de USD 0.6% durante junio. Los *spreads* se mantuvieron en niveles muy comprimidos en términos históricos, aunque con diferencias entre regiones. En EE.UU., los diferenciales mostraron un aumento durante el mes, pero luego devolvieron parte de ese movimiento, mientras que en Europa se observó una ampliación más persistente, sin una corrección posterior equivalente. Aun así, en ambos casos los *spreads* continúan en rangos exigentes, limitando el espacio para ganancias adicionales por compresión. Por su parte, los *yields* se mantienen sobre su promedio de 10 años, lo que sigue entregando un nivel de *carry* atractivo dentro de la clase de activo.

Sin embargo, el entorno global continúa siendo desafiante para *High Yield*. Si bien la moderación en las expectativas de inflación ha reducido parte de la presión sobre las tasas, el escenario de política monetaria sigue siendo restrictivo, con tasas cortas elevadas y un mercado que aún incorpora posibles alzas hacia fines de año. A esto se suma que los *spreads* comprimidos ofrecen una menor compensación frente a episodios de volatilidad o deterioro en las condiciones financieras, especialmente en un segmento más sensible al ciclo económico. En este contexto, y considerando que existen alternativas con mejor balance riesgo-retorno dentro de la renta fija global, **se conserva la posición *underweight* en *Global High Yield*.**

### **DEUDA EMERGENTE: Se decide mantener el OW en deuda soberana y bonos corporativos HY, se neutraliza desde OW la posición en *Local Markets*, y se sobrepondera la posición en bonos corporativos IG desde neutral**

Durante junio, el escenario global exhibió una moderación en los riesgos geopolíticos tras la tregua entre EE.UU. e Irán. Si bien ésta aún luce frágil, el menor riesgo de una escalada adicional contribuyó a una caída en el precio del petróleo y a una corrección relevante en las expectativas de inflación a nivel global. En este contexto, las tasas de interés mostraron un comportamiento más estable que en los meses previos, aunque en EE.UU. los tramos cortos volvieron a ajustarse al alza tras la reunión del Fed, que dejó una señal más restrictiva respecto de la trayectoria futura de la política monetaria. Pese a este entorno, la renta fija emergente volvió a registrar retornos positivos, manteniendo un mejor desempeño relativo frente a segmentos desarrollados. De esta forma, durante el último mes la deuda soberana emergente rentó USD 0.7%, mientras que la deuda corporativa anotó una rentabilidad de USD 0.4%.

La deuda soberana volvió a mostrar un desempeño positivo en junio, destacando dentro de bonos globales en un entorno de mayor estabilidad relativa en las tasas y moderación de las expectativas de inflación. Si bien el fortalecimiento del dólar y el repunte de las tasas cortas en EE.UU. representan un viento en contra para el universo emergente, la clase de activo mantiene un atractivo relativo frente a pares desarrollados, apoyada en mejores niveles de *carry* y fundamentos

macroeconómicos relativamente más favorables. A su vez, el escenario actual sigue favoreciendo una exposición selectiva hacia regiones menos vulnerables a los efectos directos del conflicto y con mayor capacidad para beneficiarse de precios de *commodities*. De esta forma, se mantiene la posición *overweight* en deuda soberana emergente.

La deuda corporativa *Investment Grade* registró una rentabilidad de USD 0.3% durante junio. En un contexto de mayor fortaleza del dólar, se mantiene la preferencia por renta fija emergente frente a desarrollada, aunque con una mayor inclinación hacia instrumentos en *hard currency* con el objetivo de reducir la exposición al riesgo cambiario. Además, los *yields* se mantienen en niveles atractivos y sobre promedios históricos, lo que refuerza el aporte del *carry* dentro del segmento. Por el lado de los *spreads*, estos mostraron una ampliación hacia la parte final del mes, sin embargo, los diferenciales continúan en niveles comprimidos en términos históricos, limitando el espacio para ganancias adicionales por compresión. De esta forma, ante la perspectiva de un dólar más fuerte, pero manteniendo la preferencia por mercados emergentes, se sobrepondera la posición en deuda corporativa *Investment Grade* desde neutral.

En cuanto a *High Yield*, la clase de activo rentó USD 0.6% durante el último mes. La menor duración del segmento sigue siendo una ventaja, especialmente cuando persiste la cautela frente a extender duración. Por otro lado, los *yields* se ubican en torno a promedios históricos, manteniendo un nivel de *carry* atractivo, mientras que los *spreads* están cerca de mínimos. No obstante, durante el mes éstos mostraron un aumento más acotado que el observado en desarrollados de menor calidad crediticia. En este contexto, se mantiene la posición *overweight* en deuda emergente *High Yield*.

Finalmente, *Local Markets* registró una rentabilidad de USD 0.1% durante junio. Si bien los fundamentos macroeconómicos de varias economías emergentes continúan siendo favorables, el entorno externo se ha vuelto menos constructivo para la deuda en moneda local. La mayor fortaleza del dólar ha actuado como un viento en contra para las monedas emergentes, apoyada tanto por su rol como activo refugio como por la mayor credibilidad e independencia percibida del Fed bajo el liderazgo de Kevin Warsh. A esto se suma que el diferencial de tasas podría seguir favoreciendo al dólar, especialmente en un escenario en que las expectativas de política monetaria en EE.UU. se han tornado más restrictivas. De esta forma, si bien el atractivo estructural de la clase de activo se mantiene, el *view* de moneda juega en contra del segmento, por lo que se neutraliza la posición en *Local Markets* desde *overweight*.

**En línea con lo anterior, se decide mantener el OW en deuda soberana y bonos corporativos HY, se neutraliza desde OW la posición en Local Markets, y se sobrepondera la posición en bonos corporativos IG desde neutral.**

## Exposición a Monedas | Julio 2026

Monedas	Bench.	Junio	Julio	OW/UW	Cambio
USD	54.0%	54.7%	54.9%	OW 0.9%	0.2%
EUR	7.6%	7.2%	6.9%	UW -0.6%	-0.3%
GBP	1.4%	0.9%	0.9%	UW -0.5%	
JPY	2.4%	2.1%	2.4%	OW 0.0%	0.3%
GEMs	34.8%	35.1%	34.8%	OW 0.1%	-0.2%
	100.0%	100.0%	100.0%		

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

## Resultados TAACo Global | Junio 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%	-0.9%	-0.45%	-0.44%	0.0	1.7
Renta Fija	50%	46%	-4%	0.1%	0.04%	0.04%	-2.0	0.2
Caja	0%	2%	2%	0.3%	0.0%	0.01%	1.4	
Oro	0%	2%	2%	-11.8%	0.0%	-0.24%	-22.9	
Cobertura						0.00%	0.0	
<b>Portafolio</b>					<b>-0.41%</b>	<b>-0.62%</b>	<b>-23.4</b>	<b>1.9</b>
Outperformance / Underperformance (bps)								<b>-21.6</b>
Europe ex UK	13.2%	12.7%	-0.5%	1.3%	0.18%	0.17%	-1.1	
Europe Small Cap	1.9%	1.4%	-0.5%	-5.0%	-0.09%	-0.07%	2.0	
UK	2.8%	1.8%	-1.0%	-0.8%	-0.02%	-0.01%	-0.1	
US Large Cap Growth	16.6%	17.1%	0.5%	-1.7%	-0.28%	-0.29%	-0.4	
US Large Cap Value	15.1%	15.6%	0.5%	-0.8%	-0.12%	-0.12%	0.1	
US Small Caps	3.7%	4.2%	0.5%	5.3%	0.19%	0.22%	3.1	
Japan	4.7%	4.2%	-0.5%	-0.4%	-0.02%	-0.02%	-0.3	
<b>Desarrollados</b>	<b>58.0%</b>	<b>57.0%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-0.16%</b>	<b>-0.12%</b>	<b>3.3</b>	
LatAm	5.0%	5.5%	0.5%	-2.4%	-0.12%	-0.13%	-0.7	
China	11.5%	11.5%	0.0%	-7.1%	-0.81%	-0.81%	0.0	
EM Asia ex China	25.5%	26.0%	0.5%	0.8%	0.19%	0.20%	0.8	
<b>Emergentes</b>	<b>42.0%</b>	<b>43.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>-1.8%</b>	<b>-0.74%</b>	<b>-0.75%</b>	<b>0.1</b>	
<b>Equities</b>					<b>-0.91%</b>	<b>-0.87%</b>	<b>3.4</b>	
Treasuries 2Y	8.7%	8.7%	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.0	
Treasuries 10Y	10.5%	10.0%	-0.5%	0.3%	0.03%	0.03%	-0.1	
Treasuries 30Y	6.1%	5.6%	-0.5%	1.1%	0.07%	0.06%	-0.5	
US Tips	2.5%	3.5%	1.0%	-0.5%	-0.01%	-0.02%	-0.6	
Global Corporate IG	26.2%	25.2%	-1.0%	-0.4%	-0.11%	-0.11%	0.5	
Global Corporate HY	4.1%	3.1%	-1.0%	-0.1%	-0.01%	0.00%	0.2	
<b>Deuda Desarrollados</b>	<b>58.1%</b>	<b>56.1%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.02%</b>	<b>-0.03%</b>	<b>-0.5</b>	
EMBI	8.4%	8.9%	0.5%	0.7%	0.06%	0.06%	0.3	
EM Corporate IG	2.4%	2.4%	0.0%	0.3%	0.01%	0.01%	0.0	
EM Corporate HY	3.6%	4.6%	1.0%	0.6%	0.02%	0.03%	0.5	
EM Local Markets	27.5%	28.0%	0.5%	0.1%	0.02%	0.02%	0.0	
<b>Deuda Emergente</b>	<b>41.9%</b>	<b>43.9%</b>	<b>2.0%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.11%</b>	<b>0.12%</b>	<b>0.9</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>0.09%</b>	<b>0.09%</b>	<b>0.4</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001

Datos al 30 de junio 2026

En junio 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 30 de junio, la cartera del TAACo Global cayó 0.62%, mostrando un *underperformance* con respecto al *benchmark* (21.6 pbs.).

En junio, a nivel de *attribution analysis* la asignación de activos restó valor, principalmente por la subexposición en renta fija y el largo en oro, mientras que la posición en caja sumó valor. Por el lado de la selección de instrumentos, fue marginalmente positiva en acciones y bonos. Sumaron el corto en acciones europeas *Small Cap* y el largo en *US Small Cap*, a la vez que contribuyó positivamente la sobreexposición en acciones de Asia EM ex China. En bonos, restó valor la subexposición en la parte larga de la curva de tasas del Tesoro estadounidense, al igual que el OW en Tips.

## Desempeño Histórico

TAACo Global	Desempeño								
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
<b>TAACo</b>	-0.6%	9.5%	8.4%	17.4%	12.7%	5.2%	6.8%	5.8%	10.4%
Benchmark	-0.4%	9.8%	8.6%	17.2%	12.8%	4.6%	6.1%	4.6%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	-22	-36	-17	20	-13	58	67	119	
<b>Acciones</b>	-0.9%	17.8%	15.5%	30.0%	19.9%	8.6%	10.3%	5.3%	15.2%
Benchmark	-0.9%	17.8%	15.5%	30.1%	20.0%	8.7%	10.2%	4.9%	15.1%
Europe ex UK	1.3%	11.5%	6.4%	15.6%	13.2%	6.3%	8.0%	3.9%	17.4%
Europe Small Cap	-5.0%	7.6%	2.6%	7.2%	13.1%	3.2%	8.3%	8.9%	20.2%
UK	-0.8%	4.1%	6.2%	20.3%	17.5%	11.8%	8.9%	5.7%	14.4%
US Large Cap Growth	-1.7%	21.1%	9.1%	25.6%	26.1%	15.4%	20.1%	--	20.4%
US Large Cap Value	-0.8%	9.5%	10.2%	17.3%	15.0%	9.8%	10.3%	--	13.3%
US Small Caps	5.3%	19.5%	22.6%	37.2%	18.1%	8.3%	12.4%	10.0%	19.2%
Japan	-0.4%	14.1%	14.7%	26.7%	16.2%	7.3%	7.7%	3.2%	16.2%
<b>Desarrollados</b>	<b>-0.7%</b>	<b>13.8%</b>	<b>9.7%</b>	<b>21.3%</b>	<b>19.2%</b>	<b>11.5%</b>	<b>13.1%</b>	<b>7.8%</b>	<b>17.5%</b>
LatAm	-2.4%	-3.6%	10.5%	31.7%	12.1%	8.7%	7.6%	8.5%	22.8%
China	-7.1%	-6.6%	-15.0%	-4.9%	7.8%	-6.6%	4.3%	7.3%	28.3%
EM Asia ex China	0.8%	47.4%	50.9%	78.4%	33.5%	16.1%	15.4%	--	23.6%
<b>Emergentes</b>	<b>-1.4%</b>	<b>24.1%</b>	<b>23.8%</b>	<b>43.5%</b>	<b>23.0%</b>	<b>7.5%</b>	<b>10.0%</b>	<b>9.4%</b>	<b>17.5%</b>
<b>Renta fija</b>	<b>0.1%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.6%</b>	<b>5.1%</b>	<b>5.7%</b>	<b>0.6%</b>	<b>2.2%</b>	<b>4.3%</b>	<b>6.5%</b>
Benchmark	0.1%	2.1%	1.6%	5.0%	5.7%	0.4%	1.8%	3.7%	6.5%
Treasuries 2Y	0.0%	0.3%	0.5%	2.6%	4.0%	1.5%	1.5%	2.3%	2.1%
Treasuries 10Y	0.3%	0.1%	0.0%	2.7%	2.3%	-1.7%	0.0%	3.4%	8.0%
Treasuries 30Y	1.1%	0.8%	1.1%	2.2%	-2.0%	-7.4%	-2.5%	3.7%	14.5%
US Tips	-0.5%	0.9%	1.2%	3.4%	4.0%	1.0%	2.6%	4.3%	6.0%
Global Corporate IG	-0.4%	1.5%	0.2%	2.9%	5.8%	0.1%	2.3%	4.4%	8.1%
Global Corporate HY	-0.1%	2.6%	1.5%	5.1%	9.0%	3.5%	5.3%	6.9%	7.3%
<b>Deuda Desarrollados [1]</b>	<b>-0.1%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.4%</b>	<b>2.9%</b>	<b>4.1%</b>	<b>-0.7%</b>			
EMBI	0.7%	4.6%	3.3%	11.8%	10.3%	2.6%	3.7%	7.1%	9.1%
EM Corporate IG	0.3%	1.7%	0.9%	4.9%	6.0%	1.2%	3.0%	--	5.5%
EM Corporate HY	0.6%	3.8%	4.1%	8.9%	9.7%	2.3%	4.8%	--	7.8%
EM Local Markets	0.1%	3.3%	3.2%	6.9%	6.4%	2.1%	2.9%	--	6.5%
<b>Deuda Emergentes [1]</b>	<b>0.3%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.2%</b>	<b>8.0%</b>	<b>7.7%</b>	<b>2.1%</b>			
<b>Caja</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.8%</b>	<b>3.9%</b>	<b>4.7%</b>	<b>3.6%</b>	<b>2.3%</b>	<b>1.8%</b>	<b>0.6%</b>
<b>Oro</b>	<b>-11.8%</b>	<b>-13.0%</b>	<b>-8.2%</b>	<b>21.9%</b>	<b>28.0%</b>	<b>17.8%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.4%</b>	<b>16.6%</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.