

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio * **	Volatilidad 5 años *
	Sept	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	3.0%	5.2%	15.1%	10.2%	13.6%	6.3%	6.4%	5.5%	10.4%
Benchmark	2.8%	5.1%	15.0%	10.2%	14.0%	5.2%	5.6%	4.3%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	22	11	8	2	-37	108	76	122	
Acciones	4.6%	8.4%	22.3%	16.3%	20.1%	10.3%	8.8%	4.7%	15.2%
Benchmark	4.6%	8.3%	22.5%	16.7%	20.5%	10.2%	8.7%	4.2%	15.1%
Renta Fija	1.0%	2.0%	7.7%	4.0%	7.5%	0.5%	2.7%	4.3%	6.5%
Benchmark	1.1%	2.0%	7.8%	4.0%	7.6%	0.1%	2.3%	3.7%	6.5%
Caja	0.3%	1.1%	3.2%	4.5%	4.8%	3.0%	2.1%	1.7%	0.7%
Oro	11.6%	16.4%	46.6%	45.5%	31.8%	15.2%	13.1%	11.6%	14.9%

Resultados al 30 de septiembre de 2025

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

Should I stay or should I go.....1

Asignación de Activos | Octubre 2025..... 4

Resultados TAACo Global | Septiembre 2025..... 23

Desempeño histórico 24

Should I Stay or Should I go¹

Septiembre estuvo nuevamente dominado por un sentimiento de complacencia en los mercados, donde prácticamente todas las clases de activos mostraron retornos positivos, destacando el desempeño de China con una subida de USD 10% y el oro con un 12%. Este escenario refuerza la idea de que el mercado estaría en un “modo burbuja”, en que los inversionistas se mantienen en la fiesta, pero a nuestro parecer debe ser con cautela y cercanía a la puerta para un rápido retiro cuando ésta dé señales de terminar.

El rally de las acciones americanas se ha extendido por 5 meses y ha sido alimentado por una política fiscal y monetaria expansiva, un consumo resiliente, fortaleza corporativa y flujos, a pesar de lo elevado de las valorizaciones y que la economía se desacelera con un mercado laboral que comienza a mostrar fragilidad. Este año y el próximo el PIB de EE.UU. crecería en torno a 1.8%, en línea con potencial, pero bajo el 2.8% de 2024, a la vez que la creación de empleo de los últimos 3 meses ha bajado a un promedio de apenas 27 mil nuevos al mes respecto a los 99 mil puestos mensuales creados en promedio entre marzo y mayo.

En tal sentido, uno de los principales riesgos al optimismo del mercado es que resurja la inflación y, en algún momento, el Banco de la Reserva Federal, el Fed, deje de recortar tasas, lo que marcaría un quiebre para los activos de riesgo. No obstante, la inflación en Estados Unidos no representaría un riesgo inmediato, ya que los datos muestran presiones contenidas: los bienes, que son más vulnerables a subidas de precios por los aranceles, solo representan un tercio del índice de precios al consumidor (IPC), mientras que los precios de servicios —que son dos tercios— continúan moderándose tras el endurecimiento monetario previo.

Mercado en “modo burbuja”

Crecimiento de EE.UU. en torno al potencial

Riesgos que pausarían momentum: reaparición de la inflación y/o señal de pausa de recortes del Fed

¹ Debería quedarme o irme, canción de The Clash

Ante un mercado laboral que se enfría y una inflación contenida, a lo que se suman presiones políticas por parte de Trump, el Fed reinició después de 9 meses en pausa, el recorte de tasas de interés. En adelante, la mediana de las proyecciones del Fed apunta a 2 recortes más este año y otro en 2026, con alta dispersión de opiniones entre los miembros del Consejo. Por su parte, el mercado se alinea con el Fed internalizando 2 bajas más este año, pero entre 2 a 3 en 2026. Este desacople entre lo que visualiza el Fed y el mercado nos lleva a ser cautelosos con el posicionamiento en bonos, pues con una economía que sigue creciendo en torno al potencial y una tasa de desempleo que se mantiene contenida no habría espacio para recortes agresivos de tasas de interés, incluso si la inflación se mantiene acotada.

Fed reinicia recortes y mercado espera más bajas

Dado lo anterior, los riesgos serían asimétricos; en la curva de tasas del bono del Tesoro americano hay más espacio para que las tasas en la parte más corta suban a que sigan bajando. En el otro extremo, la parte larga sigue presionada por los ruidos sobre la sostenibilidad fiscal, aun cuando las tasas más largas no han subido de forma significativa dado que el Tesoro ha concentrado sus emisiones en la parte más media y corta de la curva, manteniendo las tasas sin grandes movimientos de forma “artificial”.

Riesgos asimétricos para la renta fija

Por el lado de mercados emergentes, que lideran en desempeño y en lo corrido del año han subido casi 30% en dólares, destaca particularmente Latinoamérica. La región ha rentado cerca de 40% hasta el cierre de septiembre favorecida por la apreciación de sus monedas frente al dólar lo que ha impulsado también la entrada de flujos de capital, en línea, además, con la búsqueda de diversificación desde EE.UU. A pesar del rally, las valorizaciones de las acciones de la región siguen siendo atractivas tanto en términos absolutos como relativos a otros mercados emergentes.

América Latina favorecida en medio de diversificación global

China, por su parte, destaca por su buen *momentum*, entrada de flujos y la revisión al alza en el crecimiento de sus utilidades para 2026, lo que nos lleva a tomar una posición activa, pero cautelosa en base a las dudas que generan la resiliencia de su demanda interna y la dependencia económica de las exportaciones.

Destaca *momentum* en China

El oro brilla un mes más, destacando tras un *rally* de más de 10% en un solo mes y cerca de 40% en el año. Los inversionistas lo siguen considerando una de las mejores alternativas en un ambiente de incertidumbres políticas, comerciales y un dólar que ha perdido fortaleza.

Oro brilla como una de las mejores alternativas

Así, las acciones globales, impulsadas por déficits fiscales elevados y recortes de tasas, muestran un comportamiento propio de burbuja, donde prácticamente cualquier activo sube de precio. En este contexto, uno de los grandes desafíos para los inversionistas es decidir si quedarse o irse de la fiesta; seguir participando del rally, pero sin perder de vista los riesgos que acechan. Otro desafío es encontrar activos que puedan agregar diversificación a los portafolios de inversión. La falta de correlaciones negativas entre y

Desafío actual para inversionistas: quedarse o irse de la fiesta

dentro de las clases de activos reduce la capacidad de los portafolios para proteger los retornos ante episodios de pérdidas y mayor volatilidad, generando obstáculos para la construcción de portafolios diversificados y eficientes.

De cara a octubre, mantenemos la posición neutral en acciones, con subponderación en Europa, Reino Unido y Japón dados los problemas estructurales que enfrentan sus economías y que han llevado a un aumento de la incertidumbre política y fiscal. En EE.UU., mantenemos la sobreponderación a través de acciones tipo *growth*, *value* y *small caps*, de cara al inicio de una nueva temporada de reportes corporativos, que suelen sorprender al alza, y una política fiscal y monetaria expansivas. En emergentes, seguimos con convicción en Latinoamérica, pero disminuimos la posición para financiar un *overweight* China, principalmente por *momentum* tanto de retornos como de flujos.

Neutral acciones,
preferencia por EE.UU. y
emergentes

En renta fija, mantenemos la subponderación y la duración casi neutral, ante el riesgo de un *bear flattener*. Mantenemos cautela en la parte corta de la curva de bonos del Tesoro americano ante la expectativa exagerada de recortes de tasas de interés y en la parte larga también, por la incertidumbre fiscal y las implicancias que pueda tener el cese de funciones del gobierno. Aumentamos la preferencia por deuda emergente abriendo una posición activa en deuda soberana, y manteniendo la preferencia por deuda corporativa y en moneda local.

Underweight Renta Fija:
aumenta OW EM vs. DM

En este ambiente caracterizado por un optimismo cauteloso, se mantiene la posición en caja y en oro, como activo de refugio.

OW oro y caja

Asignación de Activos | Octubre 2025

TAACo Global	Bench.	Sep	Oct	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	50%	50%	N		
Renta Fija	50%	46%	46%	UW	-4%	Neutral acciones, UW bonos
Caja		2%	2%	OW	2%	OW en caja y oro
Oro		2%	2%	OW	2.0%	
Total Cartera						
Europe ex UK	13.7%	12.7%	13.7%	N		1.0%
Europe Small Cap ex UK	1.2%	1.2%	0.2%	UW	-1.0%	-1.0%
UK	2.9%	1.9%	1.9%	UW	-1.0%	
US Large Cap Growth	17.3%	17.8%	17.8%	OW	0.5%	UW Reino Unido y Japón
US Large Cap Value	14.7%	15.2%	15.2%	OW	0.5%	
US Small Caps	3.5%	4.0%	4.0%	OW	0.5%	Se neutraliza Europa ex UK Large Cap, para llevar a UW Small Cap
Japan	4.7%	3.7%	3.7%	UW	-1.0%	
Mercados desarrollados	58.0%	56.5%	56.5%	UW	-1.5%	
LatAm	4.4%	5.4%	4.9%	OW	0.5%	-0.5%
LatAm Small Cap	0.8%	1.3%	1.3%	OW	0.5%	Disminuye OW LatAm Large y se mantiene en Small Cap
China	12.3%	12.3%	12.8%	OW	0.5%	0.5%
EM Asia ex China	19.6%	19.6%	19.6%	N		Se lleva a OW China desde neutral
EM Asia Small Cap	4.9%	4.9%	4.9%	N		
Mercados emergentes	42.0%	43.5%	43.5%	OW	1.5%	Neutral Asia EM ex. China
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%			
Treasuries 2Y	8.3%	8.8%	8.3%	N		-0.5%
Treasuries 10Y	11.1%	11.1%	11.1%	N		
Treasuries 30Y	6.1%	5.1%	5.1%	UW	-1.0%	
US Tips	2.6%	2.6%	2.6%	N		
Global Corporate IG	26.5%	26.0%	26.0%	UW	-0.5%	
Global Corporate HY	4.0%	3.5%	3.5%	UW	-0.5%	
Deuda desarrollados	58.6%	57.1%	56.6%	UW	-2.0%	-0.5%
EMBI	9.5%	9.5%	10.0%	OW	0.5%	0.5%
EM Corporate IG	2.8%	3.3%	3.3%	OW	0.5%	
EM Corporate HY	3.8%	4.3%	4.3%	OW	0.5%	
EM Local Markets	25.3%	25.8%	25.8%	OW	0.5%	
Deuda emergente	41.4%	42.9%	43.4%	OW	2.0%	0.5%
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%			

RENTA VARIABLE

EUROPA EX UK: se neutraliza el *underweight* de *Large Cap* y se lleva a *underweight Small Cap* desde neutral

Septiembre extendió las ganancias de agosto, con el Stoxx 50 subiendo USD 3.8% y un *outperformance* respecto del S&P 500, que subió 3.5%. Entre los países con mejor desempeño vuelven a destacar periféricos como España (USD +4.1%) y Portugal (USD +3.4%). Alemania rentó apenas USD 0.4% (DAX) y el CAC40 francés logró sobreponerse a la crisis política ganando USD +3.0%.

El mercado accionario parece desacoplarse de la crisis política e institucional que sufre Francia. Luego de que el primer ministro François Bayrou fuese destituido el 8 de septiembre al perder una moción de censura en la Asamblea Nacional, su sucesor, Sébastien Lecornu, renunció tras 27 días en el cargo el 6 de octubre. Lecornu enfrentó en su corto mandato una serie de movilizaciones sociales en contra de los recortes de presupuesto y propuestas de mayor austeridad que buscan reducir la deuda pública y déficit fiscal. Así, Macron podría nombrar un nuevo primer ministro -que puede correr el mismo riesgo que Lecornu- o disolver la Asamblea Nacional y convocar elecciones parlamentarias anticipadas. La líder de oposición Marine Le Pen presiona por la última alternativa. Otra opción menos probable es la renuncia de Macron y adelantar las elecciones presidenciales de 2027. Independiente del rumbo que escoja Macron, si no se presenta el presupuesto antes del 13 de octubre se renueva la mayor parte de los planes de gasto público al mismo nivel del año anterior, lo que presionaría aún más las cuentas fiscales. Si bien las acciones no han reaccionado en forma significativa al caos político, las agencias calificadoras de riesgo advierten sobre la capacidad del país para gestionar su deuda en un contexto de déficit fiscal elevado (5.8% del PIB en 2024) y ausencia de reformas creíbles para reducirlo. La incertidumbre política se ha reflejado en un empujamiento de la curva de tasas de interés soberanas, con la tasa de 10 años subiendo en el último mes 14 puntos base (pbs.) hasta 3.59% (al 7 de octubre). Por su parte, el spread de las tasas de bonos soberanos a 10 años entre Francia y Alemania se elevó a casi 90 pbs., su mayor nivel en lo corrido del año.

Por el lado de la política monetaria, la inflación de septiembre se aceleró hasta 2.2% interanual mientras que la inflación subyacente se mantuvo en 2.3%. El Banco Central Europeo (BCE) estima que la inflación se estabilizaría en torno a la meta del 2% en el mediano plazo (en promedio 2.1% en 2025 y 1.7% en 2026) y que el crecimiento alcanzaría 1.2% este año y 1% en 2026, proyección revisada al alza para este año y a la baja para el próximo. Así, ante expectativas inflacionarias ancladas, y a pesar de una economía estancada, el BCE habría llegado al fin de su ciclo de recorte de tasas de interés. En su reunión de septiembre la entidad mantuvo sus tasas de interés, situando la tasa de depósito en 2.00%, decisión ampliamente anticipada por el mercado. En adelante, el mercado no ve recortes adicionales de tasas este año ni el próximo.

Por otro lado, el índice de sorpresas económicas mantiene una tendencia a la baja, aunque aún en terreno positivo. El PMI de manufactura no logra mantenerse en zona de expansión y en septiembre retrocede a 49.5 pts. reflejando debilidad en las órdenes de exportaciones y retrocesos en Alemania, Francia e Italia. Por su parte, el PMI de servicios se eleva a 51.4 pts. Queda ver si el efecto rezagado del ciclo monetario expansivo, los mayores planes de inversión pública de los gobiernos -principalmente Alemania- y la reactivación del consumo son sostenibles y logran reactivar de forma sostenida una economía estancada.

Pasando al mercado, las valorizaciones de las acciones europeas se encarecen y la razón Precio/Utilidad a doce meses (P/U *fwd.*) transa sobre el promedio a 5 años, aunque con acentuado descuento relativo a acciones estadounidenses. Por su parte, según EPFR, se observan entradas netas de flujos en lo corrido del año y en el último mes.

En cuanto al sector corporativo, se siguen corrigiendo a la baja las perspectivas de crecimiento de utilidades para este año (desde 8.5% a inicios de año hasta 0.6% en octubre). Para 2026 se espera una recuperación desde una base de comparación más baja, con un crecimiento de utilidades en torno a 11% -más bajo que pares desarrollados (12%)-.

En línea con un plan de expansión fiscal en Alemania que ya está internalizado en los precios de los activos de riesgo, mayor incertidumbre política y fiscal, débiles perspectivas económicas y corporativas, **se decide mantener el tono de**

cautela en acciones europeas a través de cerrar el *underweight* en acciones *Large Cap* y llevar a un corto *Small Cap* debido a lo elevada de su volatilidad a pesar del atractivo de sus valorizaciones.

REINO UNIDO: Se mantiene *UW*

Durante septiembre las acciones británicas también se sumaron a un nuevo mes de rally, no obstante, quedaron rezagadas respecto a pares desarrollados. Con un sesgo más *value* que otros mercados desarrollados, el FTSE 100 subió USD 1.4%, bajo el S&P 500. A pesar de los retornos positivos, en lo corrido del año el desempeño accionario se mantiene rezagado respecto a pares en Europa y EE.UU. Con la tendencia al alza, las valorizaciones se han encarecido. La razón P/U *fwd.* transa sobre el promedio de 5 años en términos absolutos y comparado al resto de Europa.

Las acciones británicas subieron en septiembre ignorado la incertidumbre política y fiscal. Luego de la renuncia de Angela Rayner como viceprimera ministra al inicio de septiembre por un escándalo fiscal, el gobierno de Keir Starmer hizo la reestructuración de su gabinete más importante desde que los laboristas asumieron el poder. Como gran desafío, el gobierno debe buscar un balance entre mantener estímulos/inversiones y evitar un deterioro excesivo de las finanzas públicas dado el espacio fiscal limitado. El presupuesto de 2026 será presentado durante noviembre.

Por su parte, las expectativas de crecimiento continúan reflejando una recuperación débil: las proyecciones para 2025 y 2026 se ubican en 1.3% y en 1.2% respectivamente -con una leve corrección al alza en el último mes-. La frágil situación económica se refleja en el sector corporativo. Para 2025 las utilidades de las acciones del MSCI Reino Unido mostrarían una contracción de 0.7%, dato que se corrige al alza en el último mes, pero está bajo pares desarrollados (8.8%). Para 2026 se espera un crecimiento de utilidades cercano a 11%, también bajo pares desarrollados (13%).

Por el lado económico, la sorpresa económica mantiene una tendencia la baja en el último mes, al borde de tornarse negativa, a la vez que las presiones inflacionarias persisten. La inflación se mantuvo en agosto en 3.8% anual mientras que la medida subyacente se ubicó en 3.6% y la de servicios en 4.7%. Por su parte, la situación económica es precaria y el empleo se debilita, la tasa de desempleo se mantuvo en 4.7% en julio, la más alta en 4 años, mientras que una encuesta del Banco de Inglaterra reveló que el recorte de empleo durante el trimestre terminado en agosto fue de 0.5% anual, la mayor tasa desde 2021. Así, con este balance mixto de inflación persistente y elevada, mientras el mercado laboral se debilita, el Banco de Inglaterra decidió mantener en 4.00% su tasa de política monetaria en septiembre. Además, decidió reducir el ritmo del *quantitative tightening*, es decir, la venta de bonos que el banco central posee, priorizando los bonos de corto y mediano plazo en lugar de los de largo plazo para mitigar el impacto en el mercado de bonos del gobierno de mayor duración.

Dada la complicada situación económica, en adelante, las expectativas de recortes de tasas de interés se han moderado con el mercado esperando que la tasa de referencia se mantenga en el nivel actual este año (4.00%) y se realicen entre una baja adicional en 2026. Así, incertidumbre política y fiscal, dudas sobre la sostenibilidad de la deuda, junto con una inflación persistente y un banco central que no seguiría recortando tasas este año, han llevado a empinar la curva de tasas de interés.

En el contexto de problemas políticos internos, bajo dinamismo económico, inflación que se mantiene elevada complicando la maniobrabilidad del BoE, junto a una débil trayectoria de utilidades proyectada, valorizaciones que se encarecen y salidas persistentes de flujos, se decide **mantener la posición *underweight* en acciones británicas.**

ESTADOS UNIDOS: se mantiene el *overweight* en acciones *Large Cap Growth y Value, y Small Cap*

En septiembre se extiende nuevamente el rally del mercado accionario estadounidense con el S&P500 alcanzando cerca de 30 nuevos máximos en el año. Ganancias que se dan con una economía creciendo en torno a su potencial (1.8% según el Fed), fortaleza del consumo, una política fiscal y monetaria expansiva y soporte en el sector corporativo.

Luego que los reportes corporativos sorprendieran al alza en el segundo trimestre con crecimiento de utilidades de 12% interanual, para el tercer trimestre del año se espera que las utilidades crezcan en promedio 8% anual, en lo que sería el noveno trimestre consecutivo de ganancias. El crecimiento de utilidades estaría liderado por el sector tecnológico. Facset mantiene la expectativa de crecimiento de utilidades para este año en 13%, mientras que para 2026 se espera un crecimiento de utilidades de ~14%, estimación que es corregida al alza en el último mes a pesar del efecto que podrían tener los aranceles en las cadenas productivas.

En cuanto a flujos, según EPFR, las acciones norteamericanas lideran en entradas de flujos en lo corrido del año y se observan entradas durante 3 de las últimas 4 semanas. Por su parte, tanto las valorizaciones de las acciones tipo *growth* como *value* transan casi una desv. est. sobre el promedio de 5 años. Este último tipo de acciones con un *underperformance* respecto a *growth* tanto de corto como largo plazo. Finalmente, las acciones *small cap*, lucen con valorizaciones atractivas, manteniendo el rezago en el mediano y largo plazo.

La incertidumbre comercial sigue latente a pesar de haber logrado una serie de acuerdos con los principales socios. En lo más reciente se han anunciado aranceles a sectores y productos más específicos como: 10% de tarifas a los productos de madera, 30% a los muebles tapizados, 50% a muebles de baño y cocina, 25% a los vehículos medianos y pesados - lo que afecta en forma significativa a México- y 100% a productos farmacéuticos que no sean fabricados en EE.UU. Durante septiembre se registraron USD 31.7 bn. de ingresos por aranceles, acumulando USD 190 bn. en lo corrido del año, 160% más comparado al mismo periodo del año anterior. Según Trump estos ingresos ayudan en gran parte a corregir desequilibrios comerciales y financiar la reforma fiscal – *One Big Beautiful Act*-. No obstante, el Tribunal de Apelaciones del Circuito Federal confirmó el fallo del Tribunal de Comercio Internacional, señalando que Trump no posee la facultad de establecer aranceles, lo que es una competencia exclusiva del Congreso. El gobierno presentó a la Corte Suprema una apelación para la revisión del caso y el 5 de noviembre comenzarían las audiencias.

El gobierno se enfrenta también a un cese de funciones -*shutdown*- que comenzó el 1 de octubre cuando expiró el financiamiento del gobierno federal y dado que el Congreso no logró aprobar un nuevo presupuesto ni medidas de financiamiento. Se estima que cerca de 900,000 empleados están suspendidos de sus funciones -sin goce de sueldo- en tanto republicanos y demócratas no logran acordar un nuevo plan de financiamiento, con los últimos negociando la extensión de beneficios en salud principalmente. A nivel histórico, el *shutdown* más largo fue en 2018, también bajo el mandato de Trump, y duró 34 días, con un impacto económico acotado (0.2% del crecimiento del PIB anualizado en el trimestre del cierre). A nivel de mercado, el impacto también es acotado. Durante los *shutdown* de los últimos 50 años, el S&P500 ha tenido un desempeño nulo en promedio, mientras la curva de tasas se empina y el oro sube en respuesta a la incertidumbre política. En esta ocasión, los inversionistas ven el mayor efecto del cierre del gobierno federal en la falta de publicación de datos, como por ejemplo del mercado laboral. Sin datos económicos, se dificulta no solo el trabajo del Fed para tomar decisiones de política monetaria, sino de los agentes del mercado para evaluar la situación económica.

En cuanto a datos económicos que sí se han publicado, éstos han sido mixtos y la economía continúa mostrando cierta resiliencia. El índice de sorpresa económica se mantiene positivo, con datos que en promedio reportan sobre las expectativas. El indicador líder PMI de manufacturas se ubicó en septiembre en 52 pts., mientras el de servicios en 53.9 pts., ambos bajo el mes previo, pero manteniéndose en zona de expansión del sector para los siguientes 6 a 12 meses.

Respecto a la inflación, el registro *headline* de agosto se elevó a 2.9% anual, mientras la medida subyacente se mantuvo en 3.1%. Aun no se visualizan efectos significativos de los aranceles en el nivel de precios. Por su lado, el Fed retomó los recortes de tasas de interés en su reunión de septiembre luego de una pausa de 9 meses. En la reunión se actualizaron las perspectivas de crecimiento económico e inflación al alza, con esta última sin llegar a la meta hasta al menos 2027. A pesar de ello, la debilidad del mercado laboral llevó al comité de recortar la tasa en 25 pbs. hasta 4.25%, con la mediana de las proyecciones de los miembros del consejo apuntando a dos recortes más este año y otro el próximo. El mercado, por su parte, apunta a 4 recortes en los siguientes doce meses, lo que podría ser excesivo ante una economía que no muestra señales significativas de desaceleración. De esta forma se ve un riesgo asimétrico, donde hay mayor probabilidad de que las tasas suban en vez de que sigan bajando en la medida en que el mercado descuenta menos recortes de tasas de interés.

En línea con la resiliencia económica, *momentum* accionario y fortaleza corporativa se mantiene el largo en *large cap growth* y *value*, mientras que en búsqueda de valorizaciones más aliviadas se mantiene el largo en *small cap*. Estas últimas se beneficiarían de un ciclo monetario y fiscal expansivo, además de tener un sesgo doméstico y estar menos expuestas a los aranceles.

JAPÓN: Se decide mantener la posición *underweight*

Durante septiembre, el Nikkei subió 4.6% en dólares, registrando un desempeño superior al de sus pares desarrollados, pese a la incertidumbre política tras de la renuncia del ex primer ministro Ishiba. Ya en octubre, las facciones del Partido Liberal Democrático (PLD) eligieron como sucesora de Ishiba a Sanae Takaichi, quien se convirtió en la primera mujer en liderar el partido. El resultado fue sorpresivo, ya que su opositor, Koizumi, mantenía ventaja.

Aunque el parlamento aún debe ratificar a Takaichi como primera ministra, el mercado internalizó la noticia de forma positiva. El lunes 6 de octubre, el índice Nikkei subió 4.8% en moneda local, mientras que el yen se depreció, ante la expectativa de una política fiscal más expansiva, cotizando sobre los 150 JPY/USD.

Sin embargo, la primera impresión es que la implementación de las medidas que impulsa Takaichi parecen difícil de llevar a cabo. En primer lugar, el objetivo principal es frenar el aumento de precios, lo que se contradice con una política fiscal expansiva, que implicaría el aumento del consumo privado de los hogares, reavivaría presiones inflacionarias, en un contexto donde la inflación se ha desacelerado hasta 2.7% anual en agosto desde su máximo de 4% anual en enero de este año. Finalmente, Takaichi se ha mostrado partidaria de mantener una política monetaria expansiva, llegando incluso a calificar de “estúpidas” las alzas de tasas anteriores y aunque en el último tiempo ha moderado su discurso, la probabilidad de subida de tasas durante el cuarto trimestre ha disminuido. Por lo que la implementación de estas tres aristas podría afectar el objetivo entre ellas.

Durante septiembre, el Banco de Japón mantuvo la tasa de referencia en 0.5% y anunció el inicio de la venta gradual de sus tenencias de ETFs. La autoridad monetaria aclaró que este proceso será muy paulatino para evitar disrupciones en

el mercado, al punto de que podría demorar más de un siglo en liquidar completamente sus posiciones. En el mismo mes, la curva de rendimientos de tasas continuó desplazándose al alza, con mayores incrementos en el tramo corto. De cara a octubre, la elección de Takaichi podría generar mayor volatilidad y presiones al alza en la parte larga de la curva, donde la tasa del bono de 30 años alcanzó un máximo en 3.29% el 6 de octubre antes de retroceder.

En el frente macroeconómico, los datos recientes no son alentadores. El índice PMI manufacturero de septiembre cayó a 48.5 pts., su nivel más bajo en 6 meses. Además, en agosto la producción industrial se contrajo por segundo mes consecutivo (-1.3% anual) y las ventas minoristas se contrajeron por primera vez en 42 meses (-1.1% anual).

Los altos rendimientos del mercado accionario durante agosto y septiembre llevaron a las acciones a transar sobre su promedio de 5 años en la razón P/U *fwd*. Por su parte, según EPFR se observan entradas de flujos de inversión durante las últimas 5 semanas (hasta el 1 de octubre). Al mismo tiempo, según Factset, las expectativas de crecimiento de utilidades para 2025 se corrigen a la baja, de cara la nueva temporada de reportes corporativos. Aunque para 2026 las expectativas se ajustan al alza hasta 10.4%, pero bajo pares desarrollados.

En el contexto de valorizaciones ajustadas, datos económicos deteriorados y debilidad corporativa, **se decide mantener un posicionamiento *underweight* en acciones japonesas.**

SE MANTIENE OW ACCIONES EMERGENTES: Disminuye OW *LatAm Large Cap*, se mantiene en *Small Cap*, se lleva a OW China y se mantiene en neutral Asia EM ex China

En septiembre, el apetito por riesgo transversal en los mercados favoreció a países emergentes, que rentaron 6.7% en dólares. China fue el gran ganador, rentando casi un 10% en USD (índice MSCI), seguido por América Latina, dentro de los que destacaron Brasil y México. Tras la última reunión del Fed, los bancos centrales de países emergentes tienen ahora espacio para adoptar un tono más expansivo, y el diferencial de tasas favorecerá a sus monedas hacia adelante. La relación de Trump con algunos países emergentes se suavizó durante septiembre, adoptando un discurso más amigable, dando un soporte adicional a los mercados accionarios. Los *commodities* siguieron al alza, liderados por el oro y metales industriales, en tanto el petróleo Brent frenó -transitoriamente- las bajas durante septiembre, favoreciendo a países emergentes.

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

Los mercados accionarios latinoamericanos destacaron en septiembre y acumulan una rentabilidad de ~40% en lo corrido del año. Si bien han sido de los principales ganadores de lo que va de 2025, todavía hay espacio para que continúen con este *outperformance*. En un mercado que adopta un “modo burbuja” y todo sube, parece razonable posicionarse en activos con un mayor rezago y con espacio por valorizaciones, y América Latina es una región que cumple con dichas condiciones. Además de las condiciones globales, hay factores locales que entregarán un soporte adicional al mercado accionario, como lo son el potencial giro político hacia gobiernos más promercado, el inminente inicio del ciclo de recortes de tasas de parte del Banco Central brasileiro, las proyecciones estables de crecimiento económico y la consistente entrada de flujos que continuó en septiembre, agregando un 6% del AUM al principal ETF de América Latina.

En **Brasil**, el Bovespa subió un 5.6% en dólares en septiembre, apoyado por un real que se apreció un 2% en el mes, destacando entre las monedas de la región. Si bien los datos económicos no fueron de los principales catalizadores para

este positivo desempeño, persiste el respaldo para que el mercado accionario más grande de la región continúe exhibiendo este *outperformance*. Si comenzamos por el lado de los datos económicos, la tendencia ha sido de decepciones, con la actividad económica contrayéndose por tercer mes consecutivo (la variación mensual) y los PMIs de septiembre en terreno contractivo tanto para el sector de manufactura (46.5 pts.) como de servicios (46.3 pts.). La desaceleración en Brasil ya es evidente y comienza a dar cuenta del efecto real en la economía del elevado nivel de tasas de interés. El Banco Central decidió en septiembre mantener la tasa Selic en 15.00%, como era esperado por el mercado. El tono de tanto el comunicado como la minuta fueron más bien *hawkish*, aun cuando los precios muestran con cierta probabilidad que la autoridad monetaria podría comenzar a recortar tasas en su reunión de diciembre. Hacia 2026, las proyecciones de la tasa Selic de cierre año se revisan a la baja, en línea con una inflación que sigue sorprendiendo y mostrando menos presiones, a la vez que las proyecciones apuntan hacia una inflación que cerraría 2025 en 4.8% anual y 4.3% en 2026 (Focus), esta última dentro del rango que tolera el Banco Central. A pesar del rally de la bolsa brasilera en lo corrido del año, si se comparan las valorizaciones actuales con el promedio de 10 años (razón P/U *fwd.*) se ve un descuento de ~0.5 desviaciones estándar. El buen desempeño de septiembre estuvo respaldado por una entrada de flujos de 3.5% del AUM del conjunto de ETFs, aun cuando la tenencia de inversionistas brasileiros de acciones locales se mantiene baja, ~8.2% de los portafolios. Con respecto a la política, hubo acontecimientos que sí dieron un impulso al mercado accionario, como el intercambio entre Lula y Trump en el marco de la Asamblea General de la ONU, y las palabras positivas al respecto de este último. En lo más reciente ambos mandatarios sostuvieron una llamada telefónica en la que Lula solicitó reevaluar los aranceles, y Trump designó a Marco Rubio para que sostuviera negociaciones con Brasil. Por otro lado, sigue siendo muy pronto para pensar quién será el próximo presidente de Brasil, pero el elevado nivel de rechazo que enfrenta Lula hace que sea probable un giro hacia un partido más moderado. Con todo lo anterior, en la medida que se acerca un ciclo de política monetaria expansivo, soporte de flujos de inversionistas extranjeros, valorizaciones descontadas y un mejor escenario político, pero para tomar algo de utilidad, se decide **disminuir el OW en acciones brasileñas.**

En **México** las mejores condiciones arancelarias de las que goza se plasmaron en el desempeño de la renta variable en septiembre y el IPC Mexbol subió un 9.0% en dólares. A pesar de una desaceleración económica, con una actividad que en julio se contrajo un 1.1% en doce meses, las perspectivas de crecimiento siguen apuntando a una expansión magra de la actividad económica para este año. Aun así, la inflación subyacente sigue persistente y ~4.2% anual, mientras que el registro *headline* se ubica dentro del rango meta. De todas maneras, el reinicio de las bajas de tasas de parte del Fed en septiembre reafirmó las creencias del mercado respecto de un Banxico que seguirá con los recortes hacia adelante. Así, se prevé que en las dos reuniones que quedan de 2025 la autoridad monetaria mexicana baje la tasa en 25 pbs. en cada instancia, llevándola a 7.00% al cierre del año. Por el lado del mercado, las valorizaciones se ajustaron con el desempeño de septiembre y la razón P/U *fwd.* de la bolsa mexicana transa en torno al promedio de 5 años, pero luce con descuento respecto a los 10 años. A su vez, se observaron entradas de flujos durante septiembre de casi un 6% del AUM del conjunto de ETFs. Por el lado político, con el inicio del periodo de consultas para el T-MEC en septiembre, el mercado se enfoca completamente en eso. El mejor escenario para México es que el tratado se extienda hasta 2042, a lo que creemos que el mercado otorga en torno a un 50% de probabilidad. De darse este escenario, las perspectivas para México se tornarían bastante más positivas que ahora. Durante el último mes, el gobierno presentó el presupuesto para el próximo año, que si bien con algunos desvíos, sigue dando señales de responsabilidad fiscal y disminuye la probabilidad de que México pierda el grado de inversión en el corto plazo. En el proyecto, también se incluyen aranceles para países que no cuentan con tratado de libre comercio con México, reafirmando que el gobierno protegerá su relación con EE.UU. por sobre la de otros socios comerciales, como es el caso de China. Así, el gigante asiático declaró que

comenzó una investigación antidumping contra México producto de estas medidas arancelarias, que además pretenden aumentar la recaudación fiscal. Por último, si bien es algo que el mercado no internaliza aún, México será uno de los países sede de la Copa Mundial de Fútbol de 2026, pudiendo llevar a mejoras en las perspectivas económicas para el próximo año. De esta manera, y reconociendo que hacia adelante si las negociaciones son fructíferas la bolsa mexicana tendrá un desempeño importante, **se decide mantener la posición overweight en acciones mexicanas.**

En **Chile**, el mercado accionario perdió *momentum* durante septiembre y el IPSA subió un 1.2% en dólares, apoyado en un peso chileno que se apreció marginalmente. Sin embargo, en lo corrido del año el IPSA ha subido casi un 38% en USD, internalizando un posible mejor escenario político y en línea con el mayor apetito por riesgo por América Latina. Sin embargo, el peso chileno continúa subvalorado y es probable que necesite que se disipe la incertidumbre política ligada a las elecciones para retomar una senda apreciativa más clara. En este contexto, las encuestas comienzan a dar más claridad, y pareciera que la candidata oficialista va a obtener la mayoría de los votos en la primera vuelta, pero el republicano José Antonio Kast vencería en segunda vuelta. Con respecto a la composición del Congreso, la Cámara de Diputados se renueva completa y es probable que quede relativamente equilibrada, o incluso con una leve mayoría de derecha. Por el lado del Senado, las probabilidades apuntan también a una mayoría de la derecha. Volviendo a la macro, la actividad de agosto decepcionó y creció un 0.5% interanual, aun cuando en su Informe de Política Monetaria de septiembre el Banco Central revisó al alza las proyecciones de crecimiento para este año y el próximo hasta 2.5% y 2.25% respectivamente. Este mayor crecimiento vendrá de la mano de una inflación más resistente, en tanto la autoridad monetaria retrasó la convergencia a la meta de 3% al tercer trimestre del próximo año. El precio del cobre siguió al alza durante el mes, de la mano de nuevas disrupciones de oferta producto de un accidente de una mina en Indonesia. Por el lado de la bolsa chilena, las valorizaciones transan sobre su promedio de 5 años (razón P/U *fwd.*), pero bajo su promedio de 10 años. En el último mes, se siguieron observando entradas de flujos al conjunto de ETFs, pero aun así las acciones se quedaron atrás con respecto a pares. De esta manera, en la medida que se acercan las elecciones generales de noviembre y el mercado accionario pierde *momentum*, **se decide neutralizar la posición en acciones chilenas**, y jugar las buenas perspectivas para los *commodities* favoreciendo a otros países.

En **Colombia**, los datos más recientes revelaron señales mixtas respecto a la evolución de la economía. Por un lado, la actividad económica de julio creció 4.3% anual, sorprendiendo al alza las proyecciones de 2.6% que esperaba el mercado. El buen desempeño sigue justificado principalmente por una demanda interna que continúa resiliente, pero que mantiene aún intactas -y con riesgos al alza- las presiones inflacionarias. En este escenario y en línea con las expectativas, el Banco de la República decidió mantener la tasa de referencia en 9.25% en su última reunión de septiembre, la cual acumula tres meses consecutivos inalterada y con proyecciones de que cierre el año en ese mismo nivel. En este contexto, se espera que la inflación permanezca por encima del 5% anual tanto en septiembre como hacia el cierre del año, lo que refleja un espacio cada vez más acotado para recortes adicionales. A este panorama se suma el frente fiscal, donde finalmente se dio luz verde al Presupuesto de 2026, recortado en COP 10 billones respecto al proyecto original y fijado en COP 547 billones, reforzando la discusión de no flexibilizar la política monetaria ante las presiones que persisten sobre el déficit. En el plano político, continúa la incertidumbre en torno a la carrera presidencial a raíz de la nueva ley de encuestas, vigente hasta el 31 de octubre, y que por el momento impide conocer con claridad las tendencias de intención de voto. Ahora bien, a lo largo del año se ha evidenciado un progresivo debilitamiento de la izquierda en el país, siendo el hecho más reciente la decisión del PacPto Histórico de bajarse de la consulta interna de octubre, postergando así su definición de precandidatos, mientras que la fusión del movimiento fue aprobada sin la participación de Colombia Humana. A esto se suma la creciente radicalización del discurso del presidente Petro,

reflejada en sus polémicas intervenciones durante la última Asamblea General de la ONU, lo que refuerza la percepción de una izquierda cada vez más dividida y en retroceso de cara a las elecciones del próximo año. Todo ocurre en un contexto marcado por la reciente descertificación de Colombia por parte de Estados Unidos en la lucha contra el narcotráfico, hecho que no ocurría desde 1997. Dicha descertificación supuso un duro llamado de atención diplomático, y aunque la medida podría implicar sanciones y la suspensión de apoyos por USD 450 millones, la Casa Blanca sostuvo en su comunicado que estas decisiones no se tomarán y que los apoyos se mantendrán, dado el carácter clave de esa asistencia en la lucha contra las drogas en Colombia. En definitiva, lo anterior termina reforzando la narrativa de la derecha y ampliando sus posibilidades de capitalizar el descontento en el próximo proceso electoral. Pese a este ruidoso escenario, el MSCI colombiano sigue con su imparable rendimiento en 2025, rentando USD 4% en septiembre y más de USD 48% en lo que va del año. Además, las valorizaciones continúan siendo atractivas al cotizar por debajo de su promedio de diez años en la razón P/U *fwd.*, y durante el último mes se observaron entradas de flujos al principal ETF por alrededor del 2% de su AUM. De esta manera, pese a la resiliencia de la actividad económica, valorizaciones atractivas y un mercado accionario que mantiene un buen *momentum*, los desafíos fiscales, políticos e inflacionarios se siguen agravando, por lo que **se decide mantener la posición neutral en acciones colombianas.**

En **Perú**, la economía se mantiene entre las más destacadas de la región y la actividad económica de julio creció 3.4% anual, marcando el decimosexto mes consecutivo de crecimiento. Ante esto, el Banco Central ajustó al alza su proyección del PIB hasta 3.2% para el cierre de 2025, en respuesta al dinamismo del mercado interno y el impulso de sectores clave como la minería y la agricultura. En lo que respecta a la parte fiscal, se espera que el déficit siga con una tendencia bajista y converja con la meta de 2.2% del PIB para el cierre de año, según proyecciones del Ministerio de Economía y Finanzas. Por otro lado, si bien la inflación de septiembre se aceleró a 1.36% anual, estuvo en línea con lo que esperaba el mercado y dentro del rango que tolera el Banco Central, donde se espera se mantenga de cara a fin de año. En cuanto a política monetaria, el Banco de la Reserva recortó en 25 pbs. la tasa de referencia después de tres reuniones consecutivas sin cambios, ubicándose en 4.25% y en línea con las expectativas. En el ámbito legislativo, y en contraste con la postergación discutida el mes pasado, el Congreso finalmente aprobó el octavo retiro de fondos de AFP por PEN 31.600 millones (~USD 9.100 millones), permitiendo a cada afiliado extraer hasta PEN 21.400 (~USD 6.200). Si bien esta medida implica un nuevo retiro de ahorros previsionales —que han pasado de representar un 23% del PIB a 10,4% en los últimos cinco años—, refleja que dada la alta desaprobación que enfrenta Dina Boluarte, el Congreso estaría gobernando de facto, impulsando medidas populistas de cara a las elecciones y garantizando la continuidad de la actual administración hasta el próximo año. Por el lado político, tras menos de dos meses en el cargo, Juan José Santiváñez presentó su renuncia como ministro de Justicia y Derechos Humanos, un episodio que, pese a evidenciar la rotación dentro del gabinete, no ha afectado de forma relevante la continuidad institucional del gobierno. Además, el reciente rechazo del Poder Judicial al pedido de liberación del expresidente Pedro Castillo contribuye a reducir la incertidumbre en el corto plazo y mantiene un mayor orden político de cara al proceso electoral del próximo año. En paralelo, las encuestas siguen consolidando a Rafael López Aliaga y Keiko Fujimori como los principales favoritos para las elecciones presidenciales de abril de 2026. Si bien existe una alta fragmentación del electorado —con un voto indefinido que continúa en torno al 50%—, ambos candidatos pertenecen al espectro de derecha, lo que sugiere una tendencia clara hacia un eventual giro político promercado. En este contexto, el MSCI Perú All Cap rentó USD 13,5% en septiembre, posicionándose como el índice de mejor desempeño frente a sus pares regionales y dejando atrás el rezago en rentabilidad observado en agosto. Además, dicho índice presenta una alta correlación con los precios de diversos *commodities* —superior al 60% con el cobre y la plata—, y más del 50% de su composición corresponde al sector de Materiales. Habiendo dicho esto, y tal como se ha observado en lo corrido del año, los precios de los metales han

registrado alzas significativas, reforzando las perspectivas positivas para el mercado peruano. En cuanto a valorizaciones, estas se mantienen atractivas al transar por debajo de su promedio de 10 años en la razón P/U *fwd*. Así, con una economía que se mantiene firme, un déficit e inflación bajo control y dentro de sus rangos objetivos, además de una visión positiva sobre la continuidad del *momentum* respecto a los precios de los metales, **se decide llevar a OW desde neutral la posición en acciones peruanas.**

En **Argentina**, la atención está puesta en las elecciones intermedias previstas para finales de octubre. Se anticipa un mes de elevada volatilidad, marcado por la incertidumbre monetaria y política tras la dura derrota del oficialismo frente al peronismo en los comicios regionales de la Provincia de Buenos Aires. El gobierno busca asegurarse un tercio de las bancas en el Congreso para poder vetar proyectos y reformas de la oposición que pongan en riesgo su plan económico, centrado en mantener el equilibrio fiscal. En esa línea, el presidente Javier Milei presentó el presupuesto para 2026, reafirmando que la disciplina fiscal es un principio no negociable y la principal herramienta para la recuperación económica. El plan contempla aumentos reales en jubilaciones, pensiones por discapacidad y subsidios en salud y educación. El balance positivo ha sido una de las principales cartas de la administración: el superávit fiscal primario alcanzó 1.3% del PIB en agosto, y apunta a cerrar el año en 1.5%. En el frente monetario, el Banco Central debió recurrir a sus reservas internacionales para contener el tipo de cambio, que incluso llegó a sobrepasar la banda superior, incumpliendo de esta forma uno de los compromisos asumidos con el FMI en el acuerdo de financiamiento firmado en abril. Posteriormente, el peso mostró una apreciación relevante tras el anuncio del secretario del Tesoro estadounidense, Scott Bessent, de un acuerdo de *swaps* con Argentina por USD 20 *bn*. Aunque la divisa volvió a ubicarse por encima de los ARS 1,400 por dólar, el apoyo de Estados Unidos podría contribuir a estabilizar el mercado en las semanas previas a las elecciones y mejorar los márgenes de aprobación positiva. Este último punto se ha deteriorado recientemente, con el Índice de Confianza en el Gobierno cayendo por segundo mes consecutivo, y llegando a su valor más bajo desde que asumió la actual administración. Por el lado macroeconómico, el PIB del segundo trimestre se contrajo 0.1% trimestral desestacionalizado, confirmando el enfriamiento económico respecto del primer trimestre, aunque anotando un crecimiento de 6.3% en términos anuales. Si bien no son datos para alarmarse, entregan una señal de alerta y estancamiento a una economía que cuenta con un consumo rezagado. Por otro lado, el proceso desinflacionario se mantiene y el dato de agosto se ubicó por cuarto mes consecutivo bajo el 2.0% mensual. En cuanto a flujos, se acentúan las salidas desde el principal ETF por 23% del AUM en el último mes, acumulando salidas de flujos por 56% del AUM en los últimos tres meses. De esta forma, con un aumento de la volatilidad política en la recta final de cara a las elecciones intermedias, se decide **mantener la posición neutral en acciones argentinas.**

CHINA: Se decide llevar a *overweight* las acciones chinas desde neutral

El *momentum* accionario en China sigue siendo fuerte. En septiembre, las acciones subieron 9.8% en USD (índice MSCI), liderando el desempeño en Asia EM y en emergentes como un todo; sólo Perú y Sudáfrica anotaron retornos mayores, ambos mercados correlacionados positivamente con el precio del oro.

El repunte de accionario de más de USD 40% en lo corrido del año ha llevado a las acciones chinas a transar 15.1 veces en la razón P/U *fwd*., sobre su promedio histórico de 5 años. De esta manera, según EPFR, se observan entradas de flujos a acciones chinas durante las última 3 semanas (hasta el 1 de octubre), llevando a revertir la salida de flujos durante el año. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento de utilidades se corrigen a la baja para este año y al alza para el próximo.

Por el lado de la política interna, durante octubre se llevará a cabo el “*Fourth Plenum*”, que reúne a las principales autoridades para determinar el plan quinquenal de desarrollo económico y social del país (2026/2030). La sesión plenaria se realizará entre el 20 y 23 de octubre y aunque la instancia es para definir una estructura de política de mediano plazo, se mantiene la presión para anunciar nuevos estímulos, principalmente enfocados en impulsar el consumo interno y abordar el desequilibrio del mercado inmobiliario.

Por otro lado, actualmente se desarrolla la *Golden Week*, periodo festivo en China caracterizado por el repunte del consumo interno impulsado por el turismo, los sectores de servicios y recreación principalmente. Las cifras preliminares señalan una aceleración del consumo respecto el año anterior. Las autoridades emitieron cupones para las personas para incentivar el consumo, además de ampliar los horarios de funcionamiento del comercio. Lo anterior en un contexto donde las ventas minoristas y la producción industrial de agosto se desaceleraron a 3.4% y 5.2% anual, manteniéndose el desbalance entre oferta y demanda.

Continuando con datos económicos, el PMI RatingDog (ex Caixin) manufacturero mejoró a 51.2 pts., el registro más alto en 6 meses, mientras que el indicador de servicios registró 52.9 pts., entregando mejores perspectivas en el sector privado. En cuanto a la inflación, continúa siendo una de los principales problemas para las autoridades ya que en agosto se contrajo 0.4% anual, endureciendo la presión deflacionaria. Por su parte, el Banco Central decidió mantener las tasas de referencia a 1 y 5 años en 3.00% y 3.50% respectivamente.

En el ámbito geopolítico, respecto a la relación con EE.UU., se observan avances positivos y una mejor relación. El mandatario chino habló por teléfono con su homólogo estadounidense, y la conversación fue calificada como positiva, productiva y pragmática. Los presidentes se reunirán en Corea del Sur, en la cumbre APEC, de forma presencial por primera vez desde que Trump volvió al cargo. Las negociaciones continuarán y en el centro de ellas un posible acuerdo de compra de 500 Boeing por parte de China. Otra arista relevante, fue el acuerdo sobre TikTok. Se definió un marco del cual se firmó una orden ejecutiva por parte de Trump, donde se estableció el valor potencial de USD 14 bn, ByteDance retendría el 20% de la participación y 1 asiento en directorio.

En el contexto de retorno de flujos, *momentum* accionario, mejor entorno político y geopolítico, **se decide llevar a overweight las acciones chinas desde neutral**, pese a señales mixtas de datos económicos y valorizaciones encarecidas.

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se neutraliza el OW

Los retornos accionarios en Asia emergente ex China siguieron exhibiendo señales mixtas en septiembre, con Corea del Sur avanzando casi un 10% en USD (índice MSCI), y el resto con rentabilidades variadas, destacando el magro avance del mercado indio de 0.5% en dólares (MSCI), asociado a nuevos enfrentamientos con EE.UU. y en línea con la pérdida de *momentum* observada en lo corrido del año. Si bien los rumbos de los distintos mercados son divergentes, no se observa un atractivo en valorizaciones ni entradas de flujos consistentes, por lo que se decide mantener la posición neutral.

India continúa entrampada entre una posición macroeconómica positiva, pero geopolíticamente más presionada por EE.UU. y valorizaciones ajustadas que le restan atractivo. Durante septiembre las acciones rentaron apenas USD 0.5% (índice MSCI) y anotando un retorno negativo de 12.3% en dólares a un año, registrando un marcado rezago accionario

respecto a Asia EM con una rentabilidad de USD 16.4% a un año. Mientras tanto la rupia se depreció 0.7% frente al dólar en septiembre. Pese al rezago accionario, las acciones transan 24.3 veces en la razón P/U *fwd.* sobre su promedio histórico de 5 años. Sin embargo, los flujos sí plasman este menor apetito por las acciones indias, según EPFR se observan salida de flujos durante las últimas 4 semanas (hasta el 1 de octubre), acumulando salida de flujos en lo corrido del año. En el ámbito económico, los PMI de manufacturas y servicios se mantienen en amplio terreno expansivo en septiembre. Por su parte, la OCDE ajustó al alza su proyección de crecimiento para el año fiscal 2025/2026 hasta 6.7% desde 6.3%. Esta solidez macro se refleja en la salud corporativa y la proyección de crecimiento de utilidades se corrige al alza para este y el próximo año. Por otro lado, la inflación se aceleró hasta 2.1% anual en agosto, retornando al rango objetivo del Banco Central. Por su parte la autoridad monetaria decidió mantener la tasa de referencia en 5.50% en su reunión de octubre, señalando la necesidad de continuar monitoreando el entorno interno y global. Por el lado de la política interna, el 22 de septiembre entraron en vigor los nuevos rangos de impuestos de bienes y servicios, y se espera que la medida sea positiva para el consumo en medio de la temporada de matrimonios y festividades religiosas como Diwali. En el contexto de valorizaciones ajustadas, salidas de flujos, falta de tracción accionaria, pero sólido entorno macroeconómico y corporativo, **se decide mantener neutral las acciones indias.**

Durante septiembre, la renta variable **surcoreana** rentó USD 9.6%, registrando un *outperformance* frente a sus pares regionales y retomando el *momentum* luego la caída de agosto. El apetito por riesgo no se vio afectado por las nuevas restricciones de EE.UU. a las fábricas surcoreanas que producen en China. Por el contrario, el apetito por las acciones aumentó luego que: i) las autoridades descartaran el aumento de impuesto sobre ganancias de capital y ii) los chips HBM3E de Samsung superaron las pruebas de Nvidia, lo que implicaría que se autoriza el uso de estos en los aceleradores de inteligencia artificial. Esto llevó a que las valorizaciones de las acciones transen a 11.9 veces en la razón P/U *fwd.* comenzando a transar sobre su promedio histórico de 5 años. En cuanto a los flujos, durante septiembre se observaron leves entradas de flujos por 1% del AUM al principal ETF, luego de las salidas de agosto. Por el lado macroeconómico, el índice PMI de manufacturas subió hasta 50.7 pts. en septiembre, el registro más alto desde agosto de 2024. El FMI por su parte, señaló que el crecimiento de la economía se recuperará en 2026 (1.8%), desde un moderado crecimiento de 0.9% en 2025. En medio del auge del sector tecnológico y mejora en las perspectivas económicas, la proyección de crecimiento de utilidades se corrige al alza para este y el próximo año. En agosto la tasa de desempleo subió a 2.6% y el FMI resaltó la necesidad de abordar la caída de la oferta laboral. Mientras tanto, las exportaciones se recuperaron ampliamente al crecer 12.7% anual en septiembre, registrando un máximo en términos nominales, impulsado principalmente por los envíos de semiconductores, aunque el crecimiento del total de exportaciones se deba en gran parte a efecto estacionales y 4 días hábiles adicionales respecto a 2024. En cuanto a la inflación, en septiembre, esta se aceleró a 2.1% anual, acercándose al 2% objetivo del Banco Central. El FMI señaló que se proyecta que la inflación se mantenga cercana al 2% en 2025 y 2026. Por su parte, se espera que el Banco Central mantenga la tasa de referencia en su reunión de este mes. En la última reunión la autoridad señaló la necesidad de monitorear la deuda de los hogares y los precios del mercado inmobiliario, por sobre la inflación. El mercado no logra internalizar una bajada de 25 pbs. en los próximos 12 meses. En el contexto de valorizaciones ajustadas y flujos sin una tendencia clara, **se decide mantener neutral la exposición a acciones surcoreanas**, pero manteniendo un alto monitoreo ante una eventual oportunidad en un contexto de *momentum* accionario y mejora de datos económicos.

Durante las últimas semanas **Taiwán** ha enfrentado presiones por parte de China. Las autoridades chinas llamaron a EE.UU. a oponerse oficialmente a la independencia de Taiwán y reconocer a “una sola China”. El presidente taiwanés, Lai Ching-te, instó a Trump a mantener el apoyo hacia la isla e incluso declaró que, si Taiwán se anexa, China se volverá

más poderosa para competir con EE.UU. y afectará sus intereses nacionales. La urgencia del mandatario taiwanés se plasma luego que EE.UU. rechaza un paquete de apoyo militar por USD 400 mn. Pese a estos ruidos políticos, las acciones taiwanesas rentaron USD 6.3% en septiembre (índice MSCI), mientras que la moneda local se apreció 0.4% respecto al dólar estadounidense. Por el lado corporativo, Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC) alcanza un nuevo máximo histórico en la bolsa local, ya que se vería beneficiado por el acuerdo entre AMD y OpenIA. No obstante, las señales macroeconómicas son mixtas. El índice PMI manufacturero cayó en septiembre a 46.8 pts., acentuando su caída en terreno contractivo. Por su parte, aunque la producción industrial se expandió 14% anual en agosto, desacelerándose consecutivamente desde el crecimiento de 23% anual en abril y las autoridades han señalado que esta tendencia continuaría. No obstante, las exportaciones continúan creciendo sobre 30% anual por cuarto mes consecutivo en agosto. En cuanto a la inflación, esta se aceleró levemente a 1.6% y el Banco Central proyecta que cierre el año en 1.8% impactada por el aumento de precios de alimentos por efectos climáticos como tifones y lluvias. Además, la autoridad monetaria decidió mantener la tasa de referencia en 2.00% en su reunión de septiembre y elevó las perspectivas de crecimiento económico para este año hasta 4.5% desde 3.1% respecto su comunicado de junio. En tal sentido, el crecimiento económico se plasma en el sector corporativo y la proyección de crecimiento de utilidades se corrige al alza para este y el próximo año durante el último mes. Por otro lado, las acciones transan sobre su promedio histórico en la razón P/U *fwd.*, mientras que los flujos se mantienen planos durante el último mes. De esta forma, pese a la solidez del sector de semiconductores, **se decide mantener neutral la exposición en acciones taiwanesas**, en medio de valorizaciones ajustadas, flujos planos, datos económicos mixtos y un entorno geopolítico incierto.

Indonesia se mantiene con una alta incertidumbre en su política interna. En lo más reciente el ministro de finanzas señaló que no cree que el Banco Central deba ser independiente, pensamiento que el presidente Prabowo compartiría. Esto, cuando el Banco Central estaría financiando políticas de la administración de Prabowo, en el marco de un acuerdo de reparto de cargas implementado durante la pandemia del COVID y que ha vuelto a implementarse para financiar iniciativas sociales del programa del presidente. De esta manera, durante septiembre las acciones retrocedieron USD 0.1%, mientras que la rupia se depreció 1.0% frente al dólar. Por otro lado, las reservas de divisas de Indonesia alcanzaron el nivel más bajo en un año, ya que el Banco Central intensificó sus operaciones para dar soporte a la moneda. En el ámbito macroeconómico, el índice PMI de manufacturas retrocede a 50.4 pts. en septiembre y la inflación se aceleró hasta 2.7% anual el mismo mes, impulsada por una mayor aceleración en los precios de alimentos. Por otro lado, las políticas restrictivas a las importaciones están afectando a la importación de petróleo y sus derivados; así, empresas como Shell han comunicado las variedades de gasolina que no se encuentran disponibles hasta nuevo aviso. Ante la falta de oferta y un eventual deterioro de la situación, la inflación podría verse presionada al alza. Por su parte, el Banco Central recortó la tasa de referencia en 25 pbs. hasta 4.75% en la reunión de septiembre. Finalmente, las acciones transan con valorizaciones atractivas en la razón P/U *fwd.*, pero durante el último mes se observan salidas de flujos por 7% del AUM y el crecimiento de utilidades se ajusta a la baja para este año. En este contexto de un mercado de valorizaciones atractivas, datos mixtos, pero ruidos políticos y salidas de flujos, **se decide mantener en neutral la exposición a acciones indonesias**. Por otro lado, el mercado **tailandés** rentó 2.7% en USD en septiembre, registrando un desempeño inferior a sus pares de la región, mientras que el baht se depreció 0.3% frente al dólar. Durante el mes, Anutin Charnvirakul y sus 35 ministros prestaron juramento ante el Rey e inició su gobierno con la implementación de un subsidio para impulsar el consumo y reactivar la economía. Esto en medio de una economía que se ha visto afectada por la desaceleración del turismo, de las exportaciones (en medio de los aranceles de EE.UU.) y una inflación que se mantiene terreno contractivo por 6 meses consecutivo (-0.7% anual en septiembre). El mercado espera que la economía se mantenga estancada y sin crecer durante el tercer y cuarto trimestre. Por su parte, se espera que el Banco Central

recorte la tasa de referencia en 25 pbs. en la reunión de octubre, desde 1.5% actual, para estimular la economía y liquidez. Por su parte, el primer ministro Charnvirakul, deberá llamar a elecciones generales en enero del próximo año, lo que mantiene la incertidumbre y se espera que sus políticas sean principalmente populistas para impulsar el apoyo de la ciudadanía. Por el lado del mercado, las acciones registran un desempeño inferior a sus pares en lo corrido del año, lo que lleva a que las valorizaciones transen atractivas en la razón *P/U fwd.* respecto a su promedio histórico. No obstante, se observan salidas de flujos desde el principal ETF por 1% del AUM, mientras que la proyección de utilidades se corrige a la baja para este año y al alza para el próximo, durante el último mes. De este modo, dadas las presiones deflacionarias, incertidumbre política y salida de flujos, **se decide mantener el *underweight* en acciones tailandesas.**

EMEA

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

Las acciones **sudafricanas** registraron un *outperformance* respecto a pares regionales y subieron USD 11.4% en septiembre, en línea con la correlación positiva entre las acciones y el precio del oro que repuntó USD 11.6% el mismo mes. Mientras tanto el ZAR se apreció 2.3% respecto al dólar. En el ámbito económico, el índice PMI manufacturero mejoró levemente hasta 50.2 pts. en septiembre. Mientras tanto la OCDE ajustó a la baja sus proyecciones de crecimiento económico para este año a un 1.1% desde 1.3% y para el próximo año a un 1.3%. En cuanto a las negociaciones con EE.UU., las autoridades locales han señalado que son constructivas, mientras que el presidente mejoró las relaciones con EE.UU. en su viaje a la ONU. No obstante, las empresas han programado recortes de empleo ya que se han visto afectadas por los aranceles de EE.UU. y la desaceleración económica. Por el lado de la inflación, esta se desaceleró hasta 3.3% anual en agosto. Por su parte, el Banco Central mantuvo la tasa de referencia en 7.00% en la reunión de septiembre. En este sentido de cara a la reunión de octubre del Banco Central, se espera que mantenga la tasa de referencia en 7.00%, aunque el mercado espera que la autoridad recorte al menos 50 pbs. adiciones en los próximos 12 meses. Por el lado de mercado, las acciones transan con valorizaciones ajustadas en la razón *P/U fwd.*, mientras que las expectativas de crecimiento de utilidades se corrigen a la baja durante el último mes para este y el próximo año, no obstante, en el mismo periodo se observan entradas de flujos al principal ETF por 4% del AUM. En el contexto de valorizaciones ajustadas, perspectivas económicas y corporativas débiles, **se decide mantener en neutral las acciones sudafricanas**, dada la alta correlación del mercado accionario con el oro y perspectivas favorables para este último y entradas de flujos de inversión.

Las acciones **turcas** iniciaron el mes al alza, sin embargo, cayeron USD 2.6% en septiembre. La lira turca, en tanto, se depreció 1.1% frente al dólar. En el ámbito macroeconómico, el índice PMI retrocedió a 46.7 pts. en septiembre y se acentuó su caída en terreno contractivo. Aunque la OCDE corrigió al alza su proyección de crecimiento económico para este año hasta 3.2% desde 2.9%. Por su parte, la inflación se aceleró a 33.3% anual en septiembre, sobre las expectativas del mercado y registrando su primera aceleración en 15 meses. Mientras tanto, la OCDE ajustó al alza su pronóstico de inflación para este año hasta 33.5% desde 31.4%. Aunque el Banco Central recortó la tasa de referencia en 250 pbs. hasta 40.50% en su reunión de septiembre, tras la aceleración de la inflación el mercado comienza a internalizar una menor flexibilización monetaria en las próximas reuniones, mientras la incertidumbre política y sentimiento de represión continúa. Con respecto al mercado, las acciones transan con valorizaciones ajustadas en la razón *P/U fwd.* y los flujos de inversión se mantienen planos durante el último mes y las proyecciones de crecimiento de utilidades se ajustan a la baja para este y el próximo año. En el ámbito geopolítico, el presidente Erdogan se reunió con su homólogo

estadounidense, lo que impulsó el sentimiento de los inversionistas; en la reunión se acordó que Turkish Airlines comprará 225 aviones Boeing, pero a la vez EE.UU. presionó por la relación comercial y diplomática con Rusia. En este contexto, datos económicos débiles, valorizaciones ajustadas, flujos planos y utilidades que se corrigen a la baja, **se decide mantener neutral la exposición a acciones turcas**, manteniendo en consideración la baja liquidez del mercado accionario.

En septiembre, la renta variable **saudí** subió 7.5% en USD, registrando un *outperformance* respecto a pares de la región por primera vez desde diciembre de 2024. Mientras tanto, el petróleo Brent subió 0.5% en dólares el mismo mes. En cuanto a las valorizaciones, estas transan atractivas en 16.2 veces en la razón P/U *fwd.* respecto a su promedio de 5 años, mientras que se observan entradas de flujos de inversión al principal ETF por 12% del AUM durante el último mes, impulsando los retornos. Por su parte, en su reunión de octubre, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunció un aumento adicional de la producción de petróleo menor a lo esperada, lo que intentó frenar las caídas en el precio del *commodity*. Aunque algunos países señalaron que la decisión es cautelosa e incluso algunos advierten de una desaceleración de la demanda. Por otro lado, la Agencia Internacional de Energía, advierte sobre la disminución de producción en yacimientos de petróleo y los eventuales riesgos sobre la seguridad energética. En el ámbito económico, el índice PMI manufacturero mejoró hasta 57.8 pts. en septiembre, mientras que la OCDE corrigió al alza sus proyecciones de crecimiento económico hasta 3.7% para 2025 desde 1.8% y 3.9% para 2026 desde 2.5%, influenciado por la normalización de producción de petróleo. En línea con mejores expectativas económicas, la proyección de crecimiento de utilidades se corrige al alza para este y el próximo año. En un contexto de mejores perspectivas económicas, retorno de flujos y valorizaciones atractivas, **se decide reducir el *underweight* en acciones saudíes**, pero con perspectivas aun débiles para el precio del petróleo.

RENTA FIJA

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

La primera mitad de septiembre estuvo marcada por un mercado que comenzó a anticipar un recorte de tasas por parte del Fed en su reunión de dicho mes, lo que impulsó una caída generalizada en los rendimientos, impulsada por un débil dato de creación de empleo en agosto, nuevamente por debajo de las expectativas. Tras concretarse el ajuste de 25 pbs., además de la publicación del *Dot Plot* y las nuevas proyecciones, las tasas repuntaron de forma moderada luego de las declaraciones de Jerome Powell y otros miembros del FOMC (*Federal Open Market Committee*), quienes señalaron que las presiones inflacionarias aún representan un riesgo relevante en el corto y mediano plazo. A esto se sumaron datos positivos de crecimiento, consumo y gasto, que reforzaron la visión de una economía estadounidense resiliente y contuvieron las bajadas de tasas. De todas formas, en lo corrido del mes, los rendimientos retrocedieron, con caídas más pronunciadas en los tramos más largos, dada la corrección desde los altos niveles alcanzados en agosto. En el plano monetario, la actualización del *Dot Plot* apunta a que habrían dos recortes adicionales en lo que resta del año, y el mercado internaliza este escenario pese a la falta de información actualizada sobre el mercado laboral tras el cierre de gobierno. De esta forma, se espera un nuevo recorte de 25 pbs. en octubre, replicando la decisión de septiembre y consolidando el inicio del ciclo de flexibilización.

En el ámbito económico, la inflación PCE (medida de precios preferida por el Fed) se aceleró en agosto a 2.6% anual, en línea con lo esperado por el mercado, mientras que el componente subyacente se mantuvo en 2.9% interanual, sin generar mayores sorpresas. En cuanto a crecimiento, el PIB del segundo trimestre fue revisado nuevamente al alza, hasta 3.8% anual, gracias a una mejora en el consumo, mostrando resiliencia tras la contracción del primer trimestre. Por el lado del mercado laboral, dado el cierre de gobierno, no hubo publicación de datos por parte de la Oficina de Estadísticas Laborales, por lo que el único indicador fue la creación de empleo ADP de agosto, en donde se vio una destrucción de empleo, en línea con los últimos datos de *payrolls*.

En septiembre, el Fed decidió recortar su tasa de referencia por primera vez en el año, reduciendo los tipos de interés en 25 pbs. La decisión fue casi unánime, ya que el gobernador interino, Stephen Miran, optó por un recorte de 50 pbs. Si bien la disidencia de este era algo esperable, el mercado anticipaba que algún otro gobernador respaldara una baja más agresiva, alineándose al discurso de Trump y perfilándose como posible candidato para suceder a Powell como *Fed Chair*, lo cual no ocurrió. La reunión incluyó una actualización del *Dot Plot*, donde la mediana mostró que los miembros del FOMC prevén dos recortes adicionales en octubre y diciembre, y un nivel de tasas inferior para el cierre de 2026. Además, se presentaron las nuevas proyecciones, que corrigieron al alza las estimaciones de crecimiento para este y el próximo año, mientras que la inflación proyectada para 2026 también fue ajustada al alza. De esta forma, las proyecciones reflejan un escenario de mayor dinamismo económico, inflación más persistente y, a la vez, una política monetaria más expansiva. Por otro lado, aunque la presión política desde el ejecutivo se mantendría, es poco probable que Trump logre destituir a Lisa Cook, luego de que la Corte Suprema dictaminara su continuidad en el cargo. Así, la influencia del presidente sobre la composición del *Board of Governors* sería limitada en el corto plazo. Para lo que resta de año, el mercado descuenta 50 pbs. adicionales de flexibilización, mientras que para 2026 las proyecciones se dividen entre dos y tres ajustes de 25 pbs., un escenario que resulta optimista considerando las condiciones macroeconómicas actuales y desacoplado del *Dot Plot* que prevé un recorte adicional para el próximo año.

De esta manera, el mercado anticipa un entorno monetario muy expansivo, algo contrapuesto a las nuevas estimaciones de crecimiento e inflación, y esperando un recorte en las reuniones de octubre y diciembre, de 25 pbs. en cada ocasión. En este contexto, la tasa a 2 años se ubica en 3.59%, mientras que la de 10 años se sitúa en 4.16%, con una curva que permanece empinada y un diferencial 10-2 años cercano a 57 pbs. (al 6 de octubre).

Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- se mantiene por debajo de su promedio histórico de los últimos cinco años y continúa cayendo, ubicándose en su valor más bajo desde inicios de 2022, a pesar del alza de inicios de septiembre. La baja volatilidad en el mercado de renta fija, junto con la estabilidad del tramo largo de la curva y últimamente del dólar, ha generado un entorno de calma que favorece la toma de riesgo y el surgimiento de dinámicas propias de una burbuja. Los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 5 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, cayeron en la parte final de septiembre y estos primeros días de octubre, registrando actualmente 2.41% y 2.34% respectivamente. Las expectativas de corto plazo también se han corregido a la baja, pero aún mantienen cierto desacople respecto a las de mediano y largo plazo, en línea con las proyecciones de inflación del Fed, que anticipan un proceso de desinflación más prolongado durante 2026 y una convergencia hacia la meta más gradual.

Dado lo anterior, se observan fuerzas asimétricas a lo largo de la curva: los tramos cortos descuentan en exceso futuros recortes, lo que podría llevar a una corrección al alza más pronunciada, mientras que los tramos largos

enfrentan presiones en igual dirección, aunque más moderadas, configurando un posible *bear flattener*. En este contexto, se decide neutralizar la posición en *treasuries* de 2 años desde *OW*, ya que el mercado parece estar sobredimensionando el escenario de flexibilización monetaria al descontar un alto número de recortes, a pesar del inminente ajuste previsto para octubre. Además, se mantiene el *UW* en *treasuries* de 30 años, ante la volatilidad de la clase de activo y las presiones fiscales que afectan este tramo. Por otro lado, se mantiene la posición neutral en *treasuries* a 10 años, dado el nivel de tasas actual, y se mantiene una posición neutral en *TIPS*.

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene la posición *UW*

Durante la primera mitad de septiembre, las tasas de interés descendieron a medida que el mercado incorporaba las expectativas de un recorte por parte del Fed. Sin embargo, tras concretarse dicha medida, los rendimientos repuntaron impulsados por datos económicos favorables en EE.UU. Aun así, el mercado continúa descontando un escenario de política monetaria expansiva, en línea con la actualización del *Dot Plot*, pese a la incertidumbre generada por el retraso en la publicación de los datos laborales debido al cierre del gobierno. En este contexto, y mientras persista esta situación, el Fed deberá tomar su decisión de política monetaria de este mes sin disponer de información actualizada sobre la evolución del mercado laboral ni de la inflación.

La economía estadounidense sorprendió positivamente tras la revisión al alza del crecimiento del segundo trimestre. En materia de precios, la inflación mostró una aceleración moderada y acorde con las expectativas, con un componente de servicios que mantiene su tendencia de desaceleración. Por otro lado, los datos de los últimos meses reflejan un progresivo enfriamiento del mercado laboral, lo que refuerza la percepción de un menor dinamismo en la economía. En este contexto, las proyecciones apuntan a un escenario de política monetaria expansiva para el cierre del año, pese a la falta de publicación reciente de los datos laborales.

En Europa, la recuperación económica avanza, pero a un ritmo más moderado, y el consenso de Bloomberg aumentó su proyección de crecimiento hasta 1.3% para este año. La inflación de septiembre se aceleró por sobre la meta del BCE, en gran parte debido a la menor incidencia negativa del componente de energía. Al mismo tiempo, el mercado laboral permanece sólido, con una tasa de desempleo cercana a mínimos históricos. El panorama fiscal y político siguen siendo de los principales focos de preocupación en la zona, especialmente en Francia, donde la renuncia del primer ministro tras menos de un mes en el cargo y las tensiones por la discusión del presupuesto del próximo año aumentan la incertidumbre en la región.

De esta forma, para sus respectivas reuniones de octubre, se anticipa un nuevo desacople entre las políticas monetarias de EE.UU. y Europa. El mercado espera que el Fed concrete su segundo recorte de tasas en lo que va del año, en línea con las proyecciones del *Dot Plot*, mientras que el Banco Central Europeo mantendría su política sin variaciones por tercera reunión consecutiva.

En septiembre, la clase de activo *Investment Grade* global registró una rentabilidad de USD 1.2%. Los *spreads* permanecen en niveles muy comprimidos, incluso por debajo de los observados a comienzos del año antes de las alzas. Si bien el escenario económico global ha mostrado cierta mejora, estos niveles no reflejan completamente las condiciones actuales ni los riesgos que aún persisten en el entorno macroeconómico. Adicional a esto, la mayor duración

de esta categoría nos lleva a mantener cautela frente a otras alternativas dentro de la renta fija global. Debido a esto, **se mantiene la posición *underweight* en *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene la posición *UW*

En cuanto a *High Yield*, durante el último mes registró una rentabilidad mensual de USD 0.6%, con cierto rezago frente a su símil emergente, pero con *performance* positivo en línea con la renta variable global. El escenario económico se mantiene resiliente, disipando en gran parte las probabilidades de una desaceleración abrupta o recesión. En cuanto a los *spreads*, volvieron a caer luego de las acotadas alzas de agosto, e incluso en Europa se encuentran por debajo de su valor previo al *Liberation Day*, manteniéndose en niveles históricamente comprimidos considerando el actual contexto macroeconómico.

La clase de activo ofrece un *yield* de 6.4%, en línea con su promedio histórico de diez años. Por otro lado, las valoraciones se mantienen ajustadas en un entorno global que, si bien muestra mejoras frente a lo esperado hace unos meses, continúa con ruidos institucionales, principalmente políticos y fiscales. Este escenario aumenta la probabilidad de ampliaciones de los *spreads* en el corto y mediano plazo dado sus acotados niveles, elevando el riesgo para los inversionistas. De esta manera, **se mantiene la posición *UW* en *Global High Yield*.**

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

En septiembre, la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense mostró una elevada volatilidad: en la primera mitad del mes predominó una tendencia a la baja, mientras que hacia finales del período repuntó tras la publicación de datos favorables de crecimiento y consumo. Tanto el FOMC como el mercado anticipan un nuevo ajuste monetario en octubre, aunque la falta de datos de empleo por el cierre del gobierno podría generar incertidumbre respecto a la viabilidad de dicha decisión. Durante el último mes, la deuda soberana emergente tuvo un rendimiento de USD 1.8%, superando a su contraparte de economías desarrolladas. Por su parte, la deuda corporativa emergente registró un desempeño de USD 1.0%, levemente por debajo del de la renta fija corporativa desarrollada.

Para la deuda soberana, las tasas emergentes han mostrado menor volatilidad y movimientos más acotados en comparación con las economías desarrolladas, pese a la correlación positiva que suelen mantener. En paralelo, los *spreads* corporativos permanecen en niveles muy comprimidos, mientras que los bonos soberanos ofrecen oportunidades puntuales en determinadas regiones, respaldados por tasas reales aún elevadas y con margen para descender ante la orientación de la política monetaria. En este contexto, se decide llevar a *overweight* la exposición a deuda soberana, dado el mayor atractivo relativo frente a la deuda corporativa y a la de países desarrollados.

Pasando a la deuda corporativa de mercados emergentes, se mantiene una posición *overweight* en bonos corporativos con calificación *Investment Grade*. Durante el último mes, esta clase de activo registró un rendimiento positivo, con un avance de USD 1.1%. Los *spreads* se encuentran en niveles bastante comprimidos, y ya con un menor rezago respecto a sus pares desarrollados. Sin embargo, los bonos corporativos emergentes de mayor calidad crediticia aún mantienen un *yield* atractivo de 5.1%, por sobre su promedio de diez años.

En cuanto a *High Yield*, la clase de activo registró en septiembre un retorno de USD 0.8%, en línea con el desempeño positivo de las acciones globales. A pesar del comprimido nivel que muestran sus *spreads*, en un contexto de política monetaria más expansiva esta clase de activo ofrece un potencial atractivo de desempeño, dado su comportamiento similar a la renta variable en estos escenarios. Así, se decide mantener la sobreexposición en deuda emergente *High Yield*.

Por el lado de *local markets*, el dólar (DXY), que muestra variaciones del dólar con respecto a monedas desarrolladas, cerró septiembre prácticamente sin cambios. Por otro lado, el índice GEMS -que asigna a cada moneda emergente un peso igual al peso correspondiente del país en el índice MSCI - tuvo un desempeño positivo de 0.4%, mientras que en lo que resta del año los fundamentos aún respaldan un potencial de apreciación de las monedas emergentes. Además, los bancos centrales de economías emergentes están más adelantados en sus ciclos de flexibilización monetaria en relación con el Fed, donde el mercado ya descuenta un escenario especialmente expansivo. En este contexto, el diferencial de tasas favorece a las monedas emergentes, lo que incrementa su atractivo relativo. De esta forma, se decide mantener la posición *overweight* en *local markets*.

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

Exposición a Monedas | Octubre 2025

Monedas	Bench.	Sep	Oct	OW/UW	Cambio
USD	55.1%	54.9%	55.7%	OW 0.6%	+
EUR	7.5%	7.5%	7.1%	UW -0.4%	-
GBP	1.5%	1.0%	1.0%	UW -0.5%	-
JPY	2.35%	2.4%	1.89%	UW -0.5%	-
GEMs	33.7%	34.3%	34.3%	OW 0.7%	
	100.0%	100.0%	100.0%		

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

Resultados TAACo Global | Septiembre 2025

Clase de activo / Región	Benchmark	Vinci Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual Indices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	50%	0%	4.6%	2.28%	2.32%	0.0	4.2
Renta Fija	50%	46%	-4%	1.1%	0.53%	0.47%	7.0	-1.5
Caja	0%	2%	2%	0.3%	0.0%	0.01%	-4.9	
Oro	0%	2%	2%	11.6%	0.0%	0.23%	17.5	
Cobertura						0.00%	-0.1	
Portafolio					2.81%	3.03%	19.5	2.7
Outperformance / Underperformance (bps)								22.1
Europe ex UK	13.7%	12.7%	-1.0%	2.1%	0.29%	0.27%	2.4	
Europe Small Cap ex UK	1.2%	1.2%	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.0	
UK	2.9%	1.9%	-1.0%	1.3%	0.04%	0.02%	3.3	
US Large Cap Growth	17.3%	17.8%	0.5%	5.7%	0.99%	1.02%	0.6	
US Large Cap Value	14.7%	15.2%	0.5%	2.0%	0.30%	0.31%	-1.3	
US Small Caps	3.5%	4.0%	0.5%	1.8%	0.06%	0.07%	-1.4	
Japan	4.7%	3.7%	-1.0%	1.6%	0.08%	0.06%	2.9	
Desarrollados	58.0%	56.5%	-1.5%	3.0%	1.75%	1.75%	6.6	
LatAm	4.4%	5.4%	1.0%	6.5%	0.29%	0.35%	2.0	
LatAm Small Cap	0.8%	1.3%	0.5%	4.1%	0.03%	0.05%	-0.2	
China	12.3%	12.3%	0.0%	9.8%	1.20%	1.20%	0.0	
EM Asia ex China	19.6%	19.6%	0.0%	6.1%	1.19%	1.19%	0.0	
EM Asia Small Cap	4.9%	4.9%	0.0%	2.0%	0.10%	0.10%	0.0	
Emergentes	42.0%	43.5%	1.5%	6.7%	2.81%	2.89%	1.8	
Equities					4.56%	4.64%	8.3	
Treasuries 2Y	8.3%	8.8%	0.5%	0.3%	0.02%	0.02%	-0.4	
Treasuries 10Y	11.1%	11.1%	0.0%	0.9%	0.10%	0.10%	0.0	
Treasuries 30Y	6.1%	5.1%	-1.0%	3.5%	0.21%	0.18%	-2.4	
US Tips	2.6%	2.6%	0.0%	0.4%	0.01%	0.01%	0.0	
Global Corporate IG	26.5%	26.0%	-0.5%	1.2%	0.31%	0.30%	-0.1	
Global Corporate HY	4.0%	3.5%	-0.5%	0.7%	0.03%	0.02%	0.2	
Deuda Desarrollados	58.6%	57.1%	-1.5%	1.2%	0.69%	0.64%	-2.7	
EMBI	9.5%	9.5%	0.0%	1.8%	0.17%	0.17%	0.0	
EM Corporate IG	2.8%	3.3%	0.5%	1.1%	0.03%	0.04%	0.0	
EM Corporate HY	3.8%	4.3%	0.5%	0.5%	0.02%	0.02%	-0.3	
EM Local Markets	25.3%	25.8%	0.5%	0.6%	0.15%	0.15%	-0.2	
Deuda Emergente	41.4%	42.9%	1.5%	0.9%	0.37%	0.38%	-0.5	
Fixed Income					1.05%	1.02%	-3.2	

*Anualizado ** Desde 2001

Datos al 30 de septiembre de 2025

En septiembre se mantuvo la posición neutral en acciones (50%), disminuyendo el OW en caja (2%), para asignar una posición en oro (2%) en tanto se mantuvo una subexposición en bonos (46%). Al cierre de mes la cartera TAACo Global rentó 3%, mostrando un *outperformance* con respecto al benchmark (22.1 pbs.).

Durante septiembre a nivel de *attribution analysis* la asignación de activos sumó valor, principalmente por la posición en oro y la subponderación de la renta fija. Por el lado de la selección de instrumentos, fue positiva por la renta variable.

Desempeño Histórico

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	3.0%	5.2%	15.1%	10.2%	13.6%	6.3%	6.4%	5.5%	10.4%
Benchmark	2.8%	5.1%	15.0%	10.2%	14.0%	5.2%	5.6%	4.3%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	22	11	8	2	-37	108	76	122	
Acciones	4.6%	8.4%	22.3%	16.3%	20.1%	10.3%	8.8%	4.7%	15.2%
Benchmark	4.6%	8.3%	22.5%	16.7%	20.5%	10.2%	8.7%	4.2%	15.1%
Europe ex UK	2.1%	2.8%	25.2%	11.8%	20.5%	8.9%	6.1%	3.5%	18.3%
Europe Small Cap ex UK	0.0%	1.3%	27.8%	13.4%	18.6%	6.3%	6.8%	7.4%	21.1%
UK	1.3%	5.9%	26.3%	17.7%	22.4%	15.4%	7.5%	5.3%	16.1%
US Large Cap Growth	5.7%	11.5%	18.0%	28.0%	33.3%	18.4%	19.8%	--	19.9%
US Large Cap Value	2.0%	4.9%	12.5%	8.7%	15.8%	13.3%	10.4%	--	14.3%
US Small Caps	1.8%	9.4%	9.0%	9.9%	15.4%	12.7%	10.7%	9.3%	20.5%
Japan	1.6%	7.2%	18.4%	14.0%	18.8%	6.8%	6.1%	2.6%	14.7%
Desarrollados	3.2%	7.3%	17.4%	17.2%	23.7%	14.4%	12.4%	7.5%	15.0%
LatAm	6.5%	10.2%	43.1%	20.4%	14.4%	13.9%	8.0%	8.0%	24.8%
LatAm Small Cap	4.1%	6.1%	42.0%	17.2%	8.7%	6.0%	3.9%	6.0%	26.6%
China	9.8%	20.7%	41.6%	30.8%	19.5%	0.4%	6.8%	8.6%	28.0%
EM Asia ex China	6.1%	5.5%	18.4%	9.0%	19.3%	11.8%	10.6%	--	17.6%
EM Asia Small Cap	2.0%	5.4%	15.7%	7.2%	18.1%	13.1%	8.8%	9.5%	14.7%
EM Europe and Middle East	5.3%	8.0%	22.6%	17.3%	11.2%	3.7%	0.8%	3.0%	15.6%
Emergentes	7.2%	10.6%	27.5%	17.3%	17.4%	7.0%	7.8%	8.5%	15.0%
Renta fija	1.0%	2.0%	7.7%	4.0%	7.5%	0.5%	2.7%	4.3%	6.5%
Benchmark	1.1%	2.0%	7.8%	4.0%	7.6%	0.1%	2.3%	3.7%	6.5%
Treasuries 2Y	0.3%	1.0%	3.7%	3.5%	3.8%	1.2%	1.4%	2.3%	2.0%
Treasuries 10Y	0.9%	1.8%	6.9%	1.4%	2.9%	-3.1%	0.5%	3.4%	8.0%
Treasuries 30Y	3.5%	2.1%	4.3%	-5.7%	-1.9%	-10.0%	-1.1%	3.8%	15.2%
US Tips	0.4%	2.1%	6.9%	3.8%	4.9%	1.4%	3.0%	4.4%	6.1%
Global Corporate IG	1.2%	1.9%	9.5%	5.1%	8.5%	0.5%	2.8%	4.5%	8.2%
Global Corporate HY	0.7%	2.3%	9.4%	8.2%	12.4%	4.9%	5.7%	7.0%	7.5%
Deuda Desarrollados [1]	1.1%	1.8%	7.5%	2.9%	6.2%	-0.8%			
EMBI	1.8%	4.8%	10.7%	8.5%	12.3%	2.3%	4.2%	7.0%	9.2%
EM Corporate IG	1.1%	3.0%	7.2%	5.6%	7.5%	1.2%	3.5%	--	5.5%
EM Corporate HY	0.5%	3.1%	7.0%	6.8%	11.3%	2.9%	5.6%	--	7.8%
EM Local Markets	0.6%	1.0%	7.6%	3.8%	7.3%	2.4%	3.7%	--	7.1%
Deuda Emergentes [1]	0.9%	2.2%	8.0%	5.4%	8.9%	2.0%			
Caja	0.3%	1.1%	3.2%	4.5%	4.8%	3.0%	2.1%	1.7%	0.7%
Oro	11.6%	16.4%	46.6%	45.5%	31.8%	15.2%	13.1%	11.6%	14.9%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboración propia

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