

Noviembre 2025

TAACo Global	Desempeño									Volatilidad 5 años *
	Oct	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **		
TAACo	<b>1.8%</b>	<b>6.9%</b>	<b>17.1%</b>	<b>15.6%</b>	<b>13.9%</b>	<b>6.8%</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.5%</b>	<b>10.4%</b>	
Benchmark	1.7%	6.5%	17.0%	15.5%	14.2%	5.7%	5.4%	4.3%	10.2%	
Out/Underperformance (bps)	6	33	16	7	-32	107	66	121		
Acciones	2.8%	10.3%	25.7%	23.8%	19.8%	11.1%	8.3%	4.8%	15.2%	
Benchmark	2.8%	10.3%	26.0%	24.2%	20.4%	11.2%	8.2%	4.4%	15.1%	
Renta Fija	0.6%	2.9%	8.4%	7.2%	8.0%	0.6%	2.6%	4.3%	6.5%	
Benchmark	0.6%	2.9%	8.4%	7.2%	8.1%	0.2%	2.3%	3.7%	6.5%	
Caja	0.4%	1.1%	3.6%	4.4%	4.9%	3.1%	2.1%	1.7%	0.7%	
Oro	4.9%	21.6%	53.8%	46.7%	34.8%	16.3%	13.4%	11.8%	15.0%	

Resultados al 31 de octubre de 2025

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## Índice

Un mundo feliz.....	1
Asignación de Activos	
Noviembre 2025.....	4
Resultados TAACo Global	
Octubre 2025.....	24
Desempeño Histórico.....	25

## Un mundo Feliz<sup>1</sup>: mercados que desafían la lógica económica

Octubre cerró con desempeño positivo para la mayoría de los activos de riesgo, impulsado por factores estacionales y una liquidez que sigue siendo abundante. Sin embargo, el mercado continúa mostrando señales que nos llevan a mantener una postura cautelosa en nuestras carteras. Este año hemos visto cómo los mercados parecen avanzar por camino propio, sin reflejar plenamente las tensiones políticas ni los desafíos económicos. A pesar de la incertidumbre comercial y fiscal, y datos que apuntan a una desaceleración económica, los activos de riesgo han mantenido su rally.

Mercado avanza por un camino propio

Rally que en el caso de las acciones americanas acumula seis meses consecutivos, sostenido por políticas fiscales y monetarias expansivas, resultados corporativos sólidos y flujos hacia activos de riesgo. Esta tendencia al alza se ha extendido incluso frente al cese de funciones del gobierno estadounidense, valorizaciones elevadas y una economía que, aunque resiliente, comienza a mostrar signos de fatiga, especialmente en el mercado laboral. La creación de empleo se ha desacelerado y los datos de inflación, aunque contenidos, siguen generando debate sobre la trayectoria futura de las tasas. Además, cabe mencionar que debido al cese de las funciones del gobierno -el más largo de la historia-, no conocemos datos oficiales del mercado laboral, y solo están disponibles otros datos similares publicados por instituciones privadas.

Acciones EE.UU. suben por 6 meses consecutivos, a pesar de desaceleración

Uno de los principales riesgos para este optimismo es la política monetaria. En octubre, el Banco de la Reserva Federal recortó la tasa en 25 pbs., pero con un tono más restrictivo de lo esperado, lo que generó dudas sobre un nuevo recorte en diciembre. A lo anterior, se suman comentarios de distintos miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC

Fed realiza un hawkish cut

<sup>1</sup> Novela del escritor británico Aldous Huxley, publicada por primera vez en 1932.

por su sigla en inglés) que van en direcciones contrarias; por un lado, Jerome Powell declara que la baja de diciembre se pone en riesgo si siguen navegando a ciegas y sin disponibilidad de todos los datos, debido a un gobierno que sigue funcionando a medias. Por otro lado, están otros miembros, que con miras a ser el siguiente *Chair*, emiten declaraciones más favorables a continuar bajando las tasas, y eventualmente de manera agresiva. En medio de estas declaraciones cruzadas, el sesgo sigue siendo expansivo, y se anticipa que la liquidez se mantenga elevada, especialmente si el próximo liderazgo del Fed adopta una postura más acomodaticia. El mercado descuenta entre dos y tres recortes para 2026, mientras que el propio Fed proyecta solo uno, lo que genera un desacople de expectativas que nos lleva a ser prudentes en renta fija.

Por otro lado, Jerome Powell declaró que está pronto a finalizar el *Quantitative Tightening* (QT) luego de tres años, y se haría efectivo en diciembre de este año. Con esto, el Fed dejaría de presionar la liquidez en el mercado de bonos, y frenaría la caída de su hoja de balance, que se acerca a niveles prepandemia (activos del Fed/PIB).

En este contexto, el dólar mostró un rebote en octubre tras haber caído un 10% en la primera mitad del año. Este repunte se vio impulsado por el tono más *hawkish* del Fed, el *shutdown* del gobierno y preocupaciones fiscales relativas. Si bien la trayectoria del dólar en el corto plazo es incierta, y las perspectivas para monedas de países desarrollados en el corto plazo no son positivas, en el mediano plazo esperamos que el dólar retome su tendencia depreciativa, y que monedas más desacopladas de sus fundamentos - particularmente emergentes- se vean más favorecidas. Esto históricamente también eleva precios de materias primas, reforzando las buenas perspectivas para mercados emergentes.

El oro, que venía de máximos históricos, sufrió en octubre la mayor corrección intradía en más de una década, cayendo entre 5% y 6% en un solo día. A pesar de esta volatilidad, mantiene su atractivo como activo refugio en un entorno de incertidumbre política y comercial, y valorizaciones elevadas en renta variable. La expectativa de nuevos recortes de tasas, la demanda persistente de bancos centrales e ETFs, y la comparación relativa con acciones globales refuerzan su rol defensivo.

En mercados emergentes, Latinoamérica continúa exhibiendo atractivo, en un entorno global de debilidad del dólar, política monetaria expansiva de parte del Fed, diversificación de flujos internacionales, repunte de precios de materias primas y valorizaciones atractivas. El mercado accionario brasileño tiene sólidos fundamentos, y se ha visto favorecido por entrada de flujos de inversionistas extranjeros, en tanto los locales aún mantienen una baja proporción de su portafolio en acciones locales.

China, por su parte, enfrenta alta volatilidad tras eventos políticos y datos económicos que no despegan. Aunque el Cuarto Pleno reafirmó el foco en tecnología y consumo, aún no se

Junto con el fin del QT

Dólar revirtió tendencia a la baja

Oro corrige tras fortaleza del dólar

Mercados emergentes mantienen atractivo

han implementado medidas concretas para estimular la demanda interna. De todas maneras, creemos que el gobierno está pendiente de lo que suceda en el mercado accionario, y podrá seguir brillando como el mercado emergente de mayor tamaño.

China y sus vaivenes

En este contexto, y a pesar de una serie de políticas “indeseables” durante octubre, la volatilidad de los distintos mercados bajó de manera significativa. De esta manera y de cara a noviembre, mantenemos la posición neutral en acciones, con sobreponderación en mercados emergentes y Estados Unidos, a través de una estrategia diversificada entre estilos y tamaños. Europa, Reino Unido y Japón continúan subponderados debido a riesgos estructurales y fiscales. En renta fija, mantenemos la subponderación, con duración casi neutral y preferencia por deuda emergente soberana y corporativa. Por su parte, se mantiene la posición en oro como activo defensivo, al igual que la posición en caja, como refugio ante eventos que puedan inyectar volatilidad al mercado.

Neutral acciones,  
preferencia por  
emergentes en RF y RV

## Asignación de Activos | Noviembre 2025

TAACo Global	Bench.	Oct	Nov	OW / UW	Cambio
Acciones	50%	50%	50%	N	
Renta Fija	50%	46%	46%	UW	-4%
Caja		2%	2%	OW	2%
Oro		2%	2%	OW	2%
<b>Total Cartera</b>					
Europe ex UK	13.7%	13.7%	13.7%	N	
Europe Small Cap ex UK	1.2%	0.2%	0.2%	UW	-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%
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%
Japan	4.7%	3.7%	3.7%	UW	-1.0%
<b>Mercados desarrollados</b>	<b>58.0%</b>	<b>56.5%</b>	<b>56.5%</b>	<b>UW</b>	<b>-1.5%</b>
LatAm	4.4%	4.9%	4.9%	OW	0.5%
LatAm Small Cap	0.8%	1.3%	1.3%	OW	0.5%
China	12.3%	12.8%	12.8%	OW	0.5%
EM Asia ex China	19.6%	19.6%	19.6%	N	
EM Asia Small Cap	4.9%	4.9%	4.9%	N	
<b>Mercados emergentes</b>	<b>42.0%</b>	<b>43.5%</b>	<b>43.5%</b>	<b>OW</b>	<b>1.5%</b>
<b>Total Acciones</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>		
Treasuries 2Y	8.3%	8.3%	8.3%	N	
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%
<b>Deuda desarrollados</b>	<b>58.6%</b>	<b>56.6%</b>	<b>56.6%</b>	<b>UW</b>	<b>-2.0%</b>
EMBI	9.5%	10.0%	10.0%	OW	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%
<b>Deuda emergente</b>	<b>41.4%</b>	<b>43.4%</b>	<b>43.4%</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>		

## RENTA VARIABLE

### EUROPA EX UK: se mantiene el neutral Large Cap y el underweight de Small Cap

Octubre extendió otro mes más las ganancias, con el Stoxx 50 subiendo USD 0.4%, retorno tímido si se compara con el 2.3% del S&P 500. Entre los países con mejor desempeño vuelven a destacar periféricos como España (USD +1.6%) y Portugal (USD +4.3%). Alemania retrocedió USD 1.7% (DAX) y el CAC40 francés desafía la crisis política ganando USD +0.8%.

El mercado accionario parece desacoplarse de la crisis política e institucional que sufre Francia. El primer ministro, Sébastien Lecornu, renunció tras 27 días en el cargo el 6 de octubre. No obstante, el presidente Macron volvió a nombrarlo 4 días después tras no encontrar una alternativa viable para superar el bloqueo político en el Parlamento. Lecornu presentó el presupuesto en la fecha límite el 13 de octubre con una serie de ajustes fiscales que buscan reducir el déficit a 4.7% para fines de 2026 (5.8% del PIB en 2024) y ahora comienza la discusión legislativa. Si el presupuesto no es aprobado, dado lo fragmentado del Parlamento, el gobierno podría recurrir a imponerlo sin votación, pero corriendo el riesgo de una moción de censura. El gobierno, en búsqueda de apoyo para la aprobación, postergó la reforma de pensiones a 2028. En la medida en que avanza el proceso de aprobación del presupuesto disminuye la incertidumbre y la curva de tasas soberanas reflejó un leve aplanamiento con caídas en la parte más larga. Por su parte, el spread de las tasas de bonos soberanos a 10 años entre Francia y Alemania se ubica en torno a 80 puntos base (pbs.) luego de haber tocado en octubre casi 90 pbs., su mayor nivel en lo corrido del año.

Por otro lado, Alemania lucha contra problemas estructurales. Una economía con sesgo industrial y exportador que se ha visto expuesta al aumento de las tensiones comerciales, disminución de exportaciones a China y altos costos energéticos, entre otros problemas. Luego de dos años de contracciones, el país crecería este año un tímido 0.3% y en 2026 1.0% con la ayuda del plan de expansión fiscal que compromete EUR 500 bn. con foco en infraestructura, defensa y flexibilidad fiscal. Cuando se anunció el plan a inicios de año el mercado se lo tomó con optimismo y las acciones alemanas subieron con fuerza, no obstante, retrasos en la implementación del plan han generado dudas y las acciones caen USD 3.1% en los últimos 3 meses -cuando el resto del mundo ha seguido subiendo-.

Por el lado de la política monetaria, la inflación de octubre se desaceleró hasta 2.1% interanual mientras que la inflación subyacente se mantuvo en 2.4%. El Banco Central Europeo (BCE) estima que la inflación se estabilizaría en torno a la meta del 2% en el mediano plazo y la economía crece en el margen a pesar de los desafíos globales. 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 octubre 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 revierte la tendencia y se mantiene al alza, en terreno positivo. El PMI de manufactura de octubre vuelve a 50 pts. (umbral de contracción / expansión del sector) con mejoras en Alemania, Francia, España e Italia (a pesar de que los tres primeros aún están bajo 50 pts.). A la vez, el PMI de servicios se eleva en forma significativa a 53 desde 51.3 pts., con Alemania subiendo de 51.5 a 54.6 pts. reflejando mayor dinamismo de la demanda doméstica.

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, las valorizaciones de las acciones *small cap* de la región también se han encarecido, pero transan en línea con el promedio. Finalmente, según EPFR, se observan entradas netas de flujos en lo corrido del año, pero éstas se frenaron en el último mes.

En cuanto al sector corporativo, la temporada de reportes del tercer trimestre ha mostrado un crecimiento de utilidades prácticamente nulo mientras se corrigen a la baja las perspectivas de crecimiento de utilidades para este año (desde

8.5% a inicios de año hasta 1.3% en noviembre). Para 2026 se espera una recuperación desde una base de comparación más baja, con un crecimiento de utilidades en torno a 10% -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, incertidumbre política y fiscal, débiles perspectivas económicas y corporativas, débiles flujos y recortes de tasas que habrían llegado a su fin, **se decide mantener el tono de cautela en acciones europeas a través de un neutral en acciones Large Cap y 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. 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 octubre ignorando la incertidumbre política y fiscal. Luego de la mayor restructuración de gabinete desde que Starmer lidera el gobierno, la autoridad busca un balance entre mantener estímulos/inversiones y evitar un deterioro excesivo de las finanzas públicas dado el espacio fiscal limitado. El presupuesto de 2026 que será presentado el 26 de noviembre podría impulsar aumentos de impuesto y recortes de gastos para compensar el creciente déficit fiscal.

Por su parte, las expectativas de crecimiento continúan reflejando una recuperación débil: las proyecciones para 2025 y 2026 se ubican en 1.4% y en 1.2% respectivamente -con una leve corrección al alza en el último mes para 2025-. El PMI de manufacturas mejora, pero se mantiene bajo 50 pts., mientras el de servicios retrocede a 51.1 pts. La frágil situación económica se refleja en el sector corporativo. Para 2025 las utilidades de las acciones del MSCI Reino Unido mostrarían un crecimiento de 2.3%, dato que se corrige al alza en el último mes, pero está bajo pares desarrollados (9.6%). Para 2026 se espera un crecimiento de utilidades cercano a 11%, también bajo pares desarrollados (12%).

Por el lado económico, la sorpresa económica mantiene una tendencia al alza en el último mes con una inflación que en septiembre sorprendió a la baja. Si bien la medida *headline* se mantuvo en 3.8% anual, la subyacente se ubicó en 3.5%. Por su parte, la situación económica es precaria y el empleo se debilita, la tasa de desempleo aumenta a 4.8% en agosto, la más alta en 4 años, a la vez que se crean menos empleos de lo esperado en el trimestre móvil terminado en agosto (91 mil vs 125 mil esperado). Así, con este balance mixto de inflación elevada, mientras el mercado laboral se debilita, el Banco de Inglaterra decidió mantener en 4.00% su tasa de política monetaria en noviembre en una decisión dividida, donde 4 miembros votaron por una reducción de 25 pbs. Dado que la inflación sorprendió a la baja, las expectativas de recortes de tasas de interés se vuelven a elevar. El mercado espera que la tasa de referencia baje entre diciembre y febrero 25 pbs. y otros 25 pbs. en torno a mitad de año. La posibilidad de un recorte adicional de tasas y menor incertidumbre política a la espera de la presentación del presupuesto 2026 lleva en el último mes a que la curva de tasas soberanas se desplace hacia abajo con un aplanamiento – bajas más acentuadas en la parte larga.

En el contexto de incertidumbre política, 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***

Octubre extiende el rally del mercado accionario estadounidense a 6 meses de ganancias consecutivas. 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, a pesar del cese de funciones del gobierno -shutdown-, incertidumbre comercial y elevadas valorizaciones.

Luego de que los reportes corporativos sorprendieran al alza en el segundo trimestre con crecimiento de utilidades de 12% interanual, el tercer trimestre replica el incremento con utilidades que son lideradas por los sectores de tecnología y financiero. Facset eleva la expectativa de crecimiento de utilidades para este año a 14%, mientras que para 2026 se espera también un crecimiento de utilidades de ~14%, estimación que es corregida al alza en el último mes y está sobre pares desarrollados.

En cuanto a flujos, según EPFR, las acciones norteamericanas lideran en entradas de flujos en lo corrido del año y se observan entradas durante las últimas 8 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 justas, manteniendo el rezago en el mediano y largo plazo.

En el plano comercial, la incertidumbre ha disminuido, pero sigue siendo un riesgo latente. Terminando octubre se realizó la cumbre de líderes APEC (Cooperación Económica de Asia-Pacífico) en Corea del Sur con importantes acuerdos. Entre ellos destaca una nueva tregua entre EE.UU. y China, que durará un año y reduce los aranceles mutuos, suspende las restricciones a exportaciones de tierras raras por parte de China, reanuda las compras agrícolas (soya, petróleo, gas) por parte de China, logra mayor cooperación en el control de fentanilo, entre otros. También se lograron nuevos acuerdos con Corea del Sur y Japón, a través de los cuales ambos países comprometen inversión en EE.UU.

Por su parte, 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 (aún no se conocen datos de octubre debido al *shutdown*). De acuerdo a estimaciones de Yale, los aranceles promedio efectivos se ubican en 17.9%, el nivel más alto desde 1934, pero si la Corte Suprema reversa las tarifas aplicadas bajo la Ley de Poderes Económicos de Emergencia Internacional (IEEPA por su sigla en inglés), estas podrían bajar a 9.1% en promedio. La Corte Suprema comenzó a escuchar los alegatos a inicios de noviembre y se espera un fallo definitivo a inicios de 2026. La Corte podría invalidar los aranceles IEEPA por considerarse impuestos -los que solo pueden ser autorizados por el Congreso- y obligar al gobierno a reembolsar tarifas recaudadas lo que podría ser positivo por acotar las perspectivas de inflación, pero presionaría aún más el creciente déficit fiscal.

Por otro lado, el gobierno se enfrenta al *shutdown* -cese de funciones de gobierno por falta de financiamiento- más largo de la historia, lo que llevado a que no se publiquen datos económicos oficiales como inflación, tasa de desempleo, creación de empleo, entre otros. Una de las principales implicancias de esto ha sido dejar a ciegas al Fed para tomar

decisiones de política monetaria. En línea con lo esperado, el Fed recortó en 25 pbs. la tasa de referencia en octubre. La decisión no fue unánime y Jerome Powell, presidente del Fed, advirtió que un nuevo recorte en diciembre no está garantizado. Así, el mercado ajustó sus expectativas de recortes de tasas de interés esperando recortes por 75 pbs. para los siguientes 12 meses. A pesar de ello, aún hay un desacople de expectativas entre el Fed (que ve un recorte en 2026) y el mercado (que ve entre 2 y 3), lo que podría ser excesivo ante una economía que no muestra señales significativas de desaceleración.

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, a pesar de la escasez de datos publicados. El indicador líder PMI de manufacturas se ubicó en octubre en 52.2 pts., mientras el de servicios en 55.2 pts., ambos sobre el mes previo.

**En línea con la resiliencia económica, momentum de flujos 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 octubre, la atención en Japón estuvo centrada en la elección de Sanae Takaichi como primera ministra, convirtiéndose en la primera mujer en la historia en ocupar el cargo. Conocida como la “Dama de Hierro” de Japón, Takaichi ha mostrado una postura firme en materia de seguridad nacional, defensa y política exterior. Asimismo, subrayó la necesidad de aprobar un presupuesto extraordinario para apoyar a los ciudadanos, junto con reducciones de impuestos y otras medidas orientadas a impulsar la economía.

En el mes, el Nikkei avanzó USD 11.8%, superando a pares desarrollados, mientras que el yen se depreció 4.0% frente al dólar, en medio de expectativas de una política fiscal expansiva y la fortaleza del DXY.

Pese al optimismo del mercado, persisten riesgos relevantes. En primer lugar, Takaichi lidera un gobierno en minoría, incluso tras su alianza con el Partido de Innovación de Japón (JIP), lo que genera cautela ante una coalición sin experiencia y posibles concesiones en el parlamento. En segundo lugar, sus políticas parecen avanzar en direcciones contrarias: (i) combatir la inflación, impulsada principalmente por el alza de precios de alimentos, (ii) implementar una política fiscal expansiva para sostener el consumo, lo que podría dificultar la convergencia de precios, y (iii) mantener una política monetaria laxa, lo que implicaría una pausa en el proceso de normalización, aunque sin recortes de tasas por ahora.

En el frente geopolítico, Takaichi recibió la visita de Donald Trump durante su gira asiática. Ambos líderes reafirmaron la alianza estratégica y económica entre Japón y Estados Unidos, destacando compromisos de inversión por USD 550 bn. en EE.UU. en sectores como inteligencia artificial, minerales críticos, semiconductores y defensa, en línea con la orden ejecutiva firmada por Trump en septiembre. Japón, además, aumentará sus importaciones de energía estadounidense.

Desde el ámbito macroeconómico, se espera que el PIB del tercer trimestre se contraiga 2.4% trimestral anualizado, cerrando 2025 con una débil expansión de 0.7% según el Banco de Japón. Por su parte, la inflación de septiembre se aceleró a 2.9% interanual, manteniéndose sobre el objetivo de 2%. Aun así, el Banco Central decidió mantener la tasa de

referencia en 0.5% en la reunión de octubre., consolidándose las expectativas de una pausa en la normalización de la política monetaria, con una eventual subida de tasas recién en marzo o abril de 2026. En este sentido, la mantención de tasas, junto con las expectativas de una política fiscal expansiva y la reciente fortaleza del dólar, llevarían a que el yen continúe transando entre 150 y 155 JPY/USD, luego de la depreciación de octubre.

Ya en noviembre, el Nikkei retrocede USD 3.4% hasta el 7 del mes. Pese a ello, los altos retornos de los últimos tres meses llevaron a las acciones a cotizar por encima de su promedio de cinco años en P/U *fwd*. tanto en términos absolutos como relativos. Según EFPR se observó la mayor entrada de flujos semanales desde mayo de 2024, al 5 de noviembre, aunque los flujos se mantienen volátiles y sin una tendencia clara. Respecto a la temporada de reportes corporativos, a la fecha han reportado ~70% de las empresas del índice Topix y destaca crecimiento de utilidades y ventas, con sorpresas positivas. No obstante, las expectativas de crecimiento de utilidades para 2026 y 2027 se mantienen bajo pares desarrollados. En el contexto de valorizaciones ajustadas, perspectivas económicas y corporativas débiles, **se decide mantener un posicionamiento *underweight* en acciones japonesas**, pese al *momentum* accionario.

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

Octubre fue un nuevo mes de *outperformance* de mercados emergentes con respecto a desarrollados, aunque con disparidad entre las distintas regiones y un inicio de mes con correcciones en los mercados alrededor del mundo, pero una segunda mitad que revirtió dicha tendencia. A pesar de la mayor volatilidad observada en octubre y los primeros días de noviembre, las perspectivas para mercados emergentes siguen sólidas. Aun cuando el dólar rebotó, en el mediano plazo prevemos que continúe debilitándose, de la mano de un nuevo Fed Chair que sería más *dovish*, la diversificación de flujos internacionales hacia mercados rezagados y donde aún se pueden encontrar valorizaciones atractivas.

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

En octubre los mercados accionarios latinoamericanos perdieron algo de fuerza, pero aún los índices de empresas de mayor capitalización bursátil anotaron rentabilidades positivas (0.9% en USD). En lo corrido del año, tanto *large* como *small cap* suben más de un 40%, pero con valorizaciones que todavía lucen holgadas en algunos países. Octubre fue un mes dispar entre los distintos países de la región, en que a pesar de la fortaleza que mostró el dólar contra pares desarrollados, las monedas de países andinos lograron apreciarse en el mes, y el mercado brasileño anotar un desempeño destacado, impulsado por flujos de inversionistas extranjeros. Además de las valorizaciones, la economía de la región ha sido resiliente, y las perspectivas de cara al próximo año mejoran, en línea con elecciones que -siguiendo el péndulo clásico de la región- migrarían a gobiernos más promercado. Por último, y en particular para el caso de Brasil, el catalizador de potencial entradas de flujos de inversionistas locales, de la mano de una postura más expansiva de parte del Banco Central, también darían impulso al mercado accionario.

En **Brasil**, el mercado siguió subiendo en octubre, y el Bovespa anotó un alza de 1.0% en dólares, y en lo corrido de noviembre sigue subiendo. El real perdió un 1.0% el mes pasado, pero en lo corrido de noviembre se aprecia. A nivel de mercado, la tenencia de acciones locales de parte de inversionistas brasileños continúa baja respecto a su historia, en tanto la entrada de flujos de inversión se concentra en inversionistas extranjeros, que mantienen perspectivas positivas para el mercado brasileño. Lo anterior, se basa en una serie de aspectos, considerando una inflación que ha continuado sorprendiendo y expectativas que se corrigieron a la baja, en tanto el mercado prevé que cierre este año ~4.55% anual y 4.2% para 2026. Por el lado de la actividad, la desaceleración es evidente, y si bien las proyecciones de crecimiento para

este año se estabilizan ~2.2%, la producción industrial a septiembre se contrae un 0.4% mensual, y ambos PMIs se ubican en terreno contractivo a octubre, en 48.2 pts. el de manufacturas y 47.7 pts. el de servicios. La desaceleración conversa con una tasa Selic que el Banco Central decidió mantener en 15% en su reunión de noviembre, en línea con lo esperado, pero manteniendo cautela y la disposición a mantener las tasas de interés altas de ser necesario. En este sentido, el mercado ha ido postergando las expectativas respecto del primer recorte de tasas para marzo del próximo año, aun cuando las condiciones para bajar las tasas ya se empiezan a sentir en la economía. Pasando al mercado, las valorizaciones del mercado brasileño siguen transando en torno a media desviación estándar bajo su promedio de 10 años (P/U fwd.), y lucen atractivas con respecto a pares emergentes. En lo corrido del año, el principal ETF del país ha recibido flujos de inversión por ~33% del AUM, mostrando una importante creación de cuotas. A su vez, en lo que va de la temporada de resultados corporativos del tercer trimestre, el 58% de las compañías del Bovespa han reportado, exhibiendo sorpresas positivas tanto en ventas como utilidades. Si bien las ventas han crecido, las utilidades se han contraído ~11.8%. Pasando al lado político, a pesar de la apelación de Bolsonaro, la Corte Suprema confirmó su sentencia de 27 años. A su vez, Lula da Silva afirmó que irá por la reelección el próximo año, mientras que el gobernador de Sao Paulo -Tarcísio di Freitas- declaró que en febrero anunciará si será candidato o no. En materia internacional, el presidente brasileño ha presionado a su homólogo estadounidense para avanzar en negociaciones comerciales, e ir disminuyendo los aranceles que enfrenta el país más grande de América Latina. Por el lado fiscal, se aprobó la reforma tributaria que deja exenta de impuesto a la renta a personas que ganan R 5,000 o menos al mes, aumentando la tasa que enfrentan aquellos que reciben más de R600,000 anual. Esta reforma no será del todo neutral sobre los ingresos fiscales, y se propusieron otras medidas para compensar como aumentar la tasa impositiva para las empresas Fintech, casas de apuesta, entre otras. De cara a las elecciones, y confirmando su participación, el ejecutivo tiene la atención puesta en sus niveles de aprobación; según un conjunto de 7 encuestas, la desaprobación sube a 45%, pero la aprobación también aumenta hasta 33.6%, disminuyendo la proporción de personas que evalúan al gobierno como "regular". En este sentido, es probable que se realicen anuncios populistas desde el oficialismo, que podrían tener consecuencias fiscales. Sin embargo, la regla fiscal no permite un gran desacople debido al crecimiento del gasto permitido y con estos niveles de aprobación, Lula apunta a obtener ~40% de los votos en la segunda vuelta. Con todo lo anterior, las valorizaciones del mercado brasileño siguen descontadas, se anticipa un cambio en el sector político al mando del ejecutivo, continúan las entradas de flujos de inversionistas extranjeros, y en la medida que se acerque el primer recorte de tasas, gatillará una mayor asignación de parte de inversionistas locales a acciones, dando un soporte adicional. Por esto, se decide **aumentar el OW en acciones brasileñas.**

En **México**, el mercado accionario dio un giro de 180° respecto al mes anterior, pasando de liderar los retornos en la región en septiembre a ubicarse como el de peor desempeño en octubre, siendo además el único teñido de rojo, con una pérdida de USD 1.6%. En cuanto a la economía, el PIB del tercer trimestre confirmó las expectativas de contracción, registrando una caída anual de 0.2%. El retroceso se concentró principalmente en el sector secundario, con debilidad en manufactura —cuyo IMEF de octubre se mantuvo por debajo de 50 pts.—, además de caídas en construcción, minería y energía. Si bien las revisiones de crecimiento en general son relativamente al alza para la segunda economía más grande de la región, estas fluctúan entre 0.3%-1%, lo que sugiere un crecimiento magro en la economía para 2025 de acuerdo con Banxico y otros organismos internacionales. Aun así, en materia de precios, la inflación ha dado un respiro al país durante; el registro *headline* de octubre continúa sin exhibir presiones y se ubicó en 3.6% anual. Si bien existen ciertas presiones en cuanto a las expectativas de la inflación subyacente, la cual se ubicó en 4.3% anual en octubre, las expectativas a un año se mantienen ancladas y dentro del rango meta del Banxico. En lo que respecta a política monetaria, el Banxico recortó en 25 pbs. la tasa de referencia, situándola en 7.25% y en línea con las expectativas. Pese

al reciente “*hawkish cut*” del Fed, la autoridad monetaria mantuvo su tono *dovish* al reforzar un sesgo expansivo más claro que en reuniones previas, tras indicar explícitamente que valorará recortar la tasa de referencia en su próxima reunión, perfilándose para dejar la tasa de interés en 7.00% al cierre del año. Por el lado de mercado, si bien las valorizaciones lucen atractivas al cotizar bajo su promedio de 5 años en términos de P/U fwd., se registraron fuertes salidas desde el principal ETF del país por ~23% del AUM. Respecto a los reportes corporativos, con las 35 empresas del MEXBOL ya habiendo presentado resultados, el tercer trimestre cerró con un tono sólido en utilidades y ventas. De cara al próximo año, comienzan a mejorar los *guidances* de las compañías. Por el lado político, la negociación con EE.UU. en el marco del T-MEC ha sido más compleja de lo anticipado, con avances y tensiones que reflejan el delicado equilibrio entre ambos países. Entre los hitos positivos, destacan la postergación del aumento de aranceles de 25% al 30% sobre bienes fuera del tratado, medida bien recibida por el mercado. Además, se aplazó hasta fines de noviembre en el Congreso la discusión del paquete de aranceles a países sin tratado de libre comercio, incluido en el presupuesto de 2026 por 10.1 billones de pesos, pudiendo esto significar nuevas presiones inflacionarias. No obstante, el panorama también presenta desafíos: entraron en vigor los aranceles a las importaciones de camiones, afectando directamente a México, ya que alrededor del 80% de los camiones importados por EE.UU. provienen del país, lo que podría tensionar nuevamente la relación bilateral. A ello se suma el asesinato del alcalde Carlos Manzo, hecho que desató graves protestas, y que, si bien no tuvo impacto en los mercados, podría ser utilizado políticamente por Trump para endurecer su postura frente al T-MEC. En el frente interno, pese a la elevada aprobación de la actual presidenta Claudia Sheinbaum (70%), su desaprobación ha mostrado un aumento gradual desde marzo. De esta manera, con un panorama económico y político volátil de cara al cierre de año, junto a un deterioro en el *momentum* accionario y salidas de flujos, **se decide neutralizar desde OW la posición en acciones mexicanas**, a pesar de perspectivas más positivas para 2026.

En **Chile**, el mercado accionario siguió alcanzando sucesivos máximos históricos durante octubre y el IPSA subió un 7.3% en USD, de la mano de un precio del cobre que ganó un 4.8% en el mes y un peso chileno que se apreció 2.1%, a pesar de la fortaleza global del dólar. La atención del mercado se sigue enfocada en las elecciones, en las que el escenario base sigue siendo el paso a segunda vuelta de la candidata oficialista y el candidato republicano. Sin embargo, disminuye la probabilidad de que este último sea vencido por candidatos más radicales y se hace más factible que la composición resultante del Congreso sea con mayoría de la derecha en ambas cámaras. De darse este resultado, el mercado chileno puede continuar con alzas, bajo el supuesto de que la candidata oficialista sería derrotada en el balotaje en diciembre. En este contexto, todavía hay inversionistas esperando ingresar al mercado local una vez que se despeje la incertidumbre política, así como hay decisiones empresariales de inversión pausadas ante esta baja visibilidad. En materia de crecimiento, la actividad mensual en septiembre anotó un 3.2% anual, en línea con las expectativas y de la mano de un gran impulso de los sectores de comercio y servicios. Si bien el cuarto trimestre del año sería positivo por un efecto calendario favorable, una mejora en las confianzas gatillada por un poder ejecutivo y legislativo más promercado, pueden gatillar revisiones al alza en las proyecciones de 2026. Actualmente, el mercado espera que el PIB de Chile crezca 2.3% el próximo año, dato que se ha venido corrigiendo al alza desde 2% en junio de este año. Si bien en su reunión de octubre en Banco Central mantuvo la tasa de referencia y entregó un mensaje cauteloso, la sorpresa en la inflación del dato de dicho mes le da espacio para retomar las bajas en diciembre y llevar la tasa de política monetaria a 4.50%. Esto entregaría un soporte adicional al crecimiento y al mercado accionario. De esta manera y de cara a 2026, quedaría pendiente una baja de 25 pbs. para alcanzar el nivel de tasas neutral. Por el lado del mercado, las valorizaciones siguen transando marginalmente bajo sus promedios de 10 años (razón P/U fwd.), y en octubre, continuó la entrada de flujos de inversión al conjunto de ETFs, que se exacerbaba en lo corrido de noviembre. A su vez, las Administradoras de Fondos de Pensiones fueron compradoras netas de acciones locales por casi USD 200 millones durante octubre. Con respecto a

los reportes corporativos, más del 60% de las empresas del IPSA ha publicado sus resultados del tercer trimestre, mostrando un crecimiento en ventas y en promedio bastante en línea con lo esperado por el mercado. El *guidance* hacia 2026 es positivo. De esta manera, el mercado estará atento al desenlace de la primera vuelta electoral, pero de darse un escenario favorable, los inversionistas -extranjeros y locales- mejorarán sus perspectivas respecto de la renta variable chilena, enfrentando pocas presiones vendedoras. En este sentido, **se decide sobreponer las acciones chilenas**, desde neutral.

En **Colombia**, octubre fue un mes cargado de desafíos tanto a nivel local como internacional. En cuanto a crecimiento económico, el Banco Central (BanRep) pronostica una aceleración del 2.6% en el PIB para 2025, menor al 2.7% proyectado anteriormente. En paralelo, la actividad económica decepciona al ubicarse en 2.0% anual, su menor nivel en los últimos cuatro meses y debajo del 3.2% que esperaba el mercado. El desalentador desempeño se justifica principalmente por contracciones en los sectores minero y petrolero, así como en la industria manufacturera y de construcción. Al mismo tiempo, las ventas minoristas de agosto crecieron un 12.4% anual, bajo el 13.2% que estaba esperando el mercado, pero aun mostrando resiliencia por parte de la demanda interna. En este escenario y de la mano con lo que se anticipaba, el BanRep decidió mantener la tasa de referencia en 9.25% en su reunión de octubre, la cual acumula cuatro meses consecutivos inalterada y con proyecciones de que cierre el año en ese mismo nivel. Tras la reunión, y en línea con lo esperado, tanto la inflación de septiembre como de octubre se ubicaron sobre el 5% anual (5.2% y 5.5% respectivamente), completando cuatro meses al alza y justificando el sesgo *hawkish* de la autoridad monetaria hacia el cierre de 2025. El alarmante panorama fiscal refuerza esta postura restrictiva. Diversos análisis advierten que el déficit fiscal podría ampliarse en los últimos meses del año, ubicándose entre 7.3% y 7.8% del PIB, niveles considerados sin precedentes. Estas cifras coinciden con las estimaciones del Banco de la República y del Fondo Monetario Internacional, que calculan un desequilibrio cercano al 7.5% del PIB. La rápida expansión del gasto y el aumento récord de la deuda —que se espera supere el 61.3% del PIB para el cierre de este año— han elevado el costo del financiamiento, presionando las tasas de interés y complicando la reactivación económica. En el plano político, la firma Cifras y Conceptos publicó la primera encuesta de intención de voto para las elecciones presidenciales de 2026, marcando así la reapertura de los sondeos y el reinicio formal de la carrera presidencial tras el fin de la “ley mordaza” que los había suspendido hasta el 31 de octubre. Sin embargo, la incertidumbre sobre el rumbo electoral sigue siendo elevada, al tratarse del primer estudio divulgado tras el levantamiento del veto. A esto se suma el deterioro en la relación con Estados Unidos, principal socio comercial del país, quien formalizó la descertificación del gobierno de Gustavo Petro en la lucha antidrogas y anunció sanciones contra el mandatario, su esposa, su hijo y el ministro del Interior, Armando Benedetti, al incluirlos en la lista Clinton (OFAC) por presuntos vínculos con el narcotráfico. Washington acusa a Petro de permitir la expansión de los carteles y de estrechar lazos con el régimen de Nicolás Maduro bajo su política de “Paz Total”. Aunque EE.UU. reiteró su apoyo a las instituciones colombianas, afirmó que la medida responde a la incompetencia del presidente y su círculo cercano. Este golpe político sigue abriendo espacio para que la derecha sea vista como una opción atractiva de cara a la carrera presidencial, aprovechando este desgaste en la imagen del presidente Petro y el aumento del descontento ciudadano. Pese a este ruidoso escenario, el mercado accionario colombiano sigue con su impresionante rendimiento en 2025, rentando USD 8.2% en octubre y más de USD 70% 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 leves salidas de flujos de ~0.5% del conjunto de ETFs. De esta manera, pese a un mercado accionario que mantiene su sólido *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 mantiene su destacada trayectoria respecto a los pares de la región, con una actividad económica de agosto que creció 3.2% anual y sobre las expectativas de 3.1%. Ante esto, el FMI ajustó al alza su proyección de crecimiento del país para 2025 a 2.9%, desde 2.8%, y sobre el promedio de la región (2.4%). Lo anterior responde a un ritmo de crecimiento superior dentro del nuevo ciclo de precios altos de los minerales, especialmente del cobre, del que el país es el segundo productor mundial, junto con el oro. Por otro lado, la inflación de octubre se desaceleró a 1.4% anual, debajo lo esperado por el mercado y dentro del rango que tolera el Banco Central, donde se espera se mantenga de cara al cierre de 2025. En cuanto a la situación fiscal, el gasto del Estado aún supera sus ingresos, donde el déficit fiscal se mantuvo en 2.4% del PIB en septiembre. Si bien se espera un nuevo incumplimiento de la meta del 2.2% por tercer año consecutivo, se ve una clara intención por parte del país de cumplir su regla fiscal. Respecto a política monetaria, y en línea con las expectativas, el Banco de la Reserva (BCRP) mantuvo la tasa de referencia en 4.25%. La decisión, según lo descrito por el BCRP, se justifica al considerar que la tasa actual se mantiene “muy cerca del nivel estimado como neutral”, por lo que se espera que se mantenga inalterada para el cierre de este año. Tras la destitución de Dina Boluarte de la presidencia por “incapacidad moral permanente”, asumió José Jerí, hasta entonces presidente del Congreso, quien ejercerá de manera transitoria hasta las elecciones de abril de 2026. El nombramiento del abogado de 38 años marca el octavo presidente del país en la última década. Pese a una entrada ruidosa, marcada por protestas y una moción de censura impulsada por la izquierda, se espera que Jerí permanezca en el cargo. El Congreso rechazó su destitución, y el mandatario interino ha ratificado que no renunciará, asegurando que su prioridad es mantener la estabilidad del país. Por el lado político, Perú anunció la ruptura de las relaciones diplomáticas con México, congelando así la alianza del pacífico y agravando las tensiones en la región. La medida llega luego de que el Gobierno mexicano decidiera otorgar asilo a la ex primera ministra peruana Betssy Chávez, acusada de complicidad en el autogolpe del expresidente peruano, Pedro Castillo. Esto inyecta una nueva fuente de incertidumbre al país, donde si bien se espera que el presidente cumpla su mandato interino, el acotado tiempo que tiene el actual gobierno a raíz de la próxima elección presidencial, dificulta su maniobrabilidad para hacerle frente a este tema. Sumado a esto, en el escenario electoral la intención de voto sigue fragmentada. Según la última encuesta Ipsos, Rafael López Aliaga (RLA) sigue liderando la encuesta con un 9%, seguido por Keiko Fujimori y Mario Vizcarra, ambos con 7%. No obstante, el voto blanco o nulo se mantiene como la opción predominante con 37%. Si bien continúa la alta fragmentación del electorado, la derecha sigue en firme con RLA y Fujimori a la cabeza, reiterando la tendencia hacia un giro político promercado. Pese a este ruidoso escenario político, el mercado accionario en octubre rentó 4.6% en dólares, con valorizaciones aún atractivas que se mantienen por debajo de su promedio de 5 años en la razón P/U fwd. Además, se observaron entradas de flujos en el mes por 11.8% del AUM al principal ETF del país, el cual ya acumula más de 40% de inflows en lo corrido de este año. De esta forma, con una economía que se mantiene firme y un mercado que extiende su buen momentum, pero con nuevas fuentes de incertidumbre política de cara a las próximas elecciones presidenciales, **se decide tomar utilidad y llevar a neutral desde OW la posición en acciones peruanas.**

En **Argentina**, y contra todo pronóstico, el oficialismo arrasó en las elecciones legislativas del 26 de octubre. El partido del presidente Javier Milei, La Libertad Avanza (LLA), obtuvo un 40.7% de los votos a nivel nacional, muy por encima del 31.7% alcanzado por Fuerza Patria (FP). Triunfó en 15 de las 24 provincias, siendo la más sorpresiva la de Buenos Aires-bastión del peronismo-, donde hace menos de dos meses había perdido por más de 13 puntos. En el plano legislativo, las elecciones modificaron significativamente la composición del Congreso Argentino; LLA más el PRO consolidaron su presencia al pasar de 79 a 110 escaños en la cámara baja, mientras que en la cámara alta la coalición oficialista también registró un avance, aumentando de 13 a 24 senadores, frente a un leve pero importante descenso del peronismo (de 34 a 28), quienes, por primera vez en 42 años, quedan lejos del control del Senado. Ahora bien, en este nuevo escenario

ningún bloque contará con quórum propio, por lo que, si bien el gobierno obtuvo el tercio de las bancas para vetar leyes, se verán en la obligación de negociar con los demás partidos y provincias para poder establecer cambios significativos. En paralelo, el panorama macroeconómico resulta más alentador que en meses anteriores. La actividad económica se acelera y crece 0.3% mensual en agosto, siendo el primer dato positivo desde abril, y justificado por el buen desempeño de la intermediación financiera y la minería. En materia de precios, la inflación de septiembre se ubicó en línea con las expectativas de 2.1% mensual. Si bien se espera una leve aceleración en octubre (2.3%), tras la elección se redujeron las expectativas hacia el cierre de año. De esta forma, el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) junto a especialistas consultados, anticipan que la inflación estará cerrando el año en 29.6% anual, consolidando la desaceleración significativa respecto del año anterior. En el frente cambiario, el Ministerio de Economía salió a desmentir los rumores sobre una inminente modificación del esquema de bandas, reafirmando que el régimen actual —con un deslizamiento del 1% mensual y un rango entre \$932 y \$1,500 por dólar— se mantendrá sin cambios al menos hasta 2027, en línea con lo expresado por el presidente Milei. La aclaración busca reforzar la previsibilidad del programa económico tras las versiones que circularon luego de la reunión del ministro Caputo con inversionistas en Nueva York, donde se habría mencionado la posibilidad de elevar el ritmo de ajuste al 1.5% mensual. En este contexto, el riesgo país se redujo drásticamente a 550 puntos, desde niveles cercanos a 1,100 en menos de dos semanas, reflejando una mejora significativa en la percepción de riesgo soberano. En materia monetaria, las tasas nominales, tanto cortas como largas, han continuado descendiendo: la tasa corta, que llegó a rozar el 100% nominal anual en los días previos a las elecciones, hoy opera en torno al 21%, mientras que la tasa a 30 días cayó desde el 70% nominal anual en octubre hasta niveles cercanos al 33%. No obstante, el mercado mantiene críticas hacia la política cambiaria, ya que el ritmo de ampliación del 1% mensual dificulta la acumulación de reservas: cada vez que el Tesoro intenta comprar divisas para fortalecer la posición del Banco Central, el tipo de cambio se acerca rápidamente al techo de la banda, limitando el margen de intervención y reduciendo la eficacia del esquema actual. Por el lado de mercado, tras el triunfo del oficialismo, los mercados reaccionaron con fuerza en la apertura del día siguiente de la elección; el ARS se apreció ~10% y el Merval ~20% en moneda local. Ante esto, el país registró la mayor alza intradía accionaria en su historia, cerrando el mes de octubre con más de 60% de retorno en dólares, y superando con creces tanto la rentabilidad mensual de mercados emergentes como desarrollados. Ahora bien, si tenemos en cuenta el panorama accionario en lo corrido del año, el mercado accionario en dólares argentino se mantiene rezagado (Merval ~-14%), por lo que será clave la gestión del gobierno tanto a nivel de mercado como económico y político para resolver el tema cambiario y recuperar las pérdidas. En cuanto a flujos, tras cuatro meses consecutivos con salidas, se registraron entradas de flujos al principal ETF por alrededor del 25% de su AUM, reflejando nuevamente la confianza y el atractivo de invertir en el país. De esta forma, pese a un panorama económico y monetario más claro y amigable tras las elecciones, persiste cierta incertidumbre respecto a la evolución de la política cambiaria, por lo que se decide **mantener la posición neutral en acciones argentinas**.

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

Octubre fue un mes volátil, marcado por múltiples eventos que impactaron al mercado accionario chino. En este contexto, las acciones retrocedieron 3.9% en dólares (MSCI China), aunque las caídas encontraron cierto soporte ante un renovado interés internacional por la renta variable.

En el ámbito político, el Cuarto Pleno entregó señales positivas: las autoridades reafirmaron el foco en tecnología y en el impulso de la demanda interna, tanto por el lado del consumo como de la inversión. Si bien no se establecieron metas cuantitativas, las directrices cualitativas apuntan en la dirección correcta para apoyar la recuperación económica.

Por el lado geopolítico, las tensiones comerciales con EE.UU. volvieron a dominar la agenda. Pese al incremento de fricciones y declaraciones cruzadas, finalmente se alcanzó un nuevo acuerdo comercial, en línea con nuestras expectativas de que un distanciamiento total entre ambas economías es poco probable. Tras la reunión entre Xi Jinping y Donald Trump, ambos líderes acordaron mantener por un año la tregua comercial, abordando principalmente la suspensión de controles a las tierras raras por parte de China y aumento de importaciones agrícolas, mientras que EE.UU. reducirá el arancel por fentanilo (del 20% al 10%) y suspenderá restricciones a los semiconductores. La tregua entró en vigor el 10 de noviembre, según agencias gubernamentales chinas.

En el frente económico, los datos mostraron un desempeño dispar. El PIB creció 4.8% anual en el 3T25, desacelerándose por segundo trimestre consecutivo, y las proyecciones para 2025 y 2026 se mantienen en 4.9% y 4.3% respectivamente. Las exportaciones, que han sido el principal motor del crecimiento, se contrajeron 1.1% anual en octubre, reforzando la necesidad de mantener estímulos económicos. Los PMI RatingDog (ex Caixin) de manufacturas y servicios se mantuvieron en zona expansiva, aunque con leves caídas respecto al mes previo. Mientras tanto, la inflación sorprendió al alza, subiendo 0.2% anual en octubre y saliendo de terreno contractivo, impulsada por precios de vestuario y una menor caída en alimentos. La inflación subyacente avanzó 1.2%, su mayor nivel en 20 meses. Por su parte, el Banco Central mantuvo sus tasas a 1 y 5 años en 3.00% y 3.50% respectivamente en la reunión de octubre.

A pesar del retroceso bursátil, los flujos hacia renta variable china siguen siendo positivos. Según EFPR, China registró la tercera entrada semanal de flujos más grande del año (USD 9.1 bn), hasta el 5 de noviembre, mientras que las acciones, aunque continúan transando con valorizaciones sobre su promedio histórico de 5 años en la razón P/U fwd., operan más holgadas que el mes previo. Respecto a la temporada de reportes corporativos, ~90% de las empresas ya han informado sus resultados del tercer trimestre, mostrando crecimiento tanto en ventas como utilidades, aunque ambos con sorpresas negativas. Hacia adelante, Factset espera una expansión de utilidades de 14% para 2026 y 2027.

En el contexto de flujos positivos, entorno político y geopolítico favorable, donde el gobierno tiene un ojo puesto en el mercado accionario y valorizaciones más holgadas, **se decide mantener el overweight en acciones chinas**, pese a señales mixtas de datos económicos.

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

Asia emergente ex China fue la región con mejores retornos a nivel global en octubre, pero nuevamente con disparidad. Continuó el *outperformance* de Corea del Sur, en tanto India y Taiwán exhibieron retornos positivos, pero de menor magnitud. A pesar de valorizaciones ajustadas en los principales países de la región, el *momentum* accionario que exhibe Corea del Sur nos lleva a replantearnos la asignación, junto con mejores perspectivas económicas y proyecciones de utilidades. La entrada de flujos se concentró en dicho mercado, aun cuando los otros siguen gozando de la reasignación de activos globales.

**India** mantiene una relación tensa con EE.UU., sin avances concretos. Donald Trump anunció que visitará el país en 2026 y afirmó que las negociaciones comerciales “avanzan bien”. Sin embargo, no es la primera vez que ambas partes sugieren un acuerdo cercano. En un principio, en medio de la incertidumbre comercial, India se consideró uno de los grandes ganadores y entre los primeros en alcanzar un pacto con Trump, pero seis meses después aún no existe un marco definido, a diferencia de Japón, Corea del Sur y China. Desde nuestra perspectiva, las conversaciones seguirán entrampadas. Una delegación india viajará a Moscú el 11 de noviembre para continuar diversificando sus fuentes de

importación, lo que podría mantener las tensiones con EE.UU., que insiste en que India reduzca las compras desde Rusia. En el frente laboral, cada vez más empresas disminuyen las ofertas de empleo que requieren visas H-1B, debido al alza en sus costos, afectando especialmente al mercado indio. A nivel macroeconómico, India mantiene el dinamismo, y se proyecta una expansión anual de 7.0% en el tercer trimestre, moderándose respecto al segundo, pero aún sólida. Los indicadores PMI de manufactura y servicios permanecen en terreno expansivo en octubre. En cuanto a precios, la inflación cayó a 0.3% anual en octubre, acercándose a 0% y alejándose de la meta del Banco Central (4.0%). La autoridad monetaria mantuvo la tasa de referencia en 5.50% durante octubre y, aunque existe espacio para un recorte en diciembre, mantiene una postura cautelosa. En los mercados, las acciones indias avanzaron USD 4.4% (MSCI) en octubre, aunque mostraron un desempeño inferior al de sus pares regionales. Si bien no se identifican catalizadores claros de corto plazo, las valorizaciones se ubican sobre su promedio en la razón P/U *fwd*. Según datos de EPFR, se registran salidas de flujos por nueve semanas consecutivas hasta el 5 de noviembre desde ETFs y fondos. Finalmente, pasando a la temporada de reportes corporativos, el 85% de las compañías han reportado, registrando crecimiento de utilidades y ventas. Para 2026 se anticipa una expansión de utilidades de 15%, sobre sus pares emergentes, y durante el último mes el dato se corrige al alza. En el contexto de valorizaciones ajustadas, salidas de flujos, pero fundamentos macro y corporativos sólidos, **se decide mantener neutral las acciones indias.**

El *momentum* de las acciones **surcoreanas** continúa imparable. Durante octubre las acciones subieron USD 22%, liderando los retornos a nivel global, mientras que el won se depreció 1.8% respecto al dólar. En el ámbito geopolítico, la visita de Donald Trump reforzó la relación bilateral con EE.UU., manteniéndose vigente el acuerdo de seguridad y cooperación comercial, que contempla una inversión surcoreana total de USD 150 bn, con un límite anual de USD 20 bn en EE.UU. Paralelamente, el presidente Lee Jae-myung y Xi Jinping restablecieron los lazos diplomáticos entre Corea del Sur y China durante la cumbre de APEC, adoptando un enfoque pragmático. En materia fiscal, Lee Jae-myung anunció una expansión del presupuesto para 2026 de 8.1% anual, con énfasis en inteligencia artificial y defensa nacional. Así, tras un 2024 marcado por la inestabilidad política, Corea del Sur se posiciona hoy con un entorno político y geopolítico más favorable. En el frente corporativo, Nvidia firmó acuerdos en infraestructura y semiconductores con Samsung, SK Hynix y Hyundai, tres compañías que en conjunto representan cerca del 50% del MSCI Corea del Sur. Desde el punto de vista económico, el PIB creció 1.7% anual en el tercer trimestre, su mejor registro en cinco trimestres, impulsado por el sector manufacturero y exportador. Se anticipa que el crecimiento se acelere a 1.9% en 2026, desde el 1.0% esperado para 2025, apoyado en la recuperación de la confianza del consumidor y los inversionistas tras la crisis política y la imposición de la ley marcial en 2024. La inflación se elevó a 2.4% anual en octubre, presionada por la depreciación del won y el aumento de los precios de energía y alimentos, aunque aún cercana al objetivo del Banco Central (2.0%). En este contexto, la autoridad monetaria mantuvo la tasa de referencia en 2.50% durante octubre. Si bien existe margen para un recorte, el mercado ha reducido las expectativas de flexibilización en los próximos 12 meses para evitar un repunte de los precios del sector inmobiliario y respaldar la moneda. En los mercados financieros, las acciones surcoreanas acumulan una rentabilidad de ~USD 80% en lo que va del año (al 7 de noviembre), y aunque el potencial alcista se ha moderado, aún existen fundamentos para sostener el impulso. En el corto y mediano plazo destacan dos catalizadores: (i) el cierre de posiciones cortas internacionales, con una exposición aún *underweight*, y (ii) el nombramiento del nuevo presidente del Servicio Nacional de Pensiones (NPS), cuya postura respecto al aumento de la exposición a renta variable nacional podría impulsar el mercado, en línea con el objetivo del presidente Lee de llevar el Kospi a 5,000 puntos desde los actuales 4,073. Tras las fuertes alzas, las valorizaciones superan su promedio de 5 años en la razón P/U *forward*, aunque la entrada de flujos permanece sólida. Según EPFR, Corea del Sur registró la segunda mayor entrada semanal del año, por USD 1.1 bn hasta el 5 de noviembre. En octubre, se observaron entradas netas

equivalentes al 6.6% del AUM del principal ETF, junto con flujos positivos en distintos plazos. En cuanto a resultados corporativos, cerca del 70% de las empresas ha publicado resultados del tercer trimestre, destacando crecimientos en utilidades y ventas con sorpresas positivas. De acuerdo con FactSet, se espera que las utilidades de las empresas del índice MSCI crezcan 38% en 2026 y 14% en 2027, ambos sobre sus pares emergentes. En síntesis, pese a las elevadas valorizaciones y el riesgo de corrección tras las fuertes alzas, el sólido *momentum* accionario, los flujos persistentes, las noticias corporativas favorables y los catalizadores de corto y mediano plazo, **se decide llevar a overweight las acciones surcoreanas desde neutral.**

**Taiwán** enfrenta diversos fenómenos meteorológicos que reflejan la presión del cambio climático. Se espera que el tifón Fung Wong toque tierra el miércoles 12 de noviembre, amenazando la infraestructura de la isla, el bienestar de la población y la producción de semiconductores, dada su trayectoria. En el frente corporativo, Taiwan Semiconductor Manufacturing Co. (TSMC) registró en octubre su menor crecimiento mensual de ingresos en 18 meses, lo que presiona las perspectivas de la compañía tras un año marcado por la aceleración de compras de inventarios ante los aranceles impuestos por la administración Trump. Desde el ámbito macroeconómico, la economía taiwanesa mantuvo su fortaleza impulsada por el sector tecnológico, con una expansión anual de 7.6% en el tercer trimestre, apoyada por la inteligencia artificial y las exportaciones. Este desempeño llevó a revisar al alza la proyección de crecimiento para 2025 hasta 5.2%, aunque se anticipa una desaceleración hasta 2.5% en 2026. En cuanto a precios, la inflación se aceleró hasta 1.5% anual en octubre. Aunque los precios de la vivienda ejercen presión, la inflación mantiene una trayectoria convergente hacia la meta de 2.0% del Banco Central. Con miras a la reunión de política monetaria de diciembre, se espera que la autoridad mantenga la tasa de referencia en 2.00%, mientras el mercado ya descuenta un posible recorte dentro de los próximos 12 meses. Pasando al mercado, las acciones taiwanesas subieron 6.2% en dólares en octubre, registrando un *outperformance* respecto a sus pares, mientras que el dólar taiwanés se depreció 0.9% respecto al dólar estadounidense. Las acciones transan sobre su promedio histórico en la razón P/U fwd., luciendo caras tanto en términos absolutos como relativos. Al mismo tiempo, se observa una leve entrada neta de flujos por 0.9% del AUM durante el último mes, luego de dos meses consecutivos de flujos planos. Por el lado de reportes corporativos, ~65% de las compañías han informado sus resultados del tercer trimestre, destacando crecimiento de utilidades y ventas. Hacia adelante, se anticipa una expansión de utilidades de 20% y 19% para 2026 y 2027 respectivamente. De esta forma, pese a la solidez del sector de semiconductores, **se decide mantener neutral la exposición en acciones taiwanesas**, ante riesgos en la producción de estos, valorizaciones ajustadas y flujos planos.

**Indonesia** se mantiene con una alta incertidumbre en su política interna. Algunas encuestas no oficiales señalan una caída en la aprobación presidencial desde 79% al 59% desde febrero hasta octubre, sin embargo, la única encuesta publicada desde febrero señala una caída leve a 78% de aprobación. En la misma línea, pero continuando con datos macroeconómicos, se califican las políticas gubernamentales en el mercado laboral como “soluciones improvisadas”, luego que durante el tercer trimestre el desempleo aumentara a 4.9% y las condiciones laborales se mantienen débiles para el empleo juvenil. El crecimiento económico se desaceleró en el margen hasta 5.0% desde 5.1% el trimestre previo, tras una moderación del consumo privado. En esta línea, resaltan la dificultad del gobierno para impulsar la economía y la confianza de los consumidores. Por el lado de la inflación, se aceleró a 2.9% anual en octubre, próximo a alcanzar el objetivo del Banco Central de 3.0%. Por su parte, la autoridad monetaria decidió mantener la tasa de referencia en 4.75% en la reunión de octubre, aunque aún tendría espacio de flexibilización. Pasando al mercado, las acciones subieron USD 4.0% en octubre, mientras que la rupia se apreció en el margen. Las acciones transan con valorizaciones atractivas en la razón P/U fwd., pero durante el último mes los flujos se mantuvieron planos y el crecimiento de utilidades se ajusta a la

baja para 2026. En este contexto de un mercado de valorizaciones atractivas, datos mixtos y ruidos políticos, **se decide mantener en neutral la exposición a acciones indonesias.** Por otro lado, el mercado **tailandés** rentó 2.6% en USD en octubre, registrando un desempeño inferior a sus pares de la región, mientras que el baht se apreció 0.4% frente al dólar. Hacia adelante las perspectivas de Tailandia se mantiene deprimidas. En lo más reciente, el país decidió suspender el acuerdo de paz con Camboya, condición relevante en las negociaciones comerciales con EE.UU. Aumentando el riesgo en dos frentes geopolíticos; (i) armado y hostilidades con Camboya, y (ii) comercial y eventual reversión de aranceles con EE.UU. Por el lado macro, se espera un crecimiento económico nulo durante el tercer trimestre, y una expansión 2.1% y 1.8% para 2025 y 2026 respectivamente. La inflación se contrae 0.8% anual en octubre, manteniéndose en terreno negativo por séptimo mes consecutivo. Por su parte, el Banco Central mantuvo la tasa de referencia 1.5% en su reunión de octubre, sorprendiendo ya que se anticipaba un recorte de 25 pbs. La autoridad afirmó que se encuentra preparado para ajustar la política monetaria según sea necesario, presionando las perspectivas de recortes futuros y manteniendo una postura de *data dependencia*, con un nuevo gobernador a la cabeza del Banco Central. Por el lado del mercado, las acciones registran una caída 2.1% en dólares al 10 de noviembre en lo corrido del año, un desempeño inferior a sus pares, lo que lleva a que las valorizaciones continúen transando atractivas en la razón P/U *fwd.* respecto a su promedio histórico. No obstante, se observan salidas de flujos desde el principal ETF por 2.5% del AUM durante el último mes, mientras que la proyección de utilidades se corrige a la baja para 2026. De este modo, dadas las presiones deflacionarias, incertidumbre política y salida de flujos, **se decide mantener el *underweight* en acciones tailandesas.**

## EMEA

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

Las acciones **sudafricanas** registraron un *underperformance* respecto a pares regionales y cayeron USD 0.1% en octubre, en medio de la pérdida de *momentum* del oro durante el mes. Si bien el oro rentó USD 4.9% en el mes, registró alta volatilidad y anotó la mayor corrección intradía en más de una década. Mientras tanto el ZAR se depreció 0.4% respecto al dólar. En el ámbito económico, el índice PMI manufacturero cayó a terreno contractivo en octubre (48.8 pts.) y el FMI corrigió a la baja las perspectivas de crecimiento económico para 2026. Por el lado de la inflación, esta se aceleró hasta 3.4% anual en septiembre, pero se mantiene cercano al extremo inferior del rango objetivo (3-6%). De cara a la reunión de política monetaria en noviembre, la autoridad tendrá espacio para recortar la tasa de referencia, luego de mantenerla en 7.00% en la reunión de septiembre. En el ámbito político, el Gobierno de Unidad Nacional se comprometió a acelerar las reformas, aunque aún no se ven avances concretos. Por el lado de mercado, las acciones transan con valorizaciones en torno a su promedio en la razón P/U *fwd.*, mientras que las expectativas de crecimiento de utilidades se corrigen al alza durante el último mes para el próximo año, y durante el mismo periodo se observan entradas de flujos al principal ETF por 16% del AUM. En el contexto de perspectivas económicas más débiles, valorizaciones en torno al promedio y política interna aún entrampada, **se decide mantener en neutral las acciones sudafricanas**, considerado la alta correlación del mercado accionario con el oro.

Las acciones **turcas** finalizaron el mes con una caída de 0.4% en dólares, registrando un desempeño inferior al de sus pares de la región en octubre. La lira turca, en tanto, se depreció 1.1% frente al dólar el mismo mes. El sentimiento de los inversionistas mejoró luego que un tribunal turco desestimara la demanda contra el principal partido de oposición, aminorando el ruido político interno. Sin embargo, el sentimiento de represión política se mantiene, mientras que un

fiscal solicita una pena de prisión de más de 2,000 años para el alcalde de Estambul, Ekrem Imamoglu, que fue arrestado en marzo. En el ámbito macroeconómico, el índice PMI retrocedió a 46.5 pts. en octubre y acentuó su caída en terreno contractivo. Por su parte, la inflación se desaceleró más de lo esperado hasta 32.9% anual en octubre, registrando el nivel más bajo desde noviembre de 2021. El Banco Central recortó la tasa de referencia en 100 pbs. hasta 39.50% en su reunión de octubre y continuaría con la flexibilización monetaria dentro de los próximos 12 meses. Con respecto al mercado, las acciones transan con valorizaciones ajustadas en la razón P/U *fwd.*, mientras que se observa una entrada neta de flujos de inversión por 2.9% del AUM durante el último mes. Al mismo tiempo, las proyecciones de crecimiento de utilidades se ajustan al alza para este y el próximo año. En este contexto, datos económicos débiles, valorizaciones ajustadas y riesgo político, pero entrada de flujos y utilidades que se corrigen al alza, **se decide mantener neutral la exposición a acciones turcas.**

En octubre, la renta variable **saudí** subió 0.9% en USD, registrando un *underperformance* respecto a pares de la región. Mientras tanto, el petróleo Brent retrocedió 4.0% en dólares el mismo mes. En cuanto a las valorizaciones, estas transan atractivas en 15.5 veces en la razón P/U *fwd.* respecto a su promedio de 5 años, mientras que se observan salidas netas de flujos de inversión al principal ETF por 5% del AUM durante el último mes. Por su parte, en su reunión de noviembre, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunció un aumento adicional de la producción de petróleo para diciembre. Sin embargo, comunicó una pausa de normalización de producción para el primer trimestre de 2026, señalando factores estacionales como una menor demanda del *commodity* durante estos meses. En el ámbito económico, el índice PMI manufacturero mejoró hasta 60.2 pts. en octubre, mientras que el crecimiento económico del tercer trimestre se aceleró hasta 5.0% anual, registrando el crecimiento más pronunciado desde el 1T23. En la misma línea, el FMI corrigió al alza el crecimiento económico hasta 4.0% para este y el próximo año, impulsado por la normalización de producción del petróleo. Pese a las mejores expectativas económicas, la proyección de crecimiento de utilidades se corrige a la baja para este y el próximo año. En un contexto salidas de flujos, utilidades que se corrigen a la baja y perspectivas aún débiles para el precio del petróleo, **se decide mantener el *underweight* en acciones saudíes**, pese a las mejores perspectivas económicas.

## RENTA FIJA

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

Durante gran parte de octubre, las tasas mostraron una caída generalizada, en un contexto donde el mercado incorporaba recortes de tipos en octubre y diciembre, mientras la incertidumbre asociada al cierre de gobierno reforzaba la demanda por activos refugio. Sin embargo, tras la reunión de política monetaria -en donde se recortó el rango de tasas en 25 pbs., en línea con las expectativas- los comentarios de Jerome Powell con un tono más *hawkish* pusieron en duda un nuevo ajuste en diciembre, provocando un repunte en los rendimientos hacia el cierre del mes. La falta de datos oficiales derivada del cierre de gobierno también podría justificar una sorpresa en la última reunión del año. Pese al anuncio del fin del QT, interpretado como una señal *dovish* respecto a la orientación de la economía norteamericana, las declaraciones del presidente del Fed generaron incertidumbre sobre el ritmo del proceso de flexibilización, dejando la sensación de un recorte más restrictivo de lo previsto. Esto impulsó un alza generalizada en los distintos tramos de la curva, más pronunciada en el segmento corto, configurando un *bear flattener*. Aun así, el mercado mantiene la

expectativa de un nuevo recorte en diciembre, que completaría los 75 pbs. de flexibilización proyectados por el Fed en su *Dot Plot* de septiembre, aunque con una menor probabilidad que la anticipada previamente.

En el ámbito económico, el cierre de gobierno en EE.UU. mantiene suspendida la publicación de los principales indicadores, aunque algunas publicaciones extraordinarias y reportes privados permiten seguir la evolución de la actividad. De manera extraoficial, se conoció la inflación IPC de septiembre, sorprendiendo por debajo de las expectativas, con un componente de servicios que mantiene su tendencia a la baja y una inflación subyacente que se desacelera. En cuanto al empleo, los indicadores privados siguen evidenciando un enfriamiento en el mercado laboral: el informe de Challenger, Gray & Christmas Inc. registró el mayor recorte de empleo para un mes de octubre en más de dos décadas, mientras que el reporte de creación de empleo de ADP muestra una destrucción de empleo en promedio durante las últimas cuatro semanas. De todas formas, aún falta la publicación de los rezagados datos oficiales para tener una visión más clara sobre la situación del mercado laboral.

En octubre, el Fed recortó su tasa de referencia por segunda vez en el año, reduciéndola en 25 pbs., en línea con lo esperado por el mercado. La decisión reflejó marcadas diferencias al interior del comité, con el gobernador interino Stephen Miran apoyando un recorte de 50 pbs., mientras que el presidente del Fed de Kansas, Jeff Schmidt, se inclinó por mantener los tipos sin cambios. Estas posturas evidencian la división dentro del organismo respecto a la orientación futura de la política monetaria, lo que también se reflejó en la mayor dispersión del *Dot Plot* publicado el mes anterior. En el comunicado posterior, el Fed oficializó el término del ajuste cuantitativo a partir del 1 de diciembre, adelantando el fin de las restricciones de liquidez. Aunque esta decisión representa una señal más expansiva para la economía estadounidense, los comentarios de Jerome Powell durante la conferencia de prensa adoptaron un tono más *hawkish*, poniendo en duda la posibilidad de un nuevo recorte en diciembre. Si bien el mercado aún descuenta esa opción, las expectativas se encuentran más divididas, en un contexto donde el cierre de gobierno dificulta el seguimiento de los principales indicadores económicos. En paralelo, las presiones políticas desde el Ejecutivo se han moderado, aunque podrían resurgir conforme se acerque el anuncio del candidato a nuevo presidente del Fed por parte de Donald Trump, lo que podría reactivar las dudas en torno la independencia de la institución en el corto y mediano plazo.

De esta manera, el mercado aún anticipa un nuevo recorte en diciembre, sin embargo, para 2026, se evidencia una clara divergencia respecto a las proyecciones del propio Fed. Mientras el mercado estima entre dos y tres reducciones de 25 pbs. a lo largo del año, el Fed contempla únicamente un solo ajuste, reflejando una brecha entre las expectativas de los inversionistas y la orientación que proyecta el banco central. En este contexto, ante el desacople de expectativas y un prolongado cierre de gobierno, la tasa a 2 años se ubica en 3.59%, mientras que la de 10 años se sitúa en 4.11%, con una curva que permanece empinada y un diferencial 10-2 años cercano a 52 pbs. (al 10 de noviembre).

Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- se mantiene por debajo de su promedio histórico de los últimos cinco años y cercano a sus valores más bajo desde inicios de 2022, pero cerrando el mes con una ligera alza. Los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 5 y 10 años, mostraron una elevada volatilidad durante octubre, aunque finalizaron el mes con caídas, ubicándose en 2.36% y 2.28% respectivamente. Las expectativas de inflación a mediano y largo plazo se mantienen ancladas, mientras que las de corto plazo evidencian cierta persistencia frente a las previas, aunque continúan en línea con las proyecciones del Fed, que anticipa un proceso de desinflación más prolongado en 2026 y una convergencia hacia la meta de manera más gradual.

Dado lo anterior, las tasas mantienen presiones a lo largo de la curva de rendimientos, en un contexto de incertidumbre respecto al próximo movimiento del Fed y a la falta de datos oficiales producto del cierre de gobierno. Los tramos cortos continúan reflejando expectativas de recortes más agresivas que las proyectadas por el propio banco central, generando un desacople en las proyecciones. En este escenario, se mantiene la posición neutral en *treasuries* de 2 y 10 años, considerando que los niveles actuales ya incorporan buena parte del ciclo de flexibilización previsto. Además, se mantiene el *UW* en *treasuries* de 30 años, ante la mayor volatilidad y sensibilidad de este tramo. Por último, se mantiene la posición neutral en *TIPS*.

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

Durante gran parte de octubre, las tasas de interés descendieron ante el resurgimiento de la incertidumbre comercial entre China y EE.UU., junto con una política monetaria expansiva que anticipaba dos recortes en las últimas reuniones del año. Sin embargo, hacia finales del mes, las tasas revirtieron esta tendencia tras la reunión de política monetaria. Aunque la tasa fue reducida en 25 pbs., los comentarios posteriores de Jerome Powell, con un tono más restrictivo, pusieron en duda un nuevo recorte en diciembre. Además, la incertidumbre se moderó tras las positivas reuniones entre las dos mayores economías del mundo. En este contexto, el mercado sigue esperando que el Fed repita el recorte de octubre en su última reunión del año, aunque con menor probabilidad, considerando lo ocurrido recientemente y la falta de datos debido al cierre de gobierno más largo de la historia.

La economía estadounidense continúa sin la actualización de sus principales indicadores. No obstante, los datos privados sugieren que la actividad sigue dinámica, en línea con las revisiones al alza del crecimiento proyectado por el Fed y el Fondo Monetario Internacional para este año. La inflación, publicada de manera extraordinaria, sorprendió a la baja, mientras que el componente de servicios mantiene su tendencia de desaceleración. El mercado laboral sigue siendo el principal foco de preocupación. A pesar de la falta de información oficial de la Oficina de Estadísticas Laborales, la publicación de informes privados muestra que se mantiene el debilitamiento del mercado laboral, generando nuevos ruidos en torno al empleo, y, en consecuencia, a la reunión de política monetaria de diciembre.

En Europa, el BCE mantuvo sin cambios su conjunto de tasas por tercer mes consecutivo. El mercado asume que el ciclo expansivo habría llegado a su fin, en un contexto de inflación en torno a la meta, un desempleo que se encuentra en niveles históricamente bajos y una recuperación económica que avanza de manera gradual. No obstante, persiste cierta incertidumbre tanto fiscal como política, aunque en el último tiempo no se han registrado nuevos episodios de tensión relevante.

De esta forma, de cara a las reuniones de diciembre, el mercado continúa anticipando un nuevo desacople entre las políticas monetarias de ambas regiones. El BCE mantendría la pausa por cuarta reunión consecutiva, mientras que las expectativas apuntan a un nuevo ajuste por parte del Fed. Sin embargo, la probabilidad de que este se concrete se encuentra dividida, reflejando la cautela del mercado ante la falta de datos oficiales y las señales entregadas tras la última reunión.

En octubre, la clase de activo *Investment Grade* global registró una rentabilidad de USD 0.6%. Los spreads, que se mantienen en niveles históricamente comprimidos, reflejaron una mayor volatilidad a lo largo del mes: se ampliaron inicialmente ante la escalada de las tensiones comerciales, se redujeron tras el alivio parcial de éstas y volvieron a ampliarse levemente hacia el cierre de este. Además, la mayor duración de esta categoría justifica mantener una posición

cautelosa 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 1.1%, en línea con el positivo performance de la renta variable global. A pesar del cierre de gobierno y la falta de datos, el escenario económico se mantiene estable, y la nueva incertidumbre comercial pareciera quedar nuevamente atrás, al menos en el corto plazo. En cuanto a los *spreads*, se movieron en igual dirección que los de mayor calidad crediticia frente a los últimos acontecimientos comerciales entre China y EE.UU., aunque con movimientos más amplios, pero manteniéndose en niveles históricamente bajos.

La clase de activo ofrece un *yield* de 6.6%, levemente por sobre su promedio histórico de diez años. Por otro lado, las valorizaciones continúan en niveles ajustados dentro de un entorno global que aún presenta fuentes de incertidumbre, tanto en el ámbito político como fiscal. En este contexto, y considerando el estrecho nivel actual de los *spreads*, resulta más probable observar ampliaciones que compresiones en el corto y mediano plazo, lo que incrementa el riesgo para los inversionistas. De esta manera, **se mantiene la posición *UW* en *Global High Yield*.**

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

En octubre, las tasas de los bonos del Tesoro estadounidense se mantuvieron a la baja durante gran parte del mes, aunque revirtieron parcialmente las caídas tras la reunión de política monetaria, cerrando sin mayores variaciones en el balance mensual. Los comentarios de Jerome Powell, con un tono más *hawkish*, respaldaron este repunte y pusieron en duda el recorte previsto para diciembre. Si bien el mercado aún descuenta la posibilidad de un nuevo ajuste en la última reunión del año, la falta de datos derivada del prolongado cierre de gobierno podría dar lugar a una sorpresa. En este contexto, la deuda soberana emergente registró un rendimiento mensual de 2.1%, superando a la de economías desarrolladas, mientras que la deuda corporativa emergente avanzó 0.6%, en línea con su par desarrollada.

Para la deuda soberana, las tasas emergentes se mantienen mostrando una menor volatilidad y movimientos más acotados en comparación con las economías desarrolladas, pese a la correlación positiva que suelen mantener con estas. Los spreads corporativos, a pesar de ampliarse durante octubre, permanecen en niveles muy comprimidos en términos históricos. Por otro lado, los bonos soberanos aún 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 mantener la sobreponderación en deuda soberana, dado el mayor atractivo relativo frente a la deuda corporativa y a la deuda 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, la clase de activo registró un rendimiento positivo, con un avance de USD 0.6%. Los spreads se mantienen en niveles bastante comprimidos, aunque con una leve ampliación en la parte final del mes. Sin embargo, los bonos corporativos emergentes de mayor calidad crediticia aún mantienen un *yield* atractivo de 5.1%, por sobre su promedio histórico de diez años.

En cuanto a *High Yield*, la clase de activo registró en octubre un retorno de USD 0.5%, manteniendo su correlación positiva con las acciones globales, pero sin mostrar el destacado *outperformance* de meses anteriores, en un entorno global volátil y ante las dudas en torno al accionar del Fed en diciembre. Al igual que los bonos emergentes de mayor calidad crediticia, los spreads se mantienen en niveles históricamente comprimidos. Por otro lado, en un contexto de flexibilización monetaria, 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) se apreció un 2.1%, cerrando uno de los meses más positivos del año, mientras que el índice GEMS -que asigna a cada moneda emergente un peso equivalente al de su país en el índice MSCI- registró un avance de 0.6%. Los fundamentos sugieren que las divisas emergentes aún tienen margen para una mayor apreciación hacia el cierre del año, mientras que para el dólar se proyecta que retome su tendencia depreciativa en el mediano plazo. Los bancos centrales de economías emergentes se encuentran más adelantados en sus ciclos de flexibilización monetaria respecto al Fed, en donde el mercado aún internaliza que el ciclo de flexibilización monetaria se mantenga durante 2026. De esta forma, el diferencial de tasas favorece a las monedas emergentes, lo que incrementa su atractivo relativo. En este contexto, se decide mantener la posición *overweight* en *local markets*.

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

### Exposición a Monedas | Noviembre 2025

Monedas	Bench.	Oct	Nov	OW/UW	Cambio
USD	55.1%	55.7%	55.7%	OW	0.6%
EUR	7.5%	7.1%	7.1%	UW	-0.4%
GBP	1.5%	1.0%	1.0%	UW	-0.5%
JPY	2.4%	1.9%	1.9%	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 | Octubre 2025

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%	2.8%	1.41%	1.39%	0.0	-2.0
Renta Fija	50%	46%	-4%	0.6%	0.29%	0.27%	4.5	0.3
Caja	0%	2%	2%	0.4%	0.0%	0.01%	-2.7	
Oro	0%	2%	2%	4.9%	0.0%	0.10%	6.3	
Cobertura						0.00%	0.0	
<b>Portfolio</b>					<b>1.70%</b>	<b>1.77%</b>	<b>8.1</b>	<b>-1.6</b>
Outperformance / Underperformance (bps)							<b>6.5</b>	
Europe ex UK	13.7%	13.7%	0.0%	0.4%	0.05%	0.05%	0.0	
Europe Small Cap ex UK	1.2%	0.2%	-1.0%	-0.5%	-0.01%	0.00%	3.3	
UK	2.9%	1.9%	-1.0%	1.7%	0.05%	0.03%	1.1	
US Large Cap Growth	17.3%	17.8%	0.5%	5.4%	0.94%	0.97%	1.3	
US Large Cap Value	14.7%	15.2%	0.5%	-0.9%	-0.14%	-0.14%	-1.9	
US Small Caps	3.5%	4.0%	0.5%	0.7%	0.02%	0.03%	-1.1	
Japan	4.7%	3.7%	-1.0%	3.4%	0.16%	0.13%	-0.6	
<b>Desarrollados</b>	<b>58.0%</b>	<b>56.5%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.08%</b>	<b>1.06%</b>	<b>2.2</b>	
LatAm	4.4%	4.9%	0.5%	0.9%	0.04%	0.05%	-0.9	
LatAm Small Cap	0.8%	1.3%	0.5%	-1.0%	-0.01%	-0.01%	-1.9	
China	12.3%	12.8%	0.5%	-3.8%	-0.47%	-0.49%	-3.3	
EM Asia ex China	19.6%	19.6%	0.0%	10.5%	2.05%	2.05%	0.0	
EM Asia Small Cap	4.9%	4.9%	0.0%	2.6%	0.13%	0.13%	0.0	
<b>Emergentes</b>	<b>42.0%</b>	<b>43.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>4.1%</b>	<b>1.74%</b>	<b>1.72%</b>	<b>-6.2</b>	
<b>Equities</b>					<b>2.82%</b>	<b>2.78%</b>	<b>-3.9</b>	
Treasuries 2Y	8.3%	8.3%	0.0%	0.3%	0.03%	0.03%	0.0	
Treasuries 10Y	11.1%	11.1%	0.0%	0.8%	0.09%	0.09%	0.0	
Treasuries 30Y	6.1%	5.1%	-1.0%	1.4%	0.09%	0.07%	-0.8	
US Tips	2.6%	2.6%	0.0%	0.4%	0.01%	0.01%	0.0	
Global Corporate IG	26.5%	26.0%	-0.5%	-0.1%	-0.01%	-0.01%	0.3	
Global Corporate HY	4.0%	3.5%	-0.5%	-0.3%	-0.01%	-0.01%	0.4	
<b>Deuda Desarrollados</b>	<b>58.6%</b>	<b>56.6%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.18%</b>	<b>0.17%</b>	<b>-0.1</b>	
EMBI	9.5%	10.0%	0.5%	2.1%	0.20%	0.21%	0.8	
EM Corporate IG	2.8%	3.3%	0.5%	0.6%	0.02%	0.02%	0.0	
EM Corporate HY	3.8%	4.3%	0.5%	0.6%	0.02%	0.02%	0.0	
EM Local Markets	25.3%	25.8%	0.5%	0.6%	0.16%	0.16%	0.0	
<b>Deuda Emergente</b>	<b>41.4%</b>	<b>43.4%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.40%</b>	<b>0.42%</b>	<b>0.8</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>0.58%</b>	<b>0.59%</b>	<b>0.7</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001

Datos al 31 de octubre de 2025

En octubre se mantuvo la posición neutral en acciones (50%), subponderando la renta fija (46%) y asignando un porcentaje a caja (2%) y oro (2%). Al cierre de mes la cartera TAACo Global rentó 1.8%, mostrando un *outperformance* con respecto al *benchmark* (6.5 pbs.).

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

## 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>	<b>1.8%</b>	<b>6.9%</b>	<b>17.1%</b>	<b>15.6%</b>	<b>13.9%</b>	<b>6.8%</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.5%</b>	<b>10.4%</b>
Benchmark	1.7%	6.5%	17.0%	15.5%	14.2%	5.7%	5.4%	4.3%	10.2%
<b>Out/Under perf. (bps)</b>	<b>6</b>	<b>33</b>	<b>16</b>	<b>7</b>	<b>-32</b>	<b>107</b>	<b>66</b>	<b>121</b>	
<b>Acciones</b>	<b>2.8%</b>	<b>10.3%</b>	<b>25.7%</b>	<b>23.8%</b>	<b>19.8%</b>	<b>11.1%</b>	<b>8.3%</b>	<b>4.8%</b>	<b>15.2%</b>
Benchmark	2.8%	10.3%	26.0%	24.2%	20.4%	11.2%	8.2%	4.4%	15.1%
Europe ex UK	0.4%	5.9%	25.7%	19.5%	17.8%	10.3%	5.5%	3.6%	18.0%
Europe Small Cap ex UK	-0.5%	1.5%	27.2%	21.4%	15.3%	7.7%	6.1%	7.3%	20.9%
UK	1.7%	6.7%	28.4%	26.6%	20.2%	16.9%	6.6%	5.4%	15.8%
US Large Cap Growth	5.4%	13.0%	24.4%	35.6%	34.0%	20.2%	19.1%	--	19.9%
US Large Cap Value	-0.9%	3.7%	11.4%	8.9%	11.6%	13.5%	9.3%	--	14.3%
US Small Caps	0.7%	8.0%	9.8%	11.5%	12.2%	12.2%	10.0%	9.3%	20.5%
Japan	3.4%	12.4%	22.5%	22.7%	19.0%	7.9%	5.5%	2.7%	14.7%
<b>Desarrollados</b>	<b>2.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>19.8%</b>	<b>22.0%</b>	<b>21.7%</b>	<b>15.6%</b>	<b>11.8%</b>	<b>7.6%</b>	<b>14.9%</b>
LatAm	0.9%	16.4%	44.4%	28.1%	11.5%	14.0%	7.1%	8.0%	24.8%
LatAm Small Cap	-1.0%	12.4%	40.6%	21.7%	4.8%	6.3%	3.2%	5.9%	26.6%
China	-3.8%	10.8%	36.2%	33.7%	25.4%	-1.4%	5.4%	8.4%	28.0%
EM Asia ex China	10.5%	15.2%	30.8%	25.2%	22.7%	13.8%	10.9%	--	18.1%
EM Asia Small Cap	2.6%	6.9%	18.7%	15.0%	20.7%	12.5%	8.3%	9.6%	14.6%
EM Europe and Middle East	1.0%	6.8%	23.8%	22.6%	10.1%	4.9%	0.4%	3.1%	15.4%
<b>Emergentes</b>	<b>4.2%</b>	<b>13.1%</b>	<b>32.9%</b>	<b>27.9%</b>	<b>19.4%</b>	<b>6.8%</b>	<b>7.4%</b>	<b>8.6%</b>	<b>14.9%</b>
<b>Renta fija</b>	<b>0.6%</b>	<b>2.9%</b>	<b>8.4%</b>	<b>7.2%</b>	<b>8.0%</b>	<b>0.6%</b>	<b>2.6%</b>	<b>4.3%</b>	<b>6.5%</b>
Benchmark	0.6%	2.9%	8.4%	7.2%	8.1%	0.2%	2.3%	3.7%	6.5%
Treasuries 2Y	0.3%	1.5%	4.0%	4.5%	4.0%	1.3%	1.5%	2.3%	2.0%
Treasuries 10Y	0.8%	3.3%	7.8%	5.9%	3.8%	-2.6%	0.7%	3.5%	8.0%
Treasuries 30Y	1.4%	4.8%	5.7%	1.1%	0.9%	-9.0%	-0.9%	3.9%	15.1%
US Tips	0.4%	2.3%	7.2%	6.1%	4.6%	1.6%	3.0%	4.4%	6.1%
Global Corporate IG	-0.1%	2.5%	9.4%	7.9%	8.6%	0.5%	2.7%	4.5%	8.2%
Global Corporate HY	-0.3%	2.0%	9.1%	8.9%	11.5%	4.8%	5.4%	7.0%	7.5%
<b>Deuda Desarrollados [1]</b>	<b>0.3%</b>	<b>2.7%</b>	<b>7.8%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.5%</b>	<b>-0.7%</b>			
EMBI	2.1%	5.6%	13.0%	12.8%	13.0%	2.7%	4.1%	7.1%	9.2%
EM Corporate IG	0.6%	2.9%	7.8%	7.5%	8.5%	1.2%	3.4%	--	5.5%
EM Corporate HY	0.6%	2.6%	7.6%	7.6%	12.8%	2.9%	5.1%	--	7.8%
EM Local Markets	0.6%	2.3%	8.3%	7.3%	8.0%	2.4%	3.4%	--	7.1%
<b>Deuda Emergentes [1]</b>	<b>1.0%</b>	<b>3.1%</b>	<b>9.1%</b>	<b>8.5%</b>	<b>9.8%</b>	<b>2.2%</b>			
<b>Caja</b>	<b>0.4%</b>	<b>1.1%</b>	<b>3.6%</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.9%</b>	<b>3.1%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.7%</b>	<b>0.7%</b>
<b>Oro</b>	<b>4.9%</b>	<b>21.6%</b>	<b>53.8%</b>	<b>46.7%</b>	<b>34.8%</b>	<b>16.3%</b>	<b>13.4%</b>	<b>11.8%</b>	<b>15.0%</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.