

Diciembre 2025

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Nov	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	0.1%	4.9%	17.2%	15.2%	11.3%	5.2%	6.2%	5.5%	10.4%
Benchmark	0.0%	4.6%	17.0%	15.0%	11.4%	4.2%	5.5%	4.3%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	9	39	26	18	-6	95	67	121	
Acciones	-0.5%	7.0%	25.1%	22.7%	16.1%	8.5%	8.4%	4.7%	15.2%
Benchmark	-0.6%	6.9%	25.3%	23.1%	16.4%	8.5%	8.4%	4.3%	15.1%
Renta Fija	0.6%	2.2%	9.0%	7.2%	6.4%	0.2%	2.8%	4.3%	6.5%
Benchmark	0.6%	2.2%	9.0%	7.2%	6.4%	-0.2%	2.4%	3.7%	6.5%
Caja	0.3%	1.0%	3.9%	4.3%	4.9%	3.2%	2.1%	1.7%	0.6%
Oro	4.5%	22.2%	60.6%	58.1%	33.7%	18.9%	14.7%	11.9%	14.6%

Resultados al 30 de noviembre de 2025

*Anualizado ** Desde 2001

OUTLOOK 2026

Speed: adictos por la liquidez

En nuestro Outlook de diciembre 2024 previmos que la contundente victoria de Donald Trump en las elecciones estadounidenses junto con el *sweep* republicano (“barrida” republicana) que logró mayoría en las dos cámaras (*House of Representatives* o Cámara Baja y Senado o Cámara Alta) serían determinantes en las tendencias de los mercados para este año por el impacto en política económica, fiscal, comercial y de inmigración.

Previmos que el riesgo geopolítico prevalecería y fue así gran parte del año, no obstante, se ha avanzado hacia un mundo algo menos conflictivo. Las tensiones comerciales se han ido aliviando luego de una serie de acuerdos bilaterales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales, se puso fin a la guerra en Gaza, hay conversaciones para poner un pronto fin a la guerra en Ucrania y Estados Unidos está luchando contra el narcotráfico y restaurar la democracia en Venezuela.

Que la economía estadounidense seguiría dinámica y que Europa seguiría mostrando debilidad económica también fue algo que previmos. En lo que no acertamos, y la mayoría del mercado tampoco, fue en la acentuada debilidad que mostró el dólar, principalmente durante el primer semestre del año.

Y es que los mayores aranceles por parte de EE.UU. -los más altos desde 1934-, no se tradujeron en mayor inflación ni en una caída significativa del comercio internacional. Esto permitió al Banco de la Reserva Federal -Fed- continuar con los recortes de tasas de interés, acentuando la debilidad del dólar.

En este contexto nos acercamos a cerrar un 2025 excepcional en cuanto a retornos, tanto para las acciones, como para los bonos y la mayoría de las materias primas; al cierre de noviembre, las acciones globales acumulan un desempeño de 19.5% (MSCI ACWI, en dólares), la renta fija global sube un 5.1% (Global Aggregate, en dólares), el oro un 60.6% y el cobre un 29.9%. Un año en que a pesar de la incertidumbre geopolítica y comercial,

Índice

Speed: adictos a la
liquidez.....1

Asignación de Activos |
Diciembre 2025..... 4

Resultados TAACo Global
Noviembre 202521

Desempeño Histórico22

Nueva composición de
poderes en EE.UU. ha
marcado el año

Un mundo algo menos
conflictivo

El mercado esperaba un
dólar más fuerte

Aranceles no causaron el
impacto económico
previsto

2025 ha sido un año
excepcional en cuanto a
retornos

guerras frías y calientes, los mercados se han alzado con fuerza de la mano de estímulos fiscales y monetarios, abundante liquidez y el impulso de la inteligencia artificial (IA), entre otros factores.

Noviembre logró extender un mes más el rally de las acciones estadounidenses, pero estuvo marcado por la alta volatilidad intra-mes. El S&P500 logró revertir las pérdidas que acumuló en lo corrido del mes y terminó con una subida marginal de 0.1%, extendiendo a 7 meses consecutivos las ganancias. Pareciera que el bus de los retornos no puede bajar la velocidad y en la medida en que se desacelera, se abren oportunidades para que inversionistas, aún con amplia liquidez, puedan ingresar a un mercado que se ha encarecido junto con las alzas.

Inversionistas mantienen alta liquidez

Para 2026, en un escenario donde la política fiscal y monetaria en Estados Unidos es expansiva, el mercado estima que los recortes de tasas de interés serán más agresivos de lo que proyecta el Fed, impulsados por factores políticos y no tanto por debilidad económica. En este sentido, la mediana del *dot plot* de la reunión de diciembre sugiere que en 2026 habrá una baja de tasas de 25 pbs. adicional, en tanto el mercado todavía internaliza dos. Por otro lado, y de momento, el candidato más probable para liderar el Fed a partir de mayo es el asesor económico de la Casa Blanca Kevin Hassett, quien es cercano a Trump.

Fed baja tasas y apunta a un recorte en 2026

Con una política monetaria que seguirá siendo expansiva, a lo que se suma en el mismo sentido la política fiscal, Estados Unidos crecería en 2026 y 2027 1.9% y 2%, respectivamente, levemente sobre el potencial (1.8%).

Perspectivas de crecimiento EE.UU. resilientes

En materia de inflación, los datos muestran una tendencia a la baja, especialmente en servicios y alquileres, lo que sugiere que no habrá presiones significativas por alzas en el nivel de precios en los próximos seis a doce meses. Por su parte, el auge de la inversión en inteligencia artificial, junto con otros avances tecnológicos como la robótica, reducen los costos de producción y mejoran la productividad, generando presiones deflacionarias que ayudarán a mantener contenida la inflación.

Sin presiones inflacionarias de corto plazo

La adopción tecnológica será clave para sostener el crecimiento económico y mejorar la asequibilidad en sectores críticos como vivienda, salud y educación, lo que determinará la agenda política en Estados Unidos y el presidente Trump de cara a las elecciones legislativas de medio término el próximo año.

Se acercan elecciones de medio término

El boom de inteligencia artificial representa un cambio estructural que puede alterar la dinámica de los mercados a través de un aumento significativo en la demanda de capital, presionando, además, los balances de las empresas.

IA representa un cambio estructural

En este escenario, sumado a la expectativa de una política monetaria que seguirá siendo expansiva, persistirá la debilidad del dólar, favoreciendo a mercados emergentes y

materias primas. América Latina se perfila como una de las grandes beneficiarias del nuevo orden económico y político, impulsada por el renovado interés de Estados Unidos ante giros políticos hacia una tendencia más promercado y la creciente inversión china en la región. Este doble apoyo, sumado a un ciclo favorable para materias primas, refuerza las oportunidades para Latinoamérica en los próximos años.

2026: debilidad del dólar y renovado atractivo para América Latina

China, por otro lado, se consolida como un actor clave en la economía global y en los mercados emergentes. A pesar de la percepción de muchos inversionistas como mercado “no invertible”, hoy no se puede ignorar a la segunda economía más grande y uno de los mayores mercados bursátiles. El reciente repunte de las exportaciones tras el “*Liberation Day*” es un ejemplo de la gran capacidad de adaptación del gigante asiático para mantener el dinamismo del comercio internacional incluso dado el aumento de las tensiones comerciales. Así, China seguirá desempeñando un papel central en la diversificación internacional y en el dinamismo económico y tecnológico.

China se consolida como actor clave en la economía global

El oro, por otro lado, mantiene su atractivo como activo defensivo, mientras que la diversificación internacional cobra fuerza, con flujos que deberían migrar hacia mercados rezagados y con valorizaciones más holgadas como Europa.

Oro como activo defensivo

De cara a diciembre y a posicionarnos para comenzar el año 2026, se mantiene la cautela tras un año de retornos excepcionales, dado que factores como inflación, tensiones geopolíticas o dificultades en la ejecución de grandes proyectos podrían erosionar el apetito por riesgo. Mantenemos un neutral en acciones y subponderación de bonos mientras se mantiene el oro como activo defensivo, al igual que la posición en caja como refugio ante eventos que podrían inyectar volatilidad al mercado.

Posicionamiento cauteloso de cara a 2026

Dentro de la cartera de acciones se mantiene la convicción en mercados emergentes dado que continuará la tendencia de diversificación internacional y el potencial de flujos. Se neutraliza desde un *underweight* Europa por la mejora de sus perspectivas de crecimiento, planes de inversión, valoraciones atractivas y correcciones al alza en expectativas de crecimiento de utilidades, lo que es financiado con una menor exposición en acciones de US *large cap growth* por toma de utilidades. Se mantiene la sobreponderación en Estados Unidos vía *value* y *small caps* dado lo resiliente de la economía, mientras en Reino Unido y Japón seguimos subponderados debido a los riesgos estructurales y la incertidumbre fiscal que enfrentan. Además, continuamos con mayor convicción en mercados accionarios emergentes por sobre desarrollados, con un *overweight* en América Latina, y en menor medida en China.

Preferencia por acciones EM, neutral Europa, OW US Large Cap Value y Small Cap

En renta fija, mantenemos la subponderación y una duración casi neutral, dado el desacople de expectativas entre el mercado y el Fed respecto a los recortes de tasas y al riesgo de empinamiento de la curva de tasas de bonos del Tesoro americano. Por su parte,

Corto RF y duración casi neutral

se mantiene la preferencia por deuda emergente soberana y corporativa, principalmente *high yield*.

Asignación de Activos | Diciembre 2025

TAACo Global	Bench.	Nov	Dic	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	50%	50%	N		
Renta Fija	50%	46%	46%	UW	-4%	Neutral acciones, UW bonos
Caja		2%	2%	OW	2%	
Oro		2%	2%	OW	2%	OW en caja y oro
Total Cartera						
Europe ex UK	13.7%	13.7%	13.7%	N		
Europe Small Cap ex UK	1.2%	0.2%	0.7%	UW	-0.5%	0.5%
UK	2.9%	1.9%	1.9%	UW	-1.0%	EE.UU.: OW Large Value y Small Cap, se neutraliza Growth desde OW
US Large Cap Growth	17.3%	17.8%	17.3%	N		-0.5%
US Large Cap Value	14.7%	15.2%	15.2%	OW	0.5%	UW Reino Unido y Japón
US Small Caps	3.5%	4.0%	4.0%	OW	0.5%	
Japan	4.7%	3.7%	3.7%	UW	-1.0%	Neutral Europa
Mercados desarrollados	58.0%	56.5%	56.5%	UW	-1.5%	OW LatAm Large y Small Cap
LatAm	4.4%	4.9%	4.9%	OW	0.5%	
LatAm Small Cap	0.8%	1.3%	1.3%	OW	0.5%	OW China
China	12.3%	12.8%	12.8%	OW	0.5%	
EM Asia ex China	19.6%	19.6%	19.6%	N		Neutral Asia EM ex. China
EM Asia Small Cap	4.9%	4.9%	4.9%	N		
Mercados emergentes	42.0%	43.5%	43.5%	OW	1.5%	
Total Acciones						
	100.0%	100.0%	100.0%			En renta fija:
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 treasuries: neutral 2 y 10 años, y UW 30 años
US Tips	2.6%	2.6%	2.6%	N		
Global Corporate IG	26.5%	26.0%	26.0%	UW	-0.5%	Neutral TIPS y UW Global IG, se neutraliza Global HY desde UW
Global Corporate HY	4.0%	3.5%	4.0%	N		0.5%
Deuda desarrollados	58.6%	56.6%	57.1%	UW	-1.5%	0.5%
EMBI	9.5%	10.0%	10.0%	OW	0.5%	Disminuye OW Emergente sobre desarrollado
EM Corporate IG	2.8%	3.3%	2.8%	N		-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%	RF emergente: OW CEMBI HY, Local Markets y EMBI
Deuda emergente	41.4%	43.4%	42.9%	OW	1.5%	-0.5%
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%			Se neutraliza CEMBI IG desde OW

RENTA VARIABLE

EUROPA EX UK: se mantiene el neutral Large Cap y se neutraliza desde underweight Small Cap

Este año la Eurozona crecería 1.4%, una aceleración respecto al 0.9% de 2024. Para el próximo año el consenso de mercado estima un crecimiento de 1.1% y que se acelere a 1.4% en 2027. Si bien el crecimiento es acotado, refleja

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

El viejo continente sigue expuesto a riesgos geopolíticos mayores que otras regiones; la guerra en Ucrania no ha terminado y si bien las tensiones políticas en Francia han disminuido, Macron gobierna sin mayoría y con escaso poder de negociación. Al contrario, se ve mayor claridad en Alemania, donde el crecimiento se aceleraría como consecuencia del mayor plan fiscal desde inicios de los 90. La coalición liderada por Friedrich Merz impulsa un plan de € 500 bn. centrado en inversiones estratégicas, eleva hasta 3% del PIB el gasto en defensa y límite del endeudamiento fiscal. Queda por ver los avances en la ejecución de las inversiones, no obstante, ya hay más optimismo. El PMI compuesto de Alemania se ubicó en octubre en casi 54 pts., el mayor nivel en más de 2 años.

Por el lado de la política monetaria, la inflación de noviembre se ubicó en 2.2% anual y la subyacente se mantuvo en 2.4%. Se estima que la inflación se mantenga en torno a 2% hasta al menos 2027, lo que permitiría al Banco Central Europeo (BCE), dado el anclaje de expectativas, mantener las tasas de interés en el nivel actual (2.00% la tasa de depósitos), sin variaciones el próximo año. Lo anterior favorecería la fortaleza relativa del euro, que acumula una apreciación cercana a 12% al cierre de noviembre, dada la disminución del diferencial de tasas con EE.UU., donde el mercado espera dos recortes en los próximos doce meses.

Las acciones de la Eurozona representan ~11% de las acciones globales (MSCI ACWI) y poseen mayor exposición al estilo *value* que sus pares estadounidenses. A nivel de países, Francia es la principal posición, seguida por Alemania, ambos con fuertes vínculos comerciales con China, país cuyas perspectivas económicas mejoran en el margen. Por el lado de Francia, la exposición a China es principalmente a través del consumo de lujo, y en el de Alemania, por el sector industrial y automotriz. En Francia se estima que el próximo año las utilidades de las empresas del índice MSCI crezcan 10% mejorando respecto al 2% de 2025, mientras que en Alemania pasen de un crecimiento de 5% a 8% (estimaciones de Factset). Dada la tendencia de diversificación internacional, se espera que en 2026 los flujos a los activos de riesgo europeos se mantengan positivos, dada la búsqueda de oportunidades de inversión rezagadas y con valorizaciones más holgadas que en EE.UU.

Las acciones europeas lograron cerrar noviembre al alza y extender otro mes más el rally, acumulando en lo corrido del año retornos cercanos a USD 30%. Con las alzas, las valorizaciones se han encarecido y la razón Precio/Utilidad a doce meses (P/U *fwd.*) transa sobre el promedio de 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 han estancado en los últimos meses.

A pesar de que los recortes de tasas habrían llegado a su fin y de que la economía ha tardado en generar tracción, la mejora en las perspectivas económicas y corporativas, valorizaciones más holgadas que en EE.UU. y potencial de entrada de flujos nos llevan a mantener el neutral en acciones **Large Cap y a cerrar el underweight de Small Cap** por lo atractivo de sus valorizaciones y su mayor dependencia de la economía doméstica.

REINO UNIDO: Se mantiene UW

Los laboristas no han logrado revertir la situación económica y su popularidad ha caído en forma considerable. El crecimiento económico no genera tracción y el próximo año el país crecería 1.1% desde 1.4% en 2025, dado el enfriamiento del mercado laboral y débiles perspectivas para el consumo.

La tasa de desempleo aumentó en septiembre a 5%, el mayor nivel en 4 años, mientras que mes a mes se destruyen empleos. Por su parte la inflación se ha mantenido elevada, principalmente por el componente de servicios, lo que ha dificultado que el Banco de Inglaterra (BoE) continúe con los recortes de tasas a pesar de la debilidad en el mercado laboral. En octubre la inflación se ubicó en 3.6% anual mientras el componente de servicios avanzó 4.5%; el mercado estima que la inflación no convergerá a la meta hasta al menos 2027. En tal sentido, el BoE tiene escaso espacio de maniobrabilidad y se estima que recorte la tasa de referencia en diciembre hasta 3.75% y que pueda recortar una vez más durante 2026.

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

Las acciones británicas hoy representan cerca de 3% del mercado global y poseen un fuerte sesgo *value* que las ha dejado rezagadas respecto a mercados con mayor preponderancia del sector tecnológico, como EE.UU. De todas formas, y pese a que el presupuesto decepcionó a gran parte de los votantes laboristas, las acciones británicas logran dar vuelta el pesimismo y durante noviembre subieron USD 0.8%, sobre pares desarrollados. 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.

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 2.6%, 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 (13%).

En el contexto de bajo dinamismo económico, deterioro del mercado laboral, 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 Value* y *Small Cap*, y se neutraliza desde *OW* la posición en acciones *Large Cap Growth*

La economía estadounidense continúa mostrando solidez y se encamina a cerrar el año con una expansión cercana al 2.0%, de acuerdo con el consenso de Bloomberg. Este desempeño supera su crecimiento potencial y refleja una

tendencia de revisiones al alza a lo largo del año. El consumo privado ha seguido siendo dinámico, incluso en un contexto de cierta persistencia inflacionaria, y constituye el principal motor detrás de esta mayor actividad. Para 2026, las estimaciones apuntan a una trayectoria de crecimiento similar a la de este año, nuevamente por encima del potencial de la economía, impulsada por una política fiscal y monetaria expansiva. Un evento clave para el próximo año serán las elecciones de medio término, que redefinirán la composición del Congreso y, con ello, el grado de continuidad de la agenda fiscal y regulatoria del Gobierno. Estos comicios serán especialmente relevantes para evaluar la capacidad de avanzar en reformas estructurales y el nivel de apoyo político que tendrá la administración durante la segunda mitad del mandato.

Durante noviembre, el S&P 500 logró mantener su racha positiva y cerró su séptimo mes consecutivo de ganancias. Los reportes corporativos del tercer trimestre mostraron un crecimiento de utilidades de 13% anual, por encima de las expectativas, con incrementos de utilidades destacados en el sector tecnológico y financiero. De esta forma, Facset elevó la expectativa de crecimiento de utilidades para este año a 14%, mientras que para 2026 se espera también un crecimiento de utilidades de ~14%, ambas se revisan al alza respecto del mes anterior y por sobre pares desarrollados.

En cuanto a flujos, según EPFR, las acciones estadounidenses continúan liderando las entradas acumuladas en el año, registrando *inflows* durante 11 semanas consecutivas. A pesar de que las valorizaciones tanto de *large cap growth* como *value* se ubican cerca de una desviación estándar por encima de su promedio de 5 años, los flujos se han mantenido positivos, reflejando una demanda sostenida por acciones. Durante este año también se ha observado una mayor diversificación, tanto a nivel global como dentro del propio mercado estadounidense. La brecha de desempeño entre las 7 Magníficas y el resto del índice (el S&P 493) se ha reducido de manera significativa, tendencia que se espera continúe el próximo año en la medida que el mercado rota hacia sectores y compañías con múltiplos menos exigentes. Finalmente, las *small caps* siguen mostrando un rezago en horizontes de mediano y largo plazo, transando con valorizaciones más ajustadas y ofreciendo mayor potencial relativo si se mantiene este proceso de convergencia dentro del mercado.

En el ámbito comercial, los aranceles se convirtieron en una fuente relevante de incertidumbre durante gran parte del año, especialmente a raíz de anuncios inesperados por parte de la administración Trump y principalmente en el denominado *Liberation Day*, cuando se comunicaron impuestos al comercio internacional de carácter global. No obstante, en la segunda mitad del año las tensiones comerciales fueron perdiendo protagonismo, aunque siguieron presentes en el trasfondo del escenario global.

Para 2026, se proyecta un entorno algo más predecible en materia arancelaria, aun cuando estas medidas continuarán utilizándose como herramienta de negociación por parte del gobierno. Su relevancia fiscal es significativa: los aranceles aportaron una recaudación fiscal de USD 195 *bn.* en el último año fiscal (al 30 de septiembre), constituyendo una pieza clave de los ingresos públicos que respalda la agenda presupuestaria. Este aspecto cobra mayor relevancia en la medida que la Corte Suprema evalúa la legalidad de ciertos aranceles implementados bajo la Ley de Poderes Económicos de Emergencia Internacional (IEEPA). Un fallo adverso podría obligar al Gobierno a devolver parte de lo recaudado, reduciendo la efectividad de la política fiscal y generando un desafío adicional para las cuentas públicas. El 1 de enero de 2026 entrará en vigor la *One Big Beautiful Bill*, la reforma tributaria que reorganiza el gasto federal mediante recortes en programas sociales y un aumento selectivo del gasto público. La recaudación por aranceles constituye una fuente clave para financiar esta reforma, por lo que el desenlace judicial respecto a la IEEPA será determinante para la sostenibilidad del plan fiscal.

Por otro lado, el cierre de gobierno llegó a su fin tras convertirse en el más extenso de la historia, con 46 días de paralización. Con su término, las agencias federales retomaron sus funciones y comenzó la publicación gradual de los datos económicos que habían quedado rezagadas. Por ahora, se publicaron los correspondientes a septiembre, y, durante el mes en curso, se espera que las instituciones logren avanzar lo máximo posible en la actualización del resto de los indicadores pendientes. No obstante, esta resolución es solo temporal, ya que en enero de 2026 deberán renegociarse varios puntos presupuestarios, por lo que el riesgo de nuevas tensiones podría retomarse en el corto plazo.

En el transcurso del año, el mercado laboral ha mostrado señales de enfriamiento, y de cara al próximo año comienza a acercarse a un nuevo equilibrio entre oferta y demanda. Aun así, se proyecta que se mantendrá relativamente estable durante 2026, sin generar presiones significativas sobre el desempleo. Por su parte, la inflación continúa por encima de la meta, pero no se anticipa una reaceleración relevante el próximo año, en la medida que el componente de servicios continúe desacelerándose, impulsado principalmente por la moderación en los precios de vivienda. De esta forma, y sin nuevas novedades en torno a los principales indicadores económicos, el Fed recortó en 25 pbs. su tasa de referencia por tercera reunión consecutiva en diciembre, y la mediana del *Dot Plot* apunta a un único ajuste de la misma magnitud el próximo año. Además, la actualización de las estimaciones económicas muestra una corrección al alza importante en el crecimiento y un menor nivel de inflación de cierre para 2026.

En línea con la resiliencia económica, el *momentum* de flujos, la fortaleza corporativa y la diversificación global, se mantiene el largo en *large cap value* y se lleva a neutral desde *overweight* la posición en *large cap growth*, mientras que se mantiene el largo en *small cap*, ante valorizaciones más aliviadas. Estas últimas se beneficiarían de un ciclo monetario y fiscal expansivo, además de tener un sesgo doméstico.

JAPÓN: Se decide mantener la posición *underweight*

La economía japonesa mantiene un crecimiento moderado, con estimaciones de una expansión de 1.3% en 2025 y una desaceleración hacia 0.7% en 2026 según el consenso de Bloomberg. El cambio político con la llegada de la nueva primera ministra, Sanae Takaichi -la primera mujer en liderar el país- ha reforzado el énfasis en el estímulo fiscal. El presupuesto de 2026 incluye un aumento del gasto para sostener la actividad, apoyado por un paquete extraordinario de 18.3 billones de yenes, financiado en parte con nueva deuda, y pudiendo añadir desafíos fiscales en el mediano plazo.

La inflación continuó desacelerándose durante 2025 tras el repunte de finales de 2024, aunque aún se mantiene por encima de la meta del Banco de Japón (BoJ). Para 2026, se prevé que la desinflación avance y los precios converjan gradualmente al objetivo. En este escenario, el mercado espera una nueva alza de tasas por parte del BoJ en su última reunión del año, y posibles ajustes adicionales en 2026, pese a la preferencia de la primera ministra por mantener condiciones monetarias más laxas para apoyar la actividad. Una postura monetaria más contractiva contribuiría a reducir la presión depreciativa sobre el yen, favoreciendo una trayectoria de mayor estabilidad cambiaria en la medida que avance la normalización.

En el frente comercial, Japón enfrentó tensiones con EE.UU. ante los ajustes arancelarios de este último, aunque en la segunda parte del año ambos países lograron avanzar en las negociaciones y reducir el riesgo de nuevas medidas. Dado que cerca del 18% de las exportaciones japonesas se dirigen a EE.UU., esta moderación es relevante para la actividad manufacturera local. Si bien algunos aranceles siguen vigentes, el escenario actual es de menor confrontación y con un proceso de negociación continua para proteger sectores estratégicos.

El mercado accionario ha registrado un desempeño positivo, con un repunte destacado entre agosto y octubre. Este avance impulsó una revisión significativa al alza en las proyecciones de utilidades para el año, que pasaron de 4.6% a 8.7% en el último mes. Para 2026, las expectativas se mantienen más estables, con un crecimiento estimado en torno al 9%, levemente inferior al previsto anteriormente. La mejora en los precios elevó las valorizaciones, que hoy se ubican por encima de su promedio histórico según la razón P/U *fwd*. En cuanto a flujos, no se ha observado una tendencia definida durante el año, aunque en el acumulado persisten salidas netas del conjunto de fondos e ETFs.

De cara al próximo año, persisten ciertos riesgos relevantes para la economía japonesa. Las presiones fiscales continúan siendo un desafío, especialmente considerando el mayor uso de deuda para financiar el impulso presupuestario, lo que ha contribuido a elevar las tasas en los tramos largos de la curva soberana. A ello se suma un escenario político complejo, donde Takaichi deberá liderar un gobierno en minoría, aumentando la probabilidad de episodios de incertidumbre legislativa que podrían afectar la implementación de la agenda económica. En el contexto de valorizaciones ajustadas y las perspectivas políticas y fiscales para 2026, **se decide mantener un posicionamiento *underweight* en acciones japonesas.**

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

En lo que va del año, y junto con desempeños positivos de manera casi transversal en los activos globales, los mercados emergentes han sido los grandes ganadores, liderados por América Latina. Las valorizaciones ajustadas de EE.UU. llevaron a los inversionistas a rotar hacia otros mercados, asignando flujos a países emergentes y comenzando a cerrar las posiciones cortas con las que comenzaron el año. Las economías menos desarrolladas están logrando -en su mayoría- controlar la inflación, con instituciones fiscales y monetarias que funcionan de manera responsable. Si bien se han ajustado, todavía se pueden encontrar mercados más rezagados y con espacio por valorizaciones, junto con proyecciones de crecimiento que seguirán superando a economías desarrolladas.

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

América Latina aún goza de valorizaciones atractivas, a pesar del buen desempeño observado en lo corrido de 2025, que se ha concentrado principalmente en *Large Cap*. Las elecciones de Argentina (intermedias) y Chile (generales) de este año, empiezan a anticipar un giro generalizado de la región hacia un ala política más promercado, que podría replicarse en los comicios de Perú, Colombia y Brasil el próximo. La región seguirá creciendo en 2026 a un ritmo similar al de este año (~2.3%), y los bancos centrales ya están avanzados en su ciclo de bajas de tasas, con excepción del de Brasil que está pronto a comenzar, con inflaciones controladas a lo largo de la región. A su vez, las valorizaciones muestran que a los mercados accionarios siguen con espacio para seguir avanzando.

En **Brasil**, el mercado accionario venía mostrando una rentabilidad extraordinaria en lo corrido del año, pero corrigió en el margen ante nuevos acontecimientos políticos. En 2026, las elecciones generales del país van a guiar al mercado, en tanto tendremos una serie de fechas que podrán alterar el rumbo de las acciones brasileñas; en abril se cumple el límite para renunciaciones a cargos políticos de aquellas personas que quieran ser candidatos presidenciales, el 15 de agosto es la última fecha para la inscripción de candidaturas y las elecciones generales se realizarán en octubre de 2026. Lula ya anunció que participará por la reelección, mientras que la oposición no se decide; el gobernador de Sao Paulo (Tarcísio de Freitas) declaró que en febrero del próximo año anunciaría su eventual candidatura, en tanto en lo más reciente el expresidente Jair Bolsonaro declaró que respaldaría la candidatura de su hijo, Flávio. Si bien aún quedan varios meses

pendientes para la inscripción oficial de candidaturas, el escenario actual nos posiciona para una primera vuelta que podría incluir a más de un candidato de oposición, mientras que Lula englobaría al oficialismo y se definiría en la segunda vuelta. Por otro lado, la inflación ha seguido cediendo y se ubicó en 4.5% anual en noviembre. Las perspectivas apuntan a que cierre el año algo por debajo de estos niveles y en 2026 termine levemente bajo 4%. En la última reunión del año, el Banco Central decidió mantener la tasa Selic en 15% como era ampliamente esperado y por unanimidad. De cara al próximo año, veríamos recortes por más de 200 pbs., que podrían comenzar en enero. En este sentido, las altas tasas de interés han permeado a la actividad económica, y ya se observa una desaceleración. Esperamos que el PIB crezca del orden de 1.7% el próximo año. A pesar del rally, las valorizaciones siguen luciendo descontadas con respecto a promedios de 10 años (P/U *fwd.*), y se han seguido observando entradas de flujos a pesar de las correcciones. De esta manera, nos tornamos más positivos en Brasil de cara a 2026, dado que las acciones tendrán un soporte político y se aliviarán con las caídas de las tasas de interés. Por esto, se decide **aumentar el OW en acciones brasileñas.**

En **México**, el cierre de 2025 confirma un deterioro de la actividad económica y un entorno de riesgos mayor al anticipado a inicios de año. La contracción interanual de 0.1% del PIB en el tercer trimestre, y la persistencia del IMEF manufacturero en zona contractiva (acentuada en noviembre con una caída adicional hasta 45.5 puntos), confirmaron la continuidad de la desaceleración, llevando al Banxico a recortar su estimación de crecimiento para 2025 a 0.3% y anticipando una recuperación leve hasta ~1% en 2026. A ello se suma un deterioro en el entorno político interno: la crisis de seguridad se intensificó hacia finales de año, generando un efecto visible en la desaprobación presidencial y aumentando la percepción de riesgo institucional. En el frente externo, la relación comercial con Estados Unidos se tornó más incierta. Las recientes declaraciones de Trump, sugiriendo que EE.UU. podría dejar expirar su tratado comercial con México y Canadá (T-MEC) o reemplazarlo por acuerdos bilaterales, elevaron la incertidumbre de la revisión de 2026 y reforzaron la percepción de una negociación prolongada y con riesgos para la inversión y las exportaciones. En materia de precios, la inflación general avanza lentamente hacia la meta, frenada por una subyacente que no baja del 4% anual y por expectativas aún alejadas del objetivo, aun cuando Banxico proyecta que convergerá al 3% en el tercer trimestre de 2026. Además, el aumento de 13% al salario mínimo aprobado para 2026 —que, según la presidenta, no debería generar presiones inflacionarias significativas— mantiene cierto riesgo de efectos de segundo orden en un contexto de desinflación lenta. Pese a ello, se espera que Banxico mantenga su sesgo expansivo, con un recorte adicional de 25 pbs. para cerrar el año en 7.00% y dos bajas más al inicio de 2026, situando la tasa en torno a 6.50% para el cierre del próximo año. Por el lado de mercado, el MEXBOL sigue destacando y acumula una rentabilidad en dólares cercana al 47% en lo que va del año, superando tanto a mercados emergentes como desarrollados. Sumado al buen *momentum* del mercado accionario, las valorizaciones aún lucen atractivas al cotizar por debajo de su promedio de 10 años y los reportes corporativos esperados para 2026 también entregan señales optimistas, reforzando una visión más constructiva para el mercado de cara al próximo año. De esta manera, con un cierre económico débil y un 2026 políticamente incierto, pero más constructivo en el mercado, **se decide mantener la posición neutral en acciones mexicanas.**

En **Chile**, el mercado se prepara para el resultado de la segunda vuelta presidencial, que definirá el rumbo de la política los próximos cuatro años. Las últimas encuestas públicas sugerían un amplio triunfo del candidato republicano José Antonio Kast, que es -en parte- lo que internalizan los mercados. Si el resultado muestra una diferencia significativa entre ambos candidatos y es Kast es electo, el mercado accionario chileno puede tener un espacio de *outperformance* adicional, considerando un respaldo transversal para ejecutar políticas más promercado. Al respecto, las expectativas de crecimiento para el próximo año empiezan a mejorar y la última Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central nos muestra que se espera una expansión de 2.3%. La inflación también ha estado mejor comportada, y las

proyecciones no internalizan grandes presiones, en tanto se espera se ubique en torno a la meta de 3% en el segundo trimestre de 2026. Esto permitirá al Banco Central bajar la tasa de referencia en su reunión de diciembre en 25 pbs. hasta 4.50%, y realizar la misma baja en una ocasión más el próximo año, entre el segundo y tercer trimestre. Por su parte, la tendencia negativa que llevaba exhibiendo el precio del litio en lo corrido del año se revierte, impactando positivamente en la renta variable chilena. Pasando al mercado, se han seguido observando entradas de flujos al mercado accionario y las Administradoras de Fondos de Pensiones siguen siendo compradoras netas de acciones chilenas en noviembre. Por su parte, las valorizaciones transan en torno a sus promedios de 10 años (razón P/U *fwd.*), pero siguen exhibiendo un descuento histórico respecto a pares emergentes. De esta manera, y muy dependiente de lo que suceda en la segunda vuelta electoral, **se decide mantener la leve sobreponderación en acciones chilenas, reconociendo la mayor volatilidad que se pueda observar de cara a las elecciones.**

En **Colombia**, el 2026 estará marcado por un ciclo electoral altamente competitivo que definirá si el país continúa con el rumbo actual o migra hacia un esquema de mayor disciplina fiscal. El mercado ya descuenta una probabilidad elevada de cambio de régimen, lo que podría reducir las primas de riesgo, aunque la fragmentación de la oposición mantiene la incertidumbre elevada de cara a la primera mitad del año. En el frente macroeconómico, el crecimiento seguirá apoyado por un consumo resiliente —impulsado por políticas fiscales expansivas y salarios reales al alza—, mientras que la inversión continúa débil tras varios años de *crowding out* fiscal. En este contexto, se espera que el PIB crezca 2.7% en 2025, para luego estabilizarse en torno a 2.8% en 2026 y 2027. En paralelo, la inflación se mantiene por encima del 5% y alejándose del rango meta, lo que podría llevar al BanRep a adoptar un tono más restrictivo, aun cuando la tasa de referencia (9.25%) figura entre las más elevadas de la región. A nivel fiscal, las necesidades de financiamiento seguirán elevadas, con déficits proyectados de 6.9% del PIB en 2025 y 7.6% en 2026, mientras la aprobación de reformas clave permanece incierta, limitando una baja significativa en las primas soberanas. Pese a este ruidoso escenario, el mercado accionario colombiano sigue con su extraordinario rendimiento en 2025, rentando USD 7.0% en noviembre y ~78% en lo que va del año, cerrando el año como el principal ganador de la región. Además, las valorizaciones continúan siendo atractivas al cotizar levemente 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 ~1.5% del conjunto de ETFs. De esta manera, pese a que el mercado accionario mantiene su sólido *momentum*, los desafíos fiscales, la creciente incertidumbre política asociada a las elecciones generales del 31 de mayo y las presiones inflacionarias se proyectan como riesgos que podrían intensificarse hacia 2026, por lo que **se decide mantener la posición neutral en acciones colombianas.**

En **Perú**, el cierre de 2025 muestra una economía que sorprende al alza y consolida una recuperación más sólida de lo anticipado. El crecimiento —en torno al ~3.3% para el cierre de año según analistas— ha sido impulsado por una demanda interna vigorosa, un repunte significativo de la inversión privada (con expansiones de doble dígito), y un entorno externo caracterizado por términos de intercambio históricamente altos, apoyados además por el renovado ciclo alcista del cobre que refuerza las perspectivas de inversión minera para 2026, junto a condiciones financieras más holgadas. El consumo, el empleo formal y la inversión no minera continúan normalizándose, mientras que la inflación se mantiene cerca del 1.5% y anclada al rango meta. En lo macroeconómico, el país mantiene fortalezas estructurales claras; el déficit fiscal sigue reduciéndose y con expectativas de alcanzar la meta, a raíz de una recuperación de los ingresos y la moderación del gasto que han llevado a una balanza de pagos respaldada por superávits superiores al 2% del PIB. Hacia adelante, la trayectoria dependerá en gran medida de la dinámica política. El año 2026 estará marcado por un proceso electoral donde —a la fecha— las encuestas sugieren un giro hacia la derecha, con Rafael López Aliaga y Keiko Fujimori liderando las preferencias. Un desenlace que consolide un enfoque más ortodoxo podría reforzar expectativas

empresariales, sostener la recuperación de la inversión y reducir las primas de riesgo. No obstante, la persistencia de presiones de gasto y la creciente crisis de seguridad —hoy la principal preocupación de la población— continúan siendo riesgos que el mercado monitorea de cerca. Pese a esta nueva fuente de incertidumbre de cara a la primera mitad de 2026, el mercado accionario continúa con su buen *momentum*, al igual que los demás pares de la región, con rentabilidades positivas tanto en noviembre como en lo corrido de diciembre, y con valorizaciones aún atractivas que se mantienen por debajo de su promedio de 10 años en la razón P/U *fwd*. De esta forma, pese a un cierre de año macroeconómicamente sólido, 2026 se perfila como un año social y políticamente más complejo dada la llegada del ciclo electoral, por lo que **se decide mantener la posición neutral en acciones peruanas**.

En **Argentina**, el reciente triunfo del oficialismo en las elecciones intermedias de octubre aportó un alivio significativo a las perspectivas macroeconómicas para 2025 y 2026. Aunque el crecimiento del PIB cercano al 5% para este año, proyectado en diciembre de 2024 ya no se considera alcanzable, las estimaciones actuales prevén una expansión de entre 3.5% y 4% para 2025, tras dos años en terreno contractivo. En paralelo, las políticas de “shock” implementadas hace dos años por el presidente Javier Milei han contribuido a recomponer las cuentas públicas y desacelerar la inflación; por un lado, la mejora en el gasto público y el registro de superávits fiscales reforzó el compromiso con el “ancla fiscal” y permitió el regreso del país a los mercados internacionales de deuda tras siete años, mientras que en materia de precios, se prevé que en la primera mitad del próximo año la variación mensual rompa el techo de 2%, pudiendo ubicarse en 1.5% mensual en mayo de 2026. En lo que respecta al mercado, el resultado electoral impulsó la mayor alza intradía en la historia del Merval, revirtiendo las pérdidas de alrededor del 18% acumuladas hacia fines de octubre y perfilando un cierre de año con retornos cercanos al 20% en moneda local tras las elecciones intermedias; además, las valorizaciones siguen rezagadas frente a pares y se han observado entradas al principal ETF argentino equivalentes al 3.6% del AUM en el último mes. No obstante, pese a la notable recuperación del Merval, aún persisten riesgos; en dólares la bolsa acumula a diciembre una rentabilidad negativa cercana al 15%, afectada por una depreciación del ARS frente al dólar de ~28% en el año. Aunque se levantó el cepo, el nuevo esquema de bandas cambiarias continúa bajo presión por las escasas reservas del BCRA, lo que añade incertidumbre de cara a 2026 con vencimientos de corto plazo por casi USD 22,000 millones (3.1% del PIB). Si bien el resultado electoral redujo el riesgo país en ~500 puntos base desde 1,000, será necesario converger hacia los 400–500 puntos para volver al mercado de capitales en 2026, un objetivo dificultado por la limitada acumulación de reservas por parte de Milei y el gobierno, pese a numerosas demandas por parte de inversionistas y del FMI. Con el mantenimiento del régimen de bandas —y su ajuste mensual de $\pm 1\%$ —, las dudas sobre su sostenibilidad se intensifican, especialmente cuando las proyecciones anticipan un tipo de cambio cercano a ARS 1,510 por dólar hacia fines de 2025 y por encima de ARS 1,800 en 2026, niveles que rozan y superan, respectivamente, el techo estimado. En este contexto, y aunque 2025 apunta a consolidar la recuperación económica y la mejora fiscal e inflacionaria prevista en diciembre de 2024, la evolución del régimen cambiario rumbo al próximo año sigue siendo un factor crítico de incertidumbre, por lo que se decide mantener la posición **neutral en acciones argentinas**.

CHINA: Se decide mantener el overweight en acciones chinas

El mercado accionario chino continúa con su elevada volatilidad en lo más reciente, sujeto a vaivenes tanto locales como enfrentamientos comerciales. Sin embargo, en lo corrido del año el índice MSCI ha subido ~30% en dólares.

De cara a 2026, el mercado accionario chino se presenta como una alternativa a la bolsa estadounidense. Como la segunda economía más grande del mundo, y otro de los grandes desarrolladores de Inteligencia Artificial en el mundo, la tendencia de diversificación global favorecerá la asignación de inversionistas a la bolsa china.

A pesar del silencio de los últimos meses, el Partido Comunista chino está pendiente de lo que sucede en el mercado accionario y las reuniones de alto nivel que están por venir presentarán nuevas oportunidades para anunciar paquetes de estímulos económicos. A lo largo de 2025 hemos seguido viendo cómo la sobrecapacidad de China inunda de bienes al mercado global, y otros países han sido capaces de absorber la menor demanda por bienes chinos de parte de EE.UU.

Esta menor demanda ha sido respuesta a los aranceles que enfrentan distintos productos del gigante asiático al entrar a EE.UU. Estos impuestos han pasado por una serie de treguas, demostrando que las amenazas de Donald Trump de aranceles de triple dígito durante el *Liberation Day* a productos chinos eran una amenaza más que otra cosa. Así, el mandatario estadounidense visitará China en abril del próximo año.

Con el buen desempeño del mercado, las valorizaciones se han ajustado y la razón P/U *fwd.* transa algo por sobre sus promedios de largo plazo. El conjunto de fondos e ETFs ha acumulado importantes entradas de flujos de inversión en lo corrido del año, lo que se condice con crecimiento de utilidades que apunta ~11% para 2026 (índice MSCI, según Citi Factset), algo por debajo de lo que se espera para la totalidad de los mercados emergentes.

La economía seguirá creciendo a un ritmo de entre 4% y 5% el próximo año, en tanto el mercado se enfoca en las conclusiones de la “Conferencia Central de Trabajo Económico” que se sostendrá a mediados de diciembre y suele ser un insumo clave para las políticas y meta de crecimiento del año siguiente. Las perspectivas de inflación apuntan a precios que crecen a un ritmo contenido e inferior al 1% anual de cara a 2026.

El próximo año, el rumbo del mercado chino seguirá marcado por una serie de eventos; la relación comercial con EE.UU., eventuales estímulos fiscales y monetarios para recuperar la demanda interna, datos económicos, entre otros. Sin embargo, creemos que dado su tamaño económico y que luce como la alternativa a las acciones tecnológicas de EE.UU., cuyas valorizaciones están caras, es una oportunidad atractiva de inversión. En este contexto, se **decide mantener el overweight en acciones chinas.**

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se mantiene la posición neutral

Asia emergente ex China fue la región de peor desempeño en noviembre, presionado por caídas en los mercados accionarios surcoreanos y taiwaneses, mientras que el indio, tras meses de *underperformance*, en noviembre cumplió su clásico rol de mercado defensivo y subió, desacoplándose de la región. En el país destaca la resiliencia económica, que es observable en menor medida en Taiwán, pero el mercado accionario sigue sin *momentum*. Respecto de Corea del Sur, tras ser uno de los mejores mercados en lo corrido del año, ya creemos que hizo suficiente.

El índice MSCI de **India** subió un 0.9% en el mes, marcando alzas más pronunciadas al inicio de noviembre, pero con un *momentum* que se desvaneció cuando volvió el apetito por riesgo a los mercados globales. Esta creemos que será la tónica en la primera mitad de 2026, en la medida que las perspectivas para las acciones siguen positivas, y a pesar de su fortaleza macroeconómica, es difícil que el mercado indio logre las mismas rentabilidades que sus pares. A nivel macro el PIB del tercer trimestre sorprendió y se expandió 8.2% anual, y de cara al año fiscal 2027, se espera un crecimiento de 6.5%. El último dato de inflación de India fue bajo, presionado por precios de alimentos y la implementación de la reforma al GST (impuesto sobre bienes y servicios). Para 2026, se proyecta que la inflación volverá a la meta de 4.0%. En este sentido, el Banco Central decidió bajar la tasa de referencia en su reunión de diciembre hasta 5.25%, en línea con lo esperado, dejando abierta la puerta a nuevas bajas en 2026. El nuevo gobernador del Banco Central ha declarado que

intervendrá menos en el mercado cambiario, con una rupia india que ha sido de las monedas emergentes con peor desempeño en lo corrido del año. Respecto al entorno político y geopolítico del país, recientemente se han visto nuevos acercamientos entre India y EE.UU., en tanto en primera instancia fue uno de los países que recibió las amenazas arancelarias más agresivas de parte de Donald Trump. Por el lado de las valorizaciones, estas siguen transando sobre promedios históricos y lucen caras, en tanto no se observa un buen *momentum* de entradas de flujos al mercado accionario, lo que hace sentido en un año marcado por un elevado apetito por riesgo. Los fundamentos macroeconómicos del país se mantienen sólidos, **pero el carácter defensivo del mercado accionario indio nos lleva a mantenernos neutrales de cara a 2026**, un año en el que prevemos continuará la diversificación global y el apetito por riesgo en la primera mitad del año.

El mercado accionario de **Corea del Sur** ha sido uno de los mejores en lo corrido del año, después de un 2024 que cayó más de un 20% en dólares. A los niveles actuales, pareciera que ya recuperó lo que tenía que recuperar, con valorizaciones que lucen caras y transan sobre promedios históricos. De cara a 2026, se prevé una aceleración en el crecimiento económico, pero hasta un magro 1.9%. Esto conversa con revisiones al alza en las proyecciones de utilidades, que se proyecta crezcan ~40% el próximo año (índice MSCI). Por el lado de la inflación, no se ven grandes preocupaciones, y oscilará en torno a la meta del 2% durante 2026. Esto le da espacio al Banco Central para bajar la tasa en una ocasión más en la primera mitad del año en 25 pbs., para llevarla a 2.25%, aun cuando en la última reunión haya mantenido la tasa y entregado un sesgo más cauteloso. A pesar de la acentuada corrección del mercado en noviembre, han seguido entrando flujos a acciones surcoreanas. Si bien hay parte del mercado que podría considerar la corrección de noviembre como un punto de entrada atractivo, no nos parece claro. Por el lado político, 2025 comienza a dejar atrás la incertidumbre luego de la aplicación de la Ley Marcial y el gobierno ha anunciado políticas promercado, que podrían dar algo de impulso a la economía. A su vez, el won se ha quedado bastante rezagado con respecto a otras monedas y el ejecutivo ha anunciado nuevas medidas para disminuir su volatilidad, lo que pone en riesgo la flexibilidad del régimen cambiario. De esta forma, a pesar de no enfrentar grandes riesgos, **de cara a 2026 se decide neutralizar la posición en acciones surcoreanas, desde overweight, por ausencia de catalizadores en un horizonte táctico.**

El mercado accionario **taiwanés** ha tenido un desempeño destacable en lo que va de 2025, rentando ~25% (en dólares) a noviembre. Lo anterior, ha encarecido las valorizaciones, que en términos históricos pagan el mayor premio dentro de países emergentes (en el índice MSCI). El desempeño accionario ha ido acompañado de un mejor escenario macroeconómico, con proyecciones de crecimiento que para el próximo año se revisan al alza y se ubican ~2.8% según el consenso de Bloomberg. A pesar de los ruidos comerciales, las exportaciones han seguido siendo el motor de la economía taiwanesa, con una gran dependencia del sector tecnológico. En este sentido, se proyecta que las utilidades de las empresas del índice MSCI se expandan ~20% el próximo año. A pesar de la resiliencia económica, la inflación se ha mantenido contenida y no se esperan bajas de tasas de referencia el próximo año. Con respecto a otros temas, Taiwán quedó en medio del conflicto entre China y Japón, en donde este último no reconoce la política de “una sola China”. Con respecto a temas comerciales, actualmente las exportaciones taiwanesas dirigidas a EE.UU. enfrentan un arancel de 20%, con algunas excepciones, como los semiconductores. En este sentido, ambas naciones se encuentran negociando, y algunas de las cosas que se han ofrecido es que Taiwán capacite a trabajadores estadounidenses en la producción de semiconductores avanzados, que aumente su inversión en EE.UU., entre otras, buscando bajar la tasa impositiva que enfrenta. Sin embargo, en lo corrido del año no se ha visto un impacto significativo en el comercio exterior de la isla asiática. En este sentido, y de cara a 2026, **se decide mantener neutral la exposición en acciones taiwanesas**, debido a que, a pesar de buenas perspectivas económicas, en un entorno en que continuará la

diversificación y rotación, las caras valorizaciones de las acciones taiwanesas, junto con la predominancia tecnológica en sus mercados accionarios, podrían dejar al mercado rezagado.

El mercado accionario de **Indonesia** quedó rezagado en 2025, y muestra alzas acotadas, en línea con una rupia que acumula una depreciación ~3% a noviembre. Para contener dicha tendencia, el Banco Central ha decidido mantener la tasa de referencia en la última reunión de política monetaria, aun cuando el mercado prevé que podría bajarla en 50 pbs. en la segunda mitad de 2026. La autoridad monetaria enfrenta una disyuntiva entre sus dos mandatos; la estabilidad de la rupia y el crecimiento económico, aun cuando se prevé que la economía indonesia se expanda ~5.3% en 2026. Hacia adelante, la inflación seguirá contenida y ~3% anual. A pesar del magro desempeño accionario, las valorizaciones transan en torno a promedios históricos, sin exhibir un descuento significativo. Por el lado corporativo, las proyecciones de utilidades para 2026 se revisan a la baja, y las recientes inundaciones ponen el peligro la producción de algunas empresas en la primera parte del año. Además de lo mortales que han sido, se comienza a hablar de una reconstrucción que implicaría inversiones por alrededor de USD 3 bn. En este sentido, y debido a lo incierto que comenzará el año producto de los desastres naturales, **se decide mantener en neutral la posición en acciones indonesias**. Por otro lado, el mercado accionario **tailandés** siguió exhibiendo un *underperformance* en noviembre, repuntando en algo lo que va de diciembre. Este ha sido uno de los peores mercados accionarios emergentes en lo corrido del año, y enfrenta 2026 con un rezago importante tanto de corto como mediano plazo. Lo anterior ha llevado a que también las valorizaciones sigan exhibiendo un descuento importante respecto de promedios históricos, en un contexto en que los fundamentos corporativos mejoran y según Factset, las utilidades de las empresas del índice MSCI van a crecer ~11% en 2026. Por su parte, las proyecciones de crecimiento aún no son auspiciosas, y se ubican bajo 2% para el próximo año, en un contexto en que la inflación sigue negativa en doce meses y las proyecciones apuntan a alzas marginales el próximo año. A pesar de la ausencia de presiones inflacionarias, se espera solo una baja adicional de 25 pbs. en 2026 para la tasa de referencia, que ya se encuentra en niveles históricamente bajos. Las inundaciones también afectaron a este país, todo lo anterior de cara a las elecciones generales en marzo. De este modo, ante la falta de catalizadores económicos, camino a unas elecciones y afectado por el desastre natural, **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** han sido de las grandes ganadoras en lo corrido del año, lo que se explica en parte con el buen desempeño del oro y dada la importancia de mineras del metal precioso que participan en el índice MSCI. Esto, en un contexto de una economía que se acelera marginalmente, y sorprende, pero con una tasa de desempleo que sigue ubicándose sobre el 30%. La inflación ya está contenida, y se espera se mantenga oscilando dentro del rango de tolerancia del Banco Central (3.0% ±1%) a lo largo de 2026. Lo anterior, le permitirá al Banco Central bajar la tasa de referencia en 50 pbs. el próximo año, y llevándola a 6.25%. Por el lado del crecimiento, la economía se acelerará el próximo año y se expandirá ~1.5% (consenso Bloomberg). Por el lado del mercado, con el rally de 2025 las valorizaciones se han encarecido y transan sobre promedios históricos (razón P/U *fwd.*). Lo anterior, pese a que las proyecciones de utilidades para el próximo año se revisan a la baja y se prevé un crecimiento de ~8%. Por el lado político, la fragilidad de la coalición gobernante sigue siendo la clave de cara al próximo año, en el que se celebrarán elecciones de los gobiernos locales, comenzando en noviembre. En el contexto de una economía que sigue creciendo, pero sin grandes sorpresas, inflación contenida, pero valorizaciones caras, **se decide mantener en neutral las acciones sudafricanas**.

Las acciones **turcas** tuvieron un negativo comienzo de año, revirtiendo parte de las pérdidas en la segunda mitad y presionadas por una lira turca que ha perdido ~17% de su valor en lo corrido del año. A nivel económico, la principal preocupación sigue siendo la inflación, que con el dato de noviembre muestra señales de mejora y se acerca a cerrar el año ~30% anual. En 2026, se espera siga a la baja y cierre el año ~20%. Por su parte, el Banco Central mantiene su meta de inflación en 16% y los datos recientes llevan al mercado a prever recortes de tasas más agresivos, lo que pone presión adicional sobre la lira. Se espera que la autoridad monetaria pueda bajar la tasa de referencia en 600 pbs. en 2026. Por el lado de la actividad, la economía seguirá creciendo del orden de 3% en 2026, lo que mantiene la velocidad observada este año. Con respecto a los flujos de inversión, en lo corrido del año hemos visto entradas netas, con inversionistas intentando resguardarse de los elevados niveles de inflación. Sin embargo, las perspectivas son menos positivas hacia adelante, con proyecciones de crecimiento de utilidades para el próximo año que se revisan a la baja y se ubican en 10% para las compañías del MSCI. Con el rezagado desempeño del mercado accionario, las valorizaciones lucen atractivas en términos históricos, pero el turbulento escenario político dificulta la convicción en acciones turcas. La represión del ejecutivo contra la oposición continúa, en tanto Erdogan intenta tomar un rol mediador en las distintas negociaciones internacionales, siendo el más reciente el conflicto entre EE.UU. y Venezuela. Es así como, de cara a 2026, a pesar del atractivo en valorizaciones **se decide mantener neutral la exposición a acciones turcas**.

El mercado accionario de **Arabia Saudita** ha sido el peor entre mercados emergentes en lo que va de 2025, presionado por un precio del petróleo Brent que ha retrocedido ~14% en lo corrido del año (al 8 de diciembre). La monarquía sigue apoyando la economía, y los déficits fiscales se amplían, en tanto continúan los esfuerzos por alejarse de su dependencia de la producción de crudo. Al respecto, en la más reciente reunión de la OPEP (Organización de Países Exportadores de Petróleo) se decidió no aumentar las cuotas de producción en la primera parte de 2026, lo que dio un impulso transitorio al precio del petróleo, que luego retomó su tendencia negativa en lo que va de diciembre. La economía saudí crecerá ~4.0% este y el próximo año, avanzando a un ritmo saludable, pero con soporte del gasto público. Esto, con una inflación que oscilará ~2% anual a lo largo del próximo año. Por el lado de las valorizaciones, estas transan con descuento respecto de promedios históricos, con un mercado accionario que muestra un importante rezago de mediano y largo plazo al compararlo con pares emergentes. Volviendo a la política, importantes ejecutivos del gobierno saudí se embarcaron en conversaciones comerciales con sus pares de EE.UU. buscando acuerdos en materia comercial respecto del intercambio de aviones, semiconductores y tierras raras, entre otros. De esta manera, las perspectivas para las acciones saudíes se vuelven menos negativas, pero aún con un precio del petróleo que seguirá presionado a lo largo del próximo año, por lo que se opta por **disminuir el underweight en acciones saudíes**.

RENTA FIJA

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

Durante 2025, el Fed mantuvo un sesgo expansivo en su política monetaria, retomando el ciclo de recortes iniciado en 2024. Al igual que el año pasado, los ajustes comenzaron en septiembre y se concentraron en las últimas tres reuniones del año, pero esta vez con reducciones consecutivas de 25 pbs., manteniéndose data dependiente en un contexto donde la balanza de riesgos se desplazó desde la inflación hacia el mercado laboral. Junto con estos movimientos, el Fed puso fin a su programa de *Quantitative Tightening* (QT, ajuste cuantitativo) el 1 de diciembre, cerrando el proceso iniciado en junio de 2022. No obstante, aún no ha definido con claridad cuál será su postura respecto de la provisión de liquidez en adelante, factor relevante para evaluar la trayectoria futura de las condiciones financieras.

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

De esta forma, se proyecta una política monetaria que se mantendrá expansiva, pero el ajuste total pareciera ser menor a lo anteriormente esperado. En materia de indicadores económicos, la inflación se mantendría por encima de la meta, retrasando su convergencia, aunque una nueva reaceleración no parece un riesgo en el corto plazo mientras el componente de servicios continúe moderándose. Por otro lado, el mercado laboral pasó a ser la principal preocupación del Fed durante la segunda mitad del año, con un aumento del desempleo desde 4.1% a 4.4% y una menor creación de puestos de trabajo. Este enfriamiento respondería, en parte, a una reducción de los flujos migratorios asociados a las políticas de la administración Trump y a un incremento de la productividad impulsado por la adopción de la IA, lo que estaría llevando al mercado laboral hacia un nuevo punto de equilibrio con menores necesidades de contratación. En paralelo, el crecimiento -revisado al alza durante el año- cerraría nuevamente por encima de su potencial, y se proyecta que muestre un desempeño similar en 2026, configurando un panorama macroeconómico favorable de cara al próximo año.

De cara a 2026, la señal de política monetaria seguirá siendo expansiva. La mediana del *Dot Plot* anticipa un solo recorte de 25 pbs. para el próximo año, aunque con una dispersión considerable entre los miembros del comité, mientras que el mercado continúa descontando dos ajustes. A este escenario se suma un conjunto de factores políticos que podrían aumentar la volatilidad en torno a la institución; Trump deberá nominar a un nuevo gobernador a comienzos de 2026, y en mayo corresponde la designación del próximo Fed *Chair*, donde las expectativas apuntan a Kevin Hassett (Director del Consejo Económico Nacional) como principal candidato. Estos cambios, junto con el debate interno sobre la trayectoria de tasas, podrían generar episodios adicionales de ruido en la conducción de la política monetaria durante el año.

Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- se mantiene por debajo de su promedio histórico de los últimos cinco años y cercano a sus valores más bajos desde inicios de 2022, pero exhibiendo una mayor volatilidad desde la reunión del Fed en octubre. Los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 5 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, cayeron durante noviembre, pero mostraron una ligera alza estos primeros días de diciembre, ubicándose en 2.34% y 2.27% respectivamente. De todas formas, las expectativas se mantienen acopladas.

Dado lo anterior, las tasas mantienen presiones a lo largo de la curva de rendimientos, y el mercado aún internaliza un escenario más expansivo que los propios miembros del FOMC, aunque esta diferencia se ha acotado. En este escenario, se mantiene la posición neutral en *treasuries* de 2 y 10 años, considerando que los niveles actuales ya incorporan gran parte del ciclo de flexibilización previsto. Además, se mantiene el *UW* en *treasuries* de 30 años, 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 2025, tanto el Banco de la Reserva Federal como el Banco Central Europeo avanzaron en sus procesos de flexibilización monetaria, aunque en distintos momentos del año. En EE.UU., el Fed mantuvo su tasa estable hasta septiembre, y a partir de entonces, aplicó tres ajustes consecutivos, reanudando de esta forma su ciclo de recortes. De cara a 2026, el mercado anticipa que este sesgo continuará, apoyado por la expectativa de un nuevo *Chair* más *dovish* y alineado con las prioridades de la administración Trump. En Europa, tras ocho ajustes consecutivos, el BCE decidió pausar en junio y replicó esa pausa en todas las reuniones posteriores, con la expectativa de mantenerla también en diciembre. Con ello, el mercado da por concluido el ciclo expansivo en la región y proyecta que la tasa se mantendrá en su nivel actual durante todo 2026. De esta forma, la política monetaria de ambas economías tomaría rumbos distintos el próximo año, con EE.UU. manteniendo un sesgo expansivo mientras que Europa transitaría hacia una fase de estabilidad tras la potencial finalización de su ciclo de recortes.

En noviembre, la clase de activo *Investment Grade* global registró una rentabilidad de USD 0.4%, acumulando un desempeño de USD 7.1% en lo corrido del año. Durante el mes, los spreads mostraron una marcada volatilidad debido a los ruidos políticos y económicos durante y posterior al cierre de gobierno, aunque finalmente volvieron a ubicarse en niveles comprimidos, siguiendo la tendencia predominante desde las alzas observadas tras el *Liberation Day*. Aun así, su posición actual sugiere una mayor probabilidad de ampliación que de nuevas compresiones. Por su parte, la clase de activo ofrece un *yield* de 4.3%, y ha mantenido un comportamiento relativamente estable, con una trayectoria descendente a lo largo del año en línea con su nivel de cierre de 2024. De esta forma, **se mantiene la posición *underweight* en *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se lleva a neutral desde *UW*

La clase de activo volvió a destacar entre las de mejor desempeño dentro de la renta fija global, apoyada por el buen comportamiento de la renta variable y por su menor duración, que limitó su exposición a la volatilidad de tasas observada durante el año. En paralelo, la tendencia generalizada a la baja en los bonos soberanos entregó soporte adicional al conjunto de la renta fija, contribuyendo a que el segmento acumule una rentabilidad de 9.4% en lo corrido del año. Este desempeño también refleja la evolución de los spreads, que, pese a episodios de volatilidad en noviembre asociados al ruido institucional, mantuvieron la trayectoria de compresión iniciada tras los anuncios arancelarios de abril.

De cara a 2026, el panorama para la clase de activo se mantiene constructivo. El impulso inicial derivado del ciclo expansivo de política monetaria en EE.UU. y de un entorno macro más estable contribuye a sostener el apetito por crédito de mayor rendimiento. Asimismo, su menor duración continúa siendo una característica defensiva en un escenario donde persisten dudas respecto de la trayectoria de las tasas, especialmente en los plazos largos. En este contexto, **se decide neutralizar la posición en *Global High Yield* desde *underweight*.**

DEUDA EMERGENTE: Se decide mantener el *OW* en deuda soberana, bonos corporativos *HY* y en *local markets*, y se lleva a neutral desde *OW* la exposición a bonos corporativos *IG*

2025 ha sido un año especialmente favorable para las distintas clases de activos dentro de la deuda emergente. El ciclo global de flexibilización monetaria, junto con la desaceleración de la inflación, impulsó una caída de las tasas en estas economías, generando retornos positivos apoyados en niveles aún elevados de tasas reales. A ello se sumó el aporte de los *spreads* corporativos, que retomaron una trayectoria de compresión tras la ampliación registrada en abril, y el desempeño de las monedas emergentes, que se apreciaron de manera sostenida en contraste con la depreciación del

dólar durante el año. Asimismo, mientras los mercados desarrollados enfrentaron episodios significativos de ruido político e institucional, las economías emergentes mostraron mayor estabilidad relativa, lo que reforzó su atractivo. En conjunto, la combinación de menores tasas, compresión de *spreads* y apreciación cambiaria permitió que la deuda emergente se consolidara como el segmento más destacado dentro de la renta fija global.

De cara al próximo año, la renta fija emergente continúa perfilándose como una clase de activo atractiva, pese al sólido desempeño ya observado en 2025. El ciclo expansivo de política monetaria a nivel global seguiría entregando soporte a nuevas caídas de tasas, mientras que las divisas emergentes aún cuentan con margen para apreciarse, apoyadas en un proceso de normalización inflacionaria más avanzado que en las economías desarrolladas. En el ámbito crediticio, los *spreads* comenzarían 2026 en niveles históricamente comprimidos, lo que sugiere un escenario más propenso a ampliaciones que a nuevas compresiones. Aun así, el balance de riesgos macroeconómicos y financieros mantiene una perspectiva favorable para la deuda emergente en el próximo año.

La deuda soberana emergente se ha consolidado como la clase de activo de mejor desempeño dentro de la renta fija global en lo que va del año, acumulando una rentabilidad de USD 13.7% hasta noviembre. Las tasas reales en estas economías aún presentan margen para descender, apoyadas por la orientación expansiva de la política monetaria y por una inflación que continúa moderándose, lo que sustenta el atractivo de la clase de activo de cara al próximo año. De esta forma, se mantiene la posición *overweight* en deuda soberana emergente.

Pasando a la deuda corporativa de mercados emergentes, se neutraliza la sobreexposición en bonos corporativos con calificación *Investment Grade*. La clase de activo registra un rendimiento positivo este año, con un avance de USD 8.1% hasta noviembre, por sobre su símil de países desarrollados. En cuanto a valorizaciones, los *spreads* -que permanecen en niveles comprimidos- se ampliaron en noviembre, aunque en menor magnitud que en el segmento *High Yield*, lo que lo mantiene más expuesto a nuevas alzas que a una compresión adicional.

En cuanto a *High Yield*, la clase de activo acumula una rentabilidad positiva de USD 8.3% en lo que va del año, ubicándose por sobre el desempeño de *Investment Grade*. Durante noviembre, la ampliación de *spreads* fue más pronunciada que en bonos corporativos emergentes de mayor calidad crediticia, lo que generó un punto de entrada relativamente más atractivo desde la perspectiva de valorizaciones. Así, se decide mantener la sobreexposición en deuda emergente *High Yield*.

Por el lado de *local markets*, la clase de activo ha tenido un desempeño destacado en 2025, acumulando una rentabilidad de USD 9.1% a noviembre. Los fundamentos que impulsaron estos resultados se mantienen vigentes de cara al próximo año: tasas locales en descenso en varias economías emergentes y monedas que continúan apreciándose en términos reales. Además, los bancos centrales de estas economías se encuentran más adelantados en el ciclo de política monetaria que el Fed, por lo que un sesgo más expansivo de este último en 2026 ampliaría el diferencial de tasas a favor de los mercados emergentes, lo que podría sostener o incluso intensificar la apreciación de sus divisas. 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 HY y en local markets, y se lleva a neutral desde OW la exposición a bonos corporativos IG.**

Exposición a Monedas | Diciembre 2025

Monedas	Bench.	Nov	Dic	OW/UW		Cambio
USD	55.1%	55.7%	55.5%	OW	0.4%	-0.3%
EUR	7.5%	7.1%	7.3%	UW	-0.1%	0.3%
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 | Noviembre 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%	-0.6%	-0.28%	-0.26%	0.0	1.7
Renta Fija	50%	46%	-4%	0.6%	0.28%	0.25%	-2.2	-0.1
Caja	0%	2%	2%	0.3%	0.0%	0.01%	0.6	
Oro	0%	2%	2%	4.5%	0.0%	0.09%	9.0	
Cobertura						0.00%	0.0	
Portfolio					0.00%	0.09%	7.3	1.6
Outperformance / Underperformance (bps)								9.0
Europe ex UK	13.7%	13.7%	0.0%	1.4%	0.19%	0.19%	0.0	
Europe Small Cap ex UK	1.2%	0.2%	-1.0%	0.2%	0.00%	0.00%	-0.8	
UK	2.9%	1.9%	-1.0%	1.4%	0.04%	0.03%	-1.9	
US Large Cap Growth	17.3%	17.8%	0.5%	-1.3%	-0.23%	-0.24%	-0.4	
US Large Cap Value	14.7%	15.2%	0.5%	1.6%	0.24%	0.25%	1.1	
US Small Caps	3.5%	4.0%	0.5%	1.7%	0.06%	0.07%	1.1	
Japan	4.7%	3.7%	-1.0%	-0.7%	-0.03%	-0.03%	0.2	
Desarrollados	58.0%	56.5%	-1.5%	0.5%	0.27%	0.27%	-0.7	
LatAm	4.4%	4.9%	0.5%	6.1%	0.27%	0.30%	3.3	
LatAm Small Cap	0.8%	1.3%	0.5%	3.0%	0.02%	0.04%	1.8	
China	12.3%	12.8%	0.5%	-2.5%	-0.31%	-0.32%	-1.0	
EM Asia ex China	19.6%	19.6%	0.0%	-3.6%	-0.71%	-0.71%	0.0	
EM Asia Small Cap	4.9%	4.9%	0.0%	-1.8%	-0.09%	-0.09%	0.0	
Emergentes	42.0%	43.5%	1.5%	-2.0%	-0.82%	-0.79%	4.1	
Equities					-0.55%	-0.52%	3.4	
Treasuries 2Y	8.3%	8.3%	0.0%	0.5%	0.04%	0.04%	0.0	
Treasuries 10Y	11.1%	11.1%	0.0%	1.0%	0.11%	0.11%	0.0	
Treasuries 30Y	6.1%	5.1%	-1.0%	0.3%	0.02%	0.01%	0.3	
US Tips	2.6%	2.6%	0.0%	0.2%	0.00%	0.00%	0.0	
Global Corporate IG	26.5%	26.0%	-0.5%	0.5%	0.14%	0.14%	0.0	
Global Corporate HY	4.0%	3.5%	-0.5%	0.5%	0.02%	0.02%	0.0	
Deuda Desarrollados	58.6%	56.6%	-2.0%	0.6%	0.34%	0.33%	0.3	
EMBI	9.5%	10.0%	0.5%	0.4%	0.04%	0.04%	-0.1	
EM Corporate IG	2.8%	3.3%	0.5%	0.3%	0.01%	0.01%	-0.1	
EM Corporate HY	3.8%	4.3%	0.5%	0.0%	0.00%	0.00%	-0.3	
EM Local Markets	25.3%	25.8%	0.5%	0.7%	0.17%	0.17%	0.1	
Deuda Emergente	41.4%	43.4%	2.0%	0.5%	0.22%	0.23%	-0.4	
Fixed Income					0.55%	0.55%	-0.1	

*Anualizado ** Desde 2001

Datos al 30 de noviembre de 2025

En noviembre 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 0.1%, mostrando un *outperformance* con respecto al *benchmark* (9 pbs.).

Durante noviembre a nivel de *attribution analysis* la asignación de activos sumó valor, principalmente por la posición en caja y oro. Por el lado de la selección de instrumentos, fue positiva para el mes.

Desempeño Histórico

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	0.1%	4.9%	17.2%	15.2%	11.3%	5.2%	6.2%	5.5%	10.4%
Benchmark	0.0%	4.6%	17.0%	15.0%	11.4%	4.2%	5.5%	4.3%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	9	39	26	18	-6	95	67	121	
Acciones	-0.5%	7.0%	25.1%	22.7%	16.1%	8.5%	8.4%	4.7%	15.2%
Benchmark	-0.6%	6.9%	25.3%	23.1%	16.4%	8.5%	8.4%	4.3%	15.1%
Europe ex UK	1.4%	3.9%	27.5%	24.4%	14.1%	7.2%	5.8%	3.6%	16.5%
Europe Small Cap ex UK	0.2%	-0.3%	27.5%	25.0%	11.7%	4.1%	6.2%	7.3%	19.2%
UK	1.4%	4.4%	30.2%	26.6%	16.7%	13.3%	7.0%	5.4%	13.7%
US Large Cap Growth	-1.3%	10.0%	22.8%	25.5%	34.0%	17.7%	18.8%	--	19.6%
US Large Cap Value	1.6%	2.7%	13.2%	5.4%	11.0%	11.0%	9.4%	--	13.1%
US Small Caps	1.7%	4.3%	11.7%	2.9%	12.3%	8.9%	9.9%	9.3%	18.9%
Japan	-0.7%	4.3%	21.6%	21.0%	15.1%	5.2%	5.5%	2.7%	13.7%
Desarrollados	0.3%	5.6%	20.1%	17.0%	19.1%	12.9%	11.9%	7.6%	14.3%
LatAm	6.1%	14.1%	53.2%	43.8%	13.7%	10.5%	7.8%	8.2%	22.6%
LatAm Small Cap	3.0%	6.2%	44.9%	33.7%	7.7%	2.8%	3.9%	6.0%	24.7%
China	-2.5%	2.9%	32.8%	36.4%	14.0%	-2.4%	5.5%	8.2%	28.0%
EM Asia ex China	-3.6%	12.9%	26.0%	24.8%	16.5%	10.3%	10.9%	--	17.4%
EM Asia Small Cap	-1.8%	2.7%	16.5%	15.6%	16.1%	9.9%	8.4%	9.5%	14.0%
EM Europe and Middle East	-1.8%	4.5%	21.6%	22.6%	7.8%	1.8%	0.9%	3.0%	14.2%
Emergentes	-2.4%	9.0%	29.7%	29.5%	14.7%	4.3%	7.9%	8.5%	14.3%
Renta fija	0.6%	2.2%	9.0%	7.2%	6.4%	0.2%	2.8%	4.3%	6.5%
Benchmark	0.6%	2.2%	9.0%	7.2%	6.4%	-0.2%	2.4%	3.7%	6.5%
Treasuries 2Y	0.5%	1.0%	4.5%	4.7%	4.0%	1.4%	1.5%	2.3%	2.0%
Treasuries 10Y	1.0%	2.8%	8.9%	5.9%	2.9%	-2.5%	0.8%	3.5%	8.0%
Treasuries 30Y	0.3%	5.2%	6.0%	-0.6%	-1.3%	-9.2%	-0.8%	3.9%	15.1%
US Tips	0.2%	1.0%	7.4%	5.7%	4.0%	1.4%	3.0%	4.4%	6.1%
Global Corporate IG	0.5%	1.7%	10.0%	7.8%	6.9%	0.0%	2.9%	4.5%	8.1%
Global Corporate HY	0.5%	1.0%	9.7%	9.0%	10.3%	4.0%	5.7%	7.0%	7.3%
Deuda Desarrollados [1]	0.6%	2.0%	8.5%	5.9%	5.0%	-1.0%			
EMBI	0.4%	4.4%	13.5%	11.9%	10.5%	2.0%	4.2%	7.1%	9.1%
EM Corporate IG	0.3%	2.0%	8.2%	7.2%	7.1%	1.0%	3.5%	--	5.5%
EM Corporate HY	0.0%	1.0%	7.6%	7.2%	10.0%	2.2%	5.2%	--	7.7%
EM Local Markets	0.7%	1.9%	9.0%	8.6%	6.9%	1.6%	3.6%	--	6.7%
Deuda Emergentes [1]	0.5%	2.4%	9.6%	8.9%	8.1%	1.5%			
Caja	0.3%	1.0%	3.9%	4.3%	4.9%	3.2%	2.1%	1.7%	0.6%
Oro	4.5%	22.2%	60.6%	58.1%	33.7%	18.9%	14.7%	11.9%	14.6%

* 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.