

TAACo Global	Desempeño						Desde inicio * **	Volatilidad 5 años *
	Ene	3 meses	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	3.3%	4.5%	20.1%	11.1%	5.3%	7.2%	5.7%	10.4%
Benchmark	3.0%	4.0%	19.4%	11.2%	4.3%	6.4%	4.5%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	30	47	68	-11	95	78	122	
Acciones	5.4%	6.5%	30.0%	17.1%	8.7%	10.1%	5.0%	15.2%
Benchmark	5.3%	6.4%	30.2%	17.3%	8.7%	10.1%	4.6%	15.1%
Renta Fija	0.7%	1.6%	9.2%	5.2%	0.2%	3.0%	4.3%	6.5%
Benchmark	0.7%	1.6%	9.2%	5.2%	-0.1%	2.5%	3.8%	6.5%
Caja	0.3%	0.9%	4.2%	4.9%	3.3%	2.2%	1.7%	0.6%
Oro	14.1%	24.2%	77.2%	37.3%	21.7%	16.2%	12.6%	15.5%

Resultados al 31 de enero de 2026

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## La casa de los espíritus<sup>1</sup>

Comenzamos febrero dejando atrás un mes en el que se liberaron algunos *animal spirits* y los mercados se movieron con una intensidad poco habitual para un inicio de año. A nivel global, las acciones avanzaron cerca de 2.9% (MSCI ACWI, en dólares), impulsadas principalmente por mercados emergentes, que superaron a Estados Unidos, donde los principales índices mostraron resultados más moderados e incluso episodios de corrección intradía asociados al ajuste en expectativas de política monetaria y tensiones geopolíticas. En América Latina, tras un diciembre negativo, la región vuelve a surgir rentando un 15.2% en enero (índice MSCI, en dólares), aislada de distintos conflictos geopolíticos que se exacerbaban durante el mes y de la mano de un repunte significativo en el precio de *commodities*. El *FOMO*<sup>2</sup> *trade* dominó a los inversionistas e impulsó el precio de metales industriales y preciosos; por ejemplo, la plata llegó a subir a cerca de 60% en enero antes de que el precio reversara bruscamente.

A nivel económico, Estados Unidos continúa destacando por mostrar un crecimiento más sólido de lo anticipado, con datos de actividad y resultados corporativos que han sorprendido al alza en lo que va la temporada de reportes. La combinación de estímulos fiscales y monetarios sigue sosteniendo un escenario de reacceleración, mientras que los indicadores de inflación no muestran grandes presiones, llevando a estabilizar las expectativas de tasas de interés. En este contexto, la nominación de Kevin Warsh como presidente del Banco de la Reserva Federal (Fed) ayudó a reducir parte de la incertidumbre institucional. Aunque se le asocia con una postura más preocupada por el control de la inflación, prevalece la lectura de que la estructura del FOMC limitará cambios abruptos y que el Banco Central se mantendrá comprometido con un enfoque prudente. El mercado

## Índice

La casa de los espíritus.....	1
Asignación de Activos   Febrero 2026 .....	4
Resultados TAACo Global Enero 2026.....	23
Desempeño Histórico .....	24

En enero se liberaron ciertos *animal spirits*

Merados emergentes retoman el liderazgo

EE.UU.: economía resiliente y menor incertidumbre

<sup>1</sup> Novela de la escritora chilena Isabel Allende

<sup>2</sup> Fear Of Missing Out es la entrada impulsiva en el mercado por miedo a perderse una oportunidad de ganancias

continúa descontando dos recortes de tasas para este año y no descarta un tercero si los datos laborales llegaran a deteriorarse.

La discusión sobre la curva de tasas del Tesoro estadounidense ha adquirido una relevancia particular, comenzando febrero con un empinamiento hasta 71.28 pbs. en el tramo 2-10 años (al 9 de febrero). La parte larga se elevó, impulsada por la percepción de que el gasto fiscal seguirá siendo elevado y de que el entorno político global se inclina de forma creciente hacia políticas más expansivas. Para muchos inversionistas, esta combinación, junto con un alza en el precio de *commodities* y la debilidad del dólar, aumenta la probabilidad de que surja un el escenario de reflación —si bien no inminente—, lo que comienza a despertar el interés por clases de activo que podrían proteger a los inversionistas de estos riesgos.

Surge riesgo de reflación

Dentro de este cuadro, el mercado laboral estadounidense continúa siendo el factor crítico para determinar la trayectoria de tasas del Fed. Aunque la creación de empleo ha perdido algo de impulso, aún no muestra deterioros significativos. Sin embargo, al operar cerca del punto donde variaciones marginales pueden generar datos de destrucción de empleo, las probabilidades de que un dato puntual altere las expectativas del mercado se han incrementado. En un entorno donde la actividad se mantiene firme, pero el mercado laboral podría volverse más volátil, los inversionistas prestarán especial atención a cada publicación mensual, conscientes de que incluso un solo dato débil podría ser suficiente para validar un tercer recorte de tasas en 2026.

Datos de empleo serán determinantes en la trayectoria de tasas de interés

Por otro lado, la inteligencia artificial (IA) continúa consolidándose como un eje transformador dentro del panorama corporativo global, al punto de reconfigurar tanto la asignación de presupuestos como la estructura competitiva entre sectores. Una proporción creciente del gasto tecnológico está siendo redirigida hacia proyectos y capacidades de IA. En muchas compañías, la presión por demostrar avances concretos en automatización y eficiencia operativa ha convertido a la IA en un elemento ineludible de planificación estratégica. Este fenómeno traerá ganadores y perdedores que es difícil identificar en este momento. En este sentido, las acciones estadounidense tipo *growth* se quedaron atrás durante enero (-1.9% índice MSCI), en tanto se ha seguido observando una rotación hacia otros estilos (4.6% *value* y 5.4% *small caps*).

IA: eje transformador y elemento clave de planificación estratégica

De esta manera, la diversificación se hace cada vez más importante en un portafolio y durante enero la rotación hacia otras regiones siguió exacerbándose. La magnitud de los movimientos durante el mes —con varios activos cambiando más de 10% en cuestión de días— sugiere que parte del impulso provino de dinámicas de *momentum* y flujos tácticos, más que de fundamentos nuevos. Ante este escenario, los mercados emergentes han retomado un rol protagónico, apoyados en valorizaciones más atractivas, exposición a materias primas y un posicionamiento global que continúa mostrando una subponderación estructural por parte de inversionistas internacionales.

La diversificación se hace cada vez más importante

La dimensión política también está influyendo crecientemente en el comportamiento de los mercados. La expansión de políticas populistas ha contribuido a la percepción de que el gasto público se mantendrá elevado. Este fenómeno se conecta con tendencias globales de más largo plazo, donde la competencia estratégica entre Estados Unidos y China define un nuevo orden internacional. A medida que ambas potencias continúan consolidando su influencia mediante políticas industriales, control de cadenas de suministro y desarrollo tecnológico, países intermedios con fundamentos más equilibrados —particularmente en América Latina— se han beneficiado de flujos interesados en diversificación geográfica. Al mismo tiempo, la persistente compra de oro por parte de bancos centrales refuerza la idea de que los riesgos geopolíticos, lejos de disiparse, forman parte estructural del paisaje financiero actual.

Riesgos geopolíticos como parte del paisaje financiero actual

Con este telón de fondo, mantenemos una postura constructiva pero prudente y seguimos optando por una asignación neutral en acciones, subponderación en bonos, oro como activo defensivo y caja para absorber episodios de volatilidad. La estrategia continúa enfocada en capturar oportunidades en mercados emergentes, reforzar la protección ante movimientos inflacionarios inesperados y mantener flexibilidad para ajustar el portafolio según evolucionen los riesgos globales.

Postura constructiva pero prudente

En la cartera accionaria mantenemos la sobreponderación en mercados emergentes vs desarrollados. El inicio del año confirma la continuidad de flujos hacia mercados emergentes, impulsados por valorizaciones más holgadas, un giro político hacia gobiernos más promercado y un ciclo favorable en materias primas. Así, seguimos atentos a la evolución política en Brasil, la efectividad de los estímulos en China, su relación con Estados Unidos, y al comportamiento del dólar, ajustando la asignación táctica según se materialicen los riesgos y oportunidades. En mercados desarrollados, se mantiene el sesgo positivo en activos estadounidenses a través de una sobreexposición diversificada entre estilos *growth*, *value* y *small caps*.

OW acciones EM vs. DM, largo LatAm y China. OW EE.UU.

La renta fija permanece subponderada, con duración baja y una posición cauta ante el riesgo de un empinamiento adicional de la curva norteamericana. En tal sentido se sigue prefiriendo la deuda emergente sobre la desarrollada en búsqueda de *yields* ante lo ajustado de los spreads. Financiado con un corto en *treasuries* de 30 años, este mes se abre una posición larga en TIPS para ir construyendo una estrategia de cobertura ante un eventual aumento inesperado de la inflación.

Corto RF: riesgo de empinamiento de la curva

## Asignación de Activos | Febrero 2026

TAACo Global	Bench.	Ene	Feb	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%	13.2%	13.2%	UW	-0.5%	
Europe Small Cap ex UK	1.2%	0.7%	0.7%	UW	-0.5%	
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%	9.1%	OW	0.7%	0.7%
Treasuries 10Y	11.1%	11.1%	10.4%	UW	-0.7%	-0.7%
Treasuries 30Y	6.1%	5.1%	4.6%	UW	-1.5%	-0.5%
US Tips	2.6%	2.6%	3.1%	OW	0.5%	0.5%
Global Corporate IG	26.5%	26.0%	26.0%	UW	-0.5%	
Global Corporate HY	4.0%	4.0%	3.5%	UW	-0.5%	-0.5%
<b>Deuda desarrollados</b>	<b>58.6%</b>	<b>57.1%</b>	<b>56.6%</b>	<b>UW</b>	<b>-2.0%</b>	<b>-0.5%</b>
EMBI	9.5%	10.0%	10.0%	OW	0.5%	
EM Corporate IG	2.8%	2.8%	2.8%	N		
EM Corporate HY	3.8%	4.3%	4.3%	OW	0.5%	
EM Local Markets	25.3%	25.8%	26.3%	OW	1.0%	0.5%
<b>Deuda emergente</b>	<b>41.4%</b>	<b>42.9%</b>	<b>43.4%</b>	<b>OW</b>	<b>2.0%</b>	<b>0.5%</b>
<b>Total Renta Fija</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>			

Neutral acciones, UW bonos

OW en caja y oro

EE.UU.: OW Growth, Value y Small Cap

UW Europa, Reino Unido y Japón

OW LatAm Large y Small Cap

OW China

Neutral Asia EM ex. China

En renta fija:

US treasuries: Se lleva a OW 2Y y a UW 10Y. Aumenta UW 30Y

Se lleva a OW TIPS, UW Global IG y HY

Aumenta OW Emergente sobre desarrollado

RF emergente: OW Local Markets, EMBI y CEMBI HY. Neutral CEMBI IG

## RENTA VARIABLE

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

El bloque europeo enfrenta desafíos estructurales y los estímulos fiscales, enfocados principalmente en mayor gasto en defensa e infraestructura, generan un impulso transitorio. Para este año la expectativa de crecimiento económico se mantiene en 1.2% y en 1.4% para 2027. La región enfrenta problemas estructurales difíciles de revertir como el envejecimiento de la población, la baja productividad, la presión sobre las finanzas públicas y el sobre endeudamiento de algunas economías, como Francia. Además, hay 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. La debilidad económica también se refleja a nivel de perspectivas, el indicador líder PMI de servicios de la Eurozona y Alemania bajó en enero, mientras el de manufacturas tuvo una mejoría, pero se mantuvo bajo 50 pts. (umbral de contracción / expansión del sector en los siguientes 6 a 12 meses).

Por su parte, el viejo continente sigue expuesto a riesgos geopolíticos mayores que otras regiones; la guerra en Ucrania no ha terminado y Trump quiere anexar Groenlandia (territorio danés) a EE.UU. Trump amenazó con aranceles de hasta 25% a países europeos que no apoyaran su postura respecto a Groenlandia e incluso se habló de imponer aranceles de 200% al champagne francés. No obstante, a los días Trump moderó el discurso calmando a los inversionistas. En tal sentido, se mantiene la búsqueda de diversificación y la Unión Europea durante el mes reactivó un tratado de libre comercio con el Mercosur y llegó a un acuerdo con India.

Con respecto a la política interna, en Francia Macron logró aprobar el presupuesto sin votación en la Asamblea Nacional a través de un artículo constitucional, terminando meses de discusión en un parlamento fragmentado. El presupuesto busca reducir el déficit fiscal desde 5.4% del PIB en 2025 a 5% en 2026, conteniendo el gasto y evitando subir impuestos.

Por el lado de la política monetaria, la inflación sigue cediendo y en enero se ubicó en 1.7% anual, mientras la subyacente bajó a 2.3%. 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 durante el año las tasas de interés en el nivel actual (2.00% la tasa de depósitos). Lo anterior seguiría favoreciendo la apreciación del euro respecto al dólar dada la disminución del diferencial de tasas con EE.UU., donde el mercado espera dos recortes en los próximos doce meses.

En línea con lo comentado, en su reunión de inicios de febrero, el BCE mantuvo sin cambios el sistema de tasas de referencia, destacando que la inflación debería estabilizarse en torno a la meta del 2% con una economía que se ha mostrado resiliente. La entidad destacó que seguirá un enfoque de política dependiente de la evolución de los datos reunión a reunión. Así, la reunión no cambió las perspectivas ni alteró la curva de tasas en forma significativa. Como referencia, la tasa del bund alemán a 10 años bajó 3 pbs. en los últimos 30 días hasta 2.81%.

Por otro lado, las acciones de la Eurozona representan ~11% de las acciones globales (MSCI ACWI) y poseen mayor exposición al estilo *value* que sus pares estadounidenses. En lo que va en la temporada de reportes del 4Q25 han publicado en torno a un 20% de las empresas del índice MSCI ex UK, con un crecimiento de utilidades de 22% y sorpresa alza, la cual se concentra en el sector de materiales -en línea con la subida que hemos visto en el precio de las materias primas-. Se estima que las utilidades de las empresas del índice MSCI Europa ex UK crezcan este año cerca de 10%, dato que se mantiene estable en el último mes y está bajo pares desarrollados (14%, estimaciones de Factset).

Las acciones europeas extendieron el rally de 2025 y partieron subiendo en enero USD 3.9% (Stoxx 50), con un *outperformance* respecto a pares estadounidenses, lo que es reflejo del *trade* rotacional. Con la subida, las valorizaciones se han encarecido y la razón Precio/Utilidad a doce meses (P/U  *fwd.*) transa una desviación estándar sobre el promedio de 5 años, aunque con descuento cercano a 30% relativo a acciones estadounidenses. Por su parte, las valorizaciones de las acciones *small cap* de la región también se han encarecido, transando levemente sobre el promedio de 5 años. Finalmente, junto con la tesis de diversificación de posiciones fuera de EE.UU., los flujos a la región parecen acelerarse en las últimas semanas, aunque se mantienen sin variación significativa en los últimos meses (según EPFR).

Los recortes de tasas habrían llegado a su fin y la economía ha tardado en generar tracción, mientras se observa un *momentum* económico y corporativo más débil que pares desarrollados, a la vez que las valorizaciones se han encarecido y los flujos se han estancado. De esta forma **se decide mantener la posición corta en acciones Large y Small Cap.**

### 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 para este año se ha recortado la estimación hasta 1.0% desde 1.1% hace un mes, dado el enfriamiento del mercado laboral y débiles perspectivas para el consumo. La tasa de desempleo se mantuvo en noviembre en 5.1% (4.3% hace un año), el mayor nivel desde enero 2021, mientras que mes a mes se destruyen empleos y los salarios no frenan el ritmo de aumento: en noviembre volvieron a subir 4.7% interanual.

Por su parte la inflación volvió a acelerarse en diciembre al ubicarse en 3.4% anual desde 3.2% el mes previo y sorprendió al alza; mientras la medida subyacente se mantuvo en 3.2% y los servicios subieron 4.5% año contra año. La inflación pegajosa y la debilidad del mercado laboral llevaron a que el Banco de Inglaterra (BoE) retomara los recortes de tasa en diciembre bajando la tasa de referencia 25 pbs. hasta 3.75%, para luego mantenerla en ese nivel en la reunión de febrero en una decisión dividida. Mientras algunos consejeros del BoE temen que la inflación aún no esté dominada del todo, otros priorizan evitar un enfriamiento excesivo de la economía. Si bien la autoridad monetaria espera que la inflación descienda para ubicarse en torno a 2% en abril de este año, se muestra cautelosa respecto a futuros recortes de tasas de interés en la medida en que reunión a reunión evalúen la salud de la economía. Por su parte, el mercado espera dos recortes de tasa este año, llevando la tasa de referencia hasta 3.25% a fines del 2026. En el último mes, la curva de tasas de bonos soberanos se empinó, con la tasa a 2 años prácticamente estable en 3.62% mientras la 10 de años subió 15 pbs. hasta 4.53%.

A nivel político, el gobierno de Keir Starmer enfrenta crecientes desafíos domésticos y un escenario internacional complejo. Los laboristas gobiernan una economía estancada, con elevadas cifras de desempleo y presiones fiscales. El presupuesto de 2026 si bien busca mayor responsabilidad fiscal, no convence a los ciudadanos por los ajustes que implica, centrándose en incrementar la recaudación y reforzar el gasto social. No obstante, incumple con la promesa laborista de no aumentar la carga a los trabajadores. En tal sentido la oposición ha ganado popularidad, con los *tories* perdiendo figuras importantes hacia Reform UK, el partido de ultra derecha de Nigel Farage, que lidera las encuestas.

A nivel de mercado las acciones británicas hoy representan cerca de 3% del mercado global y poseen un fuerte sesgo *value* a través de una alta exposición a los sectores financiero, de consumo básico y salud, que las ha dejado rezagadas respecto a mercados con mayor preponderancia del sector tecnológico, como EE.UU. De todas formas, en línea con la rotación que hemos visto, las acciones británicas durante enero subieron USD 4.9%, sobre pares desarrollados. Dado lo positivo de los retornos de 2025, se cierra la brecha respecto al retorno de las acciones europeas, pero se mantiene el rezago respecto a EE.UU., tanto en el mediano como en el largo plazo. 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 crecerían 1%, dato que se corrige a la baja en el último mes y está bajo pares desarrollados (10.2%). Para este año se espera un crecimiento de utilidades cercano a 11%, también bajo pares desarrollados (14%).

En el contexto de bajo dinamismo económico, deterioro del mercado laboral, inflación que se mantiene elevada, 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 Growth, y Small Cap***

La economía estadounidense continúa mostrando solidez y este año volvería a crecer sobre el potencial -de acuerdo con el consenso de Bloomberg, 2.4%, vs 1.8% el potencial estimado por el Fed-. Amplios estímulos fiscales y el efecto rezagado de los recortes de tasas de interés seguirán impulsando la economía y en especial el consumo.

La economía se mantiene dinámica a pesar del aumento de las tensiones comerciales y las disrupciones que causó el cese parcial de funciones de gobierno. La sorpresa económica mantiene una tendencia al alza y se ubica en máximo de 7 meses mientras el indicador líder ISM de manufacturas alcanzó 52.6 pts. en enero, su mayor nivel desde 2022 y por primera vez sobre 50 pts. en 12 meses, reflejando la mejora en las perspectivas del sector y la recuperación de las ordenes de fabricación. En tanto, el ISM de servicios también logró superar las expectativas situándose en casi 54 pts.

Respecto al mercado laboral, la publicación de datos de enero fue postergada debido a un cese temporal de funciones en ciertos organismos de gobierno, no obstante, se espera que se creen cerca de 70 mil nuevos puestos de trabajo y la tasa de desempleo se mantenga en 4.4%.

La inflación confirma la trayectoria descendente luego de que en diciembre la medida *headline* se mantuviera en 2.7% anual y la subyacente en 2.6%. Para enero se estima que ambas medidas bajen a 2.5% año contra año, pero no se espera la convergencia hasta al menos mediados del próximo año en la medida que el componente de servicios continúe desacelerándose, impulsado principalmente por la moderación en los precios de vivienda. En base a una inflación que se mantiene elevada, pero cediendo, y un mercado laboral que muestra señales de enfriamiento, el Banco de la Reserva Federal -Fed- recortó la tasa de referencia en diciembre en 25 pbs. al rango 3.50%-3.75% y la mantuvo en la reunión de enero. El Comité guiará la política monetaria en base a la publicación de datos, cómo evolucionan las perspectivas y el balance de riesgos. La mediana de los votantes del Comité apunta para este año un recorte adicional de tasa, pero el mercado estima 2, manteniéndose el desacople de expectativas.

La nominación de Kevin Warsh como nuevo presidente del Fed no alteró las perspectivas de recortes de tasas para este año a pesar de que el economista es reconocido por su sesgo *hawkish*, es decir, favorable a mantener las tasas elevadas para controlar la inflación. La nominación fue bien recibida por el mercado, pues mitiga el riesgo de pérdida de independencia del Fed.

Durante enero la curva de tasas tuvo una acentuada volatilidad, con la tasa a 10 años llegando casi a 4.30% ante la incertidumbre fiscal que gatilló el llamado a elecciones anticipadas en Japón. No obstante, las tasas retrocedieron en las semanas siguientes y la tasa se ubica en 4.18% el 9 de febrero. La curva se ha seguido empinando y vemos espacio para que el proceso continúe en la medida que se mantiene la preocupación sobre el financiamiento fiscal y siguen los recortes de tasas de interés.

En el plano comercial se proyecta para este año 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 287 bn. durante 2025, 192% más que el año anterior, 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, no obstante, a la fecha, la Corta aún no se pronuncia.

En política interna, se logró aprobar el presupuesto federal para el año fiscal 2026 sin un cese de funciones de gobierno prolongado a pesar de las tensiones entre republicanos y demócratas. En la medida en que se acercan 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, Trump debería moderarse y reorientar su agenda a lo doméstico. Estos comicios serán especialmente relevantes para evaluar la capacidad de avanzar en reformas estructurales y el nivel de apoyo político que tendrá la administración durante la segunda mitad del mandato.

Durante enero, el S&P 500 subió 1.4% y volvió a quedar rezagado respecto a pares desarrollados e incluso mercados emergentes reflejando una aceleración del *trade* rotacional. A pesar de ello, el rally de 3 años consecutivos de ganancias a doble dígito deja un escenario desafiante para las acciones estadounidenses en la medida en que las valorizaciones son cada vez más elevadas. La razón P/U *fwd.* del S&P500 transa dos desv. est. sobre el promedio de 5 años. De momento tales valorizaciones estarían justificadas por el acelerado crecimiento de utilidades, las cuales en 2025 habrían crecido 15% y lo harían otro 15% en 2026, sobre pares desarrollados. A la fecha, ha reportado cerca de un 60% de las compañías del S&P500 sus resultados del 4T25, con un crecimiento de utilidades de 13% y sorpresas que se concentran en los sectores de materiales e industrial.

En cuanto a flujos, según EPFR, las acciones estadounidenses lideraron las entradas acumuladas en 2025, con flujos que se aceleraron los últimos meses del año y que continuaron llegando en enero. A pesar de que las valorizaciones tanto de *large cap growth* como *value* son elevadas, los flujos se han mantenido positivos, reflejando una demanda sostenida por acciones. Para este año se espera que continúe la búsqueda de 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 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 justas y ofreciendo mayor potencial relativo en la medida que la política gire el foco hacia reactivar la economía doméstica.

**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 growth*, mientras se mantiene el OW en *small caps* en búsqueda de valorizaciones más aliviadas y tener mayor exposición a la economía doméstica.**

### **JAPÓN: Se decide mantener la posición *underweight***

La economía no lograría mantener este año el dinamismo de 2025 y el crecimiento del PIB se desaceleraría desde 1.2% a 0.8% en 2026 y 0.9% en 2027, siendo impulsado principalmente por inversión. El consumo no despega en forma sostenida a pesar de la subida de los salarios ni los amplios estímulos fiscales anunciados por la primer ministro Sanae



Takaichi. La sorpresa económica pierde dinamismo a pesar del repunte en los indicadores líderes PMI tanto de servicios como manufacturas -ubicándose ambos sobre 50 pts.-.

Aprovechando su popularidad, Sanae Takaichi disolvió la Cámara Baja y llamó a elecciones generales anticipadas para el 8 de febrero. En lo que fue un plebiscito a la gestión de Takaichi, el Partido Liberal Democrático (PLD) arrasó en las urnas con 316 de 465 escaños, su mayor victoria desde la segunda guerra mundial. Junto a Ishin, la coalición alcanza mayoría cualificada para legislar con comodidad, algo que no se lograba desde 1986. Así, Takaichi consolida su liderazgo y logra el apoyo legislativo necesario para impulsar su proyecto de gobierno: mayor gasto fiscal, rebajas fiscales selectivas y mano dura en seguridad.

El plan de gobierno genera incertidumbre respecto a la sostenibilidad fiscal de mediano y largo plazo. En tal sentido, se ha acentuado el *bear steepener*, es decir el alza con empujamiento de la curva de tasas soberanas. La tasa a 10 años subió sobre 2.3%, el nivel más alto desde fines de los 90, la tasa a 30 años es ahora más alta que la del bund alemán y la de 40 años, alcanzó su mayor nivel desde que ese tipo de bonos debutaron en 2007. La subida de tasas se contagió a otros mercados llevando a Kazuo Ueda a comentar que podrían comprar bonos japoneses para estabilizar la curva de tasas.

A pesar de que el yen se ha seguido debilitando, la disminución del diferencial de tasas con EE.UU. podría dar soporte a una tendencia apreciativa del yen luego de que la moneda se apreciara marginalmente en 2025 (0.3%).

Por su parte, la inflación bajó en diciembre a 2.1% interanual desde 2.9% el mes anterior, pero la medida subyacente bajó marginalmente a 2.9%. La caída se debió principalmente al componente energético, que bajó debido a amplios subsidios gubernamentales. Para 2026, se prevé que continúe el proceso desinflacionario y los precios converjan gradualmente al objetivo durante el primer trimestre. En este escenario, el BoJ subió la tasa de referencia en la reunión de diciembre en 25 pbs. hasta 0.75% mientras el mercado espera para 2026 dos subidas más.

En el inicio del año se ha fortalecido el “*Takaichi trade*” con ganancias en acciones, subida de tasas, caída en el precio de bonos y depreciación del yen. El MSCI Japón rentó USD 22% en 2025, mientras que el Nikkei -que posee un sesgo más tecnológico- ganó USD 27%. En el inicio de 2026 se mantiene el buen *momentum* accionario, con el Nikkei subiendo en enero USD 7.2%. El optimismo se traspa al sector corporativo, para este año se estima un crecimiento en torno al 10% desde 8% hace un mes, sin embargo, esto se compara negativamente con pares desarrollados. Por su parte, las valorizaciones se han encarecido y la razón P/U  *fwd.* del MSCI Japón transa una desviación estándar sobre el promedio de 5 años. En cuanto a flujos, durante las últimas semanas se observaron entradas netas de flujos al conjunto de fondos e ETFs que aún son acotadas.

Persisten ciertos riesgos relevantes para la economía japonesa a pesar de la disminución de la incertidumbre política: las presiones fiscales continúan siendo un desafío, especialmente considerando el mayor uso de deuda para financiar el impulso presupuestario. Por su parte el rally ha encarecido las valorizaciones y el crecimiento de utilidades aún está bajo pares con flujos que aún son tímidos. Así, **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**

Los mercados emergentes iniciaron 2026 con desempeños mixtos. Un Asia Emergente que subió con fuerza, incluso presionado por una caída pronunciada del mercado indio, América Latina que recuperó tras la corrección de diciembre y países africanos y del Medio Oriente cuyos mercados subieron junto con precios del oro y del petróleo que aumentaron más de 10% en enero. El aumento de tensiones geopolíticas y comerciales que emergieron en enero permitió que mercados emergentes quedaran al margen de dichos enfrentamientos, al tiempo que valorizaciones más holgadas, giros políticos hacia gobiernos promercado -en algunos casos- y surgir como una alternativa a la inversión en tecnología estadounidense, nos hace mantener la preferencia por acciones de economías menos desarrolladas.

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

Los mercados accionarios latinoamericanos volvieron a brillar en enero, tras un diciembre que mostró mayor volatilidad, con alzas en todos los países. Destacaron los desempeños de Perú y Chile, asociados a un buen desempeño del oro y el cobre, mientras que Brasil se recuperó tras sus caídas de diciembre, con encuestas que muestran con mayor probabilidad un giro político y un Banco Central que dio prácticamente por sentado el inicio de los recortes en marzo. Con el buen desempeño de estos mercados, las valorizaciones se han ajustado con respecto a su historia, pero siguen descontadas al compararlas con pares emergentes y desarrollados. A su vez, se acercan elecciones en distintos países, en las que se comienza a anticipar un giro político hacia gobiernos promercado, lo que históricamente viene acompañado de un buen desempeño del mercado accionario latinoamericano. En este sentido, seguimos prefiriendo la renta variable latinoamericana hacia adelante.

En **Brasil**, el mercado accionario volvió a anotar un desempeño sobresaliente y el Bovespa subió 17.4% en dólares en enero. Esto, de la mano de menor incertidumbre política, que fue una de las principales razones por las que el mercado cayó durante diciembre. Tras la presentación de Flavio Bolsonaro como candidato a la presidencia – evento que añadió volatilidad al mercado-, las encuestas más recientes comienzan a mostrar que a pesar de su rechazo, triunfaría ante Lula en una eventual segunda vuelta. En este sentido, a pesar de que será reñido, el mercado está tranquilo debido a que es marginalmente más probable que Lula no triunfe en las elecciones de octubre. De todas maneras, aún queda camino por recorrer, y habrá volatilidad en el mercado, pero el factor político incide sin duda en el desempeño del mercado. Es más, a pesar de la apreciación que exhibió el real en enero (3.1%), respecto de sus fundamentos, ciertos modelos señalan que un valor más justo estaría cerca de los BRL 4.8 por dólar (BRL 5.19 por dólar al 9 de febrero). Por el lado macro, la economía habría crecido ~2.2% en 2025, y se desaceleraría de cara a este año, en tanto varios indicadores muestran que se siente el impacto de las mayores tasas de interés. En esta línea, el Banco Central decidió mantener la tasa Selic en 15.00% en enero, como era esperado, pero tanto en el comunicado como en la minuta de dicha instancia dejaron claro que en marzo realizaría su primera baja de tasas, de no cambiar drásticamente el escenario. Así, creemos que esta baja sería de 50 pbs., y podría situarse bajo 12% al cierre del año, aun cuando la mediana de la última Focus sitúa a la tasa Selic en 12.25%. Todo lo anterior, en línea con una inflación que se ubicaría algo sobre el 3% al cierre de 2026. Pasando al mercado, las valorizaciones se han ajustado y el índice MSCI transa con una razón P/U  *fwd*. en línea con su promedio de 10 años. Sin embargo, mantiene descuento si se compara con pares emergentes y países desarrollados. Según EPFR, los fondos e ETFs brasileiros han registrado entradas netas por casi USD 2 millones de dólares en lo corrido del año, particularmente ligado a inversionistas internacionales. Es más, en lo que va de 2026, inversionistas globales ya han asignado más flujos al mercado brasileiro (BRL 28.4 *bn*) de lo que agregaron el año pasado completo. No obstante, aún está pendiente el entusiasmo de los inversionistas locales, que al cierre de 2025 solo tenían un 8.2% de

sus portafolios en acciones brasileras. De esta manera, tomando en cuenta los fundamentos, la tendencia de los activos de riesgo brasileros estará significativamente incidida por la política. Es más, elecciones pasadas muestran cómo presidentes considerados como “promercado” permiten una apreciación significativa del real, por ejemplo. De tal forma, y dado que febrero está marcado por el Carnaval en Brasil e históricamente es un mes de baja liquidez, se decide **disminuir tácticamente el overweight en acciones brasileras**, para cuidar la contribución que entregaron en enero al portafolio.

En **México**, el IPC Mexbol extendió su *momentum* de diciembre y avanzó USD ~8.7% en enero, además de liderar las rentabilidades en la región en lo corrido de febrero. Por el lado macro, la economía cerró 2025 con un crecimiento del PIB de apenas 0.7%, desacelerándose por cuarto año consecutivo y dejando una base débil para 2026, aun cuando el FMI proyecta una aceleración acotada hacia 1.5%. En cuanto a inflación, el escenario sigue complejo: el registro *headline* de diciembre se aceleró a 3.8% anual, con revisiones al alza para que cierre 2026 en torno a 4%, presionado por una subyacente persistentemente alta, además de cambios fiscales y arancelarios. En este contexto, la política monetaria enfrenta crecientes restricciones: el Banco Central decidió pausar el ciclo de recortes y mantener la tasa en 7.00% en su reunión de enero, adoptando una postura de cautela, aunque el mercado aún descuenta entre dos y tres recortes adicionales durante el año si la inflación lo permite. Por otro lado, las remesas en pesos mexicanos se mantuvieron prácticamente estancadas en 2025, afectadas por la apreciación de la moneda local, mientras que en dólares se contrajeron por primera vez en 11 años, lo que se reflejó en un consumo débil; no obstante, una eventual moderación del tipo de cambio podría aliviar este canal y aportar un soporte gradual al consumo y al crecimiento hacia adelante. Por el frente externo, respecto del mes pasado se observan señales algo más constructivas, con un mayor acercamiento entre México y EE.UU. Las declaraciones de la presidenta Claudia Sheinbaum tras una llamada “productiva y cordial” con Donald Trump, junto con avances en cooperación en seguridad y comercio, mejoran el punto de partida de cara a la revisión del T-MEC en julio, en un contexto donde el comercio trilateral ya supera los USD 2.0 billones. No obstante, el escenario sigue lejos de estar despejado: el aumento de tensiones entre EE.UU. y Canadá introduce una nueva fuente de incertidumbre, elevando el riesgo de negociaciones fragmentadas o acuerdos independientes que podrían terminar siendo negativos para el país. Por el lado del mercado, con la temporada de reportes corporativos ya comenzada, las expectativas son optimistas dada la débil base de comparación que dejó el año pasado. Las valorizaciones, pese a que siguen superando su promedio de 5 años, continúan atractivas frente al MSCI de mercados emergentes en *P/U fwd.*, aunque la reciente expansión de múltiplos limita cada vez más un potencial *upside*, mientras que en materia de flujos se observaron entradas netas del principal ETF del país. Así, pese a ciertos avances en el frente externo, se mantiene la incertidumbre asociada a la revisión del T-MEC y las valorizaciones se han vuelto más exigentes, por lo que **se decide mantener la posición neutral en acciones mexicanas**.

En **Chile**, los activos de riesgo parece que comienzan a internalizar un cambio estructural. Tras el triunfo de José Antonio Kast en la segunda vuelta, y la demostración de que el electorado chileno ha optado por estabilidad económica y social en las últimas elecciones, el mercado ha seguido exhibiendo un positivo desempeño y el peso chileno apreciándose. Todo lo anterior, en un contexto macroeconómico y empresarial que comienza a lucir más resiliente. Por un lado, la economía chilena habría crecido 2.3% en 2025 (según datos preliminares de actividad económica) y se aceleraría este año, aun cuando la menor producción minera contribuyó negativamente al desempeño el año pasado. El último dato de inflación llevó el registro de enero a ubicarse en 2.8% anual en enero, en tanto el sin volátiles (subyacente) continúa sobre 3% (meta del Banco Central de Chile). Con el último dato, el recorte final de tasa de referencia de este ciclo expansivo se daría en marzo, y el Banco Central llevaría la tasa de política monetaria a su nivel neutral en dicha ocasión (4.25%). Por

el lado del mercado, el IPSA rentó casi un 13% en enero (en USD), y en lo corrido de febrero se ha mostrado algo más volátil, pero con un peso chileno que se sigue apreciando (2.4% al 9 de febrero). Este buen desempeño ha llevado a que las valorizaciones se sigan ajustando, pero aun transan con descuento respecto a pares emergentes. En lo que va de la temporada de reportes corporativos (13 empresas de 30) se observan crecimientos en ventas y utilidades, y no se ven sorpresas significativas. Sin embargo, algunas compañías del IPSA comienzan a mostrar mejoras en sus *guidances* de cara a lo que serán los resultados de este año. Así, las acciones chilenas han seguido percibiendo entradas de flujos de tanto inversionistas extranjeros como locales, con las Administradoras de Fondos de pensiones comprando un total de USD 126 millones en acciones chilenas en enero, llevando su posicionamiento a un 10% del AUM que manejan. Por otro lado, las expectativas empresariales y de consumidores mejoran; el Índice Mensual de confianza Empresarial (IMCE) pasa a terreno optimista (sobre 50 pts.) en enero, por primera vez desde febrero 2025, y el Índice de Percepción de la Economía (IPEC) alcanza un máximo no observado desde enero de 2019. Lo anterior, probablemente responde a las ambiciosas metas económicas del gobierno entrante. En apariciones en prensa, el futuro ministro de Hacienda declaró que el gobierno de Kast tendría tres prioridades en materia económica; (i) mejoras regulatorias que logren ejecutar inversiones por USD 12 mil millones, (ii) rebaja de impuestos corporativos que estará contemplada en un proyecto de ley que ingresará al Congreso en abril y (iii) un ajuste fiscal agresivo, que intentará subsanar el incumplimiento de la meta fiscal que a 2025 acumula tres años consecutivos. Así, el gobierno de José Antonio Kast pretende que el país vuelva a crecer un 4% y que la tasa de desempleo vuelva a situarse en 6%, tras cerrar 2025 en 8%. De esta manera, y ante la posibilidad de una especie de *rerating* del mercado y la economía chilena, se decide **mantener la sobreponderación en acciones chilenas**.

En **Colombia**, el mercado accionario subió con fuerza en enero: el Colcap subió USD 22.3% en el mes, liderando las rentabilidades de la región. El *rally* estuvo apoyado por mayores expectativas en la demanda por activos locales, tras el anuncio del Gobierno de limitar gradualmente la inversión extranjera de las AFP a 30% en cinco años desde los niveles actuales de ~49%. El mercado también reaccionó a la emisión histórica de deuda externa por casi USD 5,000 millones, destinada a cubrir vencimientos. En este contexto, el peso se apreció ~2.1% durante el mes y el país se benefició adicionalmente de las entradas de flujos hacia mercados emergentes. En el plano macroeconómico, Colombia habría crecido en torno a 2.8% en 2025 y mirando hacia adelante, el impulso de 2026 vendría de la mano del consumo privado, ahora reforzado por el aumento del salario mínimo, además de remesas elevadas y precios aún favorables del café. En materia de precios, la inflación de enero se aceleró a 5.4% anual, en línea con la histórica indexación salarial tras el incremento de 23% en el salario mínimo, el más alto en la historia de país. Durante enero se observó una revisión al alza en las expectativas de cierre de la inflación para 2026, desde 4.6% a 6.4% en doce meses. En este escenario, el Banrep adoptó un tono más restrictivo y en enero sorprendió con un alza de 100 pbs. en la tasa de referencia, situándola en 10.25%, con el objetivo de reconducir la trayectoria de la inflación hacia la meta de 3%. En línea con esto, el frente fiscal sigue bajo monitoreo. El déficit fiscal se situó en 6% del PIB a noviembre de 2025, mientras que el déficit primario se ubicó máximos históricos (3.3%), muy por encima de la meta oficial definida por el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de 2.4% del PIB. La atención estará puesta en el financiamiento del Gobierno, especialmente luego de que la Corte suspendiera provisionalmente el Decreto de Emergencia Económica, dejando sin fuente de recursos los COP 11 billones que el Ejecutivo esperaba recaudar para cubrir parte del presupuesto de 2026, cuyo financiamiento vuelve a quedar abierto. En paralelo, la antesala electoral sigue generando ruido. Las últimas encuestas ubican a Abelardo de la Espriella, candidato de derecha, liderando la intención de voto junto al candidato del oficialismo, Iván Cepeda, configurando una contienda altamente competitiva. Ambos no participarán en las consultas del 8 de marzo y competirán directo en la primera vuelta. Si bien el escenario base es un triunfo de la oposición, no se descarta una victoria de Cepeda, lo que

añade riesgo a la prima de los activos colombianos conforme se acercan las elecciones del 31 de mayo. Por el lado del mercado, se observó una expansión de múltiplos pronunciada a raíz del *rally* observado en este primer mes del año. Las valorizaciones se ajustaron sobre su promedio de 5 y 10 años en el ratio de P/U  *fwd.*, mientras que, en materia de flujos, se registraron entradas netas cercanas al 12% del AUM del principal ETF del país durante el último mes. Así, si bien el desempeño reciente del mercado ha sido muy positivo y el crecimiento económico se mantiene resiliente durante 2026, la combinación de presiones inflacionarias, una postura monetaria restrictiva, irresponsabilidad fiscal y el ruidoso panorama en la antesala electoral, **se decide mantener la posición neutral en acciones colombianas.**

El MSCI NUAM **Perú** avanzó 21.7% en dólares, en un contexto de precios favorables de los *commodities*, que siguen dando soporte a las utilidades del mercado y sostienen un *momentum* resiliente. En el plano macroeconómico, la economía peruana habría crecido en torno a 3.3% en 2025, según el Ministerio de Economía y Finanzas, sentando una base exigente para 2026. Hacia adelante, el Banco Central estima un crecimiento de una magnitud similar este año, impulsado por un entorno externo relativamente favorable, una demanda interna dinámica y un repunte cercano a 5% en la inversión privada. En materia de precios, la inflación cerró 2025 en 1.5% anual, levemente por debajo de la meta de 2%, aunque dentro del rango de tolerancia. Para 2026 se espera una convergencia hacia la meta y para 2027 un repunte hasta ~2.8%, ambos registros consistentes con el rango meta del Banco de la Reserva (BCRP). En este contexto, el BCRP mantuvo la tasa de referencia en 4.25% en enero, en línea con lo esperado. Dado que la tasa se ubicaría en niveles neutrales, la inflación está controlada y la economía crecería cerca de su potencial, el mercado anticipa solo un recorte adicional este año, llevando la tasa a 4.00% hacia fines de 2026. Por el lado político, la encuesta de Ipsos de enero posiciona a Rafael López Aliaga liderando la intención de voto con 10%, seguido por Keiko Fujimori con 7%, quienes comienzan a ampliar la brecha frente al resto de los candidatos. Sin embargo, el escenario sigue caracterizado por una alta fragmentación, con cerca de 47% del electorado aún indeciso, lo que mantiene elevada la incertidumbre. La inseguridad continúa siendo el principal tema que solucionar en el país, por lo que la atención estará puesta en el candidato/a que pueda, o intente, abordar dicho problema. En este contexto, si bien el escenario base continúa siendo un triunfo de la oposición, la baja visibilidad sobre el resultado final introduce ruido, por lo que se deberá poner especial foco al mes previo de las elecciones, que debería entregar mayores señales sobre la trayectoria electoral. Por el lado del mercado, y en línea con la situación del mercado accionario colombiano, las valorizaciones se ajustaron hasta situarse sobre sus promedios de 5 y 10 años (razón P/U  *fwd.*), mientras que en enero se registraron fuertes de flujos de ~72% del AUM al conjunto de ETFs. Así, si bien el contexto macroeconómico mantendría su buena trayectoria y el *momentum* accionario ha sido muy favorable, la combinación de valorizaciones exigentes y un escenario político aún incierto sugieren cautela, **por lo que se decide mantener la posición neutral en acciones peruanas.**

En **Argentina**, el Merval subió 5.3% en dólares en enero, en un contexto financiero más constructivo y con señales de estabilización macroeconómica. El desempeño estuvo apoyado por la continua acumulación de reservas del BCRA, que en el primer mes del año compró cerca de USD 1,200 millones, una mejora del riesgo país y un entorno externo algo más favorable para América Latina. Por referencia regional, Ecuador -que tiene apenas un *notch* más en calificación crediticia- regresó a los mercados internacionales con una emisión soberana de USD 4,000 millones y un proceso de recompra asociado, lo que sugiere que la ventana para emisiones en la región está abierta y ofrece una señal constructiva para eventuales planes de financiamiento de Argentina, sujeto a mayores avances de reservas y anclaje macro. En el plano macroeconómico, la economía habría crecido por encima de 4% en 2025, según estimaciones del Revelamiento de Expectativas de Mercado (REM) del Banco Central de la República Argentina (BCRA), tras el fuerte ajuste inicial del programa económico. Hacia adelante, se espera una moderación del crecimiento hacia niveles cercanos a 3.2% en

2026, con tasas en torno a 3% en los años posteriores. El consumo privado, que fue uno de los componentes más castigados durante 2025, comenzaría a recuperarse gradualmente, favorecido por una baja base de comparación y una mejora del ingreso real, aunque sin mostrar una expansión vigorosa, mientras que el crecimiento estaría más apoyado en la inversión y las exportaciones. En materia de precios, la inflación cerró 2025 en 31.5% anual, tras leves aceleraciones hacia fines del año, pero el proceso desinflacionario retomaría su trayectoria en 2026, con expectativas de inflación en torno a 20.1% para este año y 12.7% para 2027. En el frente fiscal, se consolidó el superávit primario por segundo año consecutivo, con un resultado estimado de 1.4% del PIB en 2025, superando la meta acordada con el FMI, y algo que no ocurría desde el año 2008. En lo que respecta a la política monetaria, si bien persisten dudas en torno al esquema por la volatilidad de tasas y la continuidad del cepo cambiario, el foco del BCRA sigue puesto en la acumulación de reservas y en sostener el proceso de desinflación. Por el lado de los flujos, en enero se registraron entradas cercanas a 7.8% del AUM al principal ETF del país, reflejando un renovado interés táctico por los activos argentinos. Así, si bien los avances macroeconómicos y fiscales son relevantes, la desinflación aún incompleta y la incertidumbre en torno a la normalización monetaria y cambiaria nos llevan a **mantener la posición neutral en acciones argentinas**.

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

El mercado chino repuntó en enero y el índice MSCI subió 4.7% (en dólares) en el mes. Los flujos al mercado accionario chino fueron divergentes. Por un lado, a mediados de enero el regulador -preocupado por el positivo desempeño de la bolsa china- aumentó las exigencias respecto de invertir con dinero prestado (subiendo la garantía de 80% a 100%). Lo anterior, gatilló salidas masivas de flujos de ETFs, aun cuando al inversionista global le empieza a parecer más atractivo China. Hace un par de años, el gigante asiático se pensaba como “no invertible” por parte de inversionistas occidentales y ahora surge como una alternativa atractiva a la concentración del sector tecnológico en IA.

Es más, del desempeño del índice MSCI exhibió una contribución significativa del sector de consumo discrecional en enero, confirmándose la hipótesis de que la bolsa china se considera una alternativa a las acciones tecnológicas de EE.UU. En este sentido, se espera el lanzamiento de la versión 4 de DeepSeek a mediados de febrero, un modelo de IA que sería capaz de contener varios lenguajes a la vez. Esto, tomando en cuenta lo que significó en enero de 2025 el “momento DeepSeek” para el mercado chino, aparece como un claro catalizador de corto plazo.

Pasando a los datos económicos, durante enero se conoció el PIB del cuarto trimestre, que mostró que la economía china -según cifras publicadas por ellos- habría alcanzado su meta autoimpuesta de crecimiento de 5.0% en 2025. En este contexto, la demanda externa contribuyó prácticamente a un tercio del desempeño económico el año pasado, alcanzando su máximo desde 1997. El consumo y la inversión siguen alicaídos, y para 2026 el consenso de Bloomberg prevé que el crecimiento se desacelere a 4.6%.

En enero, los indicadores líderes PMI (de S&P Global) mostraron avances con respecto a diciembre, mejorando a terreno marginalmente optimista, más positivo para el sector de servicios. Por su parte, la inflación aún no despega, y el mercado prevé una desaceleración en el registro de enero hasta 0.4% anual (desde 0.8% en diciembre).

A mediados de febrero comienza el feriado nacional en el que se celebra el año nuevo chino, que permite tomar el pulso del consumo y turismo local. Debido a que esto implica una serie de feriados en los mercados asiáticos (más extendidos en las acciones de China *onshore*), el mes de febrero no muestra un patrón de estacionalidad histórica.

Por su parte, las valorizaciones accionarias transan en línea con su promedio de 10 años (razón P/U *fwd.*), y las proyecciones de utilidades para este año se mantienen estables respecto al mes anterior, y se prevé un crecimiento de ~11%. Esto, en línea con una temporada de reportes corporativos del cuarto trimestre que muestra escueto avance.

Dado lo anterior, durante febrero pueden surgir nuevos catalizadores para el mercado accionario chino, de la mano de avances en inteligencia artificial y de que continúe el apetito por inversionistas globales. De esta manera, se **decide mantener el overweight en acciones chinas.**

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

Los mercados de Asia Emergente ex China exhibieron un retorno USD~12.4% (índice MSCI) durante el mes de enero, derivado principalmente de una combinación entre una fuerte exposición a tecnología / IA y el debilitamiento del dólar. Este resultado es liderado principalmente por Corea del Sur y Taiwán debido a la alta exposición al sector tecnológico. En este sentido y tras el buen desempeño accionario las valorizaciones se han ajustado. Sin embargo, el mercado comienza a adoptar una postura algo más cautelosa respecto a este rally. Por otro lado, tanto el mercado indio como el mercado indonesio mostraron un *underperformance* durante el mes de enero, respecto de sus pares emergentes. Durante los primeros días de febrero se vio una leve recuperación del mercado indio, en contraposición a su rol defensivo, mientras que el resto del mercado corregía los primeros días del mercado.

El mercado accionario **indio**, muestra cierta recuperación en lo que va de febrero, sin embargo, durante el mes de enero mostró un *underperformance* respecto a sus pares emergentes, retrocediendo USD ~4.8% (índice MSCI). A pesar del acotado desempeño de mercado en 2025, las valorizaciones transan con premio y la razón P/U *fwd.* se ubica sobre sus promedios de 5 y 10 años. Los fundamentos macroeconómicos se ven sólidos; la inflación para este año se espera que sea 2.0%, está contenida y dentro del rango meta del Banco Central, mientras el crecimiento avanza a paso firme y las expectativas para el 2026 son de 7.5% (consenso Bloomberg) y tanto la confianza empresarial como del consumidor se muestran al alza. En cuanto a las relaciones internacionales, durante el mes de enero India firmó acuerdos con la Unión Europea luego de 20 años de negociaciones y con Estados Unidos. En el acuerdo con EE.UU., el primer ministro indio, Modi, se comprometió a dejar de comprar petróleo ruso y a comprar productos estadounidenses de mayor nivel, y por reciprocidad los aranceles a productos indios se reducen a 18% desde un 50%. Durante el año pasado, la rupia india fue una de las monedas emergentes con peor desempeño, mostrando una depreciación que se extendió durante enero. En lo corrido del mes, esta tendencia se reversó y la rupia se ha apreciado, probablemente asociado a un mejor sentimiento de los inversionistas ante las tensiones geopolíticas “resueltas” entre EE.UU. e India. Durante este mes los flujos se mantienen relativamente planos. Si bien el panorama macroeconómico se mantiene sólido, el consumo interno sigue siendo el motor de la economía y la composición sectorial del mercado indio no es atractiva a ojos de los inversionistas internacionales hoy por hoy, ya que no se encuentra insertado en la tendencia global tecnología / IA. En este sentido, la fortaleza macroeconómica de India se contrarresta con valorizaciones que siguen caras y un mercado accionario sin *momentum*, por lo que se decide **mantener la posición neutral en acciones indias.**

El **mercado accionario de Corea del Sur** mostró un *outperformance* respecto de sus pares emergentes y desarrollados, obteniendo un retorno de USD 27.4% (índice MSCI). Este resultado fue positivamente incidido por dos acciones; Samsung y SK Hynix cuyos pesos relativos en el índice alcanzan un 53% aproximadamente. La fuerte demanda por IA ha impulsado la economía y ha generado optimismo sobre este mercado. Esto también ajustó las valorizaciones, que transan más de dos desviaciones estándar sobre el promedio de 5 años en la razón P/U *fwd.* El buen desempeño del

mercado ha estado acompañado de sucesivas entradas de flujos, que se aceleraron durante el último mes, con el conjunto de ETFs registrando entradas netas por ~57.9% del AUM. Tomando en consideración lo anterior y las medidas declaradas por el gobierno (RIA) que buscan repatriar capitales surcoreanos, se debiesen aliviar las presiones sobre el won coreano, el cual no mostró grandes variaciones durante el mes de enero (0%). En dicho mes, el PMI de manufacturas muestra un aumento respecto del mes anterior ubicándose en 51.2 pts. (50.1 pts. dato previo), las proyecciones de crecimiento se revisan al alza y se espera una expansión 2% este año, lo que muestra una aceleración respecto del crecimiento del 1% del año anterior. Durante el mes de enero el Banco Central se reunió y optó por mantener la tasa de interés en 2.5% en línea con lo que esperaba el mercado, en tanto se cree que el ciclo de relajación llegó a su fin. En su última declaración el Banco Central de Corea del Sur (BoK) eliminó la posibilidad de más recortes, enfatizando su preocupación ante los riesgos geopolíticos, presiones de salidas de capital e incertidumbre sobre la política del Fed. Por otro lado, un motor importante del crecimiento económico de Corea del Sur fueron sus exportaciones, especialmente las relacionadas a la tecnología que alcanzaron su nivel más alto en enero y que han mostrado ganancias mensuales de dos dígitos por tres meses consecutivos. Por último, el presidente Trump, amenazó con imponer aranceles de 25% para bienes surcoreanos por no cumplir el acuerdo comercial establecido en 2025. De esta forma, tomando en consideración la incertidumbre producto de la amenaza arancelaria y a pesar del buen desempeño de Corea del Sur, no nos parece un buen punto de entrada para el mercado accionario y **decidimos mantener la posición neutral.**

El **mercado accionario taiwanés**, luego de ser uno de los mercados más prometedores durante 2024 y 2025, cerró el mes de enero con un *outperformance* respecto de Asia Emergente y países desarrollados, pero mostró un *underperformance* respecto de otros mercados emergentes. Así, tras estos positivos desempeños, -atribuidos principalmente a *Taiwan Semiconductor Manufacturing Company* (TSMC), las valorizaciones del mercado accionario taiwanés se han encarecido y la razón P/U  *fwd.* transa sobre su promedio de 5 y 10 años, en ambos casos por más de 2 desviaciones estándar. Cabe mencionar que Taiwán pasó a ser el país con mayor peso en el índice MSCI, obteniendo 21.06% y China queda ubicado en el segundo lugar. En este sentido, si bien en el último mes continúan las entradas de flujos (2.8% del AUM del conjunto de ETFs), no destaca dentro del conjunto de países emergentes. Por su parte, se espera que las utilidades de las empresas que componen el índice MSCI crezcan ~27% este año, dato que se revisó al alza en el último mes y se encuentra en la media respecto de sus pares emergentes. Por el lado macro, se espera una desaceleración del crecimiento económico a un 3.8% este año (7.9% anterior), en un contexto de inflación contenida y no se esperan cambios en la tasa de referencia durante el año. Por su parte, las exportaciones durante el mes de enero alcanzaron su mayor nivel y una variación interanual de 69.9%, derivado de la fuerte demanda por IA, computadores de alto rendimiento y servicios de nube. En este sentido, el PMI manufacturero que vuelve a terreno marginalmente expansivo en enero (51.7 pts.). Durante el primer mes del año, Taiwán firmó un acuerdo comercial y arancelario con EE.UU., donde este se compromete a bajar los aranceles de 20% a 15% a cambio de inversión extranjera directa de USD 250 *bn.* destinados a la construcción de un ecosistema de semiconductores. En este sentido, a pesar del *momentum* accionario y económico positivo, las valorizaciones se han encarecido y se desconoce el impacto que tendrá el acuerdo con EE.UU. sobre las exportaciones de TSMC, por lo que **se decide mantener neutral la exposición en acciones taiwanesas.**

Las acciones **indonesias** mostraron un *underperformance* respecto de sus pares regionales, retrocediendo USD -4.3% en el mes de enero (índice MSCI). Los efectos de los desastres naturales que afectaron al país durante diciembre parecieran estar disipándose, la inflación del mes de enero mostró un registro menor al esperado debido al alivio en las restricciones de oferta generadas por la inundaciones y derrumbes. En relación con la economía, durante el mes de



enero se conoció el crecimiento de 2025 (5.1% YoY), el cual sorprendió al alza principalmente por un aumento en el gasto público y en el consumo privado, y se espera un 5.2% se mantenga para 2026. En este sentido, se esperan 2 recortes de 25 pbs. durante el año y se espera que el crecimiento mayor al esperado no cambie la trayectoria esperada de recortes. Por otro lado, durante el mes de enero el MSCI Inc. advirtió que Indonesia podría tener un *downgrade* en su clasificación y pasar de “Emergente” a “Frontera” debido al bajo porcentaje de *free float* en su mercado accionario. Esta noticia generó una de las mayores salidas de capital que el mercado indonesio ha presenciado. A pesar de esto, las acciones transan con valorizaciones ajustadas y sobre su promedio de 5 años en la razón P/U *fwd*. Si bien Indonesia se presenta como una economía saludable en términos generales y los efectos de los desastres naturales parecen estar disipándose, hay que tener en consideración la incertidumbre producto de la clasificación del índice MSCI y por último las valorizaciones no lucen atractivas, por lo que **se decide llevar a *underweight* la posición en acciones indonesias**. Por otro lado, el mercado accionario **tailandés** siguió exhibiendo un *underperformance* durante el mes de enero respecto de sus pares regionales y las acciones siguen holgadas, transando bajo su promedio histórico de 5 años en la razón P/U *fwd*. Con respecto a la economía, las proyecciones de crecimiento se ubican bajo 2% para este año, aun sin exhibir tracción. Por el lado de los precios, la inflación sigue estando en terreno negativo y durante el mes de enero se vio una profundización de la deflación provocada principalmente por la debilidad en los precios de la energía y alimentos; a pesar de esto, se espera una recuperación de la inflación y que esta llegue a terreno positivo durante 2026. Durante los primeros días de febrero se realizaron elecciones parlamentarias y el partido Bhumjaithai (conservador) actual gobernante de Tailandia consiguió asegurar 193 de 500 escaños en la Cámara de Representantes; estos resultados generan indicios de estabilidad, disminuyendo los riesgos de bajo crecimiento y de una “exagerada” relajación monetaria. En este sentido, no se ha descartado la posibilidad de un recorte de tasa de referencia de 25 pbs. en abril. De este modo, ante mejores perspectivas económicas y disminución de la incertidumbre política por las recientes elecciones, **se decide neutralizar las acciones tailandesas desde un *underrweight***.

## EMEA

Las acciones **sudafricanas** registraron un *underperformance* respecto a sus pares regionales mostrando una rentabilidad de USD 8.2% en el mes de enero (índice MSCI). Este resultado se debe principalmente al precio del oro, que subió 14.1% en enero, y la participación relevante de las mineras del metal precioso en el índice MSCI. Por el lado económico, la inflación se encuentra contenida y dentro del rango de tolerancia del Banco Central (3.0% ±1%). A pesar de esto, durante la reunión de política monetaria de enero se optó por mantener la tasa en 6.75% debido a preocupaciones de una reversión del rápido aumento en los términos de intercambio y la recuperación del ZAR. De no materializarse un aumento en riesgos globales el Banco de la Reserva de Sudáfrica (SARB) realizaría un recorte de tasas de 25 pbs. en su reunión de marzo. En el ámbito fiscal, Sudáfrica tendrá un superávit primario mejorando la credibilidad fiscal. Esto se vio reflejado en el aumento de rating crediticio, siendo clasificado por S&P Global Ratings como BB en el rendimiento de los bonos soberanos, y, por último, en un impulso en el Rand. El PMI manufacturero de enero fue de 50.0 pts. y mostró una mejora respecto de su resultado de diciembre (47.7 pts.) impulsado por condiciones de demanda más estables, menores presiones inflacionarias y mejores perspectivas respecto de las condiciones económicas domésticas. Por el lado de mercado, durante enero se vio una apreciación del rand de 2.6% respecto del dólar, las acciones transan con valorizaciones ajustadas y sobre su promedio histórico de 5 años en la razón P/U *fwd*. En el contexto de valorizaciones ajustadas y considerando la alta correlación del mercado accionario con el oro, **se decide mantener en neutral las acciones sudafricanas**.

Las acciones **turcas** registraron un *outperformance* respecto de sus pares regionales mostrando una rentabilidad de USD 24.1% en el mes de enero (índice MSCI). La lira turca sigue depreciándose, perdiendo un 1.2% de su valor en el primer mes del año. En el ámbito económico, el dato de inflación de enero fue de 4.8% mensual, sobre lo esperado por el mercado (4.3%) debido a un alza en los precios de los alimentos, en un contexto previo a la celebración de ramadán y posterior al año nuevo y, por último, el alza en salarios mayores a las esperadas. Ante esto, el Banco Central de Turquía (CBT) durante su reunión de enero, optó por un recorte de tasa de interés de 100 pb. (esperado 150 pb.) dejando la tasa en 37% y se espera que el CBT continúe con su mecanismo de flexibilización y que en cada reunión se haga un recorte de 150 pbs., terminando el año en 26.5% (Morgan Stanley). Recientemente, Arabia Saudita declaró una inversión en Turquía que consiste en la construcción de plantas de energía solar en dos provincias turcas, donde ellos comprarán a un precio menor la energía producida en sus países. Esto generará beneficios para el país, ya que será una gran contribución para el equipamiento electrónico y los servicios de los sectores. En relación con el mercado, las proyecciones de crecimiento de las utilidades se revisan a la baja y las acciones transan sobre su promedio de 5 y 10 años en la razón P/U  *fwd*. En un contexto de perspectivas económicas débiles, riesgos de inflación al alza y valorizaciones que transan con premio y a la espera de ver el impacto de la inversión saudí en energías renovables, **se decide mantener neutral la exposición a acciones turcas.**

El mercado accionario de **Arabia Saudita** registró un *outperformance* respecto de sus pares en la región, obteniendo un retorno de USD 9.0% (índice MSCI). Durante el mes de enero el precio petróleo mostró un aumento respecto del mes anterior (16.5% durante enero, Brent) pero durante los primeros días de febrero se han observado caídas en el precio del petróleo 4% mes a la fecha (5 de febrero). Lo anterior, añade presiones a los déficits fiscal y de cuenta corriente, por lo que las autoridades buscan diversificar la matriz productiva y disminuir la dependencia del petróleo. En esta línea, los Arabia Saudita realizará una inversión de USD 2 *bn.* en un plan de energía solar en Turquía como parte de un acuerdo donde los turcos comprarán la energía a un precio menor. Durante los últimos días de enero se vio un rally de las acciones saudíes atribuido al aumento en el precio del petróleo y al levantamiento de las Qualified Foreign Investor (QFI), ya que con ello se permite que inversionistas *retail* puedan invertir directamente en empresas cotizadas en el mercado de Tadawul. Sin embargo, a principios de febrero esto se revirtió debido a las tensiones geopolíticas globales asociadas al petróleo, y por caídas en el precio del oro y la plata. Levantar las QFI, tiene efectos mixtos en este mercado, ya que, por un lado, se puede incrementar la liquidez y profundidad del mercado, pero hay riesgos de mayor volatilidad ya que los inversionistas *retail* no tienen normas o cláusulas de inversión como las que restringen a las inversiones institucionales. Por el lado de las valorizaciones, estas transan con descuento respecto de promedios históricos tanto para un plazo de 5 como 10 años en la razón P/U  *fwd*. y las expectativas de crecimiento de utilidades se revisan al alza, esperándose un crecimiento 8.4% para 2026. 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 **mantener el *underweight* en acciones saudíes.**

## RENTA FIJA

**US TREASURIES: se lleva a *overweight* la posición en *treasuries* de 2 años y TIPS, se lleva a *underweight* la posición en bonos de 10 años y aumenta la subponderación en *treasuries* de 30 años**

Durante enero se observó un aumento generalizado a lo largo de la curva de tasas estadounidense, lo que dio lugar a un nuevo empinamiento de ésta. Otras economías desarrolladas, como Japón y el Reino Unido, registraron movimientos similares, reforzando una tendencia común de alzas en las tasas soberanas. Las expectativas de un mayor crecimiento,

impulsadas por un incremento del gasto fiscal, han ejercido presiones alcistas sobre las curvas, especialmente en los vencimientos de largo plazo. Entre los acontecimientos más relevantes del mes, el presidente Trump anunció la nominación de Kevin Warsh como próximo presidente del Fed, en un nombramiento considerado moderado dentro del conjunto de alternativas evaluadas. Warsh fue miembro del FOMC durante la crisis financiera y se caracterizó por una postura particularmente atenta a los riesgos inflacionarios. No obstante, en años recientes, ha sido crítico de la conducción del Fed, lo que introduce cierta incertidumbre respecto de su enfoque futuro en materia de política monetaria a pesar de que se mitigan los riesgos relacionados a la independencia del Fed. Pese a cierta reacción inicial del mercado tras el anuncio, las expectativas de tasas para el año se mantuvieron sin cambios, con dos recortes de 25 pbs. aún incorporados en las proyecciones. Por otro lado, en Japón se celebraron elecciones anticipadas, en las que Sanae Takaichi obtuvo una victoria histórica al alcanzar la mayoría absoluta en la Cámara Baja, fortaleciendo su posición de gobierno. Tras el triunfo oficialista, las tasas de mayor plazo reaccionaron al alza, reflejando la internalización de un escenario en el que la primera ministra contaría con mayores márgenes para implementar su agenda económica.

La economía estadounidense continúa mostrando resiliencia, como reflejan los últimos indicadores económicos. Se espera que el PIB del cuarto trimestre se expanda de 2.9% trimestral anualizado, lo que permitiría cerrar 2025 con un crecimiento sobre el potencial y expandirse un 2.2%. Por otro lado, se darán a conocer indicadores clave correspondientes a enero, cuya publicación fue postergada debido al cierre parcial del gobierno. En materia de inflación, se ha observado una tendencia a la moderación, impulsada principalmente por la desaceleración del componente *shelter*. Para enero, se proyecta que tanto la inflación *headline* como la subyacente se ubiquen en torno a 2.5% interanual. El mercado laboral sigue siendo el principal foco de atención en el balance de riesgos de la economía. No obstante, se espera un repunte en la creación de empleo durante enero respecto al mes previo, mientras que la tasa de desempleo se mantendría estable en 4.4%.

En su reunión de enero, el Fed mantuvo su tasa de interés en línea con las expectativas del mercado, realizando una pausa en el proceso de flexibilización tras tres recortes consecutivos. Tanto el comunicado como la posterior ronda de preguntas y respuestas de Jerome Powell estuvieron exentos de novedades relevantes, en línea con lo anticipado para una reunión considerada de bajo impacto.

De cara a 2026, el mercado espera que continúe el ciclo de política monetaria expansiva por parte del Fed, incorporando dos recortes de 25 pbs., ambos previstos para el segundo semestre. En este contexto, se espera que en la reunión de marzo el organismo mantenga sin cambios su tasa de referencia, replicando lo observado en enero. De todas formas, el FOMC reafirma su enfoque *data dependent*, por lo que la evolución de los principales indicadores económicos -en particular del mercado laboral- serán determinantes para eventuales ajustes en las expectativas de política monetaria.

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 de los últimos cinco años y, pese a una leve alza hacia fines de mes, continúa cercano a los niveles más bajos observados desde finales de 2021. En cuanto a las expectativas de inflación, los *breakevens* de los bonos del Tesoro registraron en enero un aumento generalizado a lo largo de los distintos plazos, más marcado en los vencimientos cortos. Este movimiento refleja una internalización de un escenario de inflación futura más elevada, y un cierto desacople respecto de las expectativas previas. En este contexto, los *breakevens* a 5 y 10 años se ubican en 2.52% y 2.33% respectivamente, mientras que el correspondiente a 2 años ascendió hasta 2.77% (al 8 de febrero). No obstante, y como se mencionó previamente, una aceleración de la inflación en el corto plazo parece poco probable, considerando la dinámica reciente de sus principales componentes. Aun así, se opta por tomar un

posicionamiento en instrumentos indexados a la inflación (TIPS), con el objetivo de construir gradualmente una cobertura ante un eventual repunte inflacionario inesperado.

**En este contexto, los tramos de mayor plazo continúan enfrentando presiones alcistas, lo que podría derivar en un empinamiento adicional de la curva de tasas. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación implícita han aumentado, lo que exige una mayor atención ante eventuales repuntes de precios. Frente a este escenario, se lleva a *overweight* la posición en *Treasuries* a 2 años, a *underweight* la posición en bonos del Tesoro a 10 años y se profundiza la subponderación en *Treasuries* a 30 años. Este ajuste refuerza un posicionamiento defensivo ante el riesgo de un mayor empinamiento de la curva, considerando que el premio por plazo no compensa adecuadamente el riesgo de duración. Por último, se sobrepondera la posición en TIPS como mecanismo de protección ante un posible aumento no anticipado de la inflación.**

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

Durante enero, las tasas globales volvieron a registrar un movimiento al alza, en línea con la tendencia observada en diciembre. Este comportamiento estuvo principalmente explicado por el aumento en la parte larga de la curva, reflejando la percepción del mercado de que el gasto fiscal continuará siendo elevado en las principales economías desarrolladas. A ello se suma un entorno político global que muestra una inclinación creciente hacia políticas más expansivas, lo que ha reforzado las expectativas de mayores necesidades de financiamiento y ha presionado al alza los rendimientos de largo plazo. La principal novedad del último mes fue la nominación de Kevin Warsh como próximo presidente del Fed, sin embargo, este anuncio no generó cambios relevantes en las expectativas de política monetaria, que se mantuvieron prácticamente sin variaciones.

La economía estadounidense continúa mostrando un desempeño sólido. En este contexto, el consenso de Bloomberg elevó sus proyecciones de crecimiento a 2.2% para 2025 y a 2.4% para el año en curso, con una contribución relevante del consumo. La inflación, por su parte, se ha mantenido por sobre la meta, y la combinación de políticas fiscales expansivas y precios de las materias primas al alza ha impulsado las expectativas de inflación implícita. No obstante, este factor no representa un riesgo inmediato, dado que los precios de los servicios continúan mostrando señales de moderación. En cuanto al mercado laboral, este sigue siendo el principal foco de atención del Fed, aunque en el comunicado de su última reunión de política monetaria se reconoce que los riesgos asociados se han acotado.

En Europa, las proyecciones de crecimiento apuntan a una expansión de 1.2% para este año, lo que permitiría avanzar en el proceso de normalización económica. En enero, la inflación se ubicó por debajo de la meta anual de 2.0%, aunque se espera que fluctúe en torno a este nivel durante el resto del año. En este escenario, el mercado proyecta que el BCE mantendrá sin cambios su tasa de referencia, dando por finalizado el ciclo expansivo iniciado en 2024.

De esta forma, el mercado espera que ambos bancos centrales vuelvan a mantener sin cambios su tasa de referencia en sus respectivas reuniones de marzo. Por el lado del BCE, no se esperan nuevos ajustes durante el año, mientras que, por el lado del Fed, el mercado espera que se mantenga el ciclo expansivo y anticipa dos recortes de 25 pbs., ambos durante el segundo semestre.

En enero, la clase de activo *Investment Grade* global subió USD 0.8%. Los *spreads* volvieron a comprimirse y se ubican en niveles históricamente bajos, lo que sugiere una mayor probabilidad de ampliación que de nuevas compresiones.

Sumado a esto, la mayor duración de esta categoría justifica mantener una posición cautelosa frente a otras alternativas dentro de la renta fija global. De esta forma, **se mantiene la posición *underweight* en *Global Investment Grade*.**

**GLOBAL HIGH YIELD: Se subpondera la posición desde neutral**

En cuanto a *High Yield*, durante el último mes la clase de activo registró una rentabilidad mensual de USD 0.8%. Si bien mantiene el buen desempeño de 2025, el balance de riesgos se ha vuelto menos favorable, lo que justifica una postura de mayor cautela. Por un lado, el potencial de apreciación vía *spreads* es bastante limitado, dado que éstos se encuentran en niveles históricamente bajos; por otro, se observan riesgos crecientes de liquidez asociados a mayores rescates en fondos privados, situación que podría derivar en ventas forzadas y generar tensiones en el mercado de crédito público.

En este contexto, los *spreads* actuales no compensan adecuadamente el riesgo asumido en esta etapa del ciclo crediticio, dejando a la clase de activo expuesta a un escenario de ampliación con mayor probabilidad. Considerando además la mayor sensibilidad del segmento ante episodios de estrés financiero, **se decide subponderar la posición en *Global High Yield*, desde neutral.**

**DEUDA EMERGENTE: Se decide mantener el *OW* en deuda soberana y bonos corporativos *HY*, mantener la posición neutral en bonos corporativos *IG* y aumentar la sobreexposición en *Local Markets***

Durante enero, las tasas de los bonos del Tesoro volvieron a subir a lo largo de toda la curva, lo que se tradujo en un leve empinamiento respecto del mes anterior. Tal como anticipaba el mercado, el Fed mantuvo sin cambios su tasa de referencia en su reunión de enero. La gran novedad surgió posterior a esta última, cuando se anunció a Kevin Warsh como próximo presidente del Fed. Pese a este anuncio, el consenso de mercado no modificó sus proyecciones y continúa anticipando dos recortes de 25 pbs. durante el año, manteniendo el desacople con la estimación del FOMC reflejada en el *Dot Plot* de diciembre, que proyecta un solo ajuste de igual magnitud. En este contexto, tanto la deuda soberana como la deuda corporativa de mercados emergentes registraron un retorno mensual de USD 0.7%, extendiendo el buen desempeño observado durante el año anterior.

La deuda soberana emergente continúa mostrando un desempeño positivo, con tasas que presentan una menor volatilidad y movimientos más acotados que los observados en las economías desarrolladas, pese a la correlación positiva que suele existir entre ambos mercados. A ello se suma que las tasas reales en estas economías aún cuentan con margen para descender, respaldadas por una política monetaria aún de sesgo expansivo y una inflación que sigue moderándose. Este escenario refuerza el atractivo de la clase de activo de cara al próximo mes, lo que justifica mantener una posición *overweight* en deuda soberana emergente.

En cuanto a la deuda corporativa de mercados emergentes, el segmento *Investment Grade* registró un retorno de USD 0.3% durante enero. Desde el punto de vista de las valorizaciones, los *spreads* mostraron una compresión significativa, cerrando el rezago que mantenían frente a pares de economías desarrolladas y retornando a niveles previos al *Liberación Day*, lo que los sitúa en rangos históricamente bajos. Asimismo, en un contexto de mayor incertidumbre en las tasas globales, con un sesgo levemente alcista, la mayor duración de esta clase de activo aconseja mantener cautela frente a otros segmentos de la renta fija emergente. En este escenario, se mantiene una posición neutral en deuda corporativa de mayor calidad crediticia.

En cuanto a *High Yield*, la clase de activo logró una rentabilidad de USD 1.4% el último mes, por sobre el desempeño de *Investment Grade* emergente y su símil desarrollado. Los *spreads* se comportaron de manera similar a los de mayor calidad crediticia, y se ubican en niveles muy comprimidos en términos históricos. Sin embargo, la menor duración de estos instrumentos, en un contexto de tasas con ciertas presiones alcistas, entrega un mayor atractivo relativo a esta clase de activo. De esta forma, se decide mantener la sobreexposición en deuda emergente *High Yield*.

Por el lado de *Local Markets*, la clase de activo mantuvo durante enero el buen desempeño observado en 2025, con una rentabilidad de USD 1.3%. Los factores que lo respaldan continúan siendo favorables: se proyecta que las tasas locales en varias economías emergentes sigan una trayectoria descendente, mientras que las monedas aún presentan margen de apreciación en términos reales. Si bien ha aumentado la probabilidad de un dólar más fuerte en comparación con la debilidad mostrada el año anterior, los fundamentos continúan respaldando a esta clase de activo frente a otras alternativas de renta fija, tanto en mercados emergentes como desarrollados. En este escenario, se incrementa la posición *overweight* en *Local Markets*.

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

## Exposición a Monedas | Febrero 2025

Monedas	Bench.	Ene	Feb	OW/UW	Cambio
USD	55.1%	55.7%	55.5%	OW	0.4%
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%	34.5%	OW	0.9%
	100.0%	100.0%	100.0%		

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

## Resultados TAACo Global | Enero 2026

Clase de activo / Región	Benchmark	Vinci Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual Índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	50%	0%	5.3%	2.65%	2.68%	0.0	2.4
Renta Fija	50%	46%	-4%	0.7%	0.36%	0.34%	9.2	0.7
Caja	0%	2%	2%	0.3%	0.0%	0.01%	-5.4	
Oro	0%	2%	2%	14.1%	0.0%	0.28%	22.1	
Cobertura						0.02%	1.6	
<b>Portafolio</b>					<b>3.02%</b>	<b>3.32%</b>	<b>27.4</b>	<b>3.1</b>
<b>Outperformance / Underperformance (bps)</b>								<b>30.4</b>
Europe ex UK	13.7%	13.2%	-0.5%	4.2%	0.58%	0.56%	0.5	
Europe Small Cap ex UK	1.2%	0.7%	-0.5%	4.3%	0.05%	0.03%	0.5	
UK	2.9%	1.9%	-1.0%	5.2%	0.15%	0.10%	0.1	
US Large Cap Growth	17.3%	17.8%	0.5%	-1.9%	-0.33%	-0.34%	-3.6	
US Large Cap Value	14.7%	15.2%	0.5%	4.6%	0.68%	0.70%	-0.3	
US Small Caps	3.5%	4.0%	0.5%	5.4%	0.19%	0.22%	0.0	
Japan	4.7%	3.7%	-1.0%	6.6%	0.31%	0.24%	-1.3	
<b>Desarrollados</b>	<b>58.0%</b>	<b>56.5%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>2.8%</b>	<b>1.63%</b>	<b>1.51%</b>	<b>-4.0</b>	
LatAm	4.4%	4.9%	0.5%	15.3%	0.67%	0.75%	5.0	
LatAm Small Cap	0.8%	1.3%	0.5%	13.4%	0.11%	0.17%	4.0	
China	12.3%	12.8%	0.5%	4.7%	0.58%	0.60%	-0.3	
EM Asia ex China	19.6%	19.6%	0.0%	10.1%	1.99%	1.99%	0.0	
EM Asia Small Cap	4.9%	4.9%	0.0%	6.8%	0.33%	0.33%	0.0	
<b>Emergentes</b>	<b>42.0%</b>	<b>43.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>8.8%</b>	<b>3.68%</b>	<b>3.84%</b>	<b>8.7</b>	
<b>Equities</b>					<b>5.30%</b>	<b>5.35%</b>	<b>4.8</b>	
Treasuries 2Y	8.3%	8.3%	0.0%	0.2%	0.02%	0.02%	0.0	
Treasuries 10Y	11.1%	11.1%	0.0%	-0.3%	-0.03%	-0.03%	0.0	
Treasuries 30Y	6.1%	5.1%	-1.0%	-0.1%	-0.01%	-0.01%	0.8	
US Tips	2.6%	2.6%	0.0%	0.3%	0.01%	0.01%	0.0	
Global Corporate IG	26.5%	26.0%	-0.5%	0.9%	0.23%	0.23%	-0.1	
Global Corporate HY	4.0%	4.0%	0.0%	1.0%	0.04%	0.04%	0.0	
<b>Deuda Desarrollados</b>	<b>58.6%</b>	<b>57.1%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.26%</b>	<b>0.25%</b>	<b>0.8</b>	
EMBI	9.5%	10.0%	0.5%	0.7%	0.06%	0.07%	0.0	
EM Corporate IG	2.8%	2.8%	0.0%	0.3%	0.01%	0.01%	0.0	
EM Corporate HY	3.8%	4.3%	0.5%	1.5%	0.06%	0.07%	0.4	
EM Local Markets	25.3%	25.8%	0.5%	1.3%	0.34%	0.35%	0.3	
<b>Deuda Emergente</b>	<b>41.4%</b>	<b>42.9%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.47%</b>	<b>0.49%</b>	<b>0.7</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>0.73%</b>	<b>0.74%</b>	<b>1.5</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001  
Datos al 31 de enero 2026

En enero se mantuvo la posición neutral en acciones (50%), el OW en caja (2%) y en oro (2%), en tanto continuamos con una subexposición en bonos (46%). En enero, la cartera del TAACo Global rentó 3.3%, mostrando un *outperformance* con respecto al *benchmark* (30.4 pbs.).

Durante enero a nivel de *attribution análisis*, la asignación de activos sumó valor, principalmente por la posición en oro y el corto en renta fija. Por el lado de la selección de instrumentos, también fue positiva, principalmente por el largo emergentes vía América Latina.

## Desempeño

## Histórico

TAACo Global	Desempeño						Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
<b>TAACo</b>	<b>3.3%</b>	<b>4.5%</b>	<b>20.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>5.3%</b>	<b>7.2%</b>	<b>5.7%</b>	<b>10.4%</b>
Benchmark	3.0%	4.0%	19.4%	11.2%	4.3%	6.4%	4.5%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	30	47	68	-11	95	78	122	
<b>Acciones</b>	<b>5.4%</b>	<b>6.5%</b>	<b>30.0%</b>	<b>17.1%</b>	<b>8.7%</b>	<b>10.1%</b>	<b>5.0%</b>	<b>15.2%</b>
Benchmark	5.3%	6.4%	30.2%	17.3%	8.7%	10.1%	4.6%	15.1%
Europe ex UK	4.2%	9.8%	28.6%	13.7%	8.3%	7.6%	3.9%	16.5%
Europe Small Cap ex UK	4.3%	8.3%	30.8%	10.5%	4.2%	7.7%	7.6%	19.1%
UK	5.2%	10.7%	35.0%	17.6%	14.5%	9.0%	5.7%	13.8%
US Large Cap Growth	-1.9%	-3.9%	17.8%	31.1%	16.1%	19.5%	--	19.6%
US Large Cap Value	4.6%	7.2%	14.2%	13.2%	12.1%	10.6%	--	13.1%
US Small Caps	5.4%	7.2%	13.5%	12.8%	7.9%	11.9%	9.5%	18.8%
Japan	6.6%	6.3%	28.2%	15.4%	6.0%	7.1%	3.0%	13.9%
<b>Desarrollados</b>	<b>2.2%</b>	<b>3.4%</b>	<b>19.6%</b>	<b>19.3%</b>	<b>12.9%</b>	<b>13.1%</b>	<b>7.7%</b>	<b>14.5%</b>
LatAm	15.3%	23.6%	63.0%	16.9%	13.4%	10.9%	8.8%	22.8%
LatAm Small Cap	13.4%	13.7%	45.7%	8.5%	4.3%	6.0%	6.4%	24.9%
China	4.7%	0.8%	36.1%	9.2%	-3.7%	7.5%	8.3%	27.9%
EM Asia ex China	10.1%	11.7%	45.2%	21.8%	10.8%	13.0%	--	17.4%
EM Asia Small Cap	6.8%	5.5%	31.1%	16.7%	9.6%	10.3%	9.7%	14.1%
EM Europe and Middle East	8.8%	11.5%	32.1%	12.8%	2.9%	3.4%	3.5%	14.6%
<b>Emergentes</b>	<b>8.9%</b>	<b>9.4%</b>	<b>42.8%</b>	<b>16.5%</b>	<b>4.4%</b>	<b>10.1%</b>	<b>9.0%</b>	<b>14.5%</b>
<b>Renta fija</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.6%</b>	<b>9.2%</b>	<b>5.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>3.0%</b>	<b>4.3%</b>	<b>6.5%</b>
Benchmark	0.7%	1.6%	9.2%	5.2%	-0.1%	2.5%	3.8%	6.5%
Treasuries 2Y	0.2%	1.0%	4.6%	3.9%	1.5%	1.5%	2.3%	2.0%
Treasuries 10Y	-0.3%	-0.2%	6.8%	1.8%	-2.3%	0.4%	3.4%	8.0%
Treasuries 30Y	-0.1%	-2.4%	2.8%	-3.3%	-8.5%	-1.6%	3.7%	15.0%
US Tips	0.3%	0.1%	6.0%	3.7%	1.1%	3.0%	4.4%	6.1%
Global Corporate IG	0.9%	1.7%	10.6%	5.8%	0.1%	3.0%	4.5%	8.0%
Global Corporate HY	1.0%	2.4%	10.3%	9.3%	3.9%	6.2%	7.0%	7.2%
<b>Deuda Desarrollados [1]</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.8%</b>	<b>8.0%</b>	<b>3.9%</b>	<b>-1.0%</b>			
EMBI	0.7%	1.8%	13.4%	9.7%	2.1%	4.5%	7.1%	9.0%
EM Corporate IG	0.3%	0.7%	8.0%	6.1%	1.0%	3.6%	--	5.5%
EM Corporate HY	1.5%	2.4%	9.2%	8.1%	2.3%	5.8%	--	7.6%
EM Local Markets	1.3%	3.3%	10.4%	5.6%	1.6%	4.1%	--	6.6%
<b>Deuda Emergentes [1]</b>	<b>1.1%</b>	<b>2.7%</b>	<b>10.7%</b>	<b>6.8%</b>	<b>1.7%</b>			
<b>Caja</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.9%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.9%</b>	<b>3.3%</b>	<b>2.2%</b>	<b>1.7%</b>	<b>0.6%</b>
<b>Oro</b>	<b>14.1%</b>	<b>24.2%</b>	<b>77.2%</b>	<b>37.3%</b>	<b>21.7%</b>	<b>16.2%</b>	<b>12.6%</b>	<b>15.5%</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.