

Agosto 2026

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Julio	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	-0.6%	2.3%	7.8%	16.4%	11.4%	5.2%	6.5%	5.7%	10.4%
Benchmark	-0.6%	2.6%	7.9%	16.1%	11.5%	4.6%	5.8%	4.6%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	1	-27	-16	37	-12	59	68	118	
Acciones	-0.7%	4.9%	14.7%	27.9%	17.8%	8.8%	9.7%	5.3%	15.2%
Benchmark	-0.6%	5.0%	14.9%	28.1%	18.0%	9.0%	9.7%	4.8%	15.1%
Renta Fija	-0.7%	0.1%	0.9%	4.7%	5.1%	0.3%	2.0%	4.3%	6.5%
Benchmark	-0.7%	0.0%	0.9%	4.6%	5.1%	0.1%	1.6%	3.7%	6.5%
Caja	0.3%	0.9%	2.1%	3.9%	4.7%	3.7%	2.4%	1.8%	0.5%
Oro	1.0%	-12.4%	-6.3%	23.0%	27.2%	17.4%	11.6%	11.4%	16.6%

Resultados al 31 de julio de 2026

*Anualizado ** Desde 2001

The Show Must Go On¹

Tras una corrección principalmente técnica y no fundamental, los mercados vuelven a enfocarse en lo que realmente importa: utilidades resilientes, innovación tecnológica y una economía estadounidense que sigue tirando el carro del crecimiento global.

Así, julio deja una clara lección: los mercados financieros globales pueden convivir simultáneamente con señales de fortaleza económica y correcciones técnicas pronunciadas, sin que ninguna de las dos anule a la otra. El S&P 500 registró una caída en el margen, con pérdidas concentradas en el sector tecnológico, lo que reavivó el debate sobre la durabilidad del excepcionalismo estadounidense. Sin embargo, la temporada de resultados corporativos ha sido sólida, con crecimientos de utilidades que superan las expectativas en prácticamente todos los sectores, evidenciando que la corrección accionaria respondió más bien a dinámicas técnicas —desapalancamiento forzado de inversionistas muy concentrados en ciertos activos— que, a un deterioro genuino de los fundamentales, y los primeros días de agosto muestran ya señales de reversión.

En ese contexto, el Banco de la Reserva Federal -Fed- mantuvo el nivel de tasas en su reunión de julio, dejando atrás el temor de un ajuste monetario agresivo destinado a preservar credibilidad. A partir de ahora, cualquier movimiento al alza estaría justificado por una inflación persistentemente elevada o por un mercado laboral que sorprenda con fortaleza, y en ese escenario la medicina sería amarga, pero al menos administrada por razones correctas. La inflación subyacente se mantiene sobre 3%, lejos del objetivo de 2%, y la tasa de desempleo en 4.2% no genera urgencia de recortes. La probabilidad de que el Fed no mueva tasas durante el resto del año ha aumentado significativamente, y el mercado parece haber internalizado este escenario. Lo que sí persiste como variable de tensión es el extremo largo de la curva: los rendimientos reales de los bonos del Tesoro a 30 años, medidos a través de los TIPS, transan en torno al 3%, niveles no vistos en casi dos

Índice

The Show Must Go On 1

Asignación de Activos |
Agosto 2026 4

Resultados TAACo Global
Julio 2026 24

Desempeño Histórico 25

Corrección técnica en julio

Mercados financieros
conviven con fortaleza
económica y correcciones

FOMC deja atrás ajuste
agresivo

¹ El show debe continuar, canción de Queen

décadas. Esta presión sobre el largo plazo refleja una combinación de factores estructurales —crecimiento de la deuda fiscal, demanda masiva de capital para financiar la inversión en inteligencia artificial y en defensa— que apuntan a un nuevo régimen de tasas reales más elevadas de forma duradera. El empinamiento de la curva no es un fenómeno pasajero; es la respuesta racional de un mercado que percibe al Fed como menos predecible y al gobierno como fiscalmente más expansivo.

En este marco de mayor preocupación fiscal emerge con renovada fuerza el argumento a favor del oro. Las compras de bancos centrales —incluido el Banco de Corea del Sur, que adquirió oro por primera vez en 13 años, y el Banco Popular de China, comprador neto durante 21 meses consecutivos hasta julio— señalan una recomposición estructural de reservas que no depende de factores cíclicos. La debilidad reciente del dólar está sirviendo de catalizador adicional, tal como ocurrió a principios de año, y otros metales preciosos e industriales acompañan la tendencia. Desde el punto de vista técnico, los niveles de soporte del oro fueron testeados y resistieron, lo que sugiere que los mínimos recientes pueden haber quedado atrás.

Se renueva atractivo del oro

En paralelo, la liquidez agregada en mercados monetarios roza los USD 8 *trillions*, pero cuando esa cifra se relativiza respecto a la capitalización del S&P500, el indicador se acerca a mínimos históricos, lo que implica que el capital disponible para rotar hacia activos de riesgo es, en términos relativos, más limitado de lo que el número absoluto sugiere.

Liquidez alta, pero no en términos relativos

El excepcionalismo estadounidense, lejos de ser solo un fenómeno bursátil, encuentra respaldo en una narrativa más profunda: la reindustrialización del país. Estados Unidos está reconstruyendo capacidad productiva en sectores clave —inteligencia artificial, robótica, defensa, espacio, biotecnología y manufactura avanzada—. La inversión en data centers para IA está traccionando demanda de capital tanto en *equity* como en crédito a una escala difícil de dimensionar. Esta dinámica, sumada a sólidos resultados corporativos y a una economía resiliente, sostiene una postura constructiva en acciones estadounidenses a través de distintos estilos y tamaños. La corrección técnica de julio, más pronunciada en *growth* y en Corea del Sur, parece haber limpiado las posiciones más apalancadas y deja a esos mercados mejor posicionados para recuperarse.

Reindustrialización de EE.UU.

La inteligencia artificial sigue siendo el eje articulador de los flujos globales. La tesis de excepcionalismo tecnológico estadounidense permanece intacta desde la perspectiva de los fundamentos, pero los modelos abiertos chinos han reducido la brecha con los líderes del mercado, destacando el avance en robótica, pero la diferencia estructural radica en el objetivo que persigue cada ecosistema. El mercado de IA en Estados Unidos está orientado a maximizar utilidades para los accionistas; el ecosistema chino responde a prioridades del Estado —empleo, posicionamiento político, autosuficiencia tecnológica—. Esa diferencia hace que la inversión en activos chinos deba leerse más como una posición táctica que estructural.

IA articula flujos de mercado globales

En América Latina, el panorama de corto plazo estará dominado por el ruido electoral brasileño. La elección extremadamente ajustada —comparable a lo ocurrido en Perú o Colombia—, con Lula y Flavio Bolsonaro mostrando tasas de rechazo cercanas al 50% y bases de votantes leales que garantizan su presencia en segunda vuelta, pero dificultan la ampliación del electorado. El mercado parece estar descontando una victoria del candidato oficialista con una probabilidad que varía según el activo: más elevada en renta fija, más incierta en tipo de cambio y más equilibrada en renta variable. Las tasas reales en Brasil rondan el 9%, las valorizaciones están bajo promedios de diez años, los flujos internacionales fueron positivos en julio y los últimos registros de inflación sorprendieron favorablemente. El Banco Central siguió recortando la Selic —desde niveles profundamente contractivos—, aunque el margen para bajar significativamente parece acotado mientras el contexto político no se despeje. La incertidumbre electoral añadirá volatilidad en las próximas semanas, pero el potencial de revalorización sigue siendo relevante para inversionistas con horizonte de mayor plazo y tolerancia a la volatilidad de corto.

Volatilidad por elecciones
brasileras

Más allá de Brasil, América Latina cuenta con giros políticos promercado, la reciente debilidad del dólar favorece a los mercados accionarios y las buenas perspectivas de materias primas dan respaldo a la región.

Respaldo a mercados LatAm

En síntesis, agosto combina un ciclo corporativo estadounidense robusto, un nuevo régimen de tasas reales más altas que premia la diversificación hacia activos reales, y un dólar debilitado que abre espacio para emergentes en forma selectiva. La corrección técnica de julio parece superada, y el balance de riesgos, favorece mantener una postura constructiva, aunque cautelosa, con cobertura frente a sorpresas inflacionarias y especial atención a la evolución del largo plazo de la curva de tasas de papeles del Tesoro como el termómetro más sensible del sistema.

Postura constructiva,
aunque cautelosa

Asignación de Activos | Agosto 2026

TAACo Global	Bench.	Julio	Agosto	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	13.2%	12.2%	12.2%	UW	-1.0%	EE.UU.: OW Value, Growth y Small Cap
Europe Small Cap	1.9%	1.4%	1.4%	UW	-0.5%	
UK	2.8%	1.8%	1.8%	UW	-1.0%	UW Europa y Reino Unido
US Large Cap Growth	16.6%	17.1%	17.1%	OW	0.5%	
US Large Cap Value	15.1%	15.6%	15.6%	OW	0.5%	Neutral Japón
US Small Caps	3.7%	4.2%	4.2%	OW	0.5%	
Japan	4.7%	4.7%	4.7%	N		
Mercados desarrollados	58.0%	57.0%	57.0%	UW	-1.0%	Neutral China
LatAm	5.0%	5.5%	5.5%	OW	0.5%	
China	11.5%	11.5%	11.5%	N		OW LatAm
EM Asia ex China	25.5%	26.0%	26.0%	OW	0.5%	
Mercados emergentes	42.0%	43.0%	43.0%	OW	1.0%	OW Asia EM ex. China
Total Acciones						
Treasuries 2Y	8.7%	8.7%	8.7%	N		En renta fija: US treasuries: neutral 2Y, UW 10Y y 30Y
Treasuries 10Y	10.5%	10.0%	10.0%	UW	-0.5%	
Treasuries 30Y	6.1%	5.6%	5.6%	UW	-0.5%	OW Tips
US Tips	2.5%	3.5%	3.5%	OW	1.0%	
Global Corporate IG	26.2%	25.2%	25.2%	UW	-1.0%	UW Global IG y HY
Global Corporate HY	4.1%	3.1%	3.1%	UW	-1.0%	OW Emergente sobre desarrollado
Deuda desarrollados	58.1%	56.1%	56.1%	UW	-2.0%	
EMBI	8.4%	8.9%	8.9%	OW	0.5%	
EM Corporate IG	2.4%	2.9%	2.4%	N		-0.5%
EM Corporate HY	3.6%	4.6%	4.6%	OW	1.0%	Se neutraliza CEMBI IG, para llevar a OW Local Markets
EM Local Markets	27.5%	27.5%	28.0%	OW	0.5%	0.5%
Deuda emergente	41.9%	43.9%	43.9%	OW	2.0%	OW EMBI y neutral CEMBI HY
Total Renta Fija						

RENTA VARIABLE

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

Comienza a mejorar el *momentum* económico. Se eleva la perspectiva de crecimiento para este año hasta 0.8% desde 0.6% hace un mes, mientras la de 2027 se mantiene en 1.2%. Por su parte, el indicador de sorpresa económica llega a su mayor nivel desde inicios de 2023 a la vez que el indicador líder PMI tanto de manufacturas como servicios mejoran en julio, con el compuesto llegando a 51.9 pts., nivel similar al de febrero pasado (50 pts. umbral de expansión/contracción del sector en los siguientes 6 a 12 meses).

El PIB del segundo trimestre superó las expectativas al crecer 1% interanual, mientras el dato del primer trimestre fue corregido al alza desde 0.3% a 0.5%. El crecimiento fue impulsado por inversión y consumo, donde en países como Alemania las exportaciones recuperaron dinamismo y en Francia la demanda doméstica fue más resiliente de lo estimado. No obstante, la región enfrenta problemas estructurales difíciles de revertir, como el envejecimiento de la población, la baja productividad, la presión sobre las finanzas públicas y el desbalance fiscal acentuado de algunas economías, como Francia.

Por su parte, la inflación se mantiene sobre la meta y se aceleró en el margen durante julio. La medida *headline* aumentó a 2.9% interanual desde 2.8%, mientras la subyacente subió a 2.5%. Dependiendo de cómo evolucione el conflicto en Medio Oriente y evolucionen los precios de los combustibles, se proyecta que la inflación converja a la meta del 2% hacia mediados de 2027. En su reunión de julio, el Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener sin variaciones su sistema de tasas de interés luego del alza de junio, sin comprometer una trayectoria futura y destacando la dependencia de los datos. En la conferencia, el BCE señaló que los riesgos sobre el crecimiento están sesgados a la baja y los de inflación al alza; también indicó que no observaba aún efectos de segunda vuelta, pero que los monitorearía de cerca antes de la reunión de septiembre. El mercado internaliza otra alza en septiembre y está dividido sobre una nueva alza en diciembre. En el último mes la curva de tasas se elevó prácticamente en forma paralela, con un alza más pronunciada en la parte más corta (3 meses). En los últimos 30 días, el bund alemán a 2 años subió 7 pbs. para ubicarse en 2.67%, mientras el de 10 años aumentó 5 pbs. para terminar en 2.10% (al 10 de agosto).

Respecto a Alemania, la coalición de gobierno aprobó en julio un paquete de alivio fiscal por €10 bn. (~0.2% del PIB) con el objetivo de reactivar el crecimiento económico y mejorar la competitividad dado el estancamiento que muestra, y la cercanía de las elecciones regionales en septiembre que podría inclinarse hacia partidos más de derecha. Por otro lado, en Francia aumentará la incertidumbre política en la medida en que se acerquen las elecciones presidenciales de abril de 2027, con Marine Le Pen anunciando que competirá dado que se redujo su periodo de inhabilitación de postular a cargos públicos.

Las acciones europeas (ex UK) volvieron a tener un *outperformance* vs el S&P 500 en julio dado su menor exposición a tecnología. Las acciones del Stoxx 50 subieron USD 1.4% mientras las valorizaciones se mantienen elevadas. La razón Precio/Utilidad a doce meses (P/U *fwd.*) transa más de una desviación estándar sobre el promedio de 5 años. Por su parte, las valorizaciones de las acciones *small cap* también han corregido al alza, transando sobre el promedio de 5 años.

La incertidumbre política y comercial ha frenado la entrada de flujos a acciones europeas. En lo corrido del año se han observado (según EPFR) salidas persistentes de flujos, con pocas semanas de entradas de flujos como la primera de agosto. Mientras a la fecha ha reportado un 90% de las empresas del Stoxx50 con utilidades que en promedio han crecido 15% año contra año y sorprenden al alza. Se estima que las utilidades de las empresas del índice MSCI Europa ex UK crezcan este año cerca de 16%, dato que se corrige al alza en el último mes pero que está bajo pares desarrollados (25%, estimaciones de Factset).

A pesar de la recuperación en las expectativas, por los desafíos estructurales que enfrenta la región junto con el aumento de incertidumbre global y la falta de catalizadores en el corto plazo, **se decide mantener el *underweight* en acciones Large y Small Cap.**

REINO UNIDO: Se mantiene *UW*

El panorama económico mejora en el margen, pero no lo suficiente para cambiar el *view* sobre el país. Se mantienen las perspectivas de crecimiento económico para este año en 1.0% y en 1.1% para 2027.

La sorpresa económica es positiva y sube por cuarta semana consecutiva, al 7 de agosto. El mercado laboral se enfría y la tasa de desempleo se ubica en 4.9%, mientras se destruyeron 85 mil empleos entre mayo de 2025 y mayo de 2026, y los salarios siguen aumentando sobre la inflación (4.3% anual en mayo). El PMI compuesto se vuelve a ubicar sobre 50 pts., con el indicador de servicios situándose nuevamente en terreno de expansión (sobre 50 pts.).

A nivel político, Andy Burnham reemplazó a Keir Starmer como primer ministro, enfocándose en recuperar la credibilidad fiscal, la cual, según Burnham, es la base de la estabilidad económica y de la seguridad nacional. Se espera que el gobierno presente el presupuesto fiscal del año entrante el 28 de octubre, evento que podría traer volatilidad, principalmente en la curva de tasas.

Por su parte, la inflación de junio se desaceleró a 2.6% anual, un mínimo de 14 meses, mientras la medida subyacente se mantuvo en 2.6%. En los próximos meses la inflación podría volver a acelerarse debido al shock energético, a la vez que la convergencia al 2% se posterga hasta fines de 2027. El Banco de Inglaterra (BoE) advirtió que el shock energético exige prudencia y señaló la disposición a endurecer la política monetaria si la inflación persiste. En su reunión de julio mantuvo la tasa de referencia en 3.75% en una decisión dividida, con 3 de los 9 miembros favoreciendo un tipo de interés más elevado. El BoE reconoce que podrían persistir las presiones inflacionarias, pero que a la vez el debilitamiento del mercado laboral y actividad económica podrían acotar los efectos de segunda vuelta de la inflación. Dado que la inflación no se ha vuelto a acelerar, el mercado mantiene la expectativa de un alza de tasa para este año entre noviembre y diciembre. En el último mes, la curva de tasas se mostró volátil con un movimiento al alza prácticamente paralelo entre los dos y diez años. La tasa a 2 años subió a 4.34%, mientras la 10 de años se ubica en 4.98% -al 10 de agosto-, moderándose luego de Burnham fue nombrando su gabinete.

A nivel de mercado, en julio las acciones británicas subieron USD 5.2%, sobre pares desarrollados, con la libra esterlina apreciándose 1.7%. Por su parte, las valorizaciones se mantienen elevadas; la razón *P/U fwd.* transa una desv. est. sobre el promedio de 5 años en términos absolutos. En términos relativos al resto de Europa, las acciones británicas transan con un descuento de 19%, mayor al descuento promedio histórico (16%).

Cabe destacar que cerca del 70% de los ingresos de las empresas del MSCI Reino Unido se generan fuera del país, por lo que el índice tiene una baja exposición doméstica. En lo que va de esta temporada de reportes corporativos del 2do trimestre del año, habiendo reportado cerca de un tercio del FTSE100, las utilidades crecen en promedio 38%, impulsadas por energía y materiales. Para este año se espera un crecimiento de utilidades cercano a 24%, que se corrige al alza en el último mes, y está levemente bajo pares desarrollados (25%). Las acciones británicas representan un 3% de las acciones globales y posee un 11% de exposición al sector energía, alto comparado con otros mercados desarrollados, y es lo que principalmente ha impulsado la expectativa de utilidades junto con el sector de materiales.

Si bien hay mejoras económicas en el margen y las acciones poseen baja exposición a la economía doméstica, el dinamismo económico es bajo aún a lo que se suma una política monetaria con sesgo más restrictivo, junto con salidas persistentes de flujos. Por tales razones, se decide **mantener la posición *underweight* en acciones británicas.**

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

Las acciones estadounidenses, principalmente tecnológicas, volvieron a caer en julio. No obstante, la corrección habría sido más técnica que fundamental. Durante julio, el S&P 500 retrocedió 0.1% mientras en el Nasdaq100 las pérdidas llegaron a 6.6%. El Dow Jones subió 0.3% dada su mayor exposición a empresas *value*.

El sector corporativo mantiene su solidez a la vez que se comienzan a capitalizar las ganancias de productividad de la inteligencia artificial. A la fecha ha reportado casi un 90% de las acciones del S&P 500 sus resultados del segundo trimestre del año, con un crecimiento de utilidades que ha sorprendido al alza en todos los sectores y llega a 51%, el más alto desde el segundo trimestre de 2021. De esta forma, se corrige al alza la estimación de crecimiento de utilidades para este año a 30% desde 24% hace un mes.

Dado el fuerte crecimiento de utilidades y mejoras en los *guidances*, las valorizaciones se mantienen acotadas. La razón P/U *fwd.* del S&P 500 transa en línea con el promedio de 5 años de 22 veces. Las valorizaciones de estilo *growth* transan levemente bajo el promedio de 5 años, mientras las de acciones *value* y *small caps* se ubican sobre el promedio. En cuanto a flujos, según EPFR, se observan entradas netas en 4 de las últimas 5 semanas, con entradas persistentes en lo corrido del año.

La fortaleza no es solo corporativa, sino también económica. La sorpresa económica retrocede, pero se mantiene positiva, mientras el PMI compuesto sube a 53.6 pts. en junio, con una mejora en servicios que compensa una leve caída en manufacturas. El PIB creció 1.5% trimestral anualizado durante el segundo trimestre, desacelerándose desde el 2.1% de los primeros tres meses año. No obstante, la lectura es mucho más sólida de lo que parece, pues el consumo se aceleró junto con la inversión y las exportaciones, mientras el gasto de gobierno se comprimió. Para este año se espera un crecimiento económico de 2.2%, estimación corregida al alza en el último mes, y para el próximo año se espera 2.1%.

A pesar de lo anterior, el mercado laboral volvió a sorprender a la baja en julio. En el mes se destruyeron 23 mil puestos de trabajo y el dato de los últimos dos meses fue corregido a la baja, a la vez que la tasa de desempleo bajó a 4.1% en la medida en que se redujo la fuerza laboral. Queda ver qué tan persistente es la debilidad del mercado laboral, debido a los factores estacionales que afectaron los datos de julio por las reconstrucciones que se hacen en educación con el término del verano y el reinicio de las clases.

Por su parte, las presiones inflacionarias ceden marginalmente. En julio se espera que la inflación se desacelere a 3.4% anual; mientras que la medida subyacente baje a 2.5%, reflejando efectos de segunda vuelta aún moderados. Dada una inflación que se mantiene lejos de la meta y con precios del petróleo que siguen volátiles, el Fed decidió mantener la tasa referencia en su reunión de julio en una decisión dividida -con 3 votos de 12 a favor de subir 25 pbs.-. La conferencia de prensa de Kevin Warsh, presidente del Fed, dio pocas luces sobre cómo se guiará la política monetaria más allá de la data dependencia.

Luego del decepcionante dato del mercado laboral, el mercado acota la probabilidad de alzas de tasas para este año y espera un alza que se postergaría desde septiembre a octubre. La curva de tasas de bonos del Tesoro se empinó con el retraso en la expectativa de alza de tasas. En los últimos 30 días la tasa del bono del Tesoro a 2 años subió a 4.24% mientras la 10 de años se elevó a 4.71%.

A nivel político, la popularidad de Trump cayó con la guerra con Irán y la inestable tregua. Pero en adelante, Trump debería moderarse y reorientar su agenda a lo doméstico en la medida en que se acercan las elecciones *mid term* de noviembre. 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. De momento, se espera un congreso dividido, con la Cámara de Representantes volviendo a los demócratas mientras los republicanos mantendrían el Senado.

Por el lado arancelario, el gobierno de Trump decidió no renovar el tratado de libre comercio con México y Canadá (USMCA), y se revisará anualmente. A partir del 24 de julio y en reemplazo de los aranceles de la sección 122, se comenzaron a aplicar a 60 países aranceles de entre 10 a 12.5% por concepto de trabajo forzoso.

Dada la fortaleza económica y corporativa, valorizaciones que se mantienen justas debido al fuerte crecimiento de utilidades y la persistente entrada de flujos, se mantiene el largo en *large cap value*, *growth* y en *small caps*.

JAPÓN: Se decide mantener la posición neural

El 31 de julio, Japón y Estados Unidos realizaron una intervención cambiaria conjunta, la primera en 15 años, reduciendo uno de los principales riesgos para la economía japonesa: la depreciación del yen. Previo a la intervención, el tipo de cambio se encontraba en ¥163.9 por dólar y se apreció hasta alcanzar ¥157.2 por dólar. A pesar de lo anterior, al 10 de agosto el yen se ubica en ¥158.9 por dólar, ya que, más que modificar los fundamentos del tipo de cambio, la medida buscaba contener movimientos desordenados de la moneda. En línea con lo anterior, la evolución del tipo de cambio seguirá siendo un factor clave tanto para la inflación como para la orientación futura de la política monetaria.

Desde una perspectiva de precios, la inflación de junio se aceleró hasta 1.7% anual, en línea con lo esperado por el mercado, mientras que la inflación subyacente continúa ubicándose por encima de la meta de 2% del Banco de Japón. Además, las expectativas apuntan a que la inflación se mantendrá sobre dicho objetivo durante el resto del año. En la reunión de política monetaria de julio, el Banco de Japón mantuvo la tasa de referencia en 1%, aunque adoptó un tono más *hawkish*, consistente con nuevas alzas de tasas durante los próximos meses.

En este escenario, el mercado continúa descontando una nueva alza de 25 pbs. antes de finalizar el año, en línea con la intención del Banco de Japón de seguir normalizando gradualmente su política monetaria. Sin embargo, este proceso comienza a generar tensiones con la política fiscal; mientras el Banco de Japón continúa elevando las tasas para contener las presiones inflacionarias, el gobierno mantiene una postura fiscal expansiva mediante medidas de apoyo a los hogares y programas destinados a impulsar el crecimiento económico.

En este contexto, el Banco de Japón estima que la economía continuará creciendo durante 2026 y cerrará el año con una expansión de 0.6% anual. Por el lado positivo, respaldado por la demanda tecnológica global y las medidas de estímulo implementadas por el gobierno, lo que es contrarrestado por una población envejecida y una demanda interna débil. En línea con ello, los indicadores de actividad continúan mostrando resiliencia: el PMI manufacturero se ubicó en 51.9 pts. en julio (51.8 pts. en junio), mientras que la producción industrial se aceleró a 4.2% anual en junio, tras haberse contraído el mes anterior. Asimismo, las exportaciones aumentaron su ritmo de crecimiento desde 16.8% anual en mayo hasta 19.3% en junio, impulsadas por mayores envíos de productos tecnológicos y automóviles. Sin embargo, la demanda interna aún no muestra la misma fortaleza, y en junio, las ventas minoristas se desaceleraron a 0.5% anual.

En julio, el MSCI Japón rentó 1.0% en USD, mostrando una mayor resiliencia que el Nikkei, que retrocedió 6.2% en USD debido a su mayor exposición al sector tecnológico, en línea con la corrección observada globalmente en este segmento. Como reflejo de esta rotación, la ponderación del sector tecnológico dentro del MSCI Japón disminuyó desde 18.2% a fines de mayo hasta 17.8% al cierre de julio. A pesar de esta corrección, las valorizaciones continúan elevadas, con el P/U *fwd*. transando por sobre sus promedios históricos de 5 y 10 años.

Por otra parte, las expectativas de utilidades siguen mejorando, con un crecimiento esperado de 17.9% para 2026 para el MSCI de Japón. Este optimismo ha sido respaldado por una sólida temporada de resultados corporativos, donde al 10 de agosto han reportado el 94% de las compañías, y en la que tanto las utilidades del MSCI Japón como las del Nikkei han crecido más de 50% anual y han superado las expectativas en más de 20%.

En julio, se registraron flujos positivos hacia los ETFs japoneses, con entradas equivalentes a menos de 1% de los AUM. Asimismo, las acciones japonesas recibieron flujos cercanos a USD 8.1 bn., según datos de la *Tokyo Stock Exchange* (TSE). Estas entradas han sido impulsadas principalmente por la temática de inteligencia artificial y semiconductores. En línea con lo anterior, JP Morgan señala que los inversionistas mantuvieron una preferencia por acciones de sectores como equipos electrónicos, acero e industria financiera, entre otros, dentro de la renta variable japonesa.

A pesar de valorizaciones que se encuentran elevadas, la corrección al alza de las expectativas de utilidades para este año, entradas de flujos y el sesgo exportador del índice, **se opta por mantener la posición neutral en acciones japonesas**

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

En julio, los mercados accionarios emergentes anotaron un retroceso en dólares, con bastante disparidad entre países y regiones, en un mes marcado por la rotación. En este sentido, los mercados de Corea del Sur y Taiwán mostraron correcciones pronunciadas, mientras que el MSCI de China rentó USD 9.0% y América Latina USD 4.9%. La corrección en Asia EM ex China abre una oportunidad, con fundamentos que se mantienen intactos, por lo que se decide mantener el *overweight* en la región. Por otro lado, en China la macro continúa débil, pero compite en modelos abiertos de IA, con compañías que no necesariamente se enfocan en generar utilidades. En este sentido, se decide mantener la posición neutral en China. Por último, continúa la sobreexposición a la renta variable latinoamericana, reconociendo la volatilidad de cara a las elecciones brasileñas, pero en línea con una visión positiva para precios de materias primas y valorizaciones descontadas.

AMÉRICA LATINA: SE MANTIENE EL OW

El mercado latinoamericano repuntó en julio, con divergencias entre países y beneficiado por la debilidad del dólar. Colombia siguió con su buen *momentum*, en tanto Brasil, Perú y Argentina rentaron ~USD 5%, destacando a nivel global. Las valorizaciones holgadas, la debilidad del dólar, la fortaleza de *commodities* y un mes marcado por la rotación, dieron soporte a estos buenos desempeños. Reconociendo la volatilidad que van a enfrentar estos mercados accionarios en la medida que nos acercamos a las elecciones en Brasil, todavía se mantienen fundamentos, descuento por valorizaciones, políticas más promercado y posiciones beneficiosas en este nuevo orden global.

Las candidaturas en **Brasil** de cara a las elecciones generales de octubre se comienzan a definir; Flávio Bolsonaro irá acompañado de un diputado de su partido, que enfrenta acusaciones por violación. Por otro lado, Lula fue proclamado por su partido, y ambos candidatos tienen una base de votantes fuertes, que los elegirán en primera vuelta a pesar de muchos factores. En este sentido, el escenario base es que ambos se enfrenten en segunda vuelta, resultando en un conteo de votos reñidos. Si bien Lula ha puesto en marcha una serie de políticas sociales, tanto él como su contendor enfrentan tasas de rechazo que bordean el 50% y estas iniciativas no han sido eficaces en elevar su popularidad. De esta manera, los activos brasileiros internalizan un triunfo de Lula -que se muestra como ganador en los distintos sondeos-, pero con distintas probabilidades; el Bovespa subió 5.3% en dólares y el real se apreció un 1.8%, siendo la moneda la que menos probabilidad le asigna a un triunfo del actual mandatario. Como un todo, el mercado internaliza con alrededor de un 70% de probabilidad que Lula triunfa en octubre. Por el lado económico, los datos muestran una desaceleración y la producción industrial de junio se contrajo un 1.8% mensual, llevando al mercado a ajustar a la baja sus estimaciones para el PIB del segundo semestre. La inflación de julio se desaceleró a 4.4% anual, en línea con lo esperado, y las estimaciones de la encuesta Focus, publicada por el Banco Central, prevén que la inflación se ubique en 5.0% al cierre de este año, mientras que nuestras estimaciones se ubican ~4.7%. A partir de esto, en la reunión del COPOM de agosto, el comité reconoció que los riesgos para la inflación están sesgados al alza y la elevada incertidumbre, y si bien recortó la tasa Selic en 25 pbs. hasta 14% (en línea con lo esperado), limitó su *forward guidance*, declarando que la situación requiere “serenidad y cautela”. De esta manera, tanto las encuestas como los precios internalizan que solo hay una baja de Selic pendiente este año, de 25 pbs. Sin embargo, creemos que hay espacio para más recortes. Pasando al mercado, ~50% de las compañías del Bovespa han reportado sus resultados del segundo trimestre, con un crecimiento tanto en ventas como en utilidades, liderados por el sector energético. A pesar del desempeño de julio, las valorizaciones transan con descuento, ~ 0.5 desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años. Los inversionistas internacionales vuelven a mostrar interés por la renta variable brasileira, y según EPFR el conjunto de fondos e ETFs acumula tres semanas consecutivas de entradas netas de flujos al 5 de agosto. Por el lado de las proyecciones de utilidades, se espera que las del MSCI crezcan ~35% este año, dato que se corrige al alza en el último mes. En conclusión, gran parte de los riesgos ya están incorporados en los precios, y a la espera de una desaceleración de la inflación más abrupta de lo esperado que pueda llevar a la autoridad monetaria a mayores bajas de tasas, junto con un desempeño electoral de Lula que podría estar por debajo de lo esperado, **se decide mantener la posición overweight en acciones brasileiras.**

En **México**, el IPC Mexbol avanzó USD 0.7% en julio, con un desempeño que se encuentra bastante rezagado en comparación con sus pares de la región, pero superior a mercados emergentes. Este movimiento se debe puramente a la apreciación del peso mexicano de 0.8% en julio. Durante el mes, el mercado siguió atento a las negociaciones en torno al T-MEC, donde no se observaron avances significativos tras la tercera ronda de conversaciones entre México y Estados Unidos. La siguiente reunión será en septiembre en Washington, la cual será el único viaje de Sheinbaum, junto con APEC en noviembre. Respecto a las conversaciones por USMCA, el sector automotriz y la presión para limitar las importaciones de acero y aluminio provenientes de China siguen representando puntos relevantes de desacuerdo. Sin embargo, México ha optado por preservar su posición exportadora y mantener una relación constructiva con sus socios comerciales, al tiempo que las exportaciones hacia Estados Unidos continuaron mostrando fortaleza, creciendo 23.2% anual durante junio. En el ámbito político, la aprobación de la presidente Claudia Sheinbaum se mantuvo elevada frente a sus pares de la región y relativamente estable durante julio con un 67% de aprobación. Sin embargo, la seguridad, corrupción y crimen organizado continúan siendo los principales focos de insatisfacción para la población, mientras que las acusaciones vinculadas a figuras de Morena mantuvieron cierto ruido político durante el mes. Por el lado macro, se observan señales de estabilización más que de aceleración. El PIB del segundo trimestre sorprendió al alza creciendo 2.2% anual, llevando

a una revisión marginal positiva en las expectativas de crecimiento para 2026 desde 1.1% a 1.2%, mientras que para 2027 se mantiene en 1.8%, de acuerdo con el Banxico. Por otro lado, la inflación continuó desacelerándose durante julio, alcanzando 3.12% anual en la *headline*, su nivel más bajo en 6 años, y 3.95% en la medida subyacente. Si bien ambos registros convergen gradualmente al rango objetivo del Banxico, la inflación de servicios permanece elevada y sigue siendo la principal fuente de preocupación. De igual manera, ambos registros se ubicarían en 4.0% al cierre de este año de acuerdo con la encuesta de expectativas del Banxico. En este contexto, el Banxico mantuvo la tasa de referencia en 6.50% por segunda reunión consecutiva en agosto, en línea con lo esperado por el mercado, reiterando que será necesario observar mayor evidencia de convergencia inflacionaria antes de retomar el ciclo de recortes. Por el lado del mercado, las valorizaciones siguen sobre promedios de 5 años, pero bajo los de 10 años, y los flujos de inversión al conjunto de ETFs permanecieron prácticamente estancados durante el último mes, reflejando la cautela de los inversionistas frente a la incertidumbre del T-MEC. Con todas las empresas reportadas del Mexbol la temporada de reportes corporativos 2T26 fue favorable, registrando un crecimiento de 6.6% en ventas y 18.5% en utilidades, con sorpresas positivas en ambos indicadores. Además, varias compañías entregaron *guidances* más optimistas para el segundo semestre, destacando materiales y bancos, lo que sugiere una mejora gradual en las perspectivas de utilidades. De esta manera, con un T-MEC sin grandes avances, ni *momentum* de flujos, pero valorizaciones que muestran descuento, **se decide mantener la posición neutral en acciones mexicanas**, reconociendo el valor con selectividad.

El IPSA anotó un avance de USD 0.8% en julio, presionado por un peso **chileno** que se depreció 0.9% en el mes, a pesar de la debilidad global del dólar. Julio estuvo marcado por un alza en el precio del cobre, que se extiende en lo corrido de agosto, pero el precio del litio retrocedió USD 2.9% en el mes, incidiendo negativamente en el mercado accionario chileno. El boom de la IA, el mayor deseo de autosuficiencia energética y la tregua vulnerable en Medio Oriente, dan soporte a los precios de ambos metales. Por el lado macro, la actividad de junio volvió a crecer y se expandió un 2.4% anual, lo que significaría un crecimiento del PIB del segundo trimestre de 0.1% en doce meses. De todas maneras, julio será desafiante, debido a los temporales que afectaron a la zona centro del país. Con todo, la economía chilena crecería ~1.5% este año, para acelerarse en 2027. La inflación de julio se desaceleró a 3.5% anual, y si bien se mantendría sobre la meta de 3% el resto del año volvería a la meta en mayo del próximo. En la reunión de julio, el Banco Central decidió mantener la tasa en 4.5%, en línea con lo esperado, y adoptó un tono más *hawkish*. El comunicado reconoce una incertidumbre mayor a la habitual, producto del conflicto en Medio Oriente, y el mercado elimina la posibilidad de un recorte en lo que resta del año. Por el lado del mercado, las valorizaciones siguen transando algo por debajo de su promedio de 10 años (razón P/U *fwd.*). Más del 60% de las compañías del IPSA han publicado sus resultados corporativos del segundo trimestre, exhibiendo crecimiento en ventas. Por el lado de los flujos, continúan las entradas al conjunto de ETFs en lo que va de agosto, por quinto mes consecutivo. Pasando a la política, se aprobó el proyecto de reconstrucción nacional, que cuenta con una serie de medidas tributarias procrecimiento, junto con otras iniciativas. Estas podrían impulsar la actividad económica y disminuir los elevados niveles de desempleo (9.4% el trimestre móvil terminado en julio). Otras medidas anunciadas por el ejecutivo van en la línea de la seguridad y una reforma al mercado de capitales. La primera -anunciada luego de la aprobación del proyecto de reconstrucción nacional- cuenta con un amplio respaldo, lo que gatilló una mejora marginal en la aprobación presidencial, que al 7 de agosto se ubica en 40% (CADEM, 56% de desaprobación). Si bien las confianzas se mantienen en terreno pesimista, la del consumidor (IPSOS) mejora en julio, aun en terreno negativo, y el índice de incertidumbre económica cae a niveles no observados desde 2018. Por último, si bien no conocemos el Régimen de Inversiones oficial del sistema de pensiones (tras la aprobación de la reforma el año pasado), la consulta pública de julio sugiere que su puesta en marcha gatillaría entradas de flujos a las acciones chilenas, considerando la participación de mercado importante de las Administradoras de Fondos de Pensiones en Chile. De esta

manera, a pesar de los desafíos, la renta variable chilena enfrenta una serie vientos a favor que podrían gatillar un *outperformance*, por lo que se decide **mantener un OW en acciones chilenas**.

En **Colombia**, el COLCAP subió USD 15.5% en julio, liderando los retornos de la región, a la vez que el peso colombiano se apreció 9.5%. El viernes 7 de agosto, Abelardo de la Espriella asumió como presidente de la República y anunció un congelamiento inmediato del gasto público y la eliminación gradual de impuestos distorsionadores para fortalecer la seguridad y una postura más promercado. Sin embargo, la instalación del nuevo Congreso dejó una primera señal de cautela, la elección de Honorio Henríquez como presidente del Senado representó el primer revés político para el presidente electo. No obstante, la conformación de un gabinete que combina experiencia en el sector público, representantes del sector privado y expertos técnicos en distintas áreas fue bien recibida por el mercado. Hacia adelante, la atención estará puesta en los primeros meses de gobierno y en la capacidad para ejecutar su agenda económica y avanzar en el proceso de consolidación fiscal. Adicionalmente, el terremoto del 10 de agosto de magnitud 7.4 que golpeó el oeste de Colombia y la declaración de estado de emergencia constituyen una primera prueba para la nueva administración, que deberá compatibilizar la ejecución de su agenda económica con la gestión de la crisis y la reconstrucción de las zonas afectadas. En el frente macroeconómico, los desafíos siguen siendo relevantes, en donde se ha mantenido la expectativa de crecimiento económico, esperándose para este año 2.5% y para el próximo 2.4%. Por su parte, la inflación de julio sorprendió favorablemente, desacelerándose desde 6.1% a 6.0% anual, por debajo de lo esperado por el mercado, impulsada principalmente por el componente de servicios. A pesar de que las presiones inflacionarias continúan, el dato entrega cierto alivio tras la reciente decisión del BanRep de mantener la tasa de política en 12.00% el 31 de julio. Dicha decisión fue adoptada mediante una votación dividida, sorprendiendo al *hike* esperado por el mercado. En este contexto, el mercado continúa anticipando un aumento adicional de la tasa al cierre de este año para enfrentar la posibilidad de no alcanzar la meta de inflación del 3%, tanto para este año como para el próximo. Por el lado del mercado, las valorizaciones lucen menos atractivas tras el fuerte desempeño reciente, ubicándose sobre su promedio de cinco años en el ratio de P/U *fwd*. tanto en nivel absoluto como relativo al resto de Latinoamérica, mientras que en materia de flujos se observaron salidas netas del principal ETF del país durante el último mes, sugiriendo una toma de utilidades luego del fuerte rally observado desde las elecciones. No obstante, la mejora en las perspectivas políticas y económicas, junto con una mayor confianza del mercado en la nueva administración para avanzar en un proceso de consolidación fiscal, justifican un cambio desde **underweight a neutral en acciones colombianas**.

El MSCI NUAM **Perú** subió USD 3.8%, mostrando un *outperformance* respecto de otros pares de Latinoamérica, apoyado por una mejora en las expectativas políticas y económicas del país. El pasado 28 de julio asumió la presidencia Keiko Fujimori, quien ya cuenta con un 60% de aprobación. Durante las primeras semanas de gestión, se presentó una agenda enfocada en impulsar la inversión privada, avanzar en reformas tributarias y fortalecer la seguridad pública. No obstante, el foco del mercado se ha desplazado gradualmente desde el resultado electoral hacia la capacidad del gobierno para implementar dichas medidas. Si bien el nuevo Congreso bicameral sigue siendo fragmentado, la composición del Senado muestra una mayoría más cercana a la derecha, lo que podría favorecer la agenda económica del gobierno. Sin embargo, la ausencia de una mayoría propia en la Cámara de Diputados implica que las negociaciones políticas seguirán siendo determinantes para avanzar en la agenda económica. En términos macroeconómicos, el Banco Central revisó al alza las proyecciones de crecimiento de 3.0% a 3.2% para este año, a pesar de los impactos del fenómeno climático del Niño, apoyado por la fortaleza de la inversión privada, el consumo interno y un entorno favorable para las exportaciones mineras. Por otra parte, la inflación de julio se aceleró a 4.1% anual, sobre las expectativas y la meta del Banco Central de Perú (1% - 3%), impulsada principalmente por alzas en los precios de alimentos y transportes. Las proyecciones

reducen las expectativas de inflación para 2026 de 3.5% a 3.2%. Lo anterior, junto con los riesgos inflacionarios que podría haber por el fenómeno del Niño, ha llevado a distintas instituciones a esperar un alza de 25 pbs. en la tasa de referencia durante el segundo semestre, desde el nivel actual de 4.25%. Por el lado del mercado, las valorizaciones se ubican sobre su promedio de 5 años y por debajo del de 10 años en el ratio P/U *fwd*. Durante julio se vieron salidas de flujos del conjunto de ETFs por un 9.5% del AUM y 1.6% del AUM del principal ETF, reflejando una toma de utilidades luego del buen desempeño observado tras las elecciones. Con el 68% de las compañías ya reportando resultados, Perú se posiciona entre los mercados con mejor desempeño de Latinoamérica en la temporada del 2T26, exhibiendo un crecimiento de 33.4% en ventas y 73.7% en utilidades, reflejando una sólida dinámica operativa. Así, si bien los fundamentos macroeconómicos continúan siendo favorables, al igual que el potencial de la nueva administración para impulsar una agenda favorable a la inversión, la elevada incertidumbre respecto de su capacidad de ejecución legislativa y valorizaciones menos atractivas **nos lleva a mantener la posición neutral en acciones peruanas.**

En **Argentina**, el Merval rentó USD 3.6% durante julio, mientras que el peso argentino se depreció levemente frente al dólar. Los indicadores económicos continuaron apuntando a una consolidación del proceso de estabilización macroeconómica. En particular, la inflación de junio sorprendió al desacelerarse a 1.9% mensual, bajo del 2.0% esperado y del 2.1% registrado en mayo, consolidando el proceso de desinflación observado durante los últimos meses. En paralelo, la producción industrial se expandió 2.0% anual en junio con los segmentos de alimentos y bebidas como los principales motores de la recuperación. A pesar de esta mejora, el balance para la primera mitad del año continúa siendo negativo, con una contracción acumulada del 2.2%, en comparación con el mismo periodo del año anterior. Por el lado de la actividad, han comenzado a aparecer algunas señales de desaceleración, reforzando la idea de una recuperación irregular y no plenamente generalizada. Asimismo, la encuesta REM de julio redujo las expectativas de crecimiento para 2026 desde 3.1% a 2.7%, reflejando una visión más cauta respecto de la recuperación de la demanda interna. En línea con lo anterior, los salarios reales continúan por debajo de los niveles observados a fines de 2023. Las reservas internacionales acumuladas por el Banco Central alcanzaron USD 13,337 millones, superando ampliamente la meta de USD 10,000 millones acordada con el FMI. En el ámbito político, si bien el Senado aprobó la ley de Inviolabilidad de la Propiedad Privada, el gobierno debió moderar parte de la propuesta original para asegurar los votos necesarios, reflejando que la capacidad de construir consensos legislativos seguirá siendo un factor clave hacia adelante. Por el lado del mercado, las valorizaciones continúan ubicándose bajo su promedio de 5 y 10 años en el ratio de P/U *fwd*., mientras que en materia de flujos se observaron salidas equivalentes a 3.3% del AUM desde el principal ETF del país. Así, si bien la tesis estructural de estabilización macroeconómica continúa vigente y las valorizaciones lucen más atractivas, seguimos observando ausencia de catalizadores de corto plazo; es decir, estos elementos conviven con una recuperación todavía desigual e incertidumbre política, **por lo que se decide mantener la posición neutral en acciones argentinas.**

CHINA: Se decide mantener posición neutral

El **mercado chino** registró un *outperformance* durante julio respecto de pares asiáticos, avanzando USD 9.0% (índice MSCI), en un contexto donde el conjunto de ETFs registró entradas netas de flujos equivalentes a 10.9% del AUM durante el mes. En línea con lo anterior, China continúa siendo una posición sobreponderada en los portafolios globales en julio 2026, luego de estar subponderada durante el primer semestre. En términos de valorizaciones, las acciones chinas transan atractivas, bajo promedios de 5 y 10 años (P/U *fwd*.), pero actualmente caras relativo a los otros países

emergentes. Así, las expectativas de crecimiento de utilidades han sido revisada al alza y se espera un crecimiento de 13.8% para 2026, aun cuando hasta el 5 de agosto, el 3% de las compañías del MSCI han reportado resultados.

Por el lado económico, la actividad mostró señales de moderación durante el segundo trimestre. El crecimiento del PIB se ubicó en 4.3% anual, por debajo de las expectativas del mercado y cercano al límite inferior del rango objetivo del gobierno (4.5%-5.0%). En este contexto, el consumo de los hogares se desaceleró desde 3.5% anual en el primer trimestre a 1.8% en el segundo, su menor ritmo desde la reapertura post Covid, reflejando un deterioro de la confianza de los consumidores y una mayor cautela en el gasto. Si bien las ventas minoristas registraron una recuperación en junio -creciendo 1.0% anual tras la contracción de 0.6% observada en mayo-, la demanda interna continúa mostrando signos de debilidad.

Por su parte, la inversión volvió a debilitarse durante el segundo trimestre, con una desaceleración en infraestructura, construcción y manufactura fuera de los sectores vinculados a la tecnología. En este sentido, la inversión en nueva capacidad productiva tuvo la mayor contracción -excluyendo la pandemia-, y cayó un 5.7% anual. Esta tendencia se da en un contexto de persistente debilidad del mercado inmobiliario y menor crecimiento del crédito privado.

En contraste, los sectores productivos continúan mostrando una dinámica favorable, particularmente aquellos vinculados a la inteligencia artificial, como electrónica y semiconductores. En junio, la producción industrial se aceleró hasta 5.3% anual, superando las expectativas del mercado e impulsada por una mayor fabricación de productos tecnológicos, incluyendo baterías y robots industriales. Sin embargo, algunas señales sugieren una moderación gradual de la actividad manufacturera, reflejada en el PMI manufacturero de RatingDog, que retrocedió desde 51.7 puntos en junio a 50.9 puntos en julio, aunque se mantiene en terreno expansivo.

Así, el motor de la economía china continúa siendo el sector exportador. Durante el segundo trimestre, las exportaciones nominales crecieron un 20% anual, acelerándose respecto al 15% registrado en el primer trimestre, impulsadas por la fuerte demanda global asociada al ciclo de inversión en inteligencia artificial. Este dinamismo ha estado liderado por los sectores de semiconductores, componentes electrónicos y equipamiento para centros de datos, mientras que las exportaciones de vehículos eléctricos, baterías y paneles solares también mantienen una expansión significativa.

Con el aumento en los precios del petróleo, China había comenzado a salir escenario deflacionario que ha caracterizado a su economía en los últimos meses. Sin embargo, la inflación de julio se desaceleró a un 0.5% anual (1.0% anterior), reavivando los temores deflacionarios. Cifra que se encuentra en línea con menores presiones energéticas y con una economía interna debilitada.

En materia de política económica, la reunión de julio del Politburó reafirmó un enfoque de continuidad, priorizando una implementación más rápida de las medidas ya existentes por sobre nuevos estímulos de gran magnitud. Las autoridades reiteraron una política fiscal más activa para apoyar el crecimiento durante la segunda mitad del año, mientras que la política monetaria mantendría un tono acomodaticio, aunque condicionado a la evolución de la actividad económica. Asimismo, el gobierno volvió a destacar el desarrollo de la inteligencia artificial, la manufactura avanzada y la innovación tecnológica como ejes estratégicos de largo plazo. En contraste, no se anunciaron medidas significativas para impulsar el consumo de los hogares ni para reactivar el mercado inmobiliario, manteniéndose una estrategia enfocada en fortalecer la oferta y reducir vulnerabilidades financieras.

China está priorizando la calidad del crecimiento por sobre su velocidad, redirigiendo recursos hacia sectores estratégicos para la competitividad de largo plazo, como inteligencia artificial, semiconductores, manufactura avanzada y tecnologías verdes. En este contexto, el rápido desarrollo del ecosistema tecnológico local ha reforzado la percepción de que avances como DeepSeek no fueron eventos aislados, sino el reflejo de una capacidad creciente para desarrollar modelos cercanos a la frontera tecnológica global. Así, China continúa cerrando la brecha con Estados Unidos en inteligencia artificial, impulsada por modelos como Kimi K3 de Moonshot, Qwen 3.8 de Alibaba y GLM-5.2 de Zhipu AI, consolidándose como un competidor cada vez más relevante frente a líderes globales como OpenAI y Anthropic. Sin embargo, persiste una diferencia estructural entre ambos ecosistemas: mientras en EE.UU. la innovación está orientada a maximizar la creación de valor para los accionistas, en China responde a objetivos estratégicos del Estado, como el empleo, la influencia geopolítica y la autosuficiencia tecnológica. Esto sugiere que parte relevante de la inversión en el sector persigue metas nacionales más amplias que la rentabilidad financiera, por lo que el avance tecnológico no necesariamente se traduce en una creación de valor equivalente para los inversionistas.

De esta forma, haciendo un balance de riesgos, destaca el avance en inteligencia artificial y una creciente atención por parte de gestores globales, pero hay inminentes riesgos macroeconómicos, por lo que **se decide mantener la posición neutral en acciones chinas.**

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se mantiene la posición OW

El MSCI Asia Emergente ex China cayó 8.1% en USD durante julio, aunque con una elevada dispersión entre mercados. En un contexto de mayor aversión al riesgo, los inversionistas favorecieron destinos más defensivos, impulsando el desempeño relativo de India y el sudeste asiático, que registraron un claro liderazgo dentro de la región. En contraste, Corea del Sur y Taiwán, dos de los principales beneficiarios de la temática de inteligencia artificial durante el último año, corrigieron parte de sus ganancias acumuladas, con caídas de 14.1% y 6.3% en USD, respectivamente (índices MSCI). Este ajuste reflejó crecientes dudas respecto de la sostenibilidad de las valorizaciones y expectativas del sector tecnológico, un movimiento que además se vio amplificado por el desapalancamiento de algunas posiciones. A pesar de lo anterior, consideramos que esta corrección no implica un deterioro estructural de los fundamentos asociados a la temática, sino más bien un evento transitorio. En consecuencia, **se mantiene la sobreponderación en Asia Emergente ex China**, con una preferencia particular por Taiwán y Corea del Sur.

El **mercado accionario indio** (MSCI) registró un *outperformance* frente a pares emergentes en julio y avanzó USD 1.3%, siendo un mercado que, al minuto de ver dudas respecto de la IA, mostró resiliencia. En términos de valorizaciones, las acciones transan con descuento, con una razón P/U *fwd.* bajo su promedio de 5 y 10 años. En este sentido, disminuyeron las posiciones subponderadas del mercado indio en los portafolios globales durante julio, en línea con una búsqueda de refugio ante el *trade* de AI. Hasta la fecha, el 74% de las compañías, del índice MSCI de India han entregado sus reportes corporativos del segundo trimestre, donde se ha visto un crecimiento de utilidades de 0.5%, lo que sorprende al mercado. Por su parte, las ventas mostraron un crecimiento de 19.9% anual, sorprendiendo en un 5%. En términos macroeconómicos, el Banco de la Reserva de India (RBI) en su reunión de agosto, mantuvo la tasa de referencia en 5.25% y una postura neutral, argumentando que el reciente aumento de la inflación responde principalmente a mayores precios de alimentos y energía, mientras que la inflación subyacente sigue contenida. A pesar de la incertidumbre global asociada al conflicto en Medio Oriente, los aranceles de EE.UU. y el fenómeno de El Niño, el RBI destacó la resiliencia de la economía india, proyectando un crecimiento de 6.7% para 2026, respaldado por un sólido consumo interno, inversión y exportaciones. En línea con los riesgos asociados al conflicto en Medio Oriente, con el alza de los precios del petróleo se

ha visto un aumento en el déficit comercial del país, con las exportaciones de junio que se desaceleraron a un 15.5% anual, y por otro lado las importaciones crecieron 31.0% interanual. Por el lado de la oferta, la producción industrial de junio se aceleró más de lo esperado por el mercado (7.3% YoY vs. 6.0% YoY), por la solidez mostrada por sectores productivos a pesar del aumento en los precios energéticos. A pesar de lo anterior, el PMI manufacturero de julio, si bien se encuentra en terreno expansivo, disminuyó y se ubica en 53.9 pts. desde 54.2 en junio. En este contexto, si bien durante julio mostró un carácter más defensivo —al no estar directamente expuesto a la narrativa global de tecnología e inteligencia artificial—, se ha observado una pérdida de *momentum*, con expectativas de crecimiento de utilidades corregidas a la baja. Por esto, junto con un panorama externo complejo, falta de catalizadores, pero con valorizaciones que se encuentran atractivas, **se decide mantener una exposición neutral en acciones indias.**

Corea del Sur registró un *underperformance* en julio (USD -14.1% en el MSCI), desmarcándose del rendimiento que había mostrado durante el año. Ahora bien, en lo corrido del año acumula una rentabilidad de USD 73.7% (al 5 de agosto), un claro *outperformance* respecto del resto del mundo. Los rendimientos son impulsados por la fuerte demanda asociada a la IA, reforzado por el “*pricing power*” que tienen las compañías líderes de este mercado. El mercado surcoreano es ahora el segundo más grande en el índice de emergentes, superando a China, con dos de las compañías más valoradas —*Samsung Electronics* y *SK Hynix*—. Durante julio, continuaron las dudas sobre la sostenibilidad del ciclo de inversión asociado a la inteligencia artificial, lo que derivó en una fuerte corrección de las principales compañías tecnológicas. Dado el alto nivel de concentración de este mercado —donde aproximadamente un 70% (índice MSCI) está representado por las dos compañías ya mencionadas—, y la importante presencia de posiciones apalancadas, el ajuste se amplificó significativamente, aumentando la volatilidad. En este sentido, durante julio se vio el desarme de estas posiciones y se cree que el proceso de “*deleveraging*” tiene un avance de aproximadamente 90%. Dado lo anterior, las valorizaciones en la razón P/U *fwd.* se encuentran transando en mínimos. Durante julio se vieron entradas de flujos al conjunto de ETFs, por 33.8% del AUM, y las expectativas de crecimiento de utilidades fueron revisadas al alza para 2026, proyectándose un crecimiento de 312.8%. Hasta la fecha, el 37% de las compañías han entregado sus resultados del segundo trimestre, con utilidades que sorprenden un 58.2% y que reportan un crecimiento de 458.5%.

En el frente macroeconómico, durante el segundo trimestre la economía creció un sólido 3.7% anual, impulsado, no sólo por el sector externo, sino que también por consumo e inversión. En línea con lo anterior, si bien las exportaciones de julio mostraron una desaceleración respecto de junio, crecieron 62.8% anual, lideradas por el boom de IA. De esta forma, considerando el superávit de cuenta corriente, la mejora en términos de intercambio y esfuerzos por parte del gobierno surcoreano con el fin de repatriar capitales, el won revirtió la tendencia depreciativa y durante el mes se apreció 7.1% respecto al dólar, y se espera una mayor apreciación para lo que queda del año. El PMI manufacturero continúa en terreno expansivo (53.1 pts. en julio), y la producción industrial de junio se aceleró a 5.8% en doce meses, superando las expectativas de mercado y reflejando la resiliencia de la economía. Por su parte, la inflación se moderó a 2.8% anual en julio desde 3.2% en junio, aunque sigue ubicándose sobre la meta del Banco de Corea (BoK). En línea con este escenario, el BoK elevó su tasa de interés en 25 pbs. hasta 2.75% en su reunión de julio, decisión adoptada por unanimidad y acompañada de un tono más restrictivo hacia adelante, ante las presiones inflacionarias derivadas del incremento en los precios de la energía, en este sentido, el mercado no descarta más alzas de tasas por parte del BoK. En este contexto, dado el *momentum* accionario, perspectivas positivas sobre la temática global de inteligencia artificial y un panorama macroeconómico favorable **se decide mantener el OW en las acciones surcoreanas.**

El **mercado accionario taiwanés**, cerró julio con un *underperformance* respecto de pares emergentes, con una pérdida de USD 6.3% (índice MSCI). Aun así, las valorizaciones se encuentran transando con premio en la razón P/U *fwd.*, en un plazo de 5 y 10 años. Durante julio se vieron entradas netas de flujos al conjunto de ETFs, alcanzando un 7% del AUM, y entradas de flujos al principal ETF por 4.8%. Asimismo, las expectativas de utilidades han sido revisadas al alza, proyectándose un crecimiento de 54.6% para 2026. En este sentido, durante la temporada de reportes corporativos del segundo trimestre, hasta el 5 de agosto han reportado el 44% de las compañías, con utilidades que crecen 98.4% sorprendiendo al mercado. Por su parte, las ventas crecieron un 47.9%, pero con sorpresas más moderadas. Desde un punto de vista macroeconómico, la actividad continúa mostrando resiliencia, y en el segundo trimestre el producto creció 12.9% interanual, impulsado por la fortaleza tanto en el sector externo, como en la economía doméstica, con el consumo interno y la inversión acelerándose respecto del trimestre anterior. En cuanto al sector externo de la economía, si bien las exportaciones se desaceleraron en julio, crecieron 39% anual ligado a el sector tecnológico. Lo anterior, junto con un PMI manufacturero que se ha mantenido en terreno expansivo desde diciembre de 2025. En términos de precios, la inflación de julio se desaceleró y se ubicó en 2.5% interanual, resultado que es levemente superior a la meta establecida por el Banco de Taiwán. En este sentido, el Banco de Taiwán se encuentra “*on hold*” respecto de la tasa de política monetaria, ya que consideran que los efectos todavía son manejables y esperará ver efectos inflacionarios de segunda vuelta antes de tomar una decisión. En el ámbito político, el gobierno reforzó su compromiso con la seguridad nacional, donde para 2027 se espera un presupuesto récord superior al 3% del PIB, en respuesta a un aumento del apoyo por parte de EE.UU. para la defensa de la isla, ante posibles amenazas por parte de China. En este contexto, dado el *momentum* accionario, perspectivas positivas sobre la temática global de inteligencia artificial y un panorama macroeconómico favorable **se decide mantener el OW en acciones taiwanesas.**

Las acciones **indonesias** mostraron un *outperformance* respecto a pares regionales, y rentaron un USD 6.8% (índice MSCI). Así, las valorizaciones se ubican 2 desv. est. bajo sus promedios de 5 y 10 años. En julio se registraron entradas de flujos al principal ETF equivalentes a un 7.5% del AUM; sin embargo, las proyecciones de utilidades fueron revisadas a la baja en el último mes y se espera un crecimiento de 2.4% para 2026. Este desempeño y peores perspectivas macroeconómicas se explican por la alta vulnerabilidad del país, asociada al conflicto geopolítico, elevada dependencia energética, y al fenómeno climático “El Niño”, además de la debilidad de la moneda respecto del dólar. De acuerdo con esto último, a pesar de las medidas tomadas por el Banco de Indonesia para fortalecer la moneda, el alza en los precios del petróleo aumentó las presiones nuevamente sobre la rupia y ésta se depreció un 0.9% respecto del dólar en julio, acumulando una depreciación de 7% en lo corrido del año (datos al 5 de agosto). En términos macroeconómicos, el producto del segundo trimestre se desaceleró, pero registró un crecimiento de 5.3% interanual, con el consumo interno y la inversión generando impulso a pesar de un panorama externo complejo. La inflación de julio se desaceleró más de lo esperado por el mercado, por menores presiones en los precios de alimentos, pero se espera que la inflación anual termine en 3.4%, debido al traspaso de los costos de importación por la debilidad de la moneda y los impactos del fenómeno del Niño. Tomando en cuenta este escenario, condiciones climáticas adversas, pero renovadas entradas de flujos y valorizaciones atractivas se **decide disminuir la posición *underweight* de las acciones indonesias.**

El mercado accionario **tailandés** exhibió un *outperformance* frente a pares emergentes durante julio y avanzó USD 2.9% (índice MSCI), transando la P/U *fwd.* en línea con su promedio de 5 años y bajo el de 10 años. En este sentido, las expectativas de utilidades fueron revisadas al alza y se espera un crecimiento de 5.5% para 2026. En línea con lo anterior, se vieron entradas de flujos al principal ETF por 5.9% del AUM el mes pasado. Por el lado macro, se corrigió a la baja la expectativa de crecimiento económico a 1.9% para este año. Las exportaciones en junio se aceleraron tanto por el lado

tecnológico como no tecnológico, en línea con una economía que muestra resiliencia, donde el PMI manufacturero continúa en terreno expansivo (54.2 pts. en julio). En términos de precios, la inflación de julio se desaceleró a 1.9% anual (2.4% anterior y esperado) por menores precios energéticos. Hacia adelante, las proyecciones apuntan a nuevas presiones inflacionarias durante el segundo semestre, manteniendo la inflación en torno al límite superior del rango establecido por el Banco de Tailandia (1.0%-3.0%). De este modo, ante mejores perspectivas de mercado y acciones que transan con descuento, **se decide mantener la posición neutral en acciones tailandesas.**

EMEA

Las acciones **sudafricanas** avanzaron USD 0.2% (índice MSCI) en julio, con un *outperformance* respecto de pares emergentes (USD -2.4% MSCI Mercados Emergentes). Este mercado se vio positivamente impactado por el alza del oro – que ganó 1.0% – dada la alta correlación de las acciones con el metal precioso, a pesar de la depreciación de 0.7% del rand respecto. En términos de valorizaciones, las acciones transan bajo promedios de 5 y 10 años en la razón P/U *fwd*. Durante julio se vieron entradas de flujos al conjunto de ETFs, a pesar de que las expectativas de crecimiento de utilidades fueron revisadas a la baja durante el mes, y se espera un crecimiento de 43.4% para 2026. En el plano macroeconómico se prevé que el crecimiento para 2026 se acelere a 1.3%, y se revisaron a la baja las expectativas para el 2027, de 1.6% a 1.5%. Por el lado de la actividad, el PMI manufacturero cayó a 50.3 pts. en julio (50.5 pts. en junio) presionado por la caída en la producción y en los nuevos pedidos. La inflación se aceleró en junio a 5.0% anual, presionada por el alza en los precios de los combustibles y transporte público. Se espera una mayor aceleración de la inflación para lo que queda del año asociada a los impactos del fenómeno del Niño, en un contexto de expectativas de inflación desancladas de la meta del Banco de la Reserva de Sudáfrica (SARB, por sus siglas en inglés). A pesar de esto, en la reunión del SARB de julio se mantuvo la tasa de interés en 7.00%, sorprendiendo al mercado, que esperaba un alza de tasas de 25 pbs. A pesar de ver valorizaciones atractivas, los riesgos macroeconómicos y ruido político derivado del descontento interno de cara a inmigrantes ilegales, se **decide mantener en neutral las acciones sudafricanas.**

Las acciones **turcas** retrocedieron un USD 2.8% (índice MSCI) en julio, bajo pares emergentes. En paralelo, la lira turca continuó depreciándose frente al dólar, con una caída de 1.8% durante el mes y acumulando una pérdida de 9.7% en lo que va del año, presionada por mayores precios energéticos. Junto con lo anterior, se ha generado un mayor déficit de cuenta corriente y se cree que podría llegar a un 3.0% del PIB en 2026. Desde una perspectiva macroeconómica, las presiones inflacionarias ceden lentamente y en julio se desacelera a 31.8% interanual desde 32.1% en junio. La persistencia inflacionaria ha dificultado la hoja de ruta del Banco Central, que partió el año esperando bajas de tasas desde 38% a 30% para 2026, y hasta este punto, sólo ha podido disminuir la tasa en 100 pbs. hasta 37%, nivel que mantuvo posterior a la reunión de política monetaria de julio. En este sentido, la autoridad monetaria reafirmó su postura restrictiva para garantizar la continuidad del proceso desinflacionario, y a pesar de que la demanda interna sigue debilitándose, los riesgos geopolíticos y el aumento de los precios energéticos generan presiones inflacionarias temporales, manteniendo un enfoque dependiente de estos datos. En términos de mercado, a pesar del negativo desempeño, las valorizaciones se encuentran transando sobre promedios de 5 y 10 años en términos de P/U *fwd*. Durante julio se vieron salidas marginales de flujos de ETFs, equivalentes al 0.2% del AUM, en línea con expectativas de crecimiento de utilidades que fueron revisadas a la baja durante el mes. En este sentido, con riesgos macroeconómicos que se han intensificado, valorizaciones transando sobre promedios históricos y preocupaciones derivadas del comunicado de MSCI, donde advierten sobre una revisión de la clasificación del mercado, por preocupaciones sobre la transparencia y la posible manipulación del *free float* **se decide subponderar las acciones turcas, desde neutral.**

El mercado accionario de **Arabia Saudita** cayó en julio USD 2.0% (índice MSCI), a pesar de la nueva escalada en el conflicto en Medio Oriente, y el alza de más de 30% en el petróleo Brent durante el mes. Lo anterior, ha generado nuevas disrupciones en el mercado energético, no sólo por una caída en los flujos petrolero a través del Estrecho de Ormuz, sino que también nuevos frentes que ponen en peligro la exportación del crudo a través del Mar Rojo en el Estrecho Bab al Mandeb. En este sentido, el PIB del segundo trimestre se contrajo un 4.8% anual por menor actividad petrolera, a pesar de que la actividad no petrolera y gubernamental creció, en línea con una producción industrial que se contrajo un 18.7% anual en mayo. De esta forma, las expectativas de crecimiento económico para 2026 fueron revisadas a la baja hasta 0.7% anual, desde un crecimiento de 4.5% en 2025. Además de lo anterior, el déficit fiscal se revisó al alza para 2026 desde 4.9% a 5.0% del PIB, por mayor gasto en bienes, servicios y subsidios. En este contexto, los “*twin deficits*” continúan representando una vulnerabilidad relevante, especialmente en un escenario donde se ha visto un aumento del gasto en defensa y subsidios con el fin de minimizar los impactos del conflicto. En términos de valorizaciones, las acciones saudíes transan atractivas, mientras que las utilidades han sido revisadas marginalmente a la baja, proyectándose un crecimiento de 24.2% para 2026. En julio se vieron salidas de flujos desde el principal ETF equivalentes al 12.7% del AUM. De esta forma, dado el escenario geopolítico actual que aumenta la incertidumbre en la región, a pesar de valorizaciones que lucen atractivas, el débil escenario macroeconómico, salidas de flujos y correcciones a la baja en las expectativas de crecimiento de utilidades, se decide **mantener el *underweight* en acciones saudíes.**

RENTA FIJA

US TREASURIES: se mantiene el neutral en *treasuries* de 2 años, la subponderación en bonos de 10 años y de 30 años, y la sobreponderación en TIPS

Durante julio, las tasas de los bonos del Tesoro estadounidense registraron alzas a lo largo de la curva, con un movimiento más pronunciado en los tramos largos tras la reunión del FOMC. La tasa a 30 años alcanzó su nivel más alto en cerca de dos décadas, mientras que las tasas reales también se mantienen elevadas, reflejando una mayor demanda estructural por capital asociada a la inversión en IA, defensa y seguridad energética. En este escenario, la curva experimentó un marcado empinamiento, ante el aumento de las tasas de largo plazo y un Fed que mantuvo su tasa de referencia sin cambios, reforzando su dependencia de los próximos datos económicos. Este comportamiento plantea la posibilidad de un escenario de tasas reales estructuralmente más altas y aumenta la incertidumbre sobre el extremo largo de la curva.

En EE.UU., la actividad económica sigue resiliente. Si bien el PIB del segundo trimestre decepcionó, pero el consumo se mantuvo sólido, mientras que las proyecciones para este año apuntan a un crecimiento sobre el potencial. En materia de precios, la inflación de julio se desaceleraría a 3.4% anual, aún lejos de la meta del 2%. Por el lado del mercado laboral, en julio se destruyeron empleos, con ajustes a la baja en las nóminas de meses anteriores, mientras que la tasa de desempleo cayó sorpresivamente debido a una menor participación laboral. En conjunto, los indicadores reflejan una economía que se mantiene firme, aunque la prolongación del conflicto en Medio Oriente y el alza de la energía, sumado a una actividad resiliente sostenida por el consumo, puede generar nuevas presiones inflacionarias hacia adelante.

En cuanto a política monetaria, la reunión de julio fue la segunda bajo la presidencia de Kevin Warsh. El Fed mantuvo sin cambios su tasa de referencia, aunque en una decisión dividida, con tres presidentes de bancos regionales votando por un alza de 25 pbs. Tanto el comunicado como la conferencia de prensa evitaron entregar orientación sobre los próximos movimientos, lo que redujo la visibilidad respecto de la trayectoria futura de tasas y generó una volatilidad inusual en los tramos largos de la curva. Si bien Warsh reafirmó el compromiso de la institución con la estabilidad de precios, no

manifestó una preferencia clara por un ajuste más restrictivo, aumentando las dudas sobre la función de reacción del Fed. En respuesta, la curva se empinó. De cara a septiembre, el mercado se encuentra dividido entre un incremento de 25 pbs. o una nueva mantención, aunque antes de la reunión se conocerán nuevos datos claves de inflación y empleo, además de las señales que puedan surgir en el simposio de Jackson Hole.

Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE, que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del Tesoro, aumentó durante julio, aunque se mantuvo bajo su promedio histórico. En cuanto a las expectativas de inflación, los *breakevens* subieron tras la reunión del Fed, especialmente en los tramos cortos, aunque permanecen acoplados a las expectativas en sus diferentes plazos. Actualmente, los *breakevens* a 2, 5 y 10 años se ubican en 2.18%, 2.23% y 2.25%, respectivamente. En este escenario, se mantiene la sobreexposición en instrumentos indexados a la inflación (TIPS), principalmente por el atractivo nivel de tasa real que ofrecen, junto con su capacidad de actuar como cobertura frente a eventuales sorpresas inflacionarias.

En este contexto, el posicionamiento en *Treasuries* continúa privilegiando una exposición acotada a duración, ante la posibilidad de que las tasas reales permanezcan estructuralmente elevadas y que la menor visibilidad sobre la política monetaria siga presionando el extremo largo de la curva. De esta forma, se mantiene la posición neutral en bonos del Tesoro a 2 años, considerando que el mercado continúa dividido respecto del próximo movimiento del Fed y que los datos de inflación y empleo serán determinantes para la reunión de septiembre. Al mismo tiempo, se conserva la subponderación en los tramos de 10 y 30 años, ante el riesgo de un empinamiento adicional de la curva y un premio por plazo aún insuficiente que aconseja mantener cautela. Finalmente, se mantiene la sobreponderación en instrumentos indexados a la inflación (TIPS), apoyada principalmente en el atractivo nivel de las tasas reales y, adicionalmente, en su capacidad de actuar como cobertura frente a eventuales sorpresas inflacionarias.

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene el UW

Durante julio, las tasas de los bonos del Tesoro estadounidense registraron alzas a lo largo de toda la curva, en un contexto de renovadas presiones inflacionarias y mayor incertidumbre sobre la trayectoria de la política monetaria. Tras la reunión del Fed, los tramos largos lideraron el movimiento, dando lugar a un empinamiento de la curva. La menor orientación futura entregada por el Fed ha reducido la visibilidad sobre sus próximos pasos, generando una mayor volatilidad. A ello se sumó la reescalada del conflicto en Medio Oriente, que impulsó con fuerza el precio del petróleo y elevó nuevamente las expectativas de inflación, reforzando las presiones al alza sobre las curvas soberanas.

En EE.UU. el Fed mantuvo sin cambios su tasa de referencia, en una decisión dividida, y donde Kevin Warsh no se sumó a estas disidencias pese a mantener un discurso centrado en el compromiso con la estabilidad de precios. Por el lado de la actividad, el PIB del segundo trimestre decepcionó, aunque el consumo mantuvo su resiliencia y explicó gran parte de la expansión económica. En cuanto a inflación, se espera que en julio se desacelere a 3.4% anual. Los datos laborales de julio fueron mixtos, con una creación de empleo negativa y una tasa de desempleo menor a la esperada. En este escenario, el mercado continúa anticipando un incremento de 25 pbs. en la tasa de referencia durante este año, aunque las expectativas se encuentran divididas entre un ajuste en septiembre o durante el último trimestre.

En Europa, el BCE mantuvo sin cambios su tasa de referencia en julio, luego del incremento de 25 pbs. realizado en la reunión anterior. En materia de precios, la inflación se mantuvo estable durante el mes y continúa persistentemente por

sobre la meta de la institución. Por su parte, la primera estimación del PIB del segundo trimestre sorprendió al alza, mostrando un desempeño de la actividad mejor de lo anticipado. En este escenario, la combinación de un crecimiento más resiliente y presiones inflacionarias que aún no convergen al objetivo mantiene abierta la posibilidad de un nuevo ajuste monetario, por lo que el mercado espera un alza adicional de 25 pbs. durante lo que resta del año.

De cara a septiembre, tanto el Fed como el BCE mantienen un sesgo hacia una política monetaria más restrictiva, con expectativas de un alza de 25 pbs. durante lo que resta del año. Sin embargo, el mercado continúa dividido respecto de si estos ajustes se concretarán en las próximas reuniones o serán postergados para el último trimestre. Antes de dichas instancias se publicarán dos nuevas rondas de datos de inflación y empleo, cuya evolución será determinante para las decisiones de ambas instituciones y podría modificar las expectativas actuales.

En julio, la clase de activo registró una rentabilidad negativa de USD 1.3%. Los *spreads* continúan en niveles muy comprimidos en términos históricos, dejando escaso margen para ganancias por una compresión adicional. A ello se suma que la mayor duración propia del segmento incrementa su sensibilidad a las alzas de tasas, especialmente en un entorno donde la menor orientación futura del Fed y el posible empinamiento de la curva podrían mantener elevada la volatilidad en los plazos largos. De esta forma, ante diferenciales exigentes y un balance riesgo-retorno menos favorable frente a otras alternativas de renta fija, **se mantiene la posición *underweight* en *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene el UW

La clase de activo registró una rentabilidad negativa de USD 0.4% durante julio. Los *spreads* exhibieron una mayor volatilidad durante el mes, y se ampliaron hacia la parte final del período, aunque posteriormente devolvieron parte de este movimiento y cerraron nuevamente cerca de sus mínimos históricos. Estos niveles continúan ofreciendo una compensación acotada frente al riesgo crediticio y dejan poco espacio para ganancias por una compresión adicional. Por su parte, los *yields* permanecen sobre sus promedios de largo plazo, manteniendo un nivel de *carry* atractivo.

A pesar de ello, el entorno global continúa siendo desafiante para *Global High Yield*. El Fed mantiene un sesgo restrictivo y dependiente de los datos, mientras que la inflación permanece sobre la meta y el mercado aún contempla posibles alzas de tasas durante los próximos meses. A esto se suma la mayor sensibilidad del segmento frente a episodios de volatilidad y condiciones financieras más restrictivas, riesgos que no se encuentran adecuadamente compensados por los actuales diferenciales. En este escenario, y considerando el mayor atractivo relativo de otras alternativas dentro de la renta fija global, **se mantiene la posición *underweight* en *Global High Yield*.**

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

Durante julio, las tasas de interés registraron alzas generalizadas a nivel global, en un contexto marcado por el estancamiento de las negociaciones entre EE.UU. e Irán y la prolongación del conflicto en Medio Oriente. La renovada escalada geopolítica impulsó un fuerte repunte en el precio del petróleo y elevó nuevamente las expectativas de inflación, aumentando la presión sobre las curvas soberanas. En EE.UU., las tasas de largo plazo lideraron el movimiento tras la reunión del Fed, dando lugar a un empinamiento de la curva norteamericana. Este escenario generó retornos negativos en los distintos segmentos de renta fija global, aunque el crédito emergente mostró una mayor capacidad defensiva. De

esta forma, durante el último mes la deuda soberana emergente cayó USD 1.4%, mientras que la deuda corporativa retrocedió USD 0.5%.

La deuda soberana se ubicó entre las clases de activo de peor desempeño durante julio, afectada por el alza de las tasas globales y el deterioro del entorno geopolítico. No obstante, mantiene una rentabilidad positiva en lo corrido del año y una perspectiva más constructiva que su equivalente en mercados desarrollados. La clase de activo continúa ofreciendo un *carry* atractivo, respaldado por fundamentos macroeconómicos relativamente más favorables y por una exposición selectiva a economías mejor posicionadas frente al escenario global. De esta forma, el desempeño negativo del último mes no altera su atractivo relativo, **por lo que se mantiene la posición overweight en deuda soberana emergente.**

La deuda corporativa *Investment Grade* registró una rentabilidad negativa de USD 0.8% durante julio, exhibiendo un desempeño más defensivo que su símil de mercados desarrollados. Si bien los *yields* permanecen por sobre sus promedios históricos, los *spreads* se mantienen cerca de mínimos, dejando escaso margen para ganancias por una compresión adicional frente al nivel actual y a la incertidumbre global. En este escenario, el atractivo del segmento depende principalmente del *carry*, mientras que el entorno de menor fortaleza del dólar reduce la necesidad de privilegiar instrumentos en *hard currency* para limitar la exposición cambiaria. De esta forma, considerando el mayor atractivo relativo de otras alternativas, y la mayor duración de la clase de activo, **se neutraliza desde overweight la posición en deuda corporativa *Investment Grade*.**

En cuanto a *High Yield*, la clase de activo registró una rentabilidad marginalmente negativa en USD durante julio, ubicándose entre los segmentos de mejor desempeño dentro de la renta fija global. Si bien los *spreads* continúan en niveles históricamente comprimidos, los *yields* mantienen un *carry* atractivo, que sigue siendo la principal fuente de retorno esperada. A ello se suma la menor duración del segmento, que reduce su sensibilidad frente a nuevas alzas de tasas y resulta especialmente favorable en un contexto donde persiste la cautela frente a los vencimientos más largos. De todas formas, el escenario exige mantener una exposición selectiva, privilegiando emisores de mejor calidad crediticia dentro del universo. En este contexto, **se mantiene la posición overweight en deuda emergente *High Yield*.**

Finalmente, *Local Markets* registró una rentabilidad de USD 0.7% durante julio, ubicándose como el segmento de mejor desempeño dentro de la renta fija global. Los fundamentos macroeconómicos de las economías emergentes continúan siendo favorables, apoyados en tasas reales elevadas y oportunidades selectivas de *carry*. A ello se suma una perspectiva menos favorable para el dólar, en un contexto de mayor dependencia de los datos por parte del Fed y menor claridad sobre la trayectoria futura de la política monetaria. Si bien varias monedas emergentes se han apreciado durante los últimos meses, aún mantienen espacio para avanzar en términos reales, especialmente en economías con diferenciales de tasas atractivos. De esta forma, **se lleva a overweight desde neutral la posición en *Local Markets*.**

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

Exposición a Monedas | Agosto 2026

Monedas	Bench.	Julio	Agosto	OW/UW		Cambio
USD	54.0%	54.9%	54.7%	OW	0.7%	-0.2%
EUR	7.6%	6.9%	6.9%	UW	-0.6%	
GBP	1.4%	0.9%	0.9%	UW	-0.5%	
JPY	2.4%	2.4%	2.4%	OW	0.0%	
GEMs	34.8%	34.8%	35.1%	OW	0.3%	0.2%
	100.0%	100.0%	100.0%			

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

Resultados TAACo Global | Julio 2026

Clase de activo / Región	Benchmark	Vinci Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual Índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	50%	0%	-0.6%	-0.28%	-0.33%	0.0	-5.6
Renta Fija	50%	46%	-4%	-0.7%	-0.35%	-0.31%	0.3	1.1
Caja	0%	2%	2%	0.3%	0.0%	0.01%	1.9	
Oro	0%	2%	2%	1.0%	0.0%	0.02%	3.2	
Cobertura						0.00%	0.0	
Portafolio					-0.62%	-0.62%	5.3	-4.6
Outperformance / Underperformance (bps)								0.8
Europe ex UK	13.2%	12.2%	-1.0%	0.5%	0.07%	0.06%	-1.1	
Europe Small Cap	1.9%	1.4%	-0.5%	3.7%	0.07%	0.05%	-2.1	
UK	2.8%	1.8%	-1.0%	5.3%	0.15%	0.10%	-5.9	
US Large Cap Growth	16.6%	17.1%	0.5%	-2.5%	-0.41%	-0.42%	-0.9	
US Large Cap Value	15.1%	15.6%	0.5%	3.1%	0.47%	0.48%	1.8	
US Small Caps	3.7%	4.2%	0.5%	-4.6%	-0.17%	-0.19%	-2.0	
Japan	4.7%	4.7%	0.0%	1.0%	0.05%	0.05%	0.0	
Desarrollados	58.0%	57.0%	-1.0%	0.4%	0.23%	0.13%	-10.2	
LatAm	5.0%	5.5%	0.5%	4.9%	0.25%	0.27%	2.7	
China	11.5%	11.5%	0.0%	9.0%	1.03%	1.03%	0.0	
EM Asia ex China	25.5%	26.0%	0.5%	-8.1%	-2.06%	-2.10%	-3.8	
Emergentes	42.0%	43.0%	1.0%	-1.9%	-0.78%	-0.80%	-1.0	
Equities					-0.56%	-0.67%	-11.3	
Treasuries 2Y	8.7%	8.7%	0.0%	0.1%	0.01%	0.01%	0.0	
Treasuries 10Y	10.5%	10.0%	-0.5%	-1.7%	-0.18%	-0.17%	0.5	
Treasuries 30Y	6.1%	5.6%	-0.5%	-4.4%	-0.27%	-0.25%	1.8	
US Tips	2.5%	3.5%	1.0%	-0.7%	-0.02%	-0.02%	0.0	
Global Corporate IG	26.2%	25.2%	-1.0%	-1.1%	-0.28%	-0.27%	0.4	
Global Corporate HY	4.1%	3.1%	-1.0%	-0.1%	0.00%	0.00%	-0.6	
Deuda Desarrollados	58.1%	56.1%	-2.0%	-1.3%	-0.74%	-0.70%	2.2	
EMBI	8.4%	8.9%	0.5%	-1.4%	-0.12%	-0.13%	-0.4	
EM Corporate IG	2.4%	2.9%	0.5%	-0.8%	-0.02%	-0.02%	-0.1	
EM Corporate HY	3.6%	4.6%	1.0%	-0.1%	0.00%	0.00%	0.6	
EM Local Markets	27.5%	27.5%	0.0%	0.7%	0.19%	0.19%	0.0	
Deuda Emergente	41.9%	43.9%	2.0%	0.1%	0.05%	0.03%	0.2	
Fixed Income					-0.69%	-0.67%	2.3	

*Anualizado ** Desde 2001

Datos al 31 de julio 2026

En julio se mantuvo la posición neutral en acciones (50%), el OW en caja (2%) y en oro (2%), en tanto continuamos con una subexposición en bonos (46%). Al 31 de julio, la cartera del TAACo Global cayó 0.62%, mostrando un *outperformance* con respecto al *benchmark* (0.8 pbs.).

En julio a nivel de *attribution analysis* la asignación de activos sumó valor, principalmente por la subexposición en renta fija, el largo en oro y en caja. Por el lado de la selección de instrumentos, fue negativa en acciones y positiva bonos. En renta variable, sumó valor el largo en LatAm y en *US Large Cap Value*, mientras que las otras desviaciones del *benchmark* tuvieron contribuciones negativas. En bonos, sumaron valor los cortos en *Treasuries* de 10 y 30 años, el corto en Global Corporate IG y el largo en CEMBI HY.

Desempeño Histórico

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	
TAACo	-0.6%	2.3%	7.8%	16.4%	11.4%	5.2%	6.5%	5.7%	10.4%
Benchmark	-0.6%	2.6%	7.9%	16.1%	11.5%	4.6%	5.8%	4.6%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	1	-27	-16	37	-12	59	68	118	
Acciones	-0.7%	4.9%	14.7%	27.9%	17.8%	8.8%	9.7%	5.3%	15.2%
Benchmark	-0.6%	5.0%	14.9%	28.1%	18.0%	9.0%	9.7%	4.8%	15.1%
Europe ex UK	0.5%	4.8%	6.9%	19.3%	12.4%	6.0%	7.5%	3.9%	17.4%
Europe Small Cap	3.7%	2.0%	6.5%	12.7%	12.9%	3.2%	8.1%	9.0%	20.2%
UK	5.3%	4.2%	11.9%	25.6%	18.2%	13.0%	9.1%	5.9%	14.5%
US Large Cap Growth	-2.5%	3.8%	6.4%	17.8%	23.7%	14.0%	19.2%	--	20.4%
US Large Cap Value	3.1%	4.9%	13.6%	20.7%	14.9%	10.2%	10.2%	--	13.3%
US Small Caps	-4.6%	4.1%	16.9%	28.3%	14.4%	7.8%	11.1%	9.7%	19.3%
Japan	1.0%	5.6%	15.9%	29.9%	15.5%	7.8%	7.1%	3.2%	16.1%
Desarrollados	0.5%	4.3%	10.3%	20.4%	18.1%	11.2%	12.7%	7.8%	17.4%
LatAm	4.9%	-1.9%	15.9%	44.6%	12.0%	10.9%	7.4%	8.7%	22.6%
China	9.0%	-1.8%	-7.3%	-1.1%	7.2%	-2.1%	4.9%	7.6%	27.9%
EM Asia ex China	-8.1%	9.3%	38.7%	62.1%	28.3%	14.9%	13.9%	--	23.9%
Emergentes	-3.1%	4.8%	20.0%	36.4%	19.3%	7.6%	9.2%	9.2%	17.4%
Renta fija	-0.7%	0.1%	0.9%	4.7%	5.1%	0.3%	2.0%	4.3%	6.5%
Benchmark	-0.7%	0.0%	0.9%	4.6%	5.1%	0.1%	1.6%	3.7%	6.5%
Treasuries 2Y	0.1%	0.3%	0.6%	2.9%	4.0%	1.5%	1.5%	2.3%	2.1%
Treasuries 10Y	-1.7%	-1.4%	-1.7%	1.6%	2.0%	-2.5%	-0.2%	3.3%	7.9%
Treasuries 30Y	-4.4%	-2.8%	-3.4%	-1.1%	-2.7%	-9.0%	-3.2%	3.5%	14.5%
US Tips	-0.7%	-0.9%	0.5%	2.6%	3.7%	0.3%	2.4%	4.3%	5.9%
Global Corporate IG	-1.1%	-0.9%	-0.9%	2.4%	5.0%	-0.3%	2.0%	4.3%	8.1%
Global Corporate HY	-0.1%	0.3%	1.4%	4.9%	8.5%	3.4%	5.0%	6.9%	7.3%
Deuda Desarrollados [1]	-1.3%	-0.9%	-0.9%	2.1%	3.6%	-1.2%			
EMBI	-1.4%	0.3%	1.8%	8.8%	9.1%	2.2%	3.4%	7.0%	9.1%
EM Corporate IG	-0.8%	-0.2%	0.0%	3.4%	5.6%	0.9%	2.8%	--	5.5%
EM Corporate HY	-0.1%	1.1%	4.1%	7.7%	9.4%	2.5%	4.6%	--	7.7%
EM Local Markets	0.7%	1.9%	3.9%	8.3%	5.8%	2.2%	2.9%	--	6.5%
Deuda Emergentes [1]	0.1%	1.4%	3.2%	8.1%	7.1%	2.1%			
Caja	0.3%	0.9%	2.1%	3.9%	4.7%	3.7%	2.4%	1.8%	0.5%
Oro	1.0%	-12.4%	-6.3%	23.0%	27.2%	17.4%	11.6%	11.4%	16.6%

* 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.