

Septiembre 2026

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Agosto	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	1.8%	0.5%	9.6%	16.2%	13.1%	5.2%	6.5%	5.8%	10.4%
Benchmark	1.6%	0.5%	9.6%	15.7%	13.1%	4.6%	5.9%	4.6%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	18	-3	4	54	-4	61	69	119	
Acciones	2.6%	1.0%	17.7%	27.9%	20.5%	8.9%	9.9%	5.3%	15.2%
Benchmark	2.6%	1.1%	17.9%	28.1%	20.7%	9.0%	9.9%	4.9%	15.1%
Renta Fija	0.6%	0.0%	1.5%	4.0%	5.8%	0.4%	2.0%	4.3%	6.5%
Benchmark	0.6%	0.0%	1.4%	3.9%	5.8%	0.2%	1.7%	3.7%	6.5%
Caja	0.3%	0.9%	2.4%	3.8%	4.6%	3.7%	2.4%	1.8%	0.5%
Oro	9.7%	-2.3%	2.7%	28.7%	31.8%	19.6%	13.0%	11.8%	17.0%

Resultados al 31 de agosto de 2026

*Anualizado ** Desde 2001

Caminante, no hay camino ¹

Septiembre llega con un camino menos claro que el de hace algunos meses. La economía estadounidense venía mostrando señales de cierta pérdida de dinamismo y la inflación comenzaba a moderarse, pero la sorpresa positiva en la creación de empleo de agosto hizo menos lineal la lectura económica. En otro ciclo, una combinación de menor inflación y señales de desaceleración habría abierto espacio para una caída más decidida de las tasas de interés y mayor visibilidad para los inversionistas. Esta vez, sin embargo, las tasas largas se mantienen cerca de máximos de dos décadas, la incertidumbre política y geopolítica persiste, y nuevas fuerzas estructurales están modificando relaciones que durante años parecieron relativamente estables.

El mercado avanza sin una señal dominante capaz de ordenar todas las variables. La retórica *hawkish* del Banco de la Reserva Federal —reforzada por Warsh en *Jackson Hole*— convive con datos de actividad mixtos: algunas cifras apuntan a menor dinamismo, mientras el empleo de agosto superó todas las expectativas y redujo la claridad de las señales de desaceleración. Al mismo tiempo, la inteligencia artificial impulsa el crecimiento de utilidades, pero también aumenta la demanda por financiamiento corporativo y presiona las tasas de interés al alza; y un dólar más débil favorece a los activos emergentes, aunque todavía no permite confirmar un cambio de régimen. Más que seguir un camino trazado, los inversionistas deben construir convicción de manera gradual, diferenciando entre ruido de corto plazo y tendencias con mayor persistencia.

El punto de partida sigue estando en Estados Unidos. El mercado laboral había perdido dinamismo, pero el dato de agosto —con una creación de empleo superior a lo esperado y una tasa de desempleo estable— volvió a matizar la tesis de desaceleración. Esto mantiene al Fed dependiente de los datos: si la actividad vuelve a perder impulso y la inflación

Índice

Caminante, no hay camino.....1

Asignación de Activos | Septiembre 2026.....4

Resultados TAACo Global Agosto 2026.....24

Desempeño Histórico.....25

Lectura económica de EE.UU. no lineal

Retórica *hawkish* del Fed convive con datos económicos mixtos

Fed sigue dependiente de los datos

¹ Antonio Machado, en “Proverbios y cantares”

continúa moderándose, el mercado podría anticipar una relajación de las condiciones financieras antes de que el Fed entregue una señal explícita.

La inflación también entrega señales algo más favorables. Los componentes más persistentes, como servicios, alquileres y costos laborales, muestran una trayectoria de moderación, mientras los efectos de aranceles y shocks previos sobre bienes comienzan a perder fuerza. Si no se agrava aún más la situación en Medio Oriente, este escenario aumenta la probabilidad de una política monetaria menos restrictiva y, con ello, de un dólar más débil. Esa combinación ha respaldado el desempeño de materias primas y activos emergentes, especialmente metales industriales y oro, aunque aún es prematuro concluir que se trata de una tendencia más estructural.

Inflación da señales más favorables

En renta fija, la discusión central permanece en las tasas largas. Pese a medidas de apoyo en el mercado de bonos del Tesoro estadounidense, los rendimientos a treinta años siguen cerca de sus niveles más altos en casi veinte años. La convicción para extender duración ha aumentado frente a meses anteriores, pero aún parece prudente avanzar gradualmente. Los riesgos fiscales y políticos en Estados Unidos, Europa y Japón siguen limitando el espacio para una compresión más rápida de los rendimientos de largo plazo.

Riesgos fiscales en países desarrollados presionan tasas largas

A esta resistencia se suma una fuerza estructural que probablemente seguirá presente: el riesgo de *crowding out*². El ciclo de inversión asociado a inteligencia artificial requiere montos crecientes de financiamiento, en particular mediante emisiones de deuda de largo plazo por parte de grandes compañías tecnológicas. El riesgo no es necesariamente crediticio; muchas de estas empresas exhiben balances más sólidos que varios gobiernos desarrollados. El desafío es de absorción de mercado: esta demanda corporativa por capital podría competir con la emisión soberana, desplazar parte del apetito por deuda pública y mantener presión sobre las curvas de tasas.

Riesgo de *crowding out*

Paradójicamente, la misma dinámica refuerza la tesis positiva para la renta variable. La inteligencia artificial dejó de ser solo una historia sectorial y se consolidó como una fuerza macroeconómica capaz de impulsar inversión, productividad y crecimiento de utilidades. La oportunidad no se limita a los ganadores directos del desarrollo tecnológico, sino que se extiende a las compañías que proveen la infraestructura necesaria para sostener esa expansión. La visión sigue siendo constructiva para acciones globales, particularmente en Estados Unidos, donde las utilidades mantienen un crecimiento sólido y la estacionalidad para el último trimestre del año en general es favorable.

IA se consolida como fuerza macroeconómica

² El concepto se refiere al desplazamiento de la demanda por deuda soberana ante una mayor oferta de deuda corporativa

Esto no implica desconocer los riesgos de corto plazo. Septiembre suele ser un mes desafiante -y volátil- para la renta variable, especialmente en años con elecciones legislativas en Estados Unidos -*midterms*-. Además, la presión al alza en la curva de tasas sigue actuando como restricción para algunos segmentos del mercado. Con todo, una eventual corrección debería interpretarse más como una oportunidad táctica que como una señal de deterioro estructural. La postura sigue siendo positiva, pero con mayor disciplina en la selección y el punto de entrada.

Septiembre suele ser un mes desafiante

En mercados emergentes, el contexto continúa siendo favorable. Un dólar menos fuerte y precios elevados de materias primas entregan soporte a la región. América Latina mantiene una posición atractiva por su exposición a *commodities*, valorizaciones razonables y capacidad de capturar flujos ante un Fed menos restrictivo. Brasil seguirá concentrando atención por el calendario político, donde Flávio Bolsonaro recupera tracción, mientras la visión de mediano plazo se mantiene constructiva en la medida que persistan los vientos externos favorables.

Contexto favorable para mercados emergentes

En Asia, la preferencia sigue concentrada en los mercados más vinculados a la cadena global de inteligencia artificial. Corea del Sur y Taiwán ofrecen exposición directa a una tendencia estructural de crecimiento, mientras China continúa enfrentando restricciones asociadas a debilidad del consumo y sobrecapacidad industrial. Aunque podrían surgir oportunidades tácticas impulsadas por flujos, todavía resulta difícil sostener una convicción estructural positiva sobre los activos chinos.

Preferencia por Asia ligada a IA

El balance de septiembre combina señales económicas más mixtas en Estados Unidos, presión estructural sobre las tasas largas y mercados emergentes respaldados por materias primas e inteligencia artificial. Ninguna de estas fuerzas define por sí sola la dirección del mercado, pero en conjunto entregan una guía razonable para avanzar con cautela, selectividad y convicción allí donde los fundamentos siguen siendo sólidos.

Señales sugieren avanzar con cautela

En un entorno donde las grandes tendencias siguen vigentes, pero el camino hacia ellas es menos claro, la prioridad no es perseguir cada giro del mercado, sino mantener una asignación disciplinada y flexible. Cuando el camino no está trazado, la disciplina importa más que la búsqueda de certezas.

Grandes tendencias siguen vigentes

Asignación de Activos | Septiembre 2026

TAACo Global	Bench.	Agosto	Sept	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%	
Europe Small Cap	1.9%	1.4%	1.4%	UW	-0.5%	EE.UU.: OW Value y Growth . Se toma utilidad y se neutraliza Small Cap
UK	2.8%	1.8%	1.8%	UW	-1.0%	
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%	UW Europa y Reino Unido
US Small Caps	3.7%	4.2%	3.7%	N		-0.5%
Japan	4.7%	4.7%	4.7%	N		Neutral Japón
Mercados desarrollados	58.0%	57.0%	56.5%	UW	-1.5%	-0.5% Neutral China
LatAm	5.0%	5.5%	6.0%	OW	1.0%	0.5%
China	11.5%	11.5%	11.5%	N		Se aumenta OW LatAm
EM Asia ex China	25.5%	26.0%	26.0%	OW	0.5%	
Mercados emergentes	42.0%	43.0%	43.5%	OW	1.5%	0.5% OW Asia EM ex. China
Total Acciones						
Treasuries 2Y	8.7%	8.7%	8.7%	N		
Treasuries 10Y	10.5%	10.0%	10.5%	N		0.5%
Treasuries 30Y	6.1%	5.6%	5.6%	UW	-0.5%	
US Tips	2.5%	3.5%	3.5%	OW	1.0%	OWTips
Global Corporate IG	26.2%	25.2%	24.7%	UW	-1.5%	-0.5%
Global Corporate HY	4.1%	3.1%	3.1%	UW	-1.0%	Se aumenta UW Global IG y se mantiene en HY
Deuda desarrollados	58.1%	56.1%	56.1%	UW	-2.0%	
EMBI	8.4%	8.9%	8.9%	OW	0.5%	OW Emergente sobre desarrollado
EM Corporate IG	2.4%	2.4%	2.4%	N		
EM Corporate HY	3.6%	4.6%	4.6%	OW	1.0%	Neutral CEMBI IG
EM Local Markets	27.5%	28.0%	28.0%	OW	0.5%	
Deuda emergente	41.9%	43.9%	43.9%	OW	2.0%	OW EMBI, CEMBI HY y Local markets
Total Renta Fija						

RENTA VARIABLE

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

El *momentum* económico se mantiene positivo, con las estimaciones apuntando a un crecimiento de 0.8% para este año y 1.2% para el próximo. El crecimiento del 2T26 fue corregido al alza desde 1.0% hasta 1.2% interanual, principalmente por el volátil componente de las exportaciones irlandesas. No obstante, también confirma que la principal fuente de crecimiento es la demanda externa. A pesar de ello, 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, el indicador de sorpresa económica retrocede en el margen, pero mantiene su tendencia alcista, a la vez que el indicador líder PMI tanto de manufacturas como servicios mejoran en agosto, con el compuesto llegando a 52.1 pts., el mayor nivel del año (50 pts. umbral de expansión/contracción del sector en los siguientes 6 a 12 meses).

Por su parte, la inflación se mantiene sobre la meta y se aceleró en agosto. La medida *headline* aumentó a 3.3% interanual desde 2.9%, mientras la subyacente bajó a 2.4% desde 2.5%, destacando el alza de 14.3% año contra año de energía. Con la sorpresa en el dato, el mercado ya tiene prácticamente incorporada una nueva alza de tasas en la reunión de septiembre, llevando a la curva de tasas a subir en forma casi paralela. En los últimos 30 días, el bund alemán a 2 años subió 20 puntos base (pbs.) para ubicarse en 2.87%, mientras el de 10 años aumentó en forma similar para terminar en 3.30% (al 7 de septiembre).

A pesar de que aún no se observan efectos evidentes de cómo evolucione el conflicto en Medio Oriente y los precios de los combustibles, se proyecta que la inflación converja a la meta del 2% hacia mediados de 2027. Luego del alza de tasas en septiembre, el mercado internaliza otra alza antes de fin de año.

A nivel político, Francia concentra el riesgo fiscal mientras Alemania suma presión política tras el avance histórico de la extrema derecha. Alemania se recupera económicamente, pero en forma desigual: la actividad industrial se recupera a la vez que el PMI de manufacturas se ubica en su mayor nivel de los últimos 4 años (54.1 pts.), pero el consumo sigue mostrando debilidad. A su vez, en las elecciones regionales de Sajonia-Anhalt sorprendió la victoria de la extrema derecha de AfD (Alternative for Germany). Con 44% de los votos quedaron cerca de la mayoría absoluta con niveles récord de participación, presionando a la coalición de Merz en materia de gasto, migración y defensa entre otros temas.

Por otro lado, en Francia aumentará la incertidumbre política en la medida en que se acerquen las elecciones presidenciales de abril de 2027. La economía se encuentra estancada y el gobierno debe negociar el presupuesto de 2027 sin una mayoría parlamentaria.

Las acciones europeas (ex UK) tuvieron un *underperformance* vs el S&P 500 en agosto dada su menor exposición a tecnología. Las acciones del Stoxx 50 subieron USD 1.9% 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 transan 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 salidas persistentes de flujos, aunque en el neto entran flujos en 4 de las últimas 5 semanas (según EPFR). Por su parte, la temporada de reportes del 2do trimestre se acerca a su fin, con sorpresas positivas tanto en crecimiento de ventas como utilidades. Se estima que las utilidades de las empresas del índice MSCI Europa ex UK crezcan este año cerca de 16%, dato que se mantiene en el último mes pero que está bajo pares desarrollados (27%, 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*

Nuestras perspectivas respecto del Reino Unido no cambiaron significativamente el último mes. Se mantienen las estimaciones de crecimiento económico para este año en 1.0% y en 1.1% para 2027. La sorpresa económica es positiva, pero perdiendo tracción, mientras el PMI compuesto sube por 3er mes consecutivo, empujado por servicios.

El mercado laboral se enfría y la tasa de desempleo se mantiene en 4.9%, mientras se destruyeron 78 mil empleos entre mayo de 2025 y mayo de 2026, y los salarios siguen aumentando sobre la inflación (4.0% anual en junio).

A nivel político, el primer ministro Andy Burnham se enfoca en recuperar la credibilidad fiscal a la vez de estimular el crecimiento, lo que es complejo en momentos en que el mercado está castigando los mayores déficits. La tasa de interés a 30 años llegó a 5.89%, el mayor nivel desde fines de los 90. 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 julio se aceleró a 2.9% anual, mientras la medida subyacente se mantuvo en 2.6%. En los próximos meses la inflación podría seguir acelerándose debido al shock energético, a la vez que la convergencia al 2% se posterga hasta fines de 2027. En su reunión de julio el Banco de Inglaterra (BoE) 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. A pesar de la aceleración de la inflación, el mercado mantiene la expectativa de un alza de tasa para este año entre noviembre y diciembre; y una segunda alza durante el primer trimestre de 2027. En el último mes, la curva de tasas se aplanó con mayores alzas en los tramos más cortos. La tasa a 2 años subió casi 30 pbs. hasta 4.57%, mientras la 10 de años subió en torno a 25 pbs. ubicándose en 5.17% -al 7 de septiembre-.

A nivel de mercado, en agosto las acciones británicas subieron apenas USD 0.1%, bajo pares desarrollados, con la libra esterlina depreciándose 0.2%. 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 17%, levemente 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. Para este año se espera un crecimiento de utilidades cercano a 25%, que se corrige al alza en el último mes, y está levemente bajo pares desarrollados (27%). Las acciones británicas representan un 3% de las acciones globales y el índice posee un 12% 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*, mientras se toma utilidad y se neutraliza *Small Cap*

Las acciones estadounidenses se recuperaron en agosto luego de dos meses de pérdidas, en línea con nuestro *view* de corrección más técnica que fundamental. Durante agosto, el S&P 500 subió 2.6% mientras en el Nasdaq100 las ganancias llegaron a 4.2%. El Dow Jones subió 1.3% dada su menor exposición a empresas tecnológicas.

El sector corporativo mantiene su solidez a la vez que se comienzan a capitalizar las ganancias de productividad de la inteligencia artificial. Durante la temporada de reportes del segundo trimestre del año, las empresas del S&P 500 registraron un crecimiento de utilidades que sorprendió al alza en todos los sectores y llegó a 53%, 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 32% desde 30% hace un mes, mientras que para 2027 se espera un crecimiento de 16%, dato que también se corrige al alza en el último 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 casi una desviación estándar sobre el promedio. En cuanto a flujos, según EPFR, luego de 4 semanas consecutivas de entradas de flujos netos, en las últimas dos semanas se observan salidas.

Por el lado económico, la preocupación que nos dejó la debilidad del reporte de empleo de julio queda atrás. En agosto se crearon 162 mil nuevos puestos de trabajo, superando todas las estimaciones, y el dato de los últimos dos meses fue corregido al alza, a la vez que la tasa de desempleo se mantuvo en 4.1%. Así, la sorpresa económica dejó de caer y se mantiene positiva, mientras el PMI compuesto sube a 56 pts. en agosto, su mayor nivel desde 2022, con una mejora en servicios que compensa una leve caída en manufacturas.

No obstante lo anterior, las señales son mixtas. El consumo muestra fragilidad: las ventas minoristas de julio cayeron 0.6% mensual, su mayor caída desde mayo del año pasado. A su vez, la confianza del consumidor bajó a 89.4 pts., el peor registro del año, reflejando las preocupaciones de los consumidores ante el aumento en el precio de los combustibles y el aumento del costo de la vida.

Por su parte, la inflación no cede. En agosto se espera que la inflación se mantenga en 3.4% anual; mientras que la medida subyacente baje a 2.4%, reflejando efectos de segunda vuelta aún moderados. Dada una inflación que se mantiene lejos de la meta, un discurso más bien *hawkish* de Warsh en Jackson Hole y un mercado laboral que vuelve a mostrar fortaleza, aumenta la probabilidad de un alza de tasas de parte del Fed entre la reunión de septiembre y octubre. De esta forma, la curva de tasas de bonos del Tesoro sufrió un *bear flattener* en el último mes, es decir, alzas más pronunciadas en la parte corta de la curva. En los últimos 30 días la tasa del bono del Tesoro a 2 años subió a 4.37% mientras la de 10 años se elevó a 4.78%. La tasa a 30 años se ubica en 5.24% (al 7 de septiembre), nivel no visto en casi dos décadas.

Ante la subida de las tasas largas el Tesoro amplió las recompras de bonos en esos tramos para mejorar la liquidez, incluyendo operaciones de hasta USD 38 bn. durante agosto. Las recompras suavizan dislocaciones, pero no eliminan

las razones detrás de las presiones en la parte larga de la curva, entre las que destacan las necesidades de financiamiento y el déficit fiscal.

A nivel geopolítico, se acabó la tregua y se reanudaron las tensiones en Medio Oriente. La popularidad de Trump y los republicanos cae, en momentos en que debieran volver a enfocarse en lo doméstico con la proximidad de las elecciones *midterm* 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, las negociaciones con Canadá fracasaron y entraron en vigor aranceles de 50% a cerca de USD 20-28 bn., incluyendo bebidas alcohólicas, productos lácteos y vehículos, entre otros. Canadá respondería con aranceles que entrarían en vigencia el 8 de septiembre.

Dada la fortaleza económica y corporativa, valorizaciones que se mantienen justas debido al fuerte crecimiento de utilidades se mantiene el OW en *large cap value y growth*, mientras se toma utilidad neutralizando *small caps*.

JAPÓN: Se decide mantener la posición neutral

Al 8 de septiembre, el tipo de cambio se ubica en ¥153.8 por dólar, su nivel más fuerte desde febrero e incluso más apreciado en comparación al observado tras la intervención conjunta entre Japón y Estados Unidos realizada el 31 de julio. Si bien durante agosto no se registraron nuevas intervenciones cambiarias, distintos miembros del Banco de Japón comenzaron a reforzar la posibilidad de un alza de tasas en la reunión de septiembre.

Por el lado de los precios, la inflación de julio se aceleró hasta 1.9% anual, en línea con las expectativas del mercado, mientras que la inflación subyacente continuó avanzando hacia la meta de 2% del Banco de Japón. Asimismo, las proyecciones apuntan a que la inflación se mantendrá en torno o por sobre dicho objetivo durante el resto del año.

En este contexto, el mercado pasó a descontar una subida de 25 pbs. con una probabilidad cercana al 97% en septiembre y continúa incorporando al menos una nueva alza de tasas antes de finalizar el año, en línea con el proceso de normalización gradual de la política monetaria impulsado por la autoridad. No obstante, este escenario comienza a generar tensiones con la política fiscal. Mientras el Banco de Japón busca contener las presiones inflacionarias mediante un incremento de las tasas de interés, el gobierno mantiene una postura expansiva orientada a sostener el crecimiento económico. En este sentido, durante el último mes, los ministerios solicitaron sus presupuestos para el próximo año fiscal, los que luego serán revisados por el ministerio de finanzas y por Sanae Takaichi, previo a la revisión parlamentaria. El presupuesto total inicial representa un incremento de aproximadamente 17% respecto del presupuesto inicial del año anterior. Este sería un nuevo presupuesto récord, cifra que ha reavivado las preocupaciones respecto de la sostenibilidad fiscal y ha contribuido al aumento de los rendimientos de la deuda soberana japonesa. De esta forma, la evolución del tipo de cambio continuará siendo un factor determinante tanto para la trayectoria futura de la inflación como para las próximas decisiones de política monetaria del Banco de Japón.

En términos de actividad, la economía japonesa mostró una mayor resiliencia durante el segundo trimestre. El PIB creció 1.4% trimestral anualizado, por sobre la estimación preliminar de 1.1%, apoyado por el gasto público, el sector externo y menor contracción de la inversión. Sin embargo, la recuperación sigue siendo heterogénea. Mientras la demanda externa continúa beneficiándose del impulso proveniente de la inteligencia artificial, el consumo privado permanece débil, con el gasto de los hogares registrando su octava caída consecutiva en julio, afectado por la aceleración de la inflación. En este sentido, el consenso espera una desaceleración de la economía, y la expectativa de crecimiento para 2026 se ubica en 0.7% anual, desde 1.2% el año anterior.

En agosto el MSCI Japón rentó 3.3% en USD, un mejor desempeño que el Nikkei que avanzó 2.8% en el mes a pesar del sesgo tecnológico de este último. En este sentido, 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 22.2% para 2026 para el MSCI de Japón. Este optimismo ha sido respaldado por una sólida temporada de resultados corporativos, donde al 8 de septiembre han reportado el 98% de las compañías y en la que tanto las utilidades del MSCI Japón como en las del Nikkei han crecido más de 50% y han superado las expectativas en más de 25%.

En agosto, los inversionistas extranjeros continuaron aumentando su exposición a la renta variable japonesa por segundo mes consecutivo. 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 4.5 bn., según datos de la *Tokyo Stock Exchange* (TSE). Estas entradas siguieron estando respaldadas por la temática de inteligencia artificial y semiconductores, aunque hacia fines de mes se observó una ampliación del liderazgo del mercado hacia otros sectores, como bancos, maquinaria, construcción, servicios y algunas compañías ligadas a la demanda doméstica.

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

AUMENTA OW ACCIONES EMERGENTES: neutral China, OW Asia EM ex. China y aumenta OW LatAm

Las acciones emergentes rebotaron en agosto, pero no de manera sincronizada. América Latina se quedó atrás, negativamente incidida por Brasil, mientras que se observó una marcada recuperación en Asia EM ex China, de la mano de Taiwán y Corea del Sur. China, por su parte, perdió USD 0.3% (índice MSCI), en tanto seguimos conociendo datos magros de actividad económica. El rebote de los mercados accionarios ligados al sector tecnológico se observó como lo estábamos esperando, tras la corrección de julio. Por otro lado, el rumbo del mercado accionario brasileiro estará guiado por la contienda electoral.

AMÉRICA LATINA: AUMENTA EL OW

Los mercados latinoamericanos anotaron una caída de USD 0.7% en agosto (índice MSCI), con divergencias dentro de la región. Los índices accionarios de Brasil y México retrocedieron, mientras que los otros lograron un desempeño positivo (índices MSCI). En Brasil, el desempeño de mercado en el corto plazo estará determinado por el tema político, mientras que datos de inflación bajo lo esperado logran inyectar optimismo. Por otro lado, agosto fue otro mes de debilidad del

dólar, y fortaleza de metales industriales y preciosos. Dichas tendencias deberían mantenerse hacia adelante, lo que da sustento al mercado accionario de la región.

El mercado accionario **brasileño** se guía prácticamente solo por las perspectivas de las elecciones, y el rezago de agosto se revierte parcialmente en lo que va de septiembre. Lo anterior, se debe a una mejora de Flávio Bolsonaro en las encuestas, que está comenzando a marcar tendencia e incluso superar a Lula en el segundo turno, según algunos sondeos. A su vez, estas situaciones se enmarcan en nuevos escándalos de corrupción que esta vez se asocian más al presidente actual. En primer lugar, su hijo ha sido acusado de tráfico de influencias, en particular con el Ministerio de Salud. Por otro lado, se filtraron mensajes entre el juez de la Corte Suprema, Alexandre de Moraes -uno de los principales opositores de Jair Bolsonaro-, y Daniel Vercaro, principal investigado por el caso del Banco Master. A raíz de lo anterior, encuestas muestran que más de un 50% está de acuerdo con una destitución de Moraes. Esto marca un punto de inflexión en la política brasileña, con un escándalo financiero haciéndose público y la población pidiendo un cambio. En medio de esto, el mandatario sigue aprobando políticas que apuntan a elevar su aprobación, como reducir los impuestos a los combustibles y a las importaciones de valor menor a USD 50. Sin embargo, la desaprobación aumentó tras los escándalos de corrupción previamente mencionados. Pasando a lo macro, si bien el PIB del segundo trimestre sorprendió al alza, el crecimiento se desaceleró a 0.5% trimestral desestacionalizado y el tercer trimestre sería más débil. El dato de producción industrial de julio nos entrega señales al respecto, contrayéndose 0.5% anual. Los datos han llevado al mercado a ajustar a la baja sus proyecciones de crecimiento, y la última encuesta Focus prevé una expansión del PIB de 1.92% para este año, superior a la nuestra. Esto se condice con datos de inflación que sorprenden a la baja, con el dato de la primera quincena de agosto retrocediendo 0.4% mensual (4.24% anual). Así, el mercado también ajusta sus expectativas con respecto a la trayectoria de tasa Selic; si bien el recorte de 25 pbs. de septiembre está prácticamente internalizado, los precios comienzan a incluir una baja en noviembre de la misma magnitud, y nosotros creemos que en diciembre se podría repetir el movimiento. Pasando al mercado, durante agosto se observaron salidas de flujos del conjunto de fondos e ETFs (EPFR), que se mantienen durante la semana terminada el 4 de septiembre. Por el lado de las valorizaciones, el índice MSCI de Brasil transa ~9 veces en la razón P/U *fwd.*, bajo de su promedio de 10 años (13x). En conclusión, las elecciones generales de Brasil van a definir el rumbo del mercado accionario, pero las últimas encuestas muestran una tendencia favorable para Flávio Bolsonaro, empezando a eventualmente anticipar un giro hacia un gobierno más promercado. Por otro lado, las valorizaciones siguen descontadas y comienza a abrirse el camino para que el Banco Central realice recortes de tasa más agresivos, por lo que se decide **aumentar la posición overweight en acciones brasileñas.**

En **México**, el IPC Mexbol retrocedió USD 0.3% en agosto, con un desempeño mejor que LatAm, pero rezagado respecto a mercados emergentes. Si bien la bolsa mexicana en moneda local registró un rendimiento más débil, la apreciación del peso mexicano de 2.0% en agosto ayudó a compensar parcialmente las pérdidas. Durante el mes, el mercado siguió atento a las negociaciones en torno al T-MEC, donde persiste la presión de EE.UU. sobre México en temas de migración, narcotráfico y comercio. Para aliviar las tensiones, México endureció medidas antidumping contra acero de China y Vietnam para preservar su posición exportadora, la cual sigue mostrando fortaleza (exportaciones a EE.UU., +34% YoY en julio). Además, se observaron quiebres en la relación entre EE.UU. y Canadá, donde se comenzaron a aplicar aranceles entorno al 50%, lo que abre una oportunidad para México de jugar un rol de mediador en lo que viene de las reuniones decisivas de la semana del 14 de septiembre. 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 agosto con un 68% de aprobación, debido principalmente a apoyos sociales impulsados por la administración. Sin embargo, seguridad,

corrupción y crimen organizado continúan siendo los principales focos de insatisfacción para la población, mientras que el ruido político interno continúa, con aumentos de tensión dentro de Morena. Hacia adelante, la presentación del presupuesto fiscal será un evento clave para el mercado, el cual evaluará la credibilidad de la consolidación fiscal, donde un déficit cercano a 3.5% del PIB sería una señal positiva para los activos mexicanos, mientras que cifras más cercanas a 4.5% podrían reavivar las preocupaciones de las agencias calificadoras respecto a la trayectoria de deuda soberana. Por el lado macro, se observan señales de estabilización más que de aceleración. El PIB del primer semestre creció 1.1% anual, llevando a una revisión en las expectativas de crecimiento para 2026 desde 1.1% a 1.5%, mientras que para 2027 se mantiene en 2.0%, de acuerdo con el Banxico. Por otro lado, la inflación quincenal de agosto se acelera a 3.3% anual mientras que la subyacente se desacelera, sin embargo, la preocupación y foco está en el componente de servicios que continúa sobre 4.0% en doce meses. Un factor que ha ayudado a contener la inflación ha sido la constante apreciación del peso mexicano, el cual ya rompió la barrera de los 17 pesos por dólar. De igual manera, ambos registros se ubicarían bajo 4.0% al cierre de este año de acuerdo con la encuesta de expectativas del Banxico. Por el lado de política monetaria, el Banxico mantuvo la tasa en 6.50% por segunda reunión consecutiva durante agosto, manteniendo un tono neutral, y se espera que la tasa no esté sujeta a cambios en lo que queda de 2026 y para 2027. Por el lado del mercado, las valorizaciones se encuentran en el promedio de 5 años, pero bajo el de 10 años, y hubo salida de flujos de inversión del conjunto de ETFs por 1.1% del AUM, pero entradas al principal ETF -el único dentro de la región- durante el último mes por 4.6% del AUM. Asimismo, el posicionamiento de inversionistas en acciones mexicanas permanece en niveles históricamente bajos, lo que limita parte del riesgo de nuevas salidas y abre espacio para una eventual normalización de flujos. De esta manera, con un T-MEC en fase decisiva, *momentum* de flujos mixtos, pero valorizaciones que muestran descuento, **se decide mantener la posición neutral en acciones mexicanas**, reconociendo el valor con selectividad.

El mercado **chileno** destacó durante agosto y el IPSA subió USD 2.3% en el mes. Lo anterior, a pesar de que el peso chileno se depreció un 0.3% durante el mismo periodo. Una serie de factores se están dando de manera coordinada para respaldar las acciones chilenas. A nivel político, se aprobó rápidamente la Ley de Reconstrucción Nacional, que agregaría entre 0.5 y 1 punto porcentual al crecimiento el próximo año, y además contiene una serie de medidas que podrían gatillar *inflows* a los activos de riesgo chilenos. Por otro lado, el nuevo régimen de inversión de la reforma de pensiones también derivaría en entradas de flujos a las acciones chilenas, a la vez que la reforma al mercado de capitales mejoraría la profundidad. Por otro lado, el índice de incertidumbre económica cae 17% en agosto en comparación con el mismo mes de 2025. Además, el precio del cobre siguió al alza durante el octavo mes del año, y acumula subidas adicionales en lo corrido de septiembre, dando soporte a los activos chilenos. Si bien las últimas noticias económicas son negativas, con la actividad de julio cayendo un 1.5% interanual, las perspectivas para 2027 se fortalecen y el PIB se expandiría ~3.0%. Gran parte de la caída de julio estuvo negativamente incidida por factores climáticos, pero de todas maneras la actividad avanza lento, por lo que no supone presiones inflacionarias en los componentes subyacentes. Así, la inflación oscilará en torno a 4% el resto del año, para volver a la meta del Banco Central (3%) en mayo de 2027. En ese sentido, el Banco Central mantendría la TPM en 4.50% el resto del año, y creemos que puede haber espacio para una baja de 25 pbs. el próximo año. A inicios de septiembre, cambió el proveedor del índice accionario del IPSA y entró una nueva acción al índice. De igual forma, esperamos un crecimiento de utilidades de doble dígito de nuevo este año, con valorizaciones que se ubican ~12.8 veces (P/U *fwd.*), por debajo de lo que justifican los fundamentos. Durante agosto entraron flujos por USD 6 millones al conjunto de ETFs de acciones chilenas. De esta manera, se consolidan los vientos a favor para los activos de riesgo, por lo que se decide **aumentar el OW en acciones chilenas**.

En **Colombia**, el COLCAP cayó USD 0.8% en agosto, marginalmente por debajo de América Latina, corrigiendo parte del fuerte rally acumulado tras las elecciones, mientras el peso colombiano se depreció 2.2%. En el plano político, la administración de Abelardo de la Espriella enfrentó su primer gran desafío tras el terremoto de magnitud 7.4 ocurrido a comienzos de agosto, que obligó a declarar estado de emergencia, elevando los desafíos fiscales y obligando a compatibilizar la agenda económica con las labores de reconstrucción. El principal catalizador para los activos colombianos será la consolidación fiscal. El sinceramiento de las cuentas públicas reveló una situación fiscal más compleja de lo anticipado, con reconocimiento de pasivos ocultos y con déficits proyectados cercanos a 7% del PIB para este año, por lo que la ejecución del ajuste fiscal será determinante para sostener la confianza de los inversionistas. En el frente macroeconómico, los datos mantuvieron un tono favorable durante el mes. El PIB del segundo trimestre creció 3.5% interanual, superando expectativas y mostrando una recuperación más sólida de la actividad, impulsado principalmente por gasto público. Esto llevó a revisar al alza el crecimiento esperado para 2026 a 2.5%. Por otro lado, el 31 de julio el BanRep mantuvo la tasa de referencia en 12.00%, decisión que contrastó con las expectativas de parte del mercado y reflejó una postura cautelosa ante riesgos inflacionarios todavía presentes. Por su parte, la inflación de agosto se aceleró a 6.2% desde 6.0% anual, retomando las presiones inflacionarias, principalmente por parte del componente de servicios y entregando cierta presión a la decisión del BanRep. En este contexto, el mercado continúa anticipando un aumento adicional de la tasa al cierre de este año. 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 agosto, sugiriendo una toma de utilidades luego del fuerte rally observado desde las elecciones. De esta manera, tras el fuerte desempeño acumulado del COLCAP, valorizaciones menos atractivas y los mayores desafíos fiscales derivados de la reconstrucción del terremoto, **mantenemos una posición neutral en acciones colombianas.**

El MSCI NUAM **Perú** rentó USD 4.6%, mostrando un *outperformance* respecto de otros pares de Latinoamérica, mientras el sol se apreció 0.8% frente al dólar, reflejando la combinación de fundamentos macroeconómicos sólidos y un entorno regional respaldado por la debilidad del dólar. En el ámbito político, agosto estuvo marcado por el primer mes de gobierno de Keiko Fujimori, período en el que comenzó a ponerse a prueba la gobernabilidad de la nueva administración. La encuesta más reciente presenta a la presidente con un 53% de aprobación, donde logró conformar un gabinete con perfiles económicos sólidos, el cual fue bien recibido por los inversionistas, sin embargo, el mercado ha comenzado a exigir señales concretas de ejecución. La demora en el envío de las facultades legislativas y la falta de avances visibles en materias prioritarias, especialmente seguridad ciudadana, han incrementado las dudas respecto de la capacidad de la administración para materializar una agenda procrecimiento. En paralelo, el contexto del Fenómeno del Niño añade presión sobre la administración, obligándola a compatibilizar medidas de prevención y apoyo económico con el cumplimiento de las elevadas expectativas que acompañaron el cambio de gobierno. En términos macroeconómicos, las señales continúan siendo favorables. El PIB del segundo trimestre creció 2.6% anual, superando las expectativas del mercado y mostrando una composición saludable, impulsada principalmente por la inversión privada y la demanda interna. Destacó particularmente el dinamismo de sectores no primarios como construcción y comercio, que compensaron la debilidad observada en pesca y agricultura producto de los efectos climáticos asociados al Fenómeno del Niño. Asimismo, el Banco Central mantuvo la tasa de referencia en 4.25% y se espera que se mantenga en ese nivel para la reunión del 10 de septiembre, argumentando que las recientes presiones inflacionarias responden principalmente a factores transitorios. Aunque la inflación se aceleró a 4.44% anual en agosto, sobre el rango meta, la autoridad continúa observando efectos de segunda vuelta acotados. 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 agosto se vieron entradas de flujos del conjunto de ETFs por un 0.1% del AUM y salidas de 1.5% del AUM del principal ETF, reflejando una toma de utilidades luego del buen desempeño observado tras las elecciones. Así, si bien la actividad continúa mostrando resiliencia y las expectativas respecto de la nueva administración siguen siendo favorables, la atención del mercado se ha desplazado hacia la capacidad de ejecución del gobierno. En este contexto, las altas expectativas ya incorporadas en precios y la incertidumbre sobre la implementación de reformas nos llevan a **mantener la posición neutral en acciones peruanas**.

En **Argentina**, el Merval retrocedió USD 9.1% durante agosto, ubicándose con el peor desempeño dentro de la región, mientras que el peso argentino se depreció frente al dólar. El mercado continúa evaluando la sostenibilidad del proceso de estabilización macroeconómica, en un contexto donde la actividad doméstica aún no logra acompañar plenamente la mejora observada en los sectores exportadores. En el ámbito político, la continuidad de Javier Milei sigue siendo el escenario base, favorecida por una oposición fragmentada y una mejora en los niveles de confianza en el gobierno durante el mes, aunque dicho avance contrasta con una confianza del consumidor que continúa debilitada. La disciplina fiscal permanece como uno de los principales pilares del programa económico, con superávit primario y financiero acumulados durante el año, mientras que Vaca Muerta consolida su aporte estructural a la generación de divisas, impulsando a gran escala las exportaciones energéticas (cerca del 50% del superávit comercial). Los indicadores económicos continuaron apuntando a una consolidación del proceso de estabilización macroeconómica. En particular, la inflación de julio se vuelve a acelerar a 2.1% mensual, su mayor nivel desde julio 2025 y se espera que cierre el año en 30% anual, según REM. Asimismo, las expectativas de crecimiento para 2026 fueron revisadas a la baja hasta 2.1%, reflejando una visión más cauta respecto de la recuperación de la demanda interna. La economía sigue mostrando una dinámica en "K", donde los sectores transables avanzan más rápido que aquellos intensivos en empleo y consumo interno, lo cual sugiere que el proceso todavía enfrenta desafíos importantes. 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 3.4% 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 *underperformance* durante agosto respecto de pares asiáticos, retrocediendo USD 0.3% (índice MSCI), en un contexto donde el conjunto de ETFs registró salidas netas de flujos equivalentes a 13.6%, del AUM en el mes. Aun así, 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 en línea con su promedio histórico, pero actualmente caras relativo a otros países emergentes.

Hasta el 7 de septiembre, el 95% de las compañías del índice MSCI China han reportado sus resultados del segundo trimestre. Durante la temporada, a pesar de que tanto las ventas como las utilidades han reportado crecimiento de 12.5% y 25% respectivamente, estas no han logrado sorprender al mercado. De esta forma, las expectativas de crecimiento de utilidades se mantuvieron respecto del mes anterior, y se espera un crecimiento de 13.8% para 2026. Lo anterior se compara de manera negativa respecto de otros mercados emergentes, donde en su conjunto se espera un crecimiento de las utilidades de 76.7% para el mismo año.

Durante agosto se intensificaron los preparativos para la reunión entre el presidente Xi Jinping y Donald Trump programada para fines de septiembre. Las discusiones preliminares han estado centradas en comercio, inteligencia artificial, controles tecnológicos y seguridad económica. Si bien ambas partes han mostrado disposición a estabilizar la relación bilateral, persisten diferencias importantes respecto a transferencias tecnológicas, comercio exterior y liderazgo en inteligencia artificial, manteniendo la incertidumbre sobre la evolución de las relaciones entre las dos principales economías del mundo.

El panorama económico continúa débil, y con el gobierno privilegiando una estrategia de apoyo focalizado, sobre la implementación de estímulos de gran magnitud. En este sentido, el consumo interno continúa sin mostrar señales claras de recuperación y las ventas minoristas se desaceleraron hasta 0.6% anual en julio, desde 1.0% en junio. Esta moderación respondió principalmente a una menor demanda por automóviles y electrodomésticos, así como a la persistente cautela de los hogares en un contexto de baja confianza y debilidad prolongada del mercado inmobiliario.

Por otro lado, la inversión continuó deteriorándose durante julio, registrando una contracción de 6.7% anual en lo corrido del año y profundizando la debilidad observada en meses previos. Lo anterior refleja un menor dinamismo tanto en la construcción como en los proyectos de inversión privada, en un contexto de baja rentabilidad y moderadas perspectivas de crecimiento. Si bien algunos segmentos vinculados a tecnología y manufactura avanzada mantienen un desempeño más resiliente, estos no han sido suficientes para compensar el ajuste en vivienda y la cautela del sector privado.

En línea con lo anterior, las autoridades anunciaron una inyección cercana a USD 45 mil millones al sistema financiero mediante la emisión de bonos especiales. Los recursos estarán dirigidos principalmente a fortalecer los balances de determinados bancos y aseguradoras, con el objetivo de ampliar la capacidad de crédito e impulsar la demanda interna, uno de los principales factores que ha limitado el crecimiento económico durante los últimos trimestres.

En contraste, los sectores productivos continúan mostrando una dinámica favorable, particularmente aquellos vinculados a la inteligencia artificial, electrónica y semiconductores. En este contexto, se espera que la producción industrial se acelere hasta 4.8% anual en agosto (4.5% en julio), impulsada por una mayor fabricación de productos tecnológicos, incluyendo baterías, robots industriales y componentes electrónicos. En línea con esto, se vieron señales positivas en los indicadores de actividad manufacturera, reflejadas en el PMI del sector (RatingDog), que avanzó desde 50.9 puntos en julio a 51.5 puntos en agosto.

Por otro lado, el motor de la economía china continúa siendo el sector exportador. En agosto las exportaciones se aceleraron a 25% anual (23.9% en julio), 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. Sin embargo, este crecimiento está generando desequilibrios y aumentando las tensiones con sus socios comerciales, preocupados de que el dominio manufacturero de China a lo largo de la cadena global de valor esté debilitando sus propias industrias.

Con el aumento en los precios del petróleo, China habría comenzado a salir escenario deflacionario que ha caracterizado a su economía en los últimos meses. Sin embargo, los últimos datos están reavivando los temores deflacionarios. Si bien se espera que la inflación de agosto se acelere a un 0.8% anual, se encuentra en un contexto de economía interna debilitada y un índice de precios al productor que se espera se acelere en línea con mayores costos energéticos.

En materia cambiaria, agosto estuvo marcado por una apreciación moderada del renminbi en respuesta al debilitamiento global del dólar. Sin embargo, el Banco Popular de China ha mostrado una menor disposición a permitir un fortalecimiento significativo de la moneda, interviniendo a través de fijaciones diarias de menor magnitud a las sugeridas por los movimientos de mercado. Esta estrategia refleja la prioridad de las autoridades por preservar la competitividad del sector exportador y evitar un endurecimiento de las condiciones financieras en un contexto de demanda interna aún debilitada. Así, pese a las presiones de apreciación observadas durante las últimas semanas, las autoridades continúan privilegiando la estabilidad cambiaria, sugiriendo que el renminbi podría mantener una trayectoria relativamente estable en los próximos meses.

De esta forma, haciendo un balance de riesgos, destacan los avances en inteligencia artificial, la resiliencia del sector exportador y una creciente atención por parte de gestores globales. Sin embargo, persisten desafíos importantes asociados a la debilidad de la demanda interna, la contracción de la inversión y la incertidumbre derivada de las tensiones geopolíticas con Estados Unidos, por lo que **se decide mantener la posición neutral en acciones chinas**. Cabe mencionar que una reversión del *momentum* negativo de flujos, podría dar una señal relevante para replantear esta posición y mejorar la percepción sobre la renta variable china.

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se mantiene la posición OW

El **MSCI Asia Emergente ex China** rentó 4.6% en USD durante agosto, impulsado principalmente por Corea del Sur y Taiwán, cuyos índices MSCI avanzaron 26.9% y 20.7% en dólares respectivamente. A diferencia de julio, cuando predominó la preferencia por mercados más defensivos, agosto estuvo marcado por un renovado impulso de la temática de inteligencia artificial. A ello se sumó una sólida temporada de resultados corporativos y las medidas implementadas por las autoridades surcoreanas para reducir el apalancamiento en el mercado accionario, factores que contribuyeron a disminuir la volatilidad observada en los meses previos. Además, la región continúa exhibiendo perspectivas económicas favorables y valorizaciones atractivas, particularmente en Corea del Sur. En este contexto, **se mantiene la sobreponderación en Asia Emergente ex China**, con una preferencia por Taiwán y Corea del Sur debido a su exposición a la cadena global de inteligencia artificial.

El **mercado accionario indio** (MSCI) registró un *underperformance* frente a pares emergentes en agosto y avanzó USD 0.2%, siendo un mercado que, en un entorno de *risk on* ligado a la IA, suele ser uno de los principales perdedores. En términos de valorizaciones, las acciones transan con descuento, con una razón P/U *fwd.* bajo su promedio de 5 y 10 años y a una desviación estándar. A pesar de lo anterior, disminuyeron por segundo mes consecutivo las posiciones subponderadas del mercado indio en los portafolios globales, lo que podría traducirse en una búsqueda de refugio ante el *trade* de AI. Hasta la fecha, el 99% 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 4.8%, lo que sorprende al mercado. Por su parte, las ventas mostraron un crecimiento de 18.2% anual, sorprendiendo en un 4.2%. En términos macroeconómicos, la economía india creció un 7.8% anual durante el segundo trimestre. Si bien esta cifra representa una moderación respecto al crecimiento de 8.6% registrado en el primer trimestre, reafirma la resiliencia de la actividad económica frente a los efectos del conflicto geopolítico y del fenómeno de El Niño. El crecimiento estuvo impulsado tanto por una mejora de la balanza comercial como por una aceleración de la demanda interna, con el consumo y la inversión como principales motores de la actividad. En este sentido, el Banco de la Reserva de la India (RBI) destacó la resiliencia de la economía india, proyectando un crecimiento de 6.7% para 2026. En el sector externo, las exportaciones de julio se aceleraron a 19.6% anual (15.5% anterior), mientras que las importaciones se desaceleraron 17.5% anual (31% anterior) por menores

importaciones petroleras. Sin embargo, el impacto macroeconómico del sector externo es relativamente limitado, ya que las exportaciones representan cerca de 22% del PIB, reflejando una economía cuyo crecimiento depende principalmente de la demanda interna. Por otro lado, la producción industrial se desaceleró a 6.7% anual en julio (8.8% anterior), lo que se agudizó con el PMI manufacturero, que, si bien se encuentra en terreno expansivo, disminuyó a 52.9 pts. en agosto desde 53.5 pts. en julio. En términos de precios, el 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. En este contexto, si bien es un mercado defensivo —al no estar expuesto a la narrativa global de inteligencia artificial y una de las menores volatilidades de la región—, durante agosto se vieron salidas de flujos desde el principal ETF por 8.8% del AUM, a pesar de expectativas de crecimiento de utilidades que fueron corregidas al alza el mismo periodo. En el ámbito político, se realizó el *Monsoon Session*, donde el gobierno avanzó en su agenda reformista durante la sesión parlamentaria de julio-agosto, aprobando 11 proyectos de ley relacionados con minería, eficiencia regulatoria y digitalización financiera, reforzando la percepción de continuidad de políticas y estabilidad institucional. Por esto, junto con un panorama externo aún desafiante, falta de catalizadores, pero con valorizaciones que se encuentran atractivas y un panorama macroeconómico resiliente, **se decide mantener una exposición neutral en acciones indias.**

El mercado accionario de **Corea del Sur** registró una rentabilidad de 26.9% en dólares (índice MSCI) en agosto. Con ello, acumula un avance de USD 78.8% (al 2 de septiembre), un claro *outperformance* respecto de otros mercados emergentes y 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 en este mercado, Samsung Electronics y SK Hynix. Durante agosto, a pesar de dudas respecto de la sostenibilidad del ciclo de inversión asociado a inteligencia artificial, la sólida temporada de resultados corporativos reafirmó las perspectivas del mercado. En este sentido, el 100% de las compañías entregaron sus resultados con utilidades superiores a lo esperado, con sorpresas positivas de 24.3% y un crecimiento interanual de 471%, en el segundo trimestre. Como resultado, las expectativas de crecimiento de utilidades fueron revisadas al alza para 2026, proyectándose un crecimiento de 330%. Adicionalmente, durante agosto se vieron entradas de flujos al principal ETF equivalentes al 16.9% del AUM. A pesar del sólido desempeño del mercado, las valorizaciones en la razón P/U *fwd.* se encuentran transando en mínimos históricos y cerca de dos desviaciones estándar por debajo de su promedio de largo plazo. Por otra parte, tras la elevada volatilidad observada durante junio y julio, explicada por la alta concentración del mercado y la significativa presencia de posiciones apalancadas, las autoridades implementaron nuevas exigencias para los inversionistas que operan con este tipo de instrumentos, incluyendo programas de capacitación y simulaciones obligatorias. Estas medidas contribuyeron a reducir el apalancamiento desde USD 11.4 bn. a USD 5 bn. en pocos días, favoreciendo una menor volatilidad del mercado.

En el frente macroeconómico, se revisaron al alza las expectativas de crecimiento económico y el Banco de Corea (BoK, por sus siglas en inglés) espera un crecimiento de 3.3% anual para 2026 (2.6% anterior). En este sentido, el segundo trimestre de este año, la economía se aceleró y creció un 3.7% anual, impulsado por la demanda global ligada al sector tecnológico. El sector exterior continúa mostrando resiliencia, las exportaciones se aceleraron a 68.7% anual en agosto, lideradas por el boom de IA. De esta forma, considerando el superávit de cuenta corriente y la mejora en términos de intercambio, el won revirtió la tendencia depreciativa y durante el mes se apreció 4.6% respecto al dólar, y se espera una mayor apreciación para lo que queda del año. En términos de precios, la inflación se aceleró hasta 3.1% anual en agosto, manteniéndose por sobre la meta de 2% del Banco de Corea (BoK). En este contexto, la autoridad monetaria elevó la tasa de interés de referencia en 25 pbs., hasta 3.00%, en su reunión de agosto, respondiendo a las presiones inflacionarias

derivadas del aumento de los precios de la energía. Si bien el comunicado posterior mantuvo un sesgo *hawkish*, el tono fue más moderado que en reuniones previas, destacando el compromiso del Banco Central con contener las presiones inflacionarias y asegurar la convergencia de la inflación hacia su objetivo. 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 agosto con un *outperformance* respecto de pares emergentes, con una ganancia de USD 20.7% (índice MSCI). Con ello, acumula un avance de USD 69.6% en lo corrido del año (al 2 de septiembre). De esta forma, 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 principal ETF, alcanzando un 3.8% del AUM. Asimismo, las expectativas de utilidades han sido revisadas al alza, proyectándose un crecimiento de 57.9% para 2026. En este sentido, durante la temporada de reportes corporativos del segundo trimestre, han reportado el 99% de las compañías, con utilidades que crecen 117.6%, sorprendiendo al mercado en un 15.4%. Por su parte, las ventas crecieron un 44.5%, pero con sorpresas más moderadas. Desde el punto de vista macroeconómico, la actividad continúa mostrando resiliencia, y las autoridades taiwanesas aumentaron sus perspectivas de crecimiento económico para 2026, hasta 11.05%. Esto, impulsado por la fortaleza tanto del sector externo como de la economía doméstica. En cuanto al sector externo, si bien las exportaciones se desaceleraron en julio, crecieron 39% anual, ligadas al sector tecnológico. Además, se vio una aceleración de la producción industrial a 25.6% anual en julio, junto con órdenes de exportación que se aceleraron a 61.9% interanual el mismo mes. Cabe recalcar la resiliencia del PMI manufacturero que se ha mantenido en terreno expansivo desde diciembre de 2025, y que se ubicó en 54.9 pts. en agosto. 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, Taiwán y EE.UU. mostraron iniciativas para la formación de talentos en la industria de semiconductores, con el fin de abordar la escasez de capital humano especializado y fortalecer la cadena tecnológica, que es considerada una “industria crítica para ambos países”. 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 *underperformance* respecto a pares regionales, y rentaron un USD 2.3% (índice MSCI). Así, las valorizaciones se ubican 2 desv. est. bajo sus promedios de 5 y 10 años. Durante agosto se registraron entradas de flujos al principal ETF equivalentes a un 7.3% del AUM; sin embargo, las proyecciones de utilidades fueron revisadas a la baja en el último mes y se espera una contracción de 0.3% para 2026. Este desempeño y peores perspectivas macroeconómicas se explican por la alta vulnerabilidad del país asociada al conflicto geopolítico (por su elevada dependencia energética), y al fenómeno climático “El Niño”. En cuanto a la moneda, las medidas tomadas por el Banco de Indonesia (BI) y la debilidad del dólar vistas durante el mes ayudaron a aliviar las presiones sobre la rupia, de esta forma, a pesar de mayores precios energéticos, la moneda se apreció respecto del dólar un 2.2%. Aun así, la rupia acumula una depreciación de 6.1% en lo corrido del año (datos al 2 de septiembre). En línea con lo anterior, el BI en su reunión de agosto mantuvo la tasa de referencia en 5.75%, pero recalcando en su comunicado que la moneda se encuentra en el centro de sus preocupaciones. En términos macroeconómicos, la inflación de agosto se aceleró a 3.2% anual, sobre lo esperado, por presiones en precios de alimentos, pero presiones energéticas contenidas por subsidios implementados por el gobierno. De esta forma, se espera que la inflación anual termine en 3.4% este año, debido a los

impactos de El Niño. Tomando en cuenta este escenario, condiciones climáticas adversas, pero renovadas entradas de flujos y valorizaciones atractivas se **decide mantener el *underweight* de las acciones indonesias.**

El mercado accionario **tailandés** exhibió un *underperformance* frente a pares emergentes durante agosto y avanzó USD 1.8% (índice MSCI), transando la P/U *fwd.* bajo sus promedios de 5 y 10 años. En este sentido, las expectativas de utilidades fueron revisadas al alza y se espera un crecimiento de 11.1% para 2026. En línea con lo anterior, se vieron entradas de flujos al principal ETF por 6.4% del AUM, a pesar de verse salidas del conjunto de ETF por 2.9% del AUM el mes pasado. Por el lado macro, se corrigió al alza la expectativa de crecimiento económico desde 1.9% a 2.1% para este año. Las exportaciones de julio se aceleraron a 22.3% anual, con mayores exportaciones tanto tecnológicas como no tecnológicas, y en línea con una economía que muestra resiliencia, donde el PMI manufacturero continúa en terreno expansivo (53.8 pts. en agosto). En términos de precios, la inflación se aceleró por primera vez en cuatro meses, hasta 2.5% anual en agosto (1.9% anual en julio) y más de lo esperado por el mercado. Lo anterior, continúa dentro del rango del Banco de Tailandia (1.0%-3.0%, BoT), y de esta forma, la tasa se mantuvo en un 1% durante la reunión de agosto. 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 BoT. De este modo, ante mejores perspectivas de mercado y acciones que transan con descuento, **se decide mantener la posición neutral en acciones tailandesas.**

EMEA

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

Las acciones **sudafricanas** avanzaron USD 10% (índice MSCI) en agosto, con un *outperformance* respecto de pares regionales. Este mercado se vio positivamente impactado por el alza del oro – que ganó 9.7% – dada la alta correlación de las acciones con el metal precioso. Lo anterior se vio amplificado por una apreciación del Rand de 2.6% respecto del dólar, en línea con mejoras en los términos de intercambio. Con respecto a las valorizaciones, las acciones transan bajo promedios de 5 y 10 años en la razón P/U *fwd.* A pesar de lo anterior, durante agosto se vieron salidas de flujos del principal ETF por 3.2% del AUM y las expectativas de crecimiento de utilidades fueron revisadas a la baja, y se espera una expansión de 38.7% para 2026. En el plano macroeconómico, la economía se desaceleró a un 0.9% anual, decepcionando al mercado (1.2% esperado, 1.9% dato anterior) e impactada principalmente por el sector minero y manufacturero. En línea con lo anterior, el presidente Cyril Ramaphosa busca impulsar el crecimiento para los próximos años vía inversión, con tal de a su vez, disminuir el desempleo que llega a máximos de 33.6% durante el segundo trimestre. Por el lado de la actividad, el PMI manufacturero aumentó a 50.5 pts. en agosto (50.3 pts. en julio), en línea con una producción de oro que se acelera a 6.2% anual en junio, luego de una contracción de 4.4% en mayo. La inflación se desaceleró en julio a 4.3% anual, pero se espera una aceleración 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 la inmigración ilegal, se **decide mantener en neutral las acciones sudafricanas.**

Las acciones **turcas** rentaron un USD 6.7% (índice MSCI) en agosto, bajo pares emergentes. En paralelo, la lira turca continuó depreciándose frente al dólar, con una caída de 1.5% durante el mes y acumulando una pérdida de 11% (datos al 2 de septiembre) en lo que va del año, presionada por mayores precios energéticos. Desde una perspectiva macro, la

economía se desaceleró a 2.3% anual durante el segundo trimestre, decepcionando al mercado que esperaba un crecimiento de 2.5%. Esto, junto con expectativas de crecimiento económico que fueron revisadas a la baja por las autoridades desde 3.0% a 2.9% para 2026 y de 4.3% a 4.2% para 2027. Por otro lado, las presiones inflacionarias ceden lentamente y en agosto se desacelera a 31.5% interanual desde 31.8% en julio. Sin embargo, el Banco Central aumentó sus proyecciones inflacionarias para 2026 de 26% a 28%, debido a la incertidumbre geopolítica, la volatilidad en precios tanto en el mercado energético como en alimentos. 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, las valorizaciones transan sobre promedios de 5 y 10 años en términos de P/U *fwd*. A pesar de lo anterior, durante agosto se observaron entradas al conjunto de ETF por 1.5% del AUM, con expectativas de crecimiento de utilidades que fueron revisadas a la baja. En este sentido, con riesgos macroeconómicos que se han intensificado y valorizaciones transando sobre promedios históricos **se decide mantener la subponderación en las acciones turcas.**

El mercado accionario de **Arabia Saudita** rentó en agosto USD 5.2% (índice MSCI). Las renovadas tensiones relacionadas al conflicto de Medio Oriente han generado nuevas interrupciones en el mercado energético, no sólo por una caída en los flujos petroleros a través del Estrecho de Ormuz, sino que también la exportación del crudo a través del Mar Rojo en el Estrecho Bab al Mandeb. En este sentido, se espera que la economía saudí se desacelere a 0.6% anual en 2026. En términos de producción, el PMI de agosto aumentó y se ubica en 53.8 pts. (53.1 pts. en julio), a pesar de una producción industrial que se contrajo 16.3% anual en junio. 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 23.6% para 2026. En agosto, se vieron salidas de flujos del principal ETF equivalentes al 12.4% 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, nos llevan a **aumentar el *underweight* en acciones saudíes.**

RENTA FIJA

US TREASURIES: se mantiene el neutral en *treasuries* de 2 años, la subponderación en bonos de 30 años y el OW en TIPS, mientras que se neutraliza la posición en bonos de 10 años desde *underweight*

Durante agosto, las tasas de los bonos del Tesoro estadounidense registraron movimientos relevantes, impulsados principalmente por el anuncio del Tesoro de ampliar su programa de recompra de deuda de largo plazo y por los comentarios de Kevin Warsh en Jackson Hole. La medida del Tesoro fue interpretada como una señal de incomodidad frente a los niveles alcanzados por las tasas largas, provocando una caída inicial en ese tramo y un aplanamiento de la curva, aunque el efecto se revirtió parcialmente en las jornadas posteriores. Por su parte, el discurso de Warsh en Jackson Hole reafirmó el compromiso del Fed con la estabilidad de precios y elevó las expectativas de una política monetaria más restrictiva, presionando principalmente los vencimientos cortos y medios y generando un nuevo aplanamiento. A ello se

sumó la reescalada del conflicto en Medio Oriente, que impulsó nuevamente el precio del petróleo y elevó las expectativas de inflación. De esta forma, en la comparación mensual, las tasas cortas y medias cerraron al alza, mientras que los plazos largos registraron variaciones más acotadas, aunque permanecen en niveles elevados y cercanos a sus máximos de dos décadas.

En EE.UU., la actividad económica continúa mostrando resiliencia, aunque con señales de moderación. El PIB del segundo trimestre creció 1.5% anualizado, bajo lo esperado, aunque se mantiene la contribución positiva del consumo. Para este año, el consenso de Bloomberg sigue proyectando un crecimiento de 2.1%, nivel superior al potencial de la economía. En materia de precios, la inflación PCE fue levemente superior a lo previsto y llegó a 3.7% anual, con su componente subyacente en 3.3%, confirmando que las presiones continúan por sobre la meta del Fed. En cuanto al mercado laboral, la creación de empleo sorprendió al alza en agosto, junto con una revisión del registro de julio desde una destrucción a una generación de empleo. La tasa de desempleo se mantuvo estable, acompañada por un aumento de la participación laboral. En conjunto, los antecedentes siguen reflejando una economía firme, aunque con cierta pérdida de dinamismo y presiones inflacionarias que aún limitan el margen para una política monetaria menos restrictiva.

En materia de política monetaria, el discurso de Kevin Warsh en *Jackson Hole* fue el principal acontecimiento del mes. El presidente del Fed reafirmó su compromiso con la estabilidad de precios y mantuvo un tono restrictivo, señalando que la inflación continúa siendo el principal riesgo, pese a la moderación observada en los últimos meses. El mensaje contrastó con las opiniones divergentes expresadas por distintos miembros del *Federal Open Market Committee* durante agosto, reflejando la falta de consenso respecto de la trayectoria más adecuada para las tasas. Tras los comentarios de Warsh y la fortaleza del reporte laboral de agosto, el mercado elevó la probabilidad de un alza de 25 pbs. en septiembre, aunque las expectativas permanecen divididas y podrían ajustarse nuevamente tras la publicación del CPI de agosto. En cualquier caso, el escenario implícito continúa contemplando al menos un incremento durante lo que resta del año y mantiene abierta la posibilidad de un ajuste adicional durante la primera parte de 2027, evidenciando una trayectoria de política monetaria más restrictiva que la anticipada antes 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, se mantuvo bajo de su promedio histórico, pese a los movimientos registrados tras el anuncio del Tesoro y los comentarios de Kevin Warsh en Jackson Hole. En cuanto a las expectativas de inflación, los *breakevens* aumentaron durante agosto, en línea con el repunte del precio del petróleo, con un ajuste más pronunciado en los vencimientos cortos. Actualmente, los *breakevens* a 2, 5 y 10 años se ubican en 2.47%, 2.38% y 2.35% respectivamente. A pesar de esta alza, sus niveles continúan reflejando expectativas de inflación relativamente ancladas a diferentes plazos. En este escenario, se mantiene la sobreexposición en instrumentos indexados a la inflación (TIPS), principalmente por el atractivo nivel de las tasas reales y por su capacidad de actuar como cobertura frente a eventuales sorpresas inflacionarias.

En este contexto, el posicionamiento en *Treasuries* mantiene una postura cautelosa frente a la duración, considerando que las tasas reales permanecen elevadas y que las presiones estructurales sobre los tramos largos continúan vigentes. Se conserva la posición neutral en bonos del Tesoro a 2 años, ante la división del mercado respecto de la reunión de septiembre y la expectativa de al menos un alza en lo que resta del año. Por su parte, la posición en el tramo de 10 años se neutraliza desde *underweight*, dado que el nivel actual de tasas comienza a ofrecer un punto de entrada más equilibrado, mientras que el programa de recompras del Tesoro podría entregar cierto respaldo a esta parte de la curva, aunque su impacto podría ser acotado. En contraste, se mantiene la subponderación en bonos a 30 años, donde las tasas siguen expuestas a presiones asociadas a los

desequilibrios fiscales y a una mayor demanda estructural de capital. Finalmente, se conserva la sobreponderación en TIPS, respaldada por el atractivo nivel de las tasas reales y su capacidad de actuar como cobertura frente a eventuales sorpresas inflacionarias.

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se aumenta el UW

Durante agosto, la curva de tasas de los bonos del Tesoro estadounidense se vio presionada por dos catalizadores. Por un lado, el anuncio del Tesoro de ampliar su programa de recompra de bonos de largo plazo y por otro, los comentarios de Warsh en Jackson Hole reforzaron las expectativas de una política monetaria más restrictiva y volvieron a presionar las tasas cortas, dando lugar a un aplanamiento de la curva. A esto se sumó la reescalada del conflicto en Medio Oriente, que impulsó nuevamente las expectativas de inflación, manteniendo la incertidumbre en los mercados de renta fija.

En EE.UU., el discurso de Kevin Warsh en Jackson Hole se convirtió en el principal catalizador para las expectativas de política monetaria. El presidente ratificó su postura restrictiva y reafirmó que la inflación continúa siendo el principal riesgo, señalando que todavía no existe evidencia suficiente de una convergencia sostenida hacia la meta de 2.0% anual. En materia de precios, si bien la inflación ha disminuido, el PCE de julio se ubicó levemente sobre las expectativas, elevando la relevancia del CPI de agosto para la próxima decisión de tasas. Por su parte, el mercado laboral sorprendió con una fuerte creación de empleo, mientras que los indicadores de actividad entregaron señales mixtas y apuntaron a un menor dinamismo. En este escenario, el mercado permanece dividido entre un alza de 25 pbs. y una mantención de la tasa en septiembre, por lo que la próxima publicación de inflación será determinante para orientar las expectativas hacia una de estas alternativas.

En Europa, la inflación volvió a acelerarse en agosto, superando nuevamente 3.0% anual, impulsada principalmente por el repunte del componente energético. Por su parte, la actividad mostró una evolución más favorable, luego de que el crecimiento del PIB del segundo trimestre fuera revisado al alza. Esta mayor resiliencia económica entrega al BCE espacio para responder ante la reaceleración de los precios, por lo que el mercado espera un alza de 25 pbs. en la tasa de referencia durante la reunión de septiembre.

De esta forma, las expectativas apuntan a una política monetaria más restrictiva en ambas regiones. Más allá de la decisión inmediata de cada banco, el mercado sigue anticipando que el Fed realizará al menos un incremento de 25 pbs. durante lo que resta de 2026. De esta forma, tanto el Fed como el BCE avanzarían hacia condiciones monetarias más restrictivas, aunque aún no existe claridad respecto de cuándo se materializará el próximo movimiento del Fed.

Adicionalmente, el aumento de las necesidades de financiamiento de las grandes compañías tecnológicas introduce el riesgo de un eventual *crowding out* en los mercados de deuda. El mayor volumen de emisiones corporativas podría competir con los bonos soberanos por la demanda de los inversionistas, favoreciendo una reasignación parcial desde *Treasuries* hacia instrumentos de crédito. Esto incrementaría la oferta total de deuda disponible y dificultaría su absorción por parte del mercado, generando presiones adicionales al alza sobre las tasas de interés.

En agosto, la clase de activo tuvo una rentabilidad de USD 0.3%. Si bien los *yields* se mantienen sobre promedios históricos y ofrecen un nivel atractivo de retorno corriente, los *spreads* continúan en rangos muy comprimidos, reflejando una elevada demanda por instrumentos de mayor calidad crediticia y dejando escaso margen para ganancias adicionales por compresión. Incluso frente al aumento de las emisiones corporativas, los diferenciales no han mostrado una

ampliación relevante, por lo que el valor se concentra en oportunidades específicas y no en el segmento de manera general. En este escenario, las valorizaciones exigentes se suman a la mayor duración de la clase de activo y a una prima por plazo que todavía ofrece una compensación insuficiente frente al riesgo de tasas. Considerando además la posibilidad de una política monetaria más restrictiva en EE.UU. y Europa, **se aumenta el *underweight* en Global IG.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene el UW

La clase de activo subió USD 0.9% durante agosto, ubicándose entre los segmentos de mejor desempeño de la renta fija global. Los *yields* permanecen por sobre sus promedios históricos, manteniendo atractivo el retorno proveniente del *carry*. Sin embargo, los *spreads* volvieron a comprimirse durante el mes y cerraron cerca de sus mínimos, lo que deja escaso margen para ganancias adicionales por esta vía y ofrece una compensación acotada frente al riesgo crediticio. A ello se suma que los flujos hacia *High Yield* han mostrado una trayectoria menos consistente que los dirigidos a instrumentos de mayor calidad, aunque todavía se mantienen positivos en lo acumulado del año.

En este escenario, la principal fuente de retorno continúa siendo el *carry*, mientras que las valorizaciones actuales exigen una mayor selectividad dentro del segmento. Por otra parte, el tono restrictivo del Fed, la persistencia de presiones inflacionarias y la incertidumbre sobre la trayectoria de las tasas mantienen el riesgo de nuevos episodios de volatilidad y de un eventual endurecimiento de las condiciones financieras. Estos factores adquieren especial relevancia para una clase de activo más sensible al ciclo económico, cuyos diferenciales ofrecen una protección limitada frente a un deterioro del entorno global. Considerando además el mayor atractivo relativo de otras alternativas dentro de la renta fija, **se mantiene la posición *underweight* en Global High Yield.**

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

Durante agosto, las tasas globales exhibieron una mayor volatilidad, en un contexto marcado principalmente por los comentarios de Kevin Warsh en Jackson Hole a finales del mes, donde reafirmó una postura más restrictiva. A ello se sumó el anuncio del Tesoro estadounidense de ampliar su programa de recompra de bonos de largo plazo, reflejando cierta incomodidad frente a los niveles alcanzados por las tasas en estos tramos de la curva. Pese a esto, los plazos largos permanecen cerca de sus máximos de varios años, mientras que el mercado se mantiene dividido respecto de la decisión que adoptará el Fed en septiembre. Las tensiones en Medio Oriente volvieron a generar volatilidad en el mercado de bonos, con el repunte del petróleo generando nuevas presiones al alza sobre las tasas de interés. En este escenario, la deuda emergente subió en agosto; la deuda soberana superó a su equivalente desarrollado y rentó USD 0.9%, mientras que la parte corporativa avanzó USD 0.6%, aunque quedando rezagada frente a su par desarrollado.

La deuda soberana emergente volvió a destacar en agosto como una de las clases de activo de mejor desempeño dentro de la renta fija global. La perspectiva continúa siendo constructiva, apoyada en fundamentos macroeconómicos relativamente favorables y en un nivel de *carry* atractivo frente a los mercados desarrollados. A ello se suma la reciente debilidad del dólar, que ha favorecido a los activos emergentes y podría prolongarse en la medida en que la inflación estadounidense continúe moderándose y se corrijan las expectativas de un mayor endurecimiento monetario. Si bien persisten riesgos asociados a la evolución de las tasas globales y al alza del precio del petróleo, estos factores no modifican el atractivo relativo del segmento, **por lo que se mantiene la posición *overweight* en deuda soberana emergente.**

La deuda corporativa emergente *Investment Grade* registró una rentabilidad de USD 0.6% durante agosto. El segmento continúa beneficiándose de una elevada demanda por instrumentos de mayor calidad crediticia y de *yields* que permanecen por sobre sus promedios históricos, sosteniendo un nivel atractivo de retorno. Sin embargo, esta fortaleza no se ha traducido en mejores valorizaciones; los *spreads* se mantuvieron relativamente estables durante el mes y continúan en rangos muy comprimidos, pese al aumento de las emisiones corporativas y a los episodios de volatilidad observados en las tasas globales. En consecuencia, las oportunidades se concentran en emisores específicos, mientras que el índice en su conjunto ofrece una compensación limitada por riesgo de crédito y duración. De esta forma, **se mantiene la posición neutral en deuda corporativa *Investment Grade*.**

En cuanto a *High Yield*, la clase de activo rentó USD 0.8% el último mes, superando nuevamente al segmento de mayor calidad crediticia. La compresión observada durante el mes llevó los *spreads* a nuevos mínimos históricos, reduciendo la compensación frente al riesgo de crédito y limitando el potencial de retorno por una caída adicional de los diferenciales. En contraste, los *yields* se mantienen en torno a sus promedios de largo plazo, por lo que la principal fuente de retorno continúa siendo el *carry*. A ello se suma la menor duración del segmento, que permite mantener exposición a renta fija emergente con una sensibilidad más acotada frente a eventuales alzas de tasas. Si bien las valorizaciones exigen una mayor selectividad, privilegiando emisores con fundamentos sólidos, el perfil de retorno continúa siendo favorable frente a otras alternativas, **por lo que se mantiene la posición *overweight* en deuda emergente *High Yield*.**

Finalmente, *Local Markets* registró una rentabilidad de USD 0.7% durante agosto, manteniendo el buen desempeño acumulado en el año. La clase de activo continúa ofreciendo oportunidades atractivas de *carry*, particularmente en economías exportadoras de *commodities* que combinan tasas reales elevadas con fundamentos macroeconómicos favorables. A ello se suma que varias monedas emergentes aún presentan espacio de apreciación en términos reales, mientras que la perspectiva de una menor fortaleza del dólar continúa favoreciendo al segmento. Si bien el tono restrictivo del Fed representa un riesgo para esta visión, el balance entre retorno corriente y potencial cambiario se mantiene favorable, **por lo que se conserva la posición *overweight* en *Local Markets*.**

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

Exposición a Monedas | Septiembre 2026

Monedas	Bench.	Agosto	Sept	OW/UW		Cambio
USD	54.0%	54.7%	54.4%	OW	0.5%	-0.3%
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%	35.1%	35.3%	OW	0.6%	0.3%
	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 | Agosto 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%	2.6%	1.28%	1.29%	0.0	0.9
Renta Fija	50%	46%	-4%	0.6%	0.29%	0.26%	4.0	-0.2
Caja	0%	2%	2%	0.3%	0.0%	0.01%	-2.6	
Oro	0%	2%	2%	9.7%	0.0%	0.19%	16.2	
Cobertura						0.00%	0.0	
Portafolio					1.57%	1.75%	17.6	0.7
Outperformance / Underperformance (bps)								18.4
Europe ex UK	13.2%	12.2%	-1.0%	1.6%	0.21%	0.19%	1.0	
Europe Small Cap	1.9%	1.4%	-0.5%	3.5%	0.07%	0.05%	-0.5	
UK	2.8%	1.8%	-1.0%	0.7%	0.02%	0.01%	1.8	
US Large Cap Growth	16.6%	17.1%	0.5%	2.3%	0.38%	0.39%	-0.1	
US Large Cap Value	15.1%	15.6%	0.5%	3.7%	0.55%	0.57%	0.6	
US Small Caps	3.7%	4.2%	0.5%	1.9%	0.07%	0.08%	-0.3	
Japan	4.7%	4.7%	0.0%	3.3%	0.16%	0.16%	0.0	
Desarrollados	58.0%	57.0%	-1.0%	2.5%	1.46%	1.45%	2.4	
LatAm	5.0%	5.5%	0.5%	-0.7%	-0.03%	-0.04%	-1.6	
China	11.5%	11.5%	0.0%	-0.3%	-0.04%	-0.04%	0.0	
EM Asia ex China	25.5%	26.0%	0.5%	4.6%	1.18%	1.20%	1.0	
Emergentes	42.0%	43.0%	1.0%	2.6%	1.11%	1.13%	-0.6	
Equities					2.56%	2.58%	1.8	
Treasuries 2Y	8.7%	8.7%	0.0%	0.2%	0.02%	0.02%	0.0	
Treasuries 10Y	10.5%	10.0%	-0.5%	0.2%	0.02%	0.02%	0.2	
Treasuries 30Y	6.1%	5.6%	-0.5%	0.6%	0.04%	0.04%	0.0	
US Tips	2.5%	3.5%	1.0%	0.0%	0.00%	0.00%	-0.5	
Global Corporate IG	26.2%	25.2%	-1.0%	0.6%	0.14%	0.14%	0.0	
Global Corporate HY	4.1%	3.1%	-1.0%	1.1%	0.04%	0.03%	-0.5	
Deuda Desarrollados	58.1%	56.1%	-2.0%	0.5%	0.26%	0.24%	-0.8	
EMBI	8.4%	8.9%	0.5%	0.9%	0.07%	0.08%	0.2	
EM Corporate IG	2.4%	2.4%	0.0%	0.4%	0.01%	0.01%	0.0	
EM Corporate HY	3.6%	4.6%	1.0%	0.8%	0.03%	0.04%	0.3	
EM Local Markets	27.5%	28.0%	0.5%	0.7%	0.19%	0.20%	0.1	
Deuda Emergente	41.9%	43.9%	2.0%	0.7%	0.31%	0.33%	0.5	
Fixed Income					0.57%	0.57%	-0.4	

*Anualizado ** Desde 2001

Datos al 31 de agosto 2026

En agosto 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 agosto, la cartera del TAACo Global rentó 1.75%, mostrando un *outperformance* con respecto al *benchmark* de 18 pbs.

En agosto, a nivel de *attribution analysis* la asignación de activos sumó valor, principalmente por la posición larga en oro. Por el lado de la selección de instrumentos, fue marginalmente positiva en acciones. En renta variable, sumó valor el largo en acciones estadounidenses de estilo *Value* y corto en acciones de Europa y UK, mientras que restó el OW en LatAm. En bonos, restó la subexposición a deuda desarrollada.

Desempeño Histórico

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	
TAACo	1.8%	0.5%	9.6%	16.2%	13.1%	5.2%	6.5%	5.8%	10.4%
Benchmark	1.6%	0.5%	9.6%	15.7%	13.1%	4.6%	5.9%	4.6%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	18	-3	4	54	-4	61	69	119	
Acciones	2.6%	1.0%	17.7%	27.9%	20.5%	8.9%	9.9%	5.3%	15.2%
Benchmark	2.6%	1.1%	17.9%	28.1%	20.7%	9.0%	9.9%	4.9%	15.1%
Europe ex UK	1.6%	3.4%	8.6%	17.3%	14.5%	6.0%	7.7%	4.0%	17.4%
Europe Small Cap	3.5%	2.1%	10.2%	15.0%	16.0%	3.3%	8.3%	9.1%	20.2%
UK	0.7%	5.3%	12.7%	22.1%	20.2%	12.9%	9.1%	5.9%	14.5%
US Large Cap Growth	2.3%	-1.9%	8.8%	18.8%	24.9%	13.6%	19.5%	--	20.4%
US Large Cap Value	3.7%	6.1%	17.8%	22.0%	17.2%	10.6%	10.5%	--	13.4%
US Small Caps	1.9%	2.3%	19.1%	24.2%	16.7%	7.7%	11.2%	9.8%	19.3%
Japan	3.3%	4.0%	19.7%	25.5%	17.7%	7.9%	7.4%	3.4%	16.2%
Desarrollados	2.6%	2.4%	13.1%	20.4%	20.1%	11.2%	13.0%	7.9%	17.5%
LatAm	-0.7%	1.7%	15.1%	32.7%	14.6%	10.8%	7.2%	8.6%	22.7%
China	-0.3%	0.9%	-7.6%	-6.1%	10.5%	-2.2%	4.1%	7.6%	27.9%
EM Asia ex China	4.6%	-3.1%	45.1%	72.4%	32.2%	14.8%	14.1%	--	23.9%
Emergentes	3.4%	-1.2%	24.1%	39.2%	23.2%	8.1%	9.2%	9.3%	17.5%
Renta fija	0.6%	0.0%	1.5%	4.0%	5.8%	0.4%	2.0%	4.3%	6.5%
Benchmark	0.6%	0.0%	1.4%	3.9%	5.8%	0.2%	1.7%	3.7%	6.5%
Treasuries 2Y	0.2%	0.4%	0.8%	2.2%	3.9%	1.6%	1.6%	2.3%	2.1%
Treasuries 10Y	0.2%	-1.3%	-1.6%	0.2%	2.4%	-2.4%	-0.1%	3.3%	7.9%
Treasuries 30Y	0.6%	-2.7%	-2.8%	-0.3%	-1.4%	-8.8%	-3.0%	3.5%	14.5%
US Tips	0.0%	-1.1%	0.5%	1.1%	4.0%	0.4%	2.5%	4.3%	5.9%
Global Corporate IG	0.6%	-1.0%	-0.3%	1.6%	5.6%	-0.1%	2.0%	4.3%	8.1%
Global Corporate HY	1.1%	0.9%	2.5%	4.4%	8.9%	3.6%	5.0%	6.9%	7.4%
Deuda Desarrollados [1]	0.4%	-0.9%	-0.5%	1.3%	4.2%	-1.0%			
EMBI	0.9%	0.2%	2.8%	8.0%	10.0%	2.2%	3.3%	7.0%	9.1%
EM Corporate IG	0.4%	-0.1%	0.5%	2.6%	6.0%	0.9%	2.7%	--	5.5%
EM Corporate HY	0.8%	1.4%	4.9%	6.9%	10.1%	2.4%	4.5%	--	7.7%
EM Local Markets	0.7%	1.5%	4.6%	7.9%	6.8%	2.3%	3.0%	--	6.5%
Deuda Emergentes [1]	0.7%	1.1%	4.0%	7.5%	7.9%	2.1%			
Caja	0.3%	0.9%	2.4%	3.8%	4.6%	3.7%	2.4%	1.8%	0.5%
Oro	9.7%	-2.3%	2.7%	28.7%	31.8%	19.6%	13.0%	11.8%	17.0%

* 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.