

Octubre 2026

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años*
	Septiembre	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio . **	
TAACo	-1.6%	-0.5%	7.9%	11.0%	13.7%	5.6%	6.3%	5.7%	10.4%
Benchmark	-1.7%	-0.8%	7.8%	10.7%	13.7%	4.9%	5.6%	4.5%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	4	23	8	32	-4	76	70	118	
Acciones	-1.0%	0.9%	16.5%	21.0%	21.6%	9.6%	9.7%	5.3%	15.2%
Benchmark	-1.1%	0.9%	16.5%	21.1%	21.8%	9.6%	9.7%	4.9%	15.1%
Renta Fija	-2.2%	-2.3%	-0.8%	0.7%	5.9%	0.3%	1.7%	4.2%	6.5%
Benchmark	-2.2%	-2.4%	-0.8%	0.6%	5.9%	0.1%	1.4%	3.6%	6.5%
Caja	0.3%	0.9%	2.7%	3.8%	4.6%	3.8%	2.4%	1.8%	0.5%
Oro	-6.3%	3.7%	-3.7%	7.7%	31.0%	18.8%	12.2%	11.4%	17.3%

Resultados al 30 de septiembre de 2026

*Anualizado ** Desde 2001

Brave New World¹

Octubre comienza con una tensión que atraviesa a los mercados globales: las tasas de interés volvieron a subir y endurecieron las condiciones financieras, pero la economía estadounidense y el ciclo de utilidades continúan mostrando una resiliencia difícil de ignorar. La inteligencia artificial sigue sosteniendo el crecimiento de las compañías líderes, mientras su adopción comienza a trasladarse desde los modelos hacia aplicaciones concretas, infraestructura y productividad. La promesa de ese nuevo mundo empieza a hacerse visible en la economía real, aunque llegue acompañada de condiciones financieras más exigentes. El resultado es un entorno menos cómodo para la renta fija, pero todavía constructivo para la renta variable.

Durante septiembre, el principal cambio de mercado fue el ajuste de las expectativas de tasas. El Banco de la Reserva Federal –Fed– elevó la tasa de política monetaria y el mercado pasó a descontar una trayectoria más restrictiva, provocando un alza generalizada de los rendimientos y un nuevo aplanamiento de la curva. El movimiento fue suficientemente rápido como para reabrir la discusión sobre extender duración, pero aún no entrega una señal clara de estabilización. La competencia por capital asociada al déficit fiscal, la reindustrialización y la inversión en inteligencia artificial puede mantener las tasas largas elevadas incluso si la inflación continúa bajo control.

Por ahora, la estrategia sigue privilegiando la cautela en renta fija. Tras el fuerte ajuste, algunos segmentos de la curva ofrecen puntos de entrada más atractivos y justifican cerrar parcialmente las brechas de duración, especialmente en el tramo largo. Sin embargo, todavía parece temprano para avanzar hacia una posición neutral de manera decidida. Las reuniones del Fed, las elecciones legislativas estadounidenses –midterms– y la trayectoria del petróleo seguirán condicionando las tasas durante octubre. Más que anticipar un giro

Índice

Brave New World..... 1

Asignación de Activos |
Octubre 2026..... 4

Resultados TAACo Global
Septiembre 2026..... 24

Desempeño Histórico..... 25

Octubre comienza con
tensión en mercados
globales

Septiembre deja un ajuste
importante en las tasas de
interés

Seguimos cautelosos en
renta fija

¹ Novela de Aldous Huxley, 1932

inmediato, conviene mantener flexibilidad para aumentar duración si los precios confirman una estabilización.

Este escenario de tasas elevadas convive con una visión positiva para las acciones estadounidenses. El crecimiento continúa saludable, la productividad mejora y las presiones provenientes de salarios y alquileres parecen contenidas. Al mismo tiempo, las utilidades corporativas siguen respaldando al mercado, lo que diferencia el ciclo actual de episodios en que las alzas bursátiles dependieron principalmente de una expansión de múltiplos. La corrección observada, particularmente en compañías menos expuestas a inteligencia artificial y en segmentos más sensibles a tasas, muestra que el endurecimiento financiero ya está generando una mayor dispersión.

Se mantiene visión positiva
para acciones
estadounidenses

La inteligencia artificial continúa siendo el eje estructural de esta visión. Su adopción ha avanzado a una velocidad muy superior a revoluciones tecnológicas anteriores y comienza a traducirse en mejoras de eficiencia en la economía real. La siguiente etapa no dependerá únicamente de los modelos, sino de las plataformas que permiten crear agentes y aplicaciones, y luego de su incorporación a robots, vehículos y maquinaria. La construcción de centros de datos responde a demanda existente más que a capacidad especulativa. Este proceso sostiene la demanda por infraestructura, energía y materias primas, aunque también intensifica la competencia por financiamiento.

Inteligencia artificial como
eje estructural

Los riesgos no desaparecen. Las restricciones estatales a nuevos centros de datos podrían retrasar inversiones y elevar el costo de cómputo; el déficit fiscal limita la capacidad de compresión de las tasas largas, y el petróleo permanece como la variable de mayor impacto potencial sobre inflación y política monetaria. A esto se suma la incertidumbre política, aunque parte del resultado de las elecciones *midterms* ya parece incorporado en los precios. En este contexto, el desafío no es abandonar el riesgo, sino ser más selectivos y exigir que las valorizaciones estén respaldadas por utilidades y ventajas competitivas sostenibles.

Riesgos no desaparecen

Fuera de Estados Unidos, Europa ofrece señales incipientes de mejora. Después de un período prolongado de debilidad, el sentimiento económico, particularmente en Alemania, comienza a estabilizarse. La región también puede aportar diversificación en un mercado global altamente concentrado y correlacionado con la temática de inteligencia artificial. Esto justifica una visión menos negativa y el cierre gradual de la subponderación.

Europa con señales
incipientes de mejora

En América Latina, Brasil concentra la atención tras una primera vuelta que dejó a Flávio Bolsonaro en primer lugar, con cerca de 47% de los votos, frente a aproximadamente 45% de Lula da Silva. El resultado fue más favorable a la oposición de lo anticipado por las encuestas y refuerza una lectura constructiva para los activos brasileños, aunque la estrecha diferencia mantiene abierto el desenlace para la segunda vuelta el 25 de octubre. La oportunidad continúa acompañada de elevada volatilidad, por lo que será clave

Flávio y Lula se enfrentarán
en segunda vuelta

administrar las posiciones con disciplina y tomar utilidades si el mercado incorpora rápidamente un escenario de alternancia política.

China, en contraste, continúa sin catalizadores suficientes. Las nuevas medidas de estímulo no han conseguido modificar la percepción de debilidad del consumo y la inversión, mientras las autoridades mantienen una estrategia centrada en exportaciones y capacidades industriales específicas. A ello se suman las dificultades para materializar retornos, los riesgos regulatorios y la posibilidad de mayores tensiones comerciales con Europa. Los avances en modelos abiertos de inteligencia artificial pueden fortalecer el ecosistema tecnológico, pero también reducen la capacidad de monetización de quienes desarrollan soluciones propietarias. Por ahora, existen oportunidades más atractivas fuera de China.

China continúa sin catalizadores

El oro también enfrenta fuerzas contrapuestas. El aumento de las tasas reales y el atractivo del efectivo elevan su costo de oportunidad y podrían mantenerlo bajo presión en el corto plazo. Sin embargo, los flujos hacia ETFs y las compras de bancos centrales confirman la existencia de una demanda estructural. La posición sigue cumpliendo un papel de diversificación y cobertura, aunque su desempeño táctico dependerá de que el ajuste de tasas encuentre un techo.

Oro con fuerzas contrapuestas

En síntesis, octubre enfrenta dos fuerzas que parecen contradictorias, pero que pueden coexistir: condiciones financieras más exigentes y una transformación tecnológica capaz de sostener inversión, productividad y utilidades. La respuesta no es elegir entre cautela u optimismo, sino combinarlos. Conviene mantener una posición constructiva en renta variable estadounidense, reducir gradualmente algunas brechas regionales, preservar la sobreponderación selectiva en América Latina y evitar apresurarse en duración mientras las tasas no entreguen señales de estabilización.

Combinar cautela y optimismo

Asignación de Activos | Octubre 2026

TAACo Global	Bench.	Sept	Oct	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%	12.7%	UW	-0.5%	0.5%	EE.UU.: OW Value y Growth;
Europe Small Cap	1.9%	1.4%	1.4%	UW	-0.5%		neutral Small Cap
UK	2.8%	1.8%	2.3%	UW	-0.5%	0.5%	
US Large Cap Growth	16.6%	17.1%	17.1%	OW	0.5%		Se disminuye UW Europa y
US Large Cap Value	15.1%	15.6%	15.6%	OW	0.5%		Reino Unido
US Small Caps	3.7%	3.7%	3.7%	N			
Japan	4.7%	4.7%	4.7%	N			Neutral Japón
Mercados desarrollados	58.0%	56.5%	57.5%	UW	-0.5%	1.0%	OW LatAm
LatAm	5.0%	6.0%	6.0%	OW	1.0%		
China	11.5%	11.5%	10.5%	UW	-1.0%	-1.0%	Se lleva a UW China desde
EM Asia ex China	25.5%	26.0%	26.0%	OW	0.5%		neutral
Mercados emergentes	42.0%	43.5%	42.5%	OW	0.5%	-1.0%	OW Asia EM ex. China
Total Acciones							
Treasuries 2Y	8.7%	8.7%	8.7%	N			En renta fija: US treasuries:
Treasuries 10Y	10.5%	10.5%	11.0%	OW	0.5%	0.5%	neutral 2Y, se lleva a OW 10Y y se
Treasuries 30Y	6.1%	5.6%	6.1%	N		0.5%	neutraliza 30Y desde UW
US Tips	2.5%	3.5%	4.0%	OW	1.5%	0.5%	Se aumenta OW Tips
Global Corporate IG	26.2%	24.7%	24.7%	UW	-1.5%		
Global Corporate HY	4.1%	3.1%	3.1%	UW	-1.0%		Se mantiene UW Global IG y HY
Deuda desarrollados	58.1%	56.1%	57.6%	UW	-0.5%	1.5%	
EMBI	8.4%	8.9%	8.4%	N		-0.5%	Se neutraliza EMBI y local
EM Corporate IG	2.4%	2.4%	2.4%	N			markets desde OW
EM Corporate HY	3.6%	4.6%	4.1%	OW	0.5%	-0.5%	Se disminuye OW de CEMBI
EM Local Markets	27.5%	28.0%	27.5%	N		-0.5%	HY
Deuda emergente	41.9%	43.9%	42.4%	OW	0.5%	-1.5%	
Total Renta Fija							

RENTA VARIABLE

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

El *momentum* económico se mantiene positivo, con las estimaciones apuntando a un crecimiento de 0.9% para este año y 1.3% para el próximo, ambas corregidas al alza en el último mes. 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 se mantiene elevado, a pesar de los vaivenes, a la vez que el indicador líder PMI de servicios mejoró en septiembre a su mayor nivel desde fines de 2025, mientras el de manufacturas se

mantuvo casi sin variación en 52.7 pts.; el compuesto llegando a 53.1 pts., el mayor registro desde 2023 (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 septiembre. La medida *headline* aumentó a 3.8% interanual desde 3.2%, mientras la subyacente avanzó a 2.5%, destacando el alza de 19% 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 diciembre, a la vez que se esperan 2 alzas más durante 2027. De esta forma las curvas de tasas se elevan, presionando los retornos de la renta fija. En los últimos 30 días, el bund alemán a 2 años subió 10 puntos base (pbs.) para ubicarse en 2.98%, mientras el de 10 años aumentó en forma similar para terminar en 3.42% (al 5 de octubre).

Durante el último mes se intentaron acercamientos entre Estados Unidos e Irán para encontrar una solución al conflicto en Medio Oriente; no obstante, las tensiones se reavivaron y el precio del petróleo vuelve a transar en torno a USD 100/barril. En consecuencia, se proyecta que la inflación converja a la meta del 2% hacia fines de 2027.

A nivel de países, Alemania finalmente comienza a mostrar señales de recuperación. El PMI compuesto subió hasta 53.8 pts. en septiembre, con el indicador de servicios pasando a zona de expansión por primera vez en 6 meses. A su vez, la actividad industrial se ha beneficiado del mayor gasto en defensa, infraestructura, exportaciones e inversión ligada a la IA. No obstante, a nivel político el panorama no es tan claro. Luego de la victoria de la extrema derecha de AfD (Alternative for Germany) en Sajonia-Anhalt ha aumentado la presión sobre la coalición del Canciller Merz y se espera mayor dificultad en la aprobación de reformas junto con un menor liderazgo alemán dentro de la Unión Europea.

Por su parte, en Francia aumenta la incertidumbre política y fiscal en la medida en que se acerquen las elecciones presidenciales de abril de 2027. La economía se encuentra estancada y el gobierno intenta negociar el presupuesto de 2027 sin una mayoría parlamentaria. El mercado tiene dudas sobre el ajuste fiscal presentado para 2027 donde se busca reducir el déficit al 5% del PIB, dado lo creciente de la deuda y el encarecimiento de los costos de financiamiento. El spread entre el OAT francés y el Bund alemán se ha ampliado a más 100 pbs. en septiembre, llegando incluso a 130 pbs. en octubre, niveles no vistos desde la crisis de deuda de 2011-2012, reflejando que el riesgo país de Francia aumenta rápidamente.

Las acciones europeas (ex UK) tuvieron un *underperformance* frente al S&P 500 en septiembre, dada su menor exposición a tecnología. Las acciones del Stoxx 50 cayeron 4,7% en USD, mientras las valorizaciones ceden, pero se mantienen elevadas (una desviación estándar sobre el promedio de cinco años). Por su parte, las valorizaciones de las acciones *small cap* también transan sobre el promedio de cinco 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 3 de las últimas 5 semanas (según EPFR). Por su parte, se estima que las utilidades de las empresas del índice MSCI Europa ex UK crezcan este año cerca de 18%, dato que se corrige al alza en el último mes pero que está bajo pares desarrollados (29%, estimaciones de Factset).

Dados los desafíos estructurales que enfrenta la región junto con las presiones inflacionarias y el aumento de incertidumbre de la política interna y global, que contrastan con una inesperada resiliencia económica, **se decide disminuir el *underweight* en acciones *Large Cap*** a la espera de ver mayores señales de estabilización, mientras **se mantiene el corto en *Small Cap***.

REINO UNIDO: Se reduce el *UW*

Las perspectivas comienzan a mostrarse más favorables, aunque faltan señales más contundentes para neutralizar. Las estimaciones de crecimiento económico subieron a 1.2% para este y el próximo año. La sorpresa económica es positiva y se mantiene al alza, mientras el PMI compuesto de septiembre bajó en el margen, pero se mantiene sobre 50 pts.

Así, Reino Unido está creciendo más de lo esperado, pero enfrenta el mismo problema que el resto de Europa: inflación persistente y tasas elevadas. La diferencia es que los inversionistas están comenzando a poner en duda la sostenibilidad fiscal británica, mientras el gobierno enfrenta crecientes tensiones políticas por el costo de vida.

La inflación de agosto se volvió a acelerar, llegando a 3.1% anual, mientras la medida subyacente se mantuvo en 2.6%. En los próximos meses la inflación se aceleraría debido al shock energético, a la vez que la convergencia al 2% se posterga hasta fines de 2027. En su reunión de septiembre 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 mensaje del BoE fue más bien *hawkish*, es decir en pro de subir tasas para controlar la inflación, en la medida que los riesgos inflacionarios están sesgados al alza, mientras la actividad ha mostrado resiliencia.

Con la aceleración de la inflación y el tono del BoE, el mercado mantiene la expectativa de un alza de tasa para este año entre noviembre y diciembre; y tres alzas adicionales durante 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 cerca de 30 pbs. hasta 4.84%, mientras la de 10 años subió en torno a 25 pbs., ubicándose en 5.42% —al 5 de octubre—.

A nivel político, el primer ministro Andy Burnham sigue enfocado 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 se ubica en 5.95%, el mayor nivel desde fines de los 90. El gobierno presentará el presupuesto fiscal del año entrante el 28 de octubre, evento que podría traer volatilidad, principalmente en la curva de tasas. El panorama fiscal es complejo dado los elevados costos de financiamiento del gobierno, la creciente deuda y el estrecho margen para aumentar gasto sin nuevas fuentes de ingreso.

A nivel de mercado, en septiembre las acciones británicas cayeron USD 4.0%, con la libra esterlina depreciándose 2.1%. Por su parte, las valorizaciones alivian, pero se mantienen elevadas; la razón P/U *fwd.* transa sobre el promedio de 5 años en términos absolutos. En términos relativos al resto de Europa, las acciones británicas transan con un descuento de 20%, mayor al descuento promedio histórico (16%).

Se destaca 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 28%, que se corrige al alza en el último mes, y está levemente bajo pares desarrollados (29%). Las acciones británicas representan un 3% de las globales y el índice posee 13% de exposición a energía, alto comparado con otros mercados desarrollados, y es lo que principalmente ha impulsado la expectativa de utilidades junto con el sector de materiales.

Dada la política monetaria con sesgo más restrictivo, la incertidumbre fiscal junto con salidas persistentes de flujos, pero señales de mejoras económicas y baja exposición de las acciones a la economía doméstica, se decide **disminuir el *underweight* en acciones británicas.**

ESTADOS UNIDOS: se mantiene el *overweight* en acciones *Large Cap Value y Growth*, mientras se conserva el neutral en *Small Cap*

Las acciones estadounidenses tuvieron desempeños mixtos durante septiembre: el S&P 500 cayó 0.5% mientras en el Nasdaq100 las ganancias llegaron a 3.2%. El Dow Jones, con un sesgo más industrial, cayó 4.3% 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 utilidades de las empresas del S&P 500 crecieron 52%, el más alto desde el segundo trimestre de 2021 y superando todas las expectativas. Para la temporada del 3er trimestre se espera un crecimiento de utilidades cercano a 30% anual impulsado por energía y tecnología. Para 2026 se espera un crecimiento de 32% y para el próximo año de 16%, ambos datos corregidos 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 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, se observan salidas de flujos en 5 de las últimas 6 semanas; no obstante, el país sigue liderando en entradas de flujos en lo corrido del año.

Por el lado económico, el mercado laboral volvió a decepcionar. Durante septiembre se crearon 29 mil nuevos puestos de trabajo, mientras se esperaban 90 mil, a la vez que el dato del mes anterior fue corregido a la baja. La tasa de desempleo subió a 4.2% mientras los salarios se desaceleraron a un incremento de 3% anual.

No obstante lo anterior, las perspectivas lucen favorables. El PMI compuesto subió a 58.4 pts. en septiembre, su mayor nivel desde 2021, con mejoras tanto en servicios como manufacturas. Por su parte, el consumo también muestra fortaleza, durante agosto las ventas minoristas crecieron 1.2% mensual, superando las expectativas. Así, la sorpresa económica recuperó su tendencia alcista.

A la fortaleza económica se suma el aumento de las tensiones en Medio Oriente y llevan a un aumento de las presiones inflacionarias. Para septiembre se espera que la inflación se acelere a 3.6% anual; mientras que la medida subyacente avance a 2.5%. Dada una inflación que se mantiene lejos de la meta y una economía resiliente, el Fed decidió aumentar en forma unánime las tasas de interés en su reunión de septiembre, por primera vez desde 2023. También actualizó las perspectivas de crecimiento económico al alza para este y el próximo año (2.3% en 2026 y 2.4% en 2027), mientras alertó que la inflación PCE se mantendría sobre la meta hasta 2028.

De esta forma, la curva de tasas de bonos del Tesoro sufrió alzas generalizadas en el último mes. En los últimos 30 días, la tasa del bono del Tesoro a 2 años subió casi 50 pbs. a 4.82%, mientras la de 10 años se elevó en magnitud similar hasta 5.31%. La tasa a 30 años se ubica en 5.67% (al 5 de octubre), nivel no visto en décadas.

A nivel geopolítico, Trump se reunió con Xi Jinping en EE.UU., sin grandes avances más allá de lo diplomático y ciertas reducciones de aranceles en un contexto de extensión de la tregua comercial. Por su parte, las tensiones en Medio Oriente se reavivaron. La popularidad de Trump y los republicanos cae, en momentos en que debieran enfocarse en lo

doméstico con la proximidad de las elecciones *midterm* de noviembre. Estos comicios serán 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 que los Demócratas recuperen el control tanto de la Cámara como del Senado.

Dada la fortaleza económica y corporativa, y valorizaciones que se mantienen justas debido al fuerte crecimiento de utilidades, se mantiene el OW en *large cap value y growth*, mientras se conserva el neutral *small caps* dada su sensibilidad a un ambiente volátil de tasas de interés.

JAPÓN: Se decide mantener la posición neutral

El Banco de Japón (BoJ) continuó avanzando en su proceso de normalización monetaria durante septiembre, respaldado por una inflación que se mantiene cercana a la meta de 2%. En este contexto, la inflación de agosto se aceleró hasta 1.9% anual, mientras que la inflación subyacente continuó avanzando hacia la meta de 2%. 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 BoJ en su reunión de septiembre decidió aumentar la tasa de referencia en 25 pbs. en una decisión con dos votos disidentes. Previo a la reunión, el mercado descontaba un alza con una probabilidad de 98% debido a presiones inflacionarias persistentes, la debilidad del yen, y ciertos comentarios por parte de miembros del BoJ con tonos *hawkish*. En su discurso el gobernador no dio una tasa terminal y este fue interpretado como menos *hawkish* de lo esperado. De esta forma, el mercado descuenta un alza adicional de 25 pbs. para este año y dos alzas más para 2027.

Por otro lado, en un contexto de expectativas de mayores tasas de interés, el yen llegó a apreciarse 4.3% respecto del dólar durante septiembre (al 11 de septiembre). Sin embargo, esta tendencia se revirtió tras la reunión de política monetaria y, entre el 18 y el 28 de septiembre, la moneda japonesa se depreció un 0.9%, ubicándose en ¥157.3 por dólar. Este movimiento ha reavivado las preocupaciones sobre una eventual intervención cambiaria, ante la creciente inquietud manifestada por autoridades tanto japonesas como estadounidenses respecto de la debilidad del yen.

En cuanto al panorama económico, la sorpresa económica pierde tracción. El PMI compuesto baja a 52.5 pts. en septiembre desde 53.4 el mes anterior, a pesar de que la demanda externa continúa beneficiándose del impulso de la inteligencia artificial. Si bien durante agosto las exportaciones se desaceleraron a 19.3% anual (23.2% anual en julio), el crecimiento se debió a mayores exportaciones tecnológicas, especialmente semiconductores y equipos de fabricación de chips. Por otro lado, en términos de la demanda interna, las ventas minoristas de agosto se desaceleraron a 2.7%, afectadas 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 0.8% anual, desde 1.2% el año anterior.

En septiembre el MSCI Japón rentó USD 0.8%, bajo la subida de USD 2.4% del Nikkei, el cual posee un sesgo tecnológico. En este sentido, las valorizaciones continúan elevadas, con la razón P/U *fwd.* transando sobre promedios históricos de 5 y 10 años. Por otra parte, las expectativas de utilidades siguen mejorando, con un crecimiento esperado de 25% para 2026 para el MSCI de Japón.

En septiembre, los inversionistas extranjeros continuaron aumentando su exposición a la renta variable japonesa por tercer mes consecutivo. De acuerdo a EPFR se observan entradas netas de flujos a acciones en las últimas 6 semanas, respaldadas principalmente por la temática de inteligencia artificial y semiconductores.

Valorizaciones elevadas y pérdida de tracción económica se contraponen a una corrección al alza en las expectativas de utilidades para este año y entradas de flujos. Así, se **opta por mantener la posición neutral en acciones japonesas.**

DISMINUYE OW ACCIONES EMERGENTES: OW Asia EM ex. China y LatAm, se lleva a UW China desde neutral

Dentro del volátil septiembre, las acciones emergentes defendieron, con dispersión entre regiones. Asia EM ex China rentó un 1.4% en dólares, impulsado por Taiwán y Corea del Sur, los únicos dos mercados que anotaron desempeños positivos en septiembre, impulsado por el sector tecnológico, donde mantenemos la convicción. Por otro lado, China no despega y el índice MSCI retrocedió un 4.6% en dólares en el mes, a pesar de la extensión de la tregua y acuerdos arancelarios, sin grandes catalizadores. Por el lado de América Latina, cabe mencionar que la decisión se tomó antes de la primera vuelta electoral en Brasil, que terminó con un resultado promercado, por lo que refuerza nuestra convicción.

AMÉRICA LATINA: SE MANTIENE EL OW

Los mercados latinoamericanos anotaron una caída de USD 0.3% en septiembre (índice MSCI), con un desempeño que fue transversalmente negativo, con excepción de Brasil (en dólares). El mercado se preparaba para las elecciones de dicho país, cuya primera vuelta culminó con un resultado positivo para el mercado. Con respecto al resto de los países, el negativo desempeño que exhibieron sus mercados nos lleva a mantener la convicción, con valorizaciones que se alivian y continúan transando bajo su promedio de 10 años, dejando entrever un *upside* atractivo. Por otro lado, se mantiene el soporte para materias primas, sobre todo aquellas usadas en la cadena de valor de inteligencia artificial, con las principales compañías tecnológicas del mundo publicando resultados que sorprenden y demanda comprometida por un par de años más.

El mercado accionario **brasileño** sube en lo corrido de octubre, extendiendo el buen desempeño del mes anterior. El resultado de las elecciones sorprendió al mercado, con un resultado distinto al internalizado en las encuestas. Los sondeos indicaban que Lula obtendría el primer lugar en la primera vuelta, con un 42% de los votos. Sin embargo, Flávio Bolsonaro superó al actual mandatario por más de 2 millones de votos, obteniendo el 47% del total, lo que se compara con un 45% para Lula. Alrededor de 21 millones de votantes obligatorios no asistieron a las urnas, un número similar al de las elecciones anteriores y se espera que en la segunda vuelta del 25 de octubre la participación disminuya. El 4 de octubre, además de elegir presidente, se renovaban los gobernadores, la Cámara de Diputados y dos tercios del Senado. En la primera vuelta, se definieron 20 de 27 gobernadores, y el resto queda para decidirse en una segunda vuelta; en los dos principales estados (Sao Paulo y Minas Gerais), triunfó la oposición. Por otro lado, el resto de los candidatos presidenciales que quedaron atrás son de centroderecha/derecha, por lo que el traspaso sería más favorable para Flávio y se hace más probable que se convierta en el próximo presidente del país. En este sentido, de suceder, sería el primer presidente desde Temer en gobernar con un Congreso tan a su favor. Cabe considerar la posibilidad de que surjan nuevos escándalos de corrupción asociados a los candidatos, entre la primera y segunda vuelta. Pasando al lado económico, la actividad de julio se contrajo 0.2% mensual, y la encuesta Focus sigue ajustando a la baja su proyección de crecimiento para este año, hasta 1.85% en la última versión. El dato de producción industrial de agosto sigue anticipando dicha debilidad, anotando una contracción de 1.2% anual. Lo anterior, da pie al Banco Central para seguir recortando tasas,

tras su reunión de septiembre en la que bajó la tasa Selic en 25 pbs. hasta 13.75%. Sin embargo, tras un dato de inflación de agosto que sorprendió a la baja, la primera quincena de septiembre nos muestra una aceleración en el registro, hasta 4.5% anual, con expectativas sobre la meta en el corto plazo. El mercado brasilero fue uno de los pocos en América Latina cuyo conjunto de ETFs recibió entradas de flujos durante septiembre, por un 2.4% del AUM. Las valorizaciones siguen transando casi media desviación estándar debajo de su promedio de 10 años, y las proyecciones de utilidades del índice MSCI se espera crezcan 38.4% este año. Considerando que la decisión se tomó antes de la primera vuelta electoral, y con Flávio Bolsonaro ganando terreno en las encuestas, se decidió **mantener la posición overweight en acciones brasileras**. Sin embargo, el resultado electoral es favorable para los activos de riesgo brasileros.

En **México**, el IPC Mexbol cayó USD 7.7% en septiembre, ubicándose entre los mercados con el peor desempeño de LatAm, afectado tanto por la caída de la bolsa local como de la depreciación del peso mexicano (5.9% frente al dólar). Durante el mes, el mercado siguió atento a las negociaciones bilaterales en torno al T-MEC, principal catalizador para la inversión, donde ambas partes buscan un acuerdo preliminar antes del 3 de noviembre (*Midterm* EE.UU.). En este contexto, destacan avances en las conversaciones respecto a los aranceles de vehículos, acero y aluminio (Sección 232), mientras que temas ligados a seguridad continúan ocupando un rol relevante dentro de la relación bilateral. México busca una reducción en los aranceles para poder preservar su posición exportadora, donde ha tenido un fuerte crecimiento en las exportaciones de equipos eléctricos y electrónicos, reemplazando a productos automotrices. En el ámbito político, la aprobación de la presidenta Claudia Sheinbaum aumenta a niveles no observados desde inicios de año, con un 70% de aprobación en septiembre. Esto se debe principalmente a apoyos sociales impulsados por la administración y una clara mejora en los principales temas de insatisfacción (seguridad, corrupción y crimen organizado). Sin embargo, el ruido político interno se convierte en un foco importante ya que las elecciones federales comienzan a ganar relevancia, donde Morena muestra fracturas, pero con Sheinbaum manteniendo control. Hacia adelante, se espera una reducción del déficit a 3.9% y una deuda/PIB cercana a 55% el próximo año. Las agencias calificadoras no ven un *downgrade* próximo, pero vigilan la política fiscal y los spreads soberanos, que siguen por encima de los observados en pares con calificación similar. Por el lado macro, comienzan a aparecer señales de una recuperación gradual. La actividad económica sorprendió positivamente al acelerarse a 3.4% anual en julio, mientras distintos organismos revisaron al alza las expectativas de crecimiento para 2026. Asimismo, la inversión fija bruta continúa mostrando señales de estabilización luego de un prolongado período de debilidad. Por otro lado, la inflación quincenal volvió a acelerarse en septiembre hasta 3.4% anual, aunque la medida subyacente continuó moderándose y se ubicó bajo 4.0%, persistiendo las presiones provenientes del componente de servicios. En este contexto, el Banxico mantuvo la tasa de referencia en 6.50% por tercera reunión consecutiva, manteniendo una postura prudente frente a los riesgos inflacionarios, con un tono levemente más *dovish*. Por el lado del mercado, las valorizaciones han corregido significativamente en septiembre y el P/U *fwd.* del Mexbol se ubica en 12.4 veces, bajo su promedio de 5 años, aunque continúan elevadas respecto de pares regionales. Adicionalmente, en septiembre hubo salida de flujos de inversión tanto del conjunto de ETFs como del principal ETF (2.9% y 13.3% del AUM respectivamente), la prima de riesgo sigue comprimida y las utilidades siguen revisándose a la baja para 2026. De esta manera, si bien las valorizaciones lucen más atractivas y la actividad económica muestra señales de recuperación, un T-MEC en fase decisiva, *momentum* de flujos negativos y falta de catalizadores fuertes, **se decide mantener la posición neutral en acciones mexicanas**, reconociendo el valor con selectividad.

El peso **chileno** fue uno de los principales perdedores de septiembre, depreciándose 4.1% en el mes. Con ello, el IPSA perdió USD 7.2% en septiembre, presionado por un entorno global volátil, en el que se vieron favorecidos los mercados

con una mayor preponderancia al sector al tecnológico. La economía sigue débil, principalmente por caídas que continúan acentuadas en el sector minero. En agosto, la actividad económica se contrajo 1.0% anual, pero el componente no minero creció 1.4% en doce meses. Lo anterior nos lleva a pensar que el crecimiento será prácticamente nulo este año, pero el foco se pone en el próximo año. Hacia 2027, una serie de políticas que han sido impulsadas por el gobierno actual traerán frutos. Así, el crecimiento del próximo año estaría ~3.0%, impulsado por una inversión que crecería más de 8.0%. Si bien las expectativas son ambiciosas, la aprobación presidencial es acotada y se ubica ~35%, aun cuando el *momentum* legislativo del gobierno continúa. Tras la aprobación de la Ley de Reconstrucción Nacional, que se promulgará en octubre, el proyecto de reforma al mercado de capitales avanza en la Cámara de Diputados y se aprobó la reforma al sistema político, que pretende disminuir la cantidad de partidos en el Congreso. Estas políticas, en conjunto con otras iniciativas, deberían comenzar a plasmarse en mejores datos económicos y en los activos de riesgo. Volviendo al tipo de cambio, la depreciación se debe a que es la variable que canaliza el escenario global; el diferencial de tasas entre EE.UU. y Chile disminuirá hacia adelante. El mercado internaliza que el Fed seguirá subiendo tasas de interés, mientras que el Banco Central de Chile enfrenta una situación desafiante; una economía que crece poco, y una inflación presionada por un peso chileno depreciado y un precio del petróleo elevado. De esta manera, el dato de agosto superó las expectativas y se aceleró a 4.1% anual, en tanto se mantendría ~4% por el resto del año. Sin embargo, la autoridad monetaria sigue esperando que vuelva a la meta de 3% el segundo trimestre de 2027. Por el lado del mercado, las valorizaciones ceden con este desempeño y transan por debajo de su promedio de 10 años, así como el descuento supera 1 desviación estándar si comparamos con el promedio entre 2009 y 2019, antes de los procesos constitucionales y el descontento social. El escenario de *risk off* de septiembre gatilló salidas de flujos del mercado accionario chileno, que esperamos se reviertan en octubre. De esta manera, y a la espera de que los activos de riesgo chilenos comiencen a internalizar políticas más promercado, se decide **mantener el OW en acciones chilenas**.

En **Colombia**, el COLCAP rentó USD 1.4% en septiembre, recuperando parte de la corrección observada el mes anterior, mientras que el peso colombiano se depreció 2.7% frente al dólar. En el plano político, la aprobación de la administración de Abelo de la Espriella se mantiene entre las más altas de la región (~54%), apoyada por la gestión del terremoto, una agenda enfocada en seguridad y crecimiento y su proactividad en los sectores de salud y energía. Sin embargo, los desafíos fiscales continúan siendo el principal foco de atención. El gobierno avanzó en un sinceramiento de las cuentas públicas, reconociendo gastos contingentes y proponiendo un ajuste vía reducción de gasto en lugar de una nueva reforma tributaria, mientras el mercado permanece atento a la aprobación del presupuesto 2027 y a la presentación de la Ley de Rescate Económico durante octubre. En el frente macroeconómico, las señales fueron mixtas; la actividad económica de julio se desaceleró a 1.1% anual, su menor avance desde enero, afectada por la debilidad de los sectores agrícola y minero. A su vez, la inflación de agosto sorprendió al alza al acelerarse hasta 6.2% anual y se espera que se continúe acelerando en el dato de septiembre a 6.3%, impulsada principalmente por servicios. En consecuencia, el BanRep aumentó por mayoría la tasa de referencia en 25 pbs. en la última reunión, ubicándose en 12.25%, en donde adoptó un tono más *hawkish*. La Junta Directiva estableció que la información futura sobre los efectos del fenómeno de El Niño, el proceso de recuperación después del terremoto, y las medidas de política fiscal, serán importantes para las próximas decisiones de política monetaria. Por ende, la intensificación del Fenómeno de El Niño emerge como una fuente relevante de riesgo, pudiendo afectar tanto el crecimiento como las presiones inflacionarias durante los próximos trimestres. Por el lado del mercado, las valorizaciones continúan exigentes en comparación con sus promedios históricos, ubicándose sobre su promedio de cinco años en el ratio de P/U *fwd*. tanto en nivel absoluto como relativo al resto de Latinoamérica. En materia de flujos, en septiembre se observaron salidas netas del conjunto de ETF del país (0.4% del AUM), en donde los desafíos fiscales siguen limitando el potencial de valorización de corto plazo. De esta

manera, si bien la mejora política continúa respaldando la tesis de inversión, la combinación de un escenario fiscal complejo, actividad económica perdiendo impulso y riesgos climáticos crecientes **nos lleva a mantener una posición neutral en acciones colombianas.**

El MSCI NUAM **Perú** retrocedió USD 1.5% en septiembre, mientras que el sol se depreció 1.8% frente al dólar, en un contexto marcado por el fortalecimiento de la divisa estadounidense y una toma de utilidades tras el sólido desempeño acumulado por los activos peruanos durante el año. En el ámbito político, septiembre estuvo marcado por una caída significativa en la aprobación de la presidenta Keiko Fujimori, desde 60% a 42% en apenas un mes, reflejando el fin del período inicial de alta tolerancia y el comienzo de una etapa donde tanto la ciudadanía como los inversionistas exigen resultados concretos. La agenda de seguridad mantiene un amplio respaldo, y la reciente aprobación de facultades legislativas en materias de seguridad ciudadana y Fenómeno del Niño son señales positivas para el gobierno. Sin embargo, el alcance más acotado de dichas facultades refleja las dificultades para construir consensos en torno a una agenda económica más amplia. De esta manera, el foco del mercado continúa desplazándose desde las expectativas generadas por el cambio de administración hacia la capacidad efectiva de ejecución y construcción de acuerdos políticos. Por el lado macroeconómico, la actividad económica recuperó dinamismo y creció 3.6% anual en julio, impulsada principalmente por la inversión privada y la construcción, mientras que los sectores más afectados por el Fenómeno del Niño continúan siendo pesca, manufactura primaria y agricultura. Al mismo tiempo, el Banco Central mantuvo la tasa en 4.25%, aunque abrió la puerta a eventuales alzas si las presiones inflacionarias asociadas al fenómeno climático continúan intensificándose. En septiembre la inflación se aceleró a 4.55% interanual desde 4.44%, impulsada por el alza en los precios de combustibles y de alimentos, manteniéndose fuera del rango meta, en un contexto donde las proyecciones de crecimiento para 2026 fueron corregidas a la baja desde 3.4% a 3.2%, reflejando un mayor impacto esperado del Fenómeno del Niño sobre la actividad económica. 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 septiembre no hubo ni entrada ni salida de flujos tanto del principal ETF como del conjunto. Así, si bien la actividad económica continúa mostrando resiliencia, apoyada por la inversión privada, la atención del mercado se ha desplazado hacia la capacidad de ejecución del gobierno. En este contexto, la caída en la aprobación presidencial, los desafíos legislativos y los mayores riesgos asociados al Fenómeno del Niño nos llevan a **mantener la posición neutral en acciones peruanas.**

En **Argentina**, el Merval retrocedió USD 7.7% durante septiembre, acumulando dos meses consecutivos de corrección, mientras que el peso argentino volvió a depreciarse frente al dólar. El mercado continúa evaluando la sostenibilidad del proceso de estabilización macroeconómica y la capacidad del gobierno para ampliar la recuperación más allá de los sectores exportadores. En el ámbito político, la continuidad de Javier Milei sigue siendo el escenario base, con niveles de aprobación en torno a 42%, aunque su potencial de reelección dependerá crecientemente de una mejora más tangible en la actividad económica y los salarios reales. La confianza en el gobierno mostró una disminución de 5.9% en septiembre frente al mes anterior y representa uno de los menores valores de la presidencia de Milei. El dato va acompañado con una confianza del consumidor que, si bien registró un rebote mensual durante septiembre, continúa reflejando la debilidad del consumo privado y una recuperación que aún no logra extenderse de forma homogénea a toda la economía. La disciplina fiscal se mantiene como uno de los principales pilares del programa económico, con superávit primario y financiero acumulados durante el año, mientras que Vaca Muerta y el régimen RIGI continúan consolidando un nuevo motor exportador basado en energía, minería y agro, apoyando la generación estructural de divisas y el superávit comercial. Los indicadores económicos continuaron mostrando señales mixtas. Por una parte, la inflación de agosto se desaceleró a 1.7% mensual (33.5% anual), su nivel más bajo en catorce meses, y las expectativas apuntan a registros

cercanos a 29% para 2026 y 27% para 2027. Por otra, el PIB del segundo trimestre creció 2.0% anual, pero cayó 0.6% trimestral desestacionalizado, reflejando una economía donde las exportaciones, la minería y el agro continúan liderando la expansión, mientras que el consumo privado, el gasto público y la inversión permanecen débiles. Por el lado del mercado, las valorizaciones continúan ubicándose bajo sus promedios de 5 y 10 años en el ratio P/U *fwd.*, mientras que en materia de flujos se observaron salidas tanto del principal ETF como del conjunto de ETFs en septiembre (4.6% y 4% del AUM respectivamente). Así, si bien la tesis estructural de estabilización macroeconómica continúa validándose y los avances en materia fiscal, inflacionaria y exportadora siguen siendo favorables, la persistente fragilidad de la demanda interna, una recuperación aún desigual y la ausencia de catalizadores de corto plazo nos llevan a **mantener una posición neutral en acciones argentinas.**

CHINA: Se decide llevar la posición a *underweight* desde neutral

Durante septiembre, la atención de los mercados estuvo centrada en la reunión entre Xi Jinping y Donald Trump en Estados Unidos, realizada entre el 23 y el 25 de septiembre. El encuentro estuvo marcado por gestos diplomáticos y declaraciones de carácter general, con tres temas dominando la agenda: la relación comercial bilateral, la inteligencia artificial y las tensiones geopolíticas.

En materia comercial, ambos líderes acordaron extender por dos meses la tregua alcanzada en octubre de 2025, hasta el 10 de enero. Asimismo, anunciaron una reducción de aranceles sobre cerca de USD 30 bn. de importaciones de cada país, incluyendo carbón y productos agrícolas estadounidenses, así como juguetes y otros bienes de consumo producidos en China. En el ámbito geopolítico, Taiwán volvió a ocupar un lugar central en las discusiones. Xi solicitó explícitamente a Trump mantener una postura contraria a cualquier avance hacia la independencia de la isla, reafirmando la sensibilidad del tema para Beijing.

Respecto a la inteligencia artificial, el secretario del Tesoro de EE.UU., Scott Bessent, y el viceprimer ministro chino, Li Chengang, anunciaron la creación de un mecanismo de diálogo bilateral sobre IA, aunque todavía no se conocen mayores detalles sobre su implementación. Al mismo tiempo, ambos mandatarios dejaron claro que no buscan frenar el avance de la frontera tecnológica, lo que refuerza la idea de que la competencia por el liderazgo en inteligencia artificial seguirá siendo uno de los principales ejes de la rivalidad estratégica entre Estados Unidos y China.

El panorama económico continúa débil, y con el gobierno privilegiando una estrategia de apoyo focalizado, sobre la implementación de estímulos de gran magnitud, dejando en claro poca preocupación por la economía doméstica y foco en el sector externo. En este sentido, el consumo interno continúa débil, y las ventas minoristas se desaceleraron hasta 0.4% anual en agosto, desde 0.6% en julio. Lo anterior se condice con un mercado laboral que sigue debilitado y un deterioro en la confianza de los hogares. Ante este escenario, el gobierno se comprometió a introducir nuevas medidas para dar soporte a la economía, incluyendo financiamiento para ayudar a gobiernos locales y empresas vinculadas a éstos a saldar pagos atrasados a proveedores, además de evaluar nuevas acciones para estabilizar el mercado inmobiliario, apoyar el empleo e impulsar los ingresos de los hogares.

Por otro lado, la inversión continuó deteriorándose durante agosto, con una contracción de 7.2% 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. China estaría rezagada en materia de inteligencia artificial entre 1.5 y 2 años con respecto a EE.UU., y sigue impulsando modelos abiertos, que dificulta que las compañías del sector logren un crecimiento significativo de utilidades.

Así, los sectores productivos continúan mostrando una dinámica favorable, particularmente aquellos vinculados a la inteligencia artificial, electrónica y semiconductores. En este contexto, la producción industrial de agosto se aceleró a 5.2% anual, superando las expectativas de mercado, impulsada por una mayor demanda externa ligada a productos tecnológicos. En línea con esto, se vieron señales positivas en los indicadores de actividad manufacturera, reflejadas en el PMI del sector (RatingDog), que avanzó desde 51.5 puntos en agosto a 52.1 puntos en septiembre. Así, el motor de la economía china continúa siendo el sector exportador, impulsado por la fuerte demanda global asociada al ciclo de inversión en inteligencia artificial.

Con el aumento en los precios del petróleo, China habría comenzado a salir del escenario deflacionario que ha caracterizado a su economía en los últimos meses. Durante agosto la inflación se aceleró a 0.8% anual (0.5% en julio), aún muy por debajo de la meta de inflación. Sin embargo, en un contexto de demanda interna debilitada, una inflación originada en mayores precios del petróleo implicaría alzas en los costos industriales, junto con una posible desaceleración de la demanda global. La combinación de estos factores podría tener un impacto negativo sobre los márgenes corporativos y la inversión, sin traducirse en un mayor crecimiento económico.

El mercado chino registró un *underperformance* durante septiembre respecto de pares asiáticos, retrocediendo USD 4.6% (índice MSCI), en un contexto donde los principales ETFs registraron salidas netas de flujos en el mes. En términos de valorizaciones, las acciones chinas transan en línea con su promedio histórico, pero actualmente caras relativo a otros países emergentes. Por otro lado, las expectativas de utilidad para 2026 fueron revisadas marginalmente al alza y se espera un crecimiento de 14.1%. Lo anterior se compara de manera negativa respecto de otros mercados emergentes, donde en su conjunto se espera un crecimiento de las utilidades de 77.2% para el mismo año.

De esta forma, haciendo un balance de riesgos, destacan los avances en IA y la resiliencia del sector exportador, 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. Así, y dado que hay mejores oportunidades fuera de China, **se decide llevar a *underweight* la posición en acciones chinas, tanto China A como H.**

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se mantiene la posición OW

El **MSCI Asia Emergente ex China** rentó 1.4% en USD durante septiembre, en línea con su componente más tecnológico y el *outperformance* que logró dicho sector durante el mes. Por su parte, **China** se quedó atrás y retrocedió un 4.6%, sin grandes catalizadores en el corto plazo. Volviendo al sector tecnológico, las proyecciones de utilidades se mantienen resilientes, al igual que la inversión, y eventualmente una adopción más masiva del resto de la economía gatillará importantes ganancias de productividad. Por lo anterior, se decide **mantener la sobreponderación en Asia Emergente ex China**, con una preferencia por Taiwán y Corea del Sur.

El **mercado accionario indio** (MSCI) registró un *underperformance* frente a pares emergentes en septiembre y cayó USD 7.1%, siendo un mercado que, en un entorno de mejor desempeño de las acciones ligadas 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

promedios de 5 y 10 años. En términos macroeconómicos, el Banco de la Reserva de la India (RBI), aumentó sus proyecciones de crecimiento económico para 2026 y 2027, y se espera que la economía crezca un 6.7% anual en 2026 y 2027. Esta cifra reafirma la resiliencia de la actividad económica frente a los efectos del conflicto geopolítico y del fenómeno de El Niño. El crecimiento estará impulsado por una aceleración de la demanda interna, con el consumo y la inversión como principales motores de la actividad. Durante agosto la inflación se aceleró a 4.8% anual, superando las expectativas de mercado y en línea con mayores presiones energéticas. Dado lo anterior, junto con un crecimiento sólido, mayores presiones inflacionarias derivadas del conflicto geopolítico, del fenómeno de El Niño y la debilidad de la moneda, se espera un alza de 25 pbs. en la tasa de referencia durante la próxima reunión de política monetaria. Por otro lado, tanto el PMI manufacturero como el de servicios, se encuentran en terreno expansivo y en septiembre aumentaron a 55.7 pts. y 55.8 pts. respectivamente (52.8 y 54.1 pts. anteriormente). Lo anterior, es sustentado por la producción industrial que se aceleró a 8% en agosto (6.7% anterior), a pesar de presentar riesgos a la baja por los impactos del conflicto geopolítico y por el fenómeno de El Niño. 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 septiembre se vieron salidas de flujos desde el principal ETF por 9.1% del AUM y las expectativas de crecimiento de utilidades fueron corregidas al alza el mismo periodo. Durante el mes, el gobierno destacó la necesidad de desarrollar capacidades en industrias estratégicas como los semiconductores para reducir la dependencia externa. 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 0.6% en dólares (índice MSCI) en septiembre. Con ello, acumula un avance de USD 81.7% (al 30 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. Las expectativas de crecimiento de utilidades fueron revisadas al alza para 2026, proyectándose un crecimiento de 336%. A pesar de lo anterior, durante septiembre se vieron salidas de flujos del conjunto de ETFs equivalentes al 2.2% del AUM. Incluso tras el 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. Gracias a las medidas implementadas por las autoridades surcoreanas sobre los fondos apalancados vinculados a acciones individuales, la volatilidad del mercado se redujo significativamente durante septiembre, ubicándose en torno a la mitad de los niveles observados a fines de junio.

En el frente macroeconómico, Citi espera que el crecimiento económico se ubique en 3.7% anual, debido a efectos que generará la industria tecnológica en el resto de la economía, tanto en el consumo como inversión. El sector externo continúa mostrando resiliencia; las exportaciones se aceleraron a 83.5% anual en agosto, lideradas por el boom de IA. A pesar de esta desaceleración, durante los primeros 20 días de septiembre las exportaciones ligadas al sector tecnológico alcanzaron un nuevo máximo y se aceleraron un 254.9% anual. En términos de la moneda, durante septiembre se vio una apreciación moderada del won, balanceando efectos del superávit de cuenta corriente y la caída en los términos de intercambio. De igual forma, se espera una mayor apreciación para lo que queda del año. Lo anterior ha ayudado a contener la inflación importada, llevando a la inflación a desacelerarse en septiembre hasta 2.9% anual. Durante septiembre continuaron las conversaciones entre Corea del Sur y Estados Unidos para avanzar en la implementación del fondo de inversión por USD 350 bn acordado entre ambos países. Las negociaciones se han centrado en proyectos vinculados a infraestructura energética, inteligencia artificial, semiconductores y construcción naval, reflejando el interés

de Washington por atraer capital hacia sectores estratégicos, mientras Seúl busca asegurar la viabilidad económica de las inversiones y mantener relaciones comerciales positivas con uno de sus principales compradores. En este contexto, dado el *momentum* accionario, valorizaciones atractivas, 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 4.1% (índice MSCI). Con ello, acumula un avance de USD 75.5% en lo corrido del año (al 30 de septiembre). De esta forma, las valorizaciones transan con premio en la razón P/U *fwd.*, en un plazo de 5 y 10 años. Durante septiembre hubo entradas netas de flujos al principal ETF, alcanzando un 0.6% del AUM. Asimismo, las expectativas de utilidades han sido revisadas al alza, proyectándose un crecimiento de 65.6% para 2026. Desde el punto de vista macroeconómico, la actividad continúa mostrando resiliencia, y se revisaron al alza las expectativas de crecimiento para este año desde 9.2% en agosto a un 11% al 24 de septiembre. Esto, impulsado por la fortaleza tanto del sector externo como de la economía doméstica. En cuanto al sector externo, las exportaciones de agosto se aceleraron más de lo esperado por el mercado y crecieron un 41% anual, impulsadas por el sector tecnológico, con una fuerte aceleración en las exportaciones destinadas a Estados Unidos, por otro lado, las exportaciones no tecnológicas perdieron parte del dinamismo observado meses anteriores. Si bien se vio una desaceleración en la producción industrial de agosto, las órdenes de exportación se aceleraron a nuevos máximos alcanzando un crecimiento de 71.4% anual. Cabe recalcar la resiliencia del PMI manufacturero que se ha mantenido en terreno expansivo desde diciembre de 2025, y que se ubicó en 56.7 pts. en septiembre. En términos de precios, la inflación de agosto se desaceleró a 2% (2.5% en julio) ubicándose en la meta del Banco Central, lo que se atribuyó a menores precios de alimentos y productos energéticos. Durante septiembre Taiwán profundizó su estrategia de fortalecimiento defensivo contra China y el gobierno propuso un presupuesto adicional de USD 4.6 *bn.* para acelerar el desarrollo de drones y otros sistemas militares, junto con una modernización de sus capacidades respecto de misiles de largo alcance. Estas medidas se producen en un contexto de persistente presión por parte de China, que ha mantenido una presencia marítima constante alrededor de la isla. 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 retrocedieron un USD 7.6% (índice MSCI). Así, las valorizaciones se ubican 2 desv. est. bajo sus promedios de 5 y 10 años. Durante septiembre se registraron salidas de flujos equivalentes al 11.4% del AUM desde el principal ETF; a pesar de lo anterior, las proyecciones de utilidades fueron revisadas al alza en el último mes y se espera se mantengan sin variaciones en 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, durante septiembre la rupia se depreció 1.4% respecto del dólar, acumulando una depreciación de 7.2% en lo corrido del año (al 30 de septiembre). En este contexto, si bien el Banco de Indonesia (BI) mantuvo la tasa de referencia en 5.75% durante su reunión de septiembre, optó por reforzar instrumentos alternativos para respaldar la estabilidad de la moneda, entre ellos la reducción de los costos de cobertura cambiaria para la inversión extranjera. Asimismo, miembros del organismo destacaron que el nivel actual de la tasa continúa siendo adecuado para preservar la estabilidad macrofinanciera. Sin embargo, el mercado sigue anticipando un incremento adicional de 25 pbs. hacia fines de año, especialmente si persisten las tensiones geopolíticas y las presiones inflacionarias. En materia de precios, la inflación se aceleró a 3.3% anual en septiembre (3.2% en agosto), acercándose al límite superior del rango objetivo del BI, establecido entre 1.5% y

3.0%. Tomando en cuenta este escenario, condiciones climáticas adversas, salidas de flujos, pero valorizaciones atractivas se **decide mantener el *underweight* de las acciones indonesias**.

El mercado accionario **tailandés** exhibió un *underperformance* frente a pares emergentes durante septiembre y retrocedió USD 3.3% (índice MSCI), transando la P/U *fwd.* bajo sus promedios de 5 y 10 años. Durante el mes, las expectativas de utilidades fueron revisadas al alza y se espera un crecimiento de 11.3% para 2026. En línea con lo anterior, se vieron entradas de flujos al principal ETF por 20.4% del AUM. Por el lado macro, se corrigió al alza la expectativa de crecimiento económico desde 2.1% a 2.2% para este año. Las exportaciones de agosto se aceleraron a 25.3% 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 (54.3 pts. en septiembre). En términos de precios, la inflación se aceleró hasta 2.5% anual en agosto (1.9% anual en julio), más de lo esperado por el mercado, por mayores precios de alimentos, energía y transportes. Lo anterior, continúa dentro del rango del Banco de Tailandia (1.0%-3.0%, BoT). 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, pero presiones inflacionarias futuras, **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** retrocedieron USD 9.4% (índice MSCI) en septiembre, con un *underperformance* respecto de pares regionales. Este mercado se vio negativamente impactado por la caída de 6.3% del precio del oro, dada la alta correlación de las acciones con el metal precioso; lo anterior se vio amplificado por una depreciación del rand de 1.9% respecto del dólar. 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 septiembre se vieron salidas de flujos del principal ETF por 11.3% del AUM y las expectativas de crecimiento de utilidades fueron revisadas a la baja, y se espera una expansión de 39% para 2026. En el plano macroeconómico, la economía se desaceleró a un 0.9% anual en el segundo trimestre, decepcionando al mercado (1.2% esperado, 1.9% dato anterior) e impactada principalmente por el sector minero y manufacturero. Por el lado de la actividad, el PMI manufacturero aumentó a 50.5 pts. en agosto, a diferencia de la producción de oro, que se contrajo 7.4% anual en julio, luego de una aceleración de 6.2% en junio. La inflación se aceleró a 4.4% anual en agosto y, en línea con lo anterior, el Banco de la Reserva de Sudáfrica (SARB, por sus siglas en inglés) decidió de manera unánime subir la tasa de referencia en 25 pbs. hasta 7.25%, en línea con lo esperado por el mercado. Esta decisión se sustenta en el resurgimiento de las presiones inflacionarias impulsadas por el alza en los precios del petróleo y la persistencia de la inflación de servicios. A su vez, el SARB adoptó un tono *hawkish*, enfatizando su compromiso de llevar la inflación de vuelta al objetivo y advirtiendo sobre los riesgos de segunda vuelta que puedan desanclar las expectativas inflacionarias. En este contexto, el Banco Central revisó al alza sus proyecciones de inflación, estimando ahora un promedio de 4.4% para 2026 (vs. 4.0% previamente) y de 4.0% para 2027 (vs. 3.8% anteriormente), reflejando un balance de riesgos más desafiante para la convergencia inflacionaria. A pesar de ver valorizaciones atractivas, los riesgos macroeconómicos y de cara a las municipales de noviembre, se **decide mantener en neutral las acciones sudafricanas**.

Las acciones **turcas** retrocedieron USD 14.8% (índice MSCI) en septiembre, 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 12.4%

(datos al 30 de septiembre) en lo que va del año, presionada por mayores precios energéticos. Desde una perspectiva macro, las expectativas de crecimiento económico fueron revisadas desde 2.9% a 2.8% para 2026 y de 4.2% a 3.8% para 2027. Por otro lado, las presiones inflacionarias ceden lentamente y en septiembre se desaceleraron a 29.7% interanual, desde 31.5% en agosto. Debido a la persistencia inflacionaria por la incertidumbre geopolítica y la volatilidad en precios tanto en el mercado energético como en alimentos, el Banco Central de Turquía, en su reunión de septiembre, optó por mantener la tasa de referencia en 37%. Esto difiere de la hoja de ruta establecida a inicio de año, donde esperaban terminar el año con una tasa de 30%. 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. Durante agosto, las autoridades turcas endurecieron las regulaciones sobre fondos con posiciones concentradas en acciones de baja liquidez y reducido *free float*, buscando contener distorsiones que habían impulsado valorizaciones de algunas compañías. Sin embargo, esto terminó convirtiéndose en una crisis de confianza en septiembre, cuando los inversionistas comenzaron a retirar masivamente sus recursos y varios fondos fueron incapaces de responder a las solicitudes de rescate. Esto provocó una venta forzada, lo que aceleró la caída de los precios accionarios, obligando a las autoridades a intervenir, liquidar más de un centenar de fondos e iniciar investigaciones por presunta manipulación de mercado. Durante septiembre, el conjunto de ETFs registró entradas netas de flujos equivalentes al 23.6% de sus activos bajo administración, contrastando con salidas por 17.7% del AUM del principal ETF. A pesar de ello, las valorizaciones continúan transando por sobre sus promedios de 5 y 10 años en términos de P/U *forward*. Por otro lado, las expectativas de utilidades siguieron mejorando durante el mes, con revisiones al alza que apuntan a un crecimiento de 42.3% para 2026. En este contexto, considerando el sólido desempeño reciente del mercado, la mejora en las perspectivas de utilidades y el renovado interés de los inversionistas reflejado en los flujos hacia ETFs, pero manteniendo cautela ante los riesgos macroeconómicos aún presentes, **se decide neutralizar la posición en acciones turcas desde *underweight*.**

El mercado accionario de **Arabia Saudita** cayó en septiembre USD 6.3% (índice MSCI). Las continuas tensiones relacionadas al conflicto de Medio Oriente han generado nuevas disrupciones en el mercado energético, no solo por una caída en los flujos petroleros a través del Estrecho de Ormuz, sino también en 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 0.2% anual en 2026. El producto del segundo trimestre se contrajo 4.7% anual, en línea con una menor extracción, refinación y exportación de hidrocarburos, así como una caída en la demanda privada y en los ingresos por turismo. En términos de producción, el PMI de manufacturas de septiembre se ubicó en 55.3 pts. (53.8 pts. en agosto), junto con una producción industrial que se contrajo 8.1% anual en julio. Además de lo anterior, el déficit fiscal se revisó al alza para 2026 desde 5.0% a 5.5% 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 23.4% para 2026. En septiembre, se vieron salidas de flujos del principal ETF equivalentes al 2.2% 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 **mantener el *underweight* en acciones saudíes.**

RENTA FIJA

US TREASURIES: se mantiene neutral *treasuries* de 2 años, se sobrepondera desde neutral la posición en bonos de 10 años, se neutraliza la posición en bonos de 30 años desde *underweight* y se aumenta el *overweight* en TIPS

Durante septiembre, las tasas de interés registraron alzas generalizadas a lo largo de las curvas globales, en un contexto marcado por la reescalada del conflicto geopolítico, el deterioro de las perspectivas fiscales en economías desarrolladas, particularmente en Francia, y las elevadas necesidades de financiamiento de las grandes compañías tecnológicas para sostener sus inversiones en inteligencia artificial. A ello se sumó el tono más restrictivo de Kevin Warsh y del Fed tras la reunión del FOMC, en la que la institución elevó su tasa de referencia y señaló la posibilidad de nuevos ajustes. En EE.UU., el aumento fue más pronunciado en los tramos cortos, más sensibles a las expectativas de política monetaria, lo que dio lugar a un nuevo aplanamiento de la curva durante el mes. Sin embargo, en los primeros días de octubre este movimiento se revirtió parcialmente y la curva ha vuelto a empinarse, luego de que la creación de empleo sorprendiera a la baja y moderara las expectativas de un nuevo aumento de tasas en la próxima reunión del Fed.

En materia de política monetaria, el Fed elevó su tasa de referencia en 25 pbs. durante septiembre, en una decisión unánime y ampliamente anticipada por el mercado. La comunicación se mantuvo acotada, tanto en el comunicado como en la conferencia de prensa de Kevin Warsh, quien volvió a centrar su mensaje en el compromiso con la estabilidad de precios. Por su parte, el *Dot Plot* mostró una trayectoria más restrictiva respecto de las proyecciones anteriores, con una nueva alza de 25 pbs. prevista para el último trimestre del año y una mantención de la tasa durante 2027. Además, el Fed revisó al alza sus estimaciones de crecimiento y de inflación, tanto *headline* como subyacente. De cara a octubre, los datos más débiles del mercado laboral moderaron las expectativas de nuevos ajustes y el mercado anticipa que la tasa se mantendrá sin cambios, aunque continúa incorporando la reanudación de las alzas en diciembre.

La actividad económica continúa mostrando resiliencia. La última revisión del PIB del segundo trimestre elevó el crecimiento hasta 2.2% anualizado, desde 1.5% previamente, explicada principalmente por una mayor contribución del consumo y la inversión. En la misma línea, el consenso de Bloomberg aumentó su proyección de crecimiento para este año hasta 2.2%, manteniéndola sobre el potencial. En materia de precios, la inflación PCE de agosto fue menor a lo esperado y se mantuvo estable en 3.4% anual, mientras que la medida subyacente alcanzó 3.0% en doce meses. Por su parte, el mercado laboral mostró señales de moderación, con una creación de 29 mil puestos de trabajo en septiembre, inferior a las expectativas, con revisiones a la baja en los dos meses anteriores y un aumento de la tasa de desempleo hasta 4.2%. En conjunto, estos antecedentes moderaron parcialmente las expectativas de política monetaria, aunque el mercado continúa anticipando nuevas alzas de tasas.

Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE, que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del Tesoro, aumentó con fuerza durante septiembre, superando nuevamente los 100 puntos y ubicándose sobre niveles históricos, en línea con los movimientos observados en las tasas del Tesoro. En cuanto a las expectativas de inflación, los *breakevens* continuaron aumentando, apoyados por el repunte del precio del petróleo, aunque sus niveles todavía reflejan expectativas relativamente ancladas. Actualmente, los *breakevens* a 2, 5 y 10 años se ubican en 2.52%, 2.39% y 2.36%, respectivamente (al 5 de octubre). Por su parte, la curva se aplanó durante septiembre, con el diferencial entre las tasas a 10 y 2 años acercándose a 20 pbs., aunque los datos económicos más recientes moderaron las expectativas de política monetaria y favorecieron un posterior empinamiento, llevando el diferencial sobre 40 pbs. En este escenario, dado que el aumento de las tasas ha provenido principalmente del componente real y que este se encuentra en niveles

históricamente elevados, se incrementa la posición en TIPS, buscando capturar el atractivo retorno real y mantener cobertura frente a eventuales sorpresas inflacionarias.

En este contexto, el posicionamiento en *Treasuries* pasa a incorporar una mayor exposición a duración, considerando que el ajuste acumulado ha llevado las tasas nominales y reales a niveles atractivos. Se mantiene la posición neutral en bonos del Tesoro a 2 años, dado que este tramo continúa condicionado por la trayectoria inmediata del Fed y por la expectativa de posibles nuevas alzas. Por su parte, se lleva a *overweight* desde neutral la posición en bonos a 10 años, donde el elevado nivel de las tasas reales mejora significativamente el punto de entrada y permite comenzar a construir duración tras el ajuste de los últimos meses. Al mismo tiempo, se neutraliza desde *underweight* la exposición al tramo de 30 años, moderando la cautela ante la mejora de las valorizaciones, aunque manteniendo prudencia frente a las presiones fiscales y las elevadas necesidades de financiamiento. Finalmente, se incrementa la sobreponderación en TIPS, respaldada por sus atractivas tasas reales y por su capacidad de actuar como cobertura frente a eventuales sorpresas inflacionarias.

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene el UW

Durante septiembre, las tasas globales aumentaron de manera generalizada, en un entorno marcado por mayores presiones fiscales, elevadas necesidades de financiamiento corporativo y un nuevo repunte del petróleo. Al mismo tiempo, los principales bancos centrales desarrollados reforzaron su tono restrictivo, con alzas de tasas en EE.UU., Europa y Japón. El ajuste fue especialmente pronunciado en los tramos cortos de la curva estadounidense, luego de que el Fed elevara su tasa y señalara posibles incrementos adicionales. Como resultado, la curva volvió a aplanarse y los segmentos con mayor duración, entre ellos *Global Investment Grade*, enfrentaron presión relevante durante el mes.

En EE.UU., el Fed elevó su tasa de referencia en 25 pbs. en septiembre, en línea con lo anticipado, mientras que los comentarios de Kevin Warsh mantuvieron un tono restrictivo y reafirmaron el compromiso de la institución con la estabilidad de precios. Las nuevas proyecciones del Dot Plot contemplan un incremento adicional durante lo que resta del año, junto con una trayectoria de tasas más elevada hacia adelante. Además, el Fed corrigió al alza su estimación de crecimiento para 2026, mientras que la última publicación del PIB del segundo trimestre también mostró una revisión positiva. A su vez, las proyecciones del FOMC de inflación *headline* y *core* fueron revisadas al alza, anticipando que ambas medidas cerrarían el año sobre 3% anual. Sin embargo, la creación de empleo de septiembre fue inferior a lo esperado, corrigiendo parcialmente el ajuste restrictivo que habían incorporado las expectativas tras la reunión del Fed. De todas formas, el balance de riesgos todavía apunta a una política monetaria restrictiva.

En Europa, septiembre fue un mes especialmente negativo para los mercados, en un contexto de creciente preocupación por la situación fiscal de Francia y sus posibles efectos sobre las tasas y las primas de riesgo de la región. A pesar de ello, las perspectivas de crecimiento mostraron cierta mejora, con revisión al alza de las estimaciones de actividad para este año. Al mismo tiempo, las proyecciones de inflación también aumentaron, reflejando las presiones del componente energético. En este escenario, y luego del alza de 25 pbs. en septiembre, el BCE mantendría una orientación restrictiva, ante un balance caracterizado por mayores presiones sobre los precios y riesgos fiscales todavía elevados.

De esta forma, las expectativas apuntan a una política monetaria restrictiva en ambas regiones. Para octubre, el mercado anticipa que tanto el Fed como el BCE mantendrán sus tasas de referencia sin cambios, antes de retomar el ciclo de alzas

con un incremento de 25 pbs. en diciembre. Además, las proyecciones contemplan nuevos ajustes durante el próximo año, prolongando el escenario de tasas elevadas en ambas economías.

En septiembre, la clase de activo cayó USD 2.1%, afectada por el alza generalizada de las tasas y su mayor sensibilidad a duración. Los *yields* aumentaron en línea con las tasas base y se mantienen sobre promedios históricos. Por su parte, los *spreads* se ampliaron durante estos últimos días, especialmente en Europa, donde superaron los niveles observados al inicio del conflicto geopolítico, reflejando una mayor preocupación por los riesgos fiscales y económicos de la región.

Si bien la corrección reciente mejora el punto de entrada, la política monetaria continúa siendo restrictiva y los diferenciales aún ofrecen una compensación acotada frente a los riesgos de crédito y duración. A ello se suman las elevadas necesidades de financiamiento soberano y corporativo, que podrían mantener la presión sobre las tasas y dificultar la absorción de nuevas emisiones. En este escenario, se mantiene una postura cautelosa frente a la clase de activo, **conservando la posición *underweight* en *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene el UW

La clase de activo cayó USD 2.5% en septiembre, en un mes marcado por el fuerte ajuste de las tasas globales y el endurecimiento de las condiciones financieras. Los *yields* aumentaron de forma relevante y permanecen sobre promedios históricos. Por su parte, los *spreads* se ampliaron tanto en EE.UU. como en Europa, con un movimiento pronunciado en ambos mercados. De esta forma, los diferenciales volvieron a ubicarse cerca de los niveles previos al inicio del conflicto geopolítico. Sin embargo, aún permanecen comprimidos en términos históricos, entregando una protección acotada frente a nuevos episodios de volatilidad o un eventual deterioro del entorno económico.

En este escenario, el nivel de *carry* resulta más atractivo, pero no compensa completamente los riesgos asociados a una política monetaria restrictiva y a una posible corrección en las tasas tras las alzas consecutivas desde el inicio del conflicto geopolítico. Además, la mayor sensibilidad del segmento al ciclo económico podría traducirse en nuevas ampliaciones de los diferenciales si las condiciones financieras continúan endureciéndose. La reciente corrección mejora el punto de entrada, pero todavía no modifica sustancialmente el balance riesgo-retorno de una clase de activo cuyos *spreads* siguen ofreciendo un margen de protección limitado. De esta forma, **se mantiene la posición *underweight* en *Global High Yield*.**

DEUDA EMERGENTE: Se decide neutralizar desde OW la posición en deuda soberana y *Local Markets*, disminuir la sobreponderación en bonos corporativos HY, y mantener la posición neutral en bonos corporativos IG

Durante septiembre se vio un alza de tasas de interés a nivel global junto con un giro más restrictivo en la política monetaria de las principales economías desarrolladas. En particular, el Fed elevó su tasa de referencia en 25 pbs. y entregó señales de posibles ajustes adicionales, reforzando las presiones sobre las curvas soberanas. Este escenario generó retornos negativos en gran parte de la renta fija global, con una mayor presión sobre los segmentos sensibles a las tasas base. Dentro del universo emergente, la deuda soberana cayó USD 2.3%, mientras que la deuda corporativa retrocedió USD 1.3%, mostrando esta última un comportamiento relativamente más defensivo.

La deuda soberana emergente se ubicó entre las clases de activo de peor desempeño durante septiembre, afectada por el fuerte ajuste de las tasas base y el endurecimiento de las condiciones financieras globales. Si bien los *yields* alcanzaron

niveles atractivos y los fundamentos macroeconómicos continúan siendo favorables, la mayor liquidez de los mercados desarrollados podría permitir que estos incorporen con mayor rapidez el nuevo escenario de tasas, aumentando su atractivo relativo en el margen. Además, los *spreads* emergentes aún podrían ampliarse si persiste la volatilidad de las tasas estadounidenses, mientras que el fortalecimiento del dólar introduce un riesgo adicional para el segmento. En este escenario, y considerando la reasignación gradual hacia duración y activos desarrollados, **se neutraliza desde *overweight* la posición en deuda soberana emergente.**

La deuda corporativa *Investment Grade* registró una caída de USD 2.0% en septiembre, en línea con el desempeño de su equivalente en mercados desarrollados. El alza de las tasas base afectó especialmente al segmento por su mayor duración, aunque también elevó los *yields* y mejoró el retorno esperado desde los niveles actuales. Los *spreads* continúan comprimidos y podrían ampliarse ante un escenario de mayor volatilidad, limitando el atractivo de aumentar exposición. Además, si bien se mantiene una preferencia por instrumentos en *hard currency* dentro del universo emergente, el mayor atractivo relativo que comienzan a ofrecer los mercados desarrollados justifica conservar una postura equilibrada. De esta forma, **se mantiene la posición neutral en deuda corporativa emergente *IG*.**

En cuanto a *High Yield*, la clase de activo registró una pérdida de USD 1.9% el último mes, mostrando un comportamiento más defensivo que su similar desarrollado. La menor duración del segmento permitió limitar parcialmente el impacto del alza de las tasas base, mientras que los *yields* continúan ofreciendo un nivel de *carry* atractivo. Sin embargo, el endurecimiento de las condiciones financieras y la posibilidad de que las tasas permanezcan elevadas durante los próximos meses reducen el margen para mantener una sobreexposición de mayor magnitud. A ello se suma que los *spreads* aún podrían ampliarse ante nuevos episodios de volatilidad, por lo que resulta necesario mantener una exposición selectiva y privilegiar emisores con fundamentos sólidos. De esta forma, **se reduce la posición *overweight* en deuda emergente *High Yield*.**

Finalmente, *Local Markets* registró una pérdida de USD 0.6% en septiembre, ubicándose entre los segmentos de mejor desempeño de la renta fija global. Si bien las tasas reales y los niveles de *carry* continúan siendo atractivos en distintas economías emergentes, el fortalecimiento del dólar y la expectativa de nuevas alzas por parte del Fed configuran un escenario menos favorable para las monedas locales. En este contexto, se mantiene una mayor preferencia por instrumentos emergentes en *hard currency*, mientras que la exposición a deuda local pierde atractivo relativo ante el riesgo de nuevas depreciaciones cambiarias. Además, la intención de reducir gradualmente la subponderación en duración favorece una reasignación hacia activos que han corregido con mayor fuerza. De esta forma, **se neutraliza desde *overweight* la posición en *Local Markets*.**

En línea con lo anterior, **se decide neutralizar desde *OW* la posición en deuda soberana y *Local Markets*, disminuir la sobreponderación en bonos corporativos *HY*, y mantener la posición neutral en bonos corporativos *IG*.**

Exposición a Monedas | Octubre 2026

Monedas	Bench.	Sept	Oct	OW/UW		Cambio
USD	54.0%	54.4%	54.0%	N		-
EUR	7.6%	6.9%	7.6%	N		+
GBP	1.4%	0.9%	1.4%	N	0.0%	+
JPY	2.35%	2.4%	2.40%	OW	0.0%	
GEMs	34.8%	35.3%	34.7%	UW	0.0%	-
	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 se decide neutralizar el *overweight* en dólares, y los *underweight* en euro y libra esterlina, así como disminuir la subponderación en monedas emergentes.

Resultados TAACo Global | Septiembre 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%	-1.1%	-0.56%	-0.50%	0.0	5.8
Renta Fija	50%	46%	-4%	-2.2%	-1.12%	-1.01%	2.2	1.5
Caja	0%	2%	2%	0.3%	0.0%	0.01%	3.9	
Oro	0%	2%	2%	-6.3%	0.0%	-0.13%	-9.3	
Cobertura						0.00%	0.0	
Portafolio					-1.67%	-1.63%	-3.1	7.3
Outperformance / Underperformance (bps)								4.2
Europe ex UK	13.2%	12.2%	-1.0%	-4.8%	-0.63%	-0.59%	3.7	
Europe Small Cap	1.9%	1.4%	-0.5%	-4.8%	-0.09%	-0.07%	1.8	
UK	2.8%	1.8%	-1.0%	-4.0%	-0.11%	-0.07%	2.8	
US Large Cap Growth	16.6%	17.1%	0.5%	1.5%	0.25%	0.26%	1.3	
US Large Cap Value	15.1%	15.6%	0.5%	-1.4%	-0.20%	-0.21%	-0.1	
US Small Caps	3.7%	3.7%	0.0%	-4.8%	-0.18%	-0.18%	0.0	
Japan	4.7%	4.7%	0.0%	0.8%	0.04%	0.04%	0.0	
Desarrollados	58.0%	56.5%	-1.5%	-1.6%	-0.93%	-0.82%	9.6	
LatAm	5.0%	6.0%	1.0%	-0.3%	-0.02%	-0.02%	0.8	
China	11.5%	11.5%	0.0%	-4.6%	-0.53%	-0.53%	0.0	
EM Asia ex China	25.5%	26.0%	0.5%	1.4%	0.36%	0.36%	1.3	
Emergentes	42.0%	43.5%	1.5%	-0.4%	-0.19%	-0.18%	2.1	
Equities					-1.11%	-1.00%	11.6	
Treasuries 2Y	8.7%	8.7%	0.0%	-0.6%	-0.05%	-0.05%	0.0	
Treasuries 10Y	10.5%	10.5%	0.0%	-3.7%	-0.38%	-0.38%	0.0	
Treasuries 30Y	6.1%	5.6%	-0.5%	-5.2%	-0.31%	-0.29%	1.5	
US Tips	2.5%	3.5%	1.0%	-2.6%	-0.07%	-0.09%	-0.4	
Global Corporate IG	26.2%	24.7%	-1.5%	-2.9%	-0.75%	-0.71%	0.9	
Global Corporate HY	4.1%	3.1%	-1.0%	-2.8%	-0.11%	-0.09%	0.6	
Deuda Desarrollados	58.1%	56.1%	-2.0%	-2.9%	-1.68%	-1.61%	2.6	
EMBI	8.4%	8.9%	0.5%	-3.3%	-0.28%	-0.30%	-0.6	
EM Corporate IG	2.4%	2.4%	0.0%	-2.0%	-0.05%	-0.05%	0.0	
EM Corporate HY	3.6%	4.6%	1.0%	-1.9%	-0.07%	-0.09%	0.3	
EM Local Markets	27.5%	28.0%	0.5%	-0.6%	-0.15%	-0.16%	0.8	
Deuda Emergente	41.9%	43.9%	2.0%	-1.3%	-0.55%	-0.59%	0.6	
Fixed Income					-2.23%	-2.20%	3.2	

*Anualizado ** Desde 2001

Datos al 30 de septiembre de 2026

En septiembre 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 30 de septiembre, la cartera del TAACo Global cayó 1.63%, mostrando un *outperformance* con respecto al *benchmark* de 4.2 pbs.

En septiembre, a nivel de *attribution analysis*, la asignación de activos restó valor, principalmente por la posición larga en oro. Por el lado de la selección de instrumentos, fue positiva en acciones y bonos. En renta variable, sumó valor el largo en acciones estadounidenses de estilo *Growth*, el corto en acciones de Europa y UK, y el largo en América Latina y Asia EM ex China. En bonos, sumó valor la posición corta en papeles del Tesoro de EE.UU. de 30 años, en papeles corporativos de economías desarrolladas, así como la sobreexposición en CEMBI HY y Local Markets.

Desempeño Histórico

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	
TAACo	-1.6%	-0.5%	7.9%	11.0%	13.7%	5.6%	6.3%	5.7%	10.4%
Benchmark	-1.7%	-0.8%	7.8%	10.7%	13.7%	4.9%	5.6%	4.5%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	4	23	8	32	-4	76	70	118	
Acciones	-1.0%	0.9%	16.5%	21.0%	21.6%	9.6%	9.7%	5.3%	15.2%
Benchmark	-1.1%	0.9%	16.5%	21.1%	21.8%	9.6%	9.7%	4.9%	15.1%
Europe ex UK	-4.8%	-2.8%	3.4%	9.3%	14.5%	6.2%	7.1%	3.8%	17.3%
Europe Small Cap	-4.8%	2.3%	4.9%	8.5%	16.2%	3.6%	7.6%	8.9%	20.2%
UK	-4.0%	1.9%	8.2%	15.8%	18.9%	12.6%	8.6%	5.7%	14.6%
US Large Cap Growth	1.5%	1.3%	10.5%	14.1%	28.0%	15.3%	19.7%	--	20.1%
US Large Cap Value	-1.4%	5.4%	16.2%	17.9%	18.0%	10.8%	10.5%	--	13.4%
US Small Caps	-4.8%	-7.4%	13.4%	16.1%	17.1%	7.0%	10.7%	9.5%	19.5%
Japan	0.8%	5.2%	20.7%	24.4%	19.2%	7.6%	7.4%	3.4%	16.1%
Desarrollados	-1.2%	1.9%	11.8%	15.2%	21.4%	11.9%	12.8%	7.8%	17.2%
LatAm	-0.3%	3.9%	14.8%	24.2%	15.4%	12.9%	7.2%	8.6%	22.2%
China	-4.6%	3.7%	-11.9%	-18.4%	9.8%	-2.1%	3.4%	7.4%	27.9%
EM Asia ex China	1.4%	-2.5%	47.1%	64.8%	33.9%	16.0%	14.2%	--	23.8%
Emergentes	-0.6%	-0.4%	23.4%	29.2%	24.1%	9.2%	8.9%	9.2%	17.2%
Renta fija	-2.2%	-2.3%	-0.8%	0.7%	5.9%	0.3%	1.7%	4.2%	6.5%
Benchmark	-2.2%	-2.4%	-0.8%	0.6%	5.9%	0.1%	1.4%	3.6%	6.5%
Treasuries 2Y	-0.6%	-0.2%	0.3%	1.3%	3.8%	1.5%	1.5%	2.3%	2.1%
Treasuries 10Y	-3.7%	-5.2%	-5.1%	-4.4%	2.3%	-2.7%	-0.5%	3.1%	8.0%
Treasuries 30Y	-5.2%	-8.7%	-7.8%	-8.6%	-0.6%	-9.1%	-3.4%	3.3%	14.6%
US Tips	-2.6%	-3.2%	-2.1%	-2.0%	3.8%	0.0%	2.1%	4.2%	6.0%
Global Corporate IG	-2.9%	-3.4%	-3.2%	-2.5%	5.5%	-0.4%	1.7%	4.2%	8.1%
Global Corporate HY	-2.8%	-1.8%	-0.4%	0.8%	8.4%	3.1%	4.6%	6.7%	7.5%
Deuda Desarrollados [1]	-2.9%	-3.7%	-3.3%	-2.7%	4.3%	-1.3%			
EMBI	-3.3%	-3.9%	-0.7%	2.6%	9.7%	1.9%	2.9%	6.8%	9.2%
EM Corporate IG	-2.0%	-2.4%	-1.6%	-0.6%	5.6%	0.6%	2.5%	--	5.6%
EM Corporate HY	-1.9%	-1.2%	2.9%	4.4%	9.5%	2.3%	4.2%	--	7.7%
EM Local Markets	-0.6%	0.8%	4.0%	6.7%	7.3%	2.6%	2.7%	--	6.4%
Deuda Emergentes [1]	-1.3%	-0.5%	2.6%	5.2%	8.1%	2.2%			
Caja	0.3%	0.9%	2.7%	3.8%	4.6%	3.8%	2.4%	1.8%	0.5%
Oro	-6.3%	3.7%	-3.7%	7.7%	31.0%	18.8%	12.2%	11.4%	17.3%

* 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 aquellas expresadas en el presente informe.