Conclusiones TAACo Global

Tactical Asset Allocation Committee Global

VINCI COMPASS

Noviembre 2026

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Octubre	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	-1.5%	-1.5%	6.2%	7.4%	13.9%	4.9%	6.3%	5.6%	10.4%
Benchmark	-1.3%	-1.5%	6.3%	7.4%	14.1%	4.3%	5.6%	4.5%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	-21	1	-14	2	-22	60	64	117	
Acciones	-4.1%	-2.6%	11.8%	12.9%	21.3%	8.1%	9.3%	5.1%	15.2%
Benchmark	-4.0%	-2.7%	11.8%	13.1%	21.5%	8.0%	9.3%	4.7%	15.1%
Renta Fija	1.4%	-0.3%	0.6%	1.5%	6.9%	0.7%	2.0%	4.2%	6.5%
Benchmark	1.4%	-0.3%	0.5%	1.4%	6.8%	0.5%	1.7%	3.6%	6.5%
Caja	0.4%	0.9%	3.1%	3.8%	4.5%	3.9%	2.5%	1.8%	0.5%
Oro	-6.8%	-4.2%	-10.3%	-3.2%	25.0%	16.8%	11.7%	11.1%	17.7%

Resultados al 31 de octubre de 2026

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

Back in the Game.....1

Asignación de Activos | Noviembre 2026.....5

Resultados TAACo Global Octubre 2026.....24

Desempeño Histórico.....25

Back in the Game[1]

Noviembre comienza con un cambio relevante en el balance de riesgos global. Las elecciones legislativas de Estados Unidos entregaron a los demócratas el control de ambas cámaras y devolvieron al Congreso capacidad de contrapeso frente a la administración de Donald Trump. La primera lectura del mercado fue positiva: subieron las acciones, cayeron las tasas y se debilitó el dólar. Más que un giro político, el resultado puede convertirse en un giro para los mercados si el *gridlock* reduce el espacio para nuevas expansiones fiscales, medidas arancelarias y decisiones geopolíticas disruptivas. Históricamente, además, la renta variable estadounidense ha mostrado un buen desempeño durante los 12 meses posteriores a las elecciones de medio término.

Congreso EE.UU. como contrapeso

La magnitud del avance demócrata fue mayor a la anticipada. En la Cámara de Representantes, donde se renovaron los 435 escaños, los demócratas revirtieron la estrecha mayoría republicana; con los resultados aún incompletos al 10 de noviembre, acumulaban 206 escaños retenidos y 48 conquistas, frente a 165 republicanos y 16 distritos pendientes. En el Senado también alcanzaron la mayoría, con victorias simbólicas como las de James Talarico en Texas, primer senador demócrata del estado en tres décadas, y Adam Hamilton en Kansas, donde el partido no ganaba una elección senatorial en casi 100 años. También conquistaron Maine e Iowa. Aun así, permanecen lejos de los dos tercios requeridos para superar un veto presidencial, configurando un escenario de mayor contrapeso, pero no de control absoluto.

Avance demócrata mayor al anticipado

En renta variable estadounidense, octubre dejó una señal particularmente interesante: más que un simple retroceso, vimos una rotación dentro del mercado. La corrección tecnológica y asociada a inteligencia artificial (IA) no fue generalizada, con algunos mercados mucho más afectados que otros, mientras las valorizaciones comenzaron a descomprimirse. Al mismo tiempo, las tasas retrocedieron y reapareció una relación que había estado ausente durante buena parte del último tiempo: la correlación entre acciones

Vuelve correlación negativa entre acciones y bonos

[1] De vuelta en el juego, canción de Airbourne

y renta fija volvió a terreno negativo, permitiendo que los *Treasuries* recuperaran parte de su función diversificadora. En octubre, el S&P 500 bajó 0.9%, el Nasdaq 6.7%, mientras que el Dow Jones subió 1.7%, al igual que el *Global Aggregate*.

El escenario macroeconómico también luce algo más equilibrado. La economía creció 3.4% trimestral anualizado en el último registro, pero esa fortaleza es menos evidente al mirar el crecimiento interanual, que permanece cerca de 2%. Además, tasas hipotecarias en torno a 7.5% siguen enfriando la demanda inmobiliaria, mientras oficinas y centros comerciales permanecen débiles. No parece, por tanto, una economía acelerándose lo suficiente como para provocar un desanclaje inflacionario.

Escenario macroeconómico más equilibrado

La corrección asociada a IA tampoco parece marcar el final del ciclo de inversión. El CAPEX vinculado a esta tecnología continúa en una etapa temprana y, como porcentaje del PIB, todavía se encuentra por debajo de los máximos alcanzados durante la burbuja *dot-com*. El desafío comienza a trasladarse desde la demanda por capacidad tecnológica hacia su financiamiento: a medida que aumentan las necesidades de capital, los spreads corporativos se convierten en una señal cada vez más relevante. Incluso si algunos proyectos de centros de datos se postergan o reasignan, esto no necesariamente implica una interrupción del ciclo estructural de inversión en IA.

No se observa interrupción del ciclo estructural de IA

Por otro lado, la temporada de reportes corporativos del tercer trimestre avanza, con un crecimiento de utilidades de 26% (447 compañías del S&P 500 reportadas). Sin embargo, las sorpresas son más acotadas que trimestres anteriores (~3%), y el mercado es cada vez más exigente al respecto.

Sorpresas acotadas en resultados de empresas

A esta moderación se suma un nuevo viento que puede ser -transitoriamente- desinflacionario. El petróleo corrigió alrededor de USD 20 en pocos días, pese a que los principales conflictos geopolíticos siguen sin resolverse, y posterior a esta caída hubo días de alzas superiores a 2%. El resultado de las elecciones de medio término deriva en una menor probabilidad de nuevas medidas arancelarias, lo que podría acelerar la desaparición de parte de la inflación residual. En este escenario, el Banco de la Reserva Federal (Fed) mantendría una trayectoria gradual, con alzas aproximadamente reunión por medio, en lugar de entrar en un ciclo agresivo. Si el petróleo permanece bajo USD 100 por barril y la inflación continúa moderándose, el costo global de capital podría haber dejado atrás una parte importante de la presión observada durante los últimos meses.

Precio del petróleo comienza noviembre a la baja

El resultado electoral también modifica la lectura sobre China y los mercados emergentes. China aparece como uno de los beneficiarios relativos de las elecciones de medio término: un Congreso estadounidense con mayor capacidad de contrapeso reduce el riesgo de nuevos aranceles, mientras una aceleración del CAPEX tecnológico chino podría beneficiar indirectamente a otras economías emergentes. La oportunidad, sin embargo, parece más convincente a través de una exposición amplia a emergentes que mediante una apuesta directa y agresiva por China. El posicionamiento refleja esa distinción: disminuimos el corto

China en un mejor escenario tras *midterms*

en China, pero privilegiamos una sobreponderación en América Latina y Asia Emergente ex China.

Brasil en el centro de las miradas

Brasil permanece en el centro de las miradas. El resultado electoral obligó a revisar una narrativa que descansaba en un giro político relativamente generalizado en América Latina. El estímulo fiscal previo a la elección llevó el desempleo hasta 5.3%, su menor nivel desde 2012, pero no produjo una aceleración equivalente del crecimiento. La capacidad del nuevo gobierno para entregar señales creíbles de consolidación fiscal será, por tanto, crítica para recuperar la confianza de los inversionistas, tras la importante corrección en sus activos de riesgo. A su vez, la baja en los mercados alivió las valorizaciones y el Bovespa transa con una razón Precio/Utilidad a doce meses (P/U *fwd.*) de 7.9 veces, nivel no observado desde abril de 2025.

Argentina: potencial fuente de riesgo

Fuera de Brasil, Argentina aparece como otra potencial fuente de riesgo político. Con una inflación cercana a 30%, una recuperación económica aún incierta y elecciones el próximo año, persiste el riesgo de un giro hacia políticas que terminen debilitando la actividad.

RF emergente se vuelve más atractivo

En renta fija emergente, el escenario comienza a verse relativamente más atractivo. Los spreads siguen estrechos, pero el contexto global ha mejorado: menor presión del petróleo, menor incertidumbre política en Estados Unidos y un Fed más gradual reducen el riesgo de un nuevo aumento abrupto del costo global de capital. A esto se suma una mayor sensibilidad de los mercados a la disciplina fiscal. En la medida en que el ajuste de las cuentas públicas vuelva a ganar importancia en distintas economías, la deuda soberana emergente puede recuperar atractivo frente a la duración estadounidense, especialmente en países capaces de combinar *carry* elevado con señales creíbles de responsabilidad fiscal.

TIPS sigue destacando

Dentro de la renta fija estadounidense, los TIPS siguen destacando. Las expectativas de inflación permanecen contenidas en torno a 2.2%-2.3%, incluso después del shock del petróleo, y no aumentaron significativamente durante el episodio de mayor presión energética. Si las tasas nominales comienzan a moderarse, este escenario podría traducirse en una caída de las tasas reales, manteniendo el atractivo de los instrumentos indexados a inflación incluso después de su buen comportamiento en octubre.

Oro recupera rol diversificador

El oro responde precisamente a la otra cara de esa dinámica. Su caída de 6.8% en octubre coincidió con una tasa real estadounidense a 10 años en aproximadamente 3%, elevando su costo de oportunidad. Las compras de bancos centrales siguen entregando soporte estructural, pero el catalizador táctico pasa ahora por las tasas reales: si comienzan a retroceder, el oro podría haber encontrado un piso y recuperar atractivo como diversificador. En un mundo donde acciones y bonos vuelven a mostrar una correlación negativa, el metal agrega además una tercera fuente de diversificación frente a shocks fiscales, políticos o geopolíticos.

El balance de noviembre es, en consecuencia, más favorable para asumir riesgo. El *gridlock* estadounidense reduce parte de la incertidumbre política, la corrección del petróleo alivia presiones inflacionarias, el crecimiento estadounidense permanece próximo a 2% interanual y el Fed parece inclinarse por una trayectoria más gradual. La corrección de octubre, además, alivió algunas valorizaciones y volvió a demostrar que la diversificación entre acciones y bonos puede funcionar. El riesgo fiscal global no ha desaparecido y el ciclo de IA continuará demandando grandes cantidades de capital, pero el costo global de financiamiento enfrenta menos presiones que hace algunas semanas.

Balance de riesgos más favorable

Este escenario, aunque con cautela, nos lleva a favorecer un posicionamiento con más riesgo. Pasamos de neutral a sobreponderados en renta variable, eliminamos la posición en caja, aumentamos la sobreponderación en oro y profundizamos moderadamente la subponderación en renta fija. Dentro de esta última, cerramos el largo en el *Treasury* a 10 años después del buen desempeño de octubre, mantenemos la exposición a TIPS y volvemos a aumentar la deuda soberana emergente. En acciones, reducimos el corto en China y favorecemos Estados Unidos, Asia emergente ex China y Latinoamérica. El cambio no responde a que los riesgos hayan desaparecido, sino a que la asimetría ha mejorado: después de meses dominados por tasas, guerra y política, noviembre devuelve al crecimiento, las utilidades y la rotación un papel más importante en la dirección de los mercados.

Posicionamiento con más riesgo

Asignación de Activos | Noviembre 2026

TAACo Global	Bench.	Oct	Nov	OW / UW		Cambio	
Acciones	50%	50%	52%	OW	2%	2.0%	*OW* acciones, *UW* bonos
Renta Fija	50%	46%	45%	UW	-5%	-1.0%	
Caja		2%		N		-2.0%	*OW* oro, neutral caja
Oro		2%	3%	OW	3%	1.0%	
Total Cartera							
Europe ex UK	13.2%	12.7%	12.7%	UW	-0.5%		EE.UU.: *OW Value y Growth;* neutral *Small Cap*
Europe Small Cap	1.9%	1.4%	1.4%	UW	-0.5%		
UK	2.8%	2.3%	2.3%	UW	-0.5%		*UW* Europa y Reino Unido
US Large Cap Growth	16.6%	17.1%	17.1%	OW	0.5%		
US Large Cap Value	15.1%	15.6%	15.6%	OW	0.5%		*UW* Japón desde neutral
US Small Caps	3.7%	3.7%	3.7%	N			
Japan	4.7%	4.7%	4.2%	UW	-0.5%	-0.5%	
Mercados desarrollados	**58.0%**	**57.5%**	**57.0%**	**UW**	**-1.0%**	**-0.5%**	
LatAm	5.0%	6.0%	6.0%	OW	1.0%		*OW* LatAm y Asia EM ex. China
China	11.5%	10.5%	11.0%	UW	-0.5%	0.5%	Disminuye *UW* en China
EM Asia ex China	25.5%	26.0%	26.0%	OW	0.5%		
Mercados emergentes	**42.0%**	**42.5%**	**43.0%**	**OW**	**1.0%**	**0.5%**	
Total Acciones	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**				
Treasuries 2Y	8.7%	8.7%	8.7%	N			En renta fija: *US treasuries*: Neutral en los distintos plazos, tomando utilidad en 10Y
Treasuries 10Y	10.5%	11.0%	10.5%	N		-0.5%	
Treasuries 30Y	6.1%	6.1%	6.1%	N			
US Tips	2.5%	4.0%	4.0%	OW	1.5%		*OW* Tips
Global Corporate IG	26.2%	24.7%	24.7%	UW	-1.5%		*UW* Global IG y HY
Global Corporate HY	4.1%	3.1%	3.1%	UW	-1.0%		
Deuda desarrollados	**58.1%**	**57.6%**	**57.1%**	**UW**	**-1.0%**	**-0.5%**	
EMBI	8.4%	8.4%	8.9%	OW	0.5%	0.5%	*OW* EMBI y CEMBI IG, ambos desde neutral
EM Corporate IG	2.4%	2.4%	2.9%	OW	0.5%	0.5%	
EM Corporate HY	3.6%	4.1%	3.6%	N		-0.5%	Neutral CEMBI HY y *Local Markets*
EM Local Markets	27.5%	27.5%	27.5%	N			
Deuda emergente	**41.9%**	**42.4%**	**42.9%**	**OW**	**1.0%**	**0.5%**	
Total Renta Fija	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**				

RENTA VARIABLE

EUROPA EX UK: se mantiene la posición *underweight* en *Large Cap* y *Small Cap*

Durante octubre, las acciones europeas (ex UK) registraron una rentabilidad negativa de USD 3.8% (índice Euro Stoxx 50). Parte de este desempeño responde a la depreciación de 1.5% del euro durante el mes, aunque la clase de activo también retrocedió en moneda local. Esta caída se produjo pese a una actividad económica más resiliente de lo previsto, reflejando que las presiones inflacionarias, el sesgo restrictivo de la política monetaria y la incertidumbre fiscal y política continúan afectando el desempeño de la región.

Los datos de crecimiento sorprendieron de manera positiva. El PIB del tercer trimestre de la Eurozona se expandió 0.4% trimestral desestacionalizado, por encima de lo esperado, mientras que su variación anual alcanzó 1.3%, superando también las expectativas. De esta forma, el consenso de Bloomberg proyecta una expansión de 1.0% para 2026, apoyada en un crecimiento del consumo privado y de la inversión. Los indicadores adelantados también se mantuvieron resilientes durante octubre. El PMI manufacturero permaneció en 52.7 pts., mientras que el indicador de servicios se ubicó en 51.7 pts., manteniéndose en terreno expansivo por cuarto mes consecutivo. A nivel regional, Alemania también exhibió una mejora, con sus PMI de manufacturas y servicios alcanzando 54.2 y 51.7 pts. respectivamente.

En materia de precios, la inflación volvió a acelerarse y se ubicó en 4.0% anual durante octubre, completando cuatro meses seguidos sobre el rango de tolerancia. Por su parte, la medida subyacente se mantuvo en 2.5%, todavía por sobre la meta del Banco Central Europeo (BCE). Al mismo tiempo, el índice de precios al productor aumentó hasta 11.1% anual en septiembre, su nivel más elevado desde inicios de 2023, y manteniendo vigente el riesgo de traspaso hacia los precios finales. En este escenario, el BCE mantuvo sin cambios su tasa de referencia en octubre. Sin embargo, la combinación de una actividad más resiliente y presiones inflacionarias persistentes mantiene vigente un sesgo restrictivo. A ello se añade la incertidumbre en torno a la futura conducción de la institución, tras el anuncio de la salida anticipada de Christine Lagarde, quien se mantendrá en la junta hasta febrero del próximo año. De esta forma, el mercado espera un alza de 25 pbs. en la reunión de diciembre, y otra adicional durante el próximo año.

Francia continúa siendo uno de los principales focos de riesgo para Europa, aunque la atención comienza a desplazarse hacia la capacidad política para implementar una corrección creíble. El ajuste requeriría contener partidas sensibles, lo que dificulta alcanzar consensos y eleva el riesgo de que las medidas resulten insuficientes para estabilizar la deuda pública. A ello se suma la cercanía de nuevos hitos electorales, que podría reducir aún más el margen para adoptar medidas impopulares y prolongar la incertidumbre sobre la formación de mayorías. En este escenario, la ausencia de avances concretos en materia fiscal podría generar nuevos episodios de volatilidad y mantener elevadas las primas de riesgo, con efectos sobre las condiciones financieras y las perspectivas de inversión de la región.

En cuanto a valorizaciones, las acciones europeas tanto *Large Cap* como *Small Cap* transan sobre su media histórica de cinco años, sin presentar un descuento suficientemente amplio para compensar con claridad los riesgos macroeconómicos y políticos. Por otro lado, se espera un crecimiento de utilidades de 20.2% para la región este año, por debajo del proyectado para mercados desarrollados, mientras que para 2027 se espera 11.0%. Los flujos hacia el conjunto de ETFs de la Eurozona se mantuvieron positivos, con una mayor entrada durante octubre respecto del último mes.

Si bien la actividad ha sorprendido positivamente y Alemania comienza a mostrar señales de recuperación, la aceleración de la inflación, el sesgo restrictivo del BCE y los riesgos fiscales y políticos continúan limitando el potencial de retorno de la región. Además, las valorizaciones no ofrecen un descuento particularmente amplio y el crecimiento esperado de utilidades permanece rezagado frente a otros mercados desarrollados. En el caso de las *Small Caps*, se suma una mayor sensibilidad a la economía doméstica, al costo de financiamiento y a las condiciones crediticias. De esta forma, **se mantienen las posiciones *underweight* en acciones europeas *Large Cap* y *Small Cap*.**

REINO UNIDO: Se mantiene el *UW*

Las acciones británicas, medidas por el índice FTSE 100, anotaron un octubre positivo con una rentabilidad de USD 2.1%. El buen desempeño se dio en un contexto de actividad económica más resiliente de lo previsto, aunque persisten desafíos asociados a la inflación, el sesgo restrictivo de la política monetaria y la situación fiscal.

Por el lado de la actividad, el PIB mensual creció 0.1% en agosto, frente a la contracción de 0.1% anticipada por el mercado. A su vez, la economía acumuló una expansión de 0.7% durante los tres meses terminados en agosto, superando lo esperado por el mercado. Para este año, el consenso de Bloomberg proyecta un crecimiento de 1.3%, apoyado en una expansión tanto del consumo privado como de la inversión. Además, el PMI de servicios subió hasta 53.1 pts., mientras que el indicador manufacturero avanzó hasta 52.8 pts. Estos registros sugieren que la economía mantiene cierto dinamismo hacia el cierre del año, pese al endurecimiento de las condiciones financieras locales y externas.

En materia de precios, la inflación volvió a sorprender al alza en septiembre y alcanzó 3.5% anual. La medida subyacente subió hasta 2.8%, mientras que la inflación de servicios también exhibió un aumento, evidenciando presiones que se extienden más allá de los componentes más volátiles. Por su parte, el mercado laboral entregó señales positivas. La tasa de desempleo descendió hasta 4.7%, el empleo aumentó en 102 mil personas durante el trimestre móvil terminado en agosto, y el crecimiento de los salarios continuó moderándose, aunque permanece en niveles aún elevados. En este escenario, el Banco de Inglaterra elevó su tasa de referencia en 25 pbs., hasta 4.00%, reforzando su compromiso con la contención de la inflación. La persistencia de presiones en servicios y salarios mantiene vigente un sesgo restrictivo, mientras que el mayor costo de financiamiento podría limitar el consumo y la inversión doméstica durante los próximos trimestres.

Desde la perspectiva fiscal, el déficit presupuestario continúa siendo una fuente de incertidumbre. Si bien el consenso proyecta una reducción para este año, las necesidades de financiamiento permanecen elevadas y el mercado continúa exigiendo una prima relevante para absorber la oferta de deuda. Esto restringe el margen del gobierno para apoyar la actividad sin generar nuevas presiones sobre las tasas.

En términos de valorizaciones, el mercado británico transa levemente por sobre su promedio de cinco años. Si bien mantiene un descuento frente al resto de Europa y al S&P 500, este no resulta especialmente atractivo en comparación con su propia historia. A su vez, se proyecta un crecimiento de utilidades cercano a 30.6% para este año, en línea al esperado para otros mercados desarrollados, mientras que para el próximo año sería de 3.2%, muy por debajo de otras economías comparables. Por el lado de los flujos, octubre mostró una dinámica volátil, con salidas durante la primera parte del mes y una recuperación hacia las últimas semanas, sin evidenciar todavía una tendencia sostenida de mayor demanda por acciones británicas.

Si bien la actividad ha mostrado una mayor resiliencia de la prevista, la combinación de inflación persistente, política monetaria restrictiva, riesgos fiscales y bajo crecimiento esperado de utilidades limita el atractivo relativo del mercado británico. La exposición internacional de sus compañías y sus valorizaciones más moderadas entregan cierto respaldo, pero todavía no compensan completamente estos riesgos. De esta forma, **se mantiene la posición *underweight* en acciones de Reino Unido.**

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

El mes de octubre estuvo marcado por una rotación y dispersión en las distintas clases de activo estadounidenses; el índice MSCI Large Cap Growth retrocedió un 5.4%, presionado por un deterioro del sentimiento hacia acciones tecnológicas. Por el contrario, las acciones *Large Cap Value* rentaron un 2.9% y las *Small Caps* un 2.1%, acompañando la rotación que se observó en el mes. Las tasas de interés bajaron en octubre, con el rendimiento del bono del Tesoro pasando de 5.28% a fines de septiembre, a 4.93% un mes después.

Los datos económicos y corporativos siguieron apuntalando la percepción de los inversionistas; los ISM de servicios y manufactura de octubre se mantienen ~ 55 pts., la creación de empleo no agrícola del mismo mes se ubicó en 165 mil empleos (superando las expectativas) y la primera estimación del PIB del tercer trimestre anotó un crecimiento de 3.4% trimestral anualizado, con una importante contribución del gasto en consumo y la inversión.

Los resultados corporativos del tercer trimestre también avanzan y ya han reportado 447 de las 500 compañías del S&P 500. Hasta ahora, los resultados muestran un crecimiento de utilidades de 26.4%, y 13.3% en ventas. Si bien las sorpresas son positivas, se ubican en torno a 3%, no siendo suficientes para inyectar un optimismo sustantivo al mercado. Los sectores de energía y tecnologías de la información siguen liderando, con crecimientos de utilidades de 145% y 66% respectivamente.

Respecto de la política monetaria, la reunión del Fed de octubre dejó nuevos cambios de cara hacia el futuro, pero se decidió en línea con lo que esperaba el mercado; mantener el rango de tasas en 3.75% - 4.00%, aunque con dos miembros del FOMC que votaron por aumentar 25 pbs. El presidente Warsh dejó entrever que en 2027 se mantendrán las 8 reuniones, pero una de ellas será exclusivamente de estrategia de largo plazo, sin decisión de tasas ni comunicado. Para 2028, 2 de las 8 reuniones serían sin decisión de tasas. Lo anterior, cambiará la forma en que estábamos acostumbrados a leer la política monetaria en EE.UU.

Por otro lado, se conoció el dato de inflación de octubre, pero solo la variación mensual, debido al cierre de gobierno del año pasado. En este sentido, tanto el registro *headline* como el *core* se ubicaron por sobre lo esperado por el mercado, en 0.4% y 0.3% mensual respectivamente.

Con el desempeño del mercado, las valorizaciones se aliviaron, y la razón P/U *fwd.* del índice *MSCI Growth* se ubica en 28.1 veces, casi una desviación estándar por debajo de su promedio de 5 años. Por otro lado, las acciones de estilo *value* y *small cap* transan con valorizaciones en torno a promedios históricos. Al 6 de noviembre, los fondos e ETFs de acciones estadounidenses acumulan 5 semanas consecutivas de entradas de flujos de inversión según EPFR.

El hito más importante del último mes fueron las elecciones de medio término, que lograron revertir el Congreso estadounidense y dejar una mayoría Demócrata en ambas cámaras. Sin embargo, en ninguna de las cámaras se logró alcanzar los 2/3, que permiten superar un veto presidencial. Tras los resultados preliminares de las elecciones, el mercado tuvo un buen desempeño a nivel global y aumentó la probabilidad implícita del fin del conflicto en Medio Oriente. Por otro lado, el triunfo de los demócratas fue ampliamente en candidatos más moderados, añadiendo otras señales positivas respecto de otras elecciones alrededor del mundo que han tendido a los extremos. A la vez, destacan algunos estados como Texas, en el que se eligió el primer senador demócrata en tres décadas, y Kansas, que tendrá un senador demócrata por primera vez en más de 100 años. El gran mensaje de este resultado es que el presidente Trump tendrá un importante contrapeso.

Un mensaje que también dejó el resultado de las elecciones fue la oposición a la construcción de data centers de parte de algunos candidatos demócratas. Sin embargo, el ciclo de inversión de la IA es algo estructural, y si bien puede que veamos la ralentización en algunos permisos, creemos que continuará su senda.

En este contexto, tras la corrección del mercado las valorizaciones se alivian, el escenario macro continúa favorable y las compañías siguen con resultados positivos. Las señales de rotación y el ciclo estructural de inversión en IA nos llevan a mantener el *OW* en *large cap* value *y growth,* mientras se conserva el neutral *small caps* dada su sensibilidad a una posible reversión en las de tasas de interés.

JAPÓN: Se decide tomar una posición *underweight*

En septiembre, la inflación se ubicó en 2.1% anual, acelerándose desde un 1.9% en agosto, nivel sobre la meta del 2% establecida por el Banco de Japón (BoJ) por primera vez en el año. Esta aceleración se debió a mayores precios en alimentos y hotelería, además de que la inflación de servicios se aceleró a su ritmo más rápido desde marzo. Asimismo, las proyecciones apuntan a que la inflación se mantendrá en torno o por sobre dicho objetivo durante el resto del año.

El BoJ, en su reunión de octubre, optó por mantener la tasa de interés en 1.25% en línea con lo esperado por el mercado. Sin embargo, el gobernador Ueda señaló que no descarta alzas de tasas en la reunión de diciembre, debido a presiones inflacionarias persistentes y una inflación sobre la meta del BoJ. En este sentido, el mercado descuenta con un 70% de probabilidad un alza de 25 pbs. en la próxima reunión, pero se han moderado las expectativas de alzas de tasas para el 2027.

En cuanto al panorama económico, la sorpresa económica pierde tracción. El PMI manufacturero baja de 54.1 pts. en septiembre hasta 53.3 pts. en octubre, a pesar de que la demanda externa continúa beneficiándose del impulso de la inteligencia artificial. Si bien durante septiembre las exportaciones se desaceleraron a 16.7% anual (19.3% en agosto), el crecimiento se debió a las exportaciones de autos y tecnológicas, especialmente semiconductores, equipos de fabricación de chips.

Por otro lado, en términos de la demanda interna, las ventas minoristas de septiembre se desaceleraron a diferencia de lo esperado por el mercado, 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 octubre el MSCI Japón retrocedió USD 4.2%, caída menos pronunciada que el Nikkei, el cual posee un sesgo tecnológico que cayó USD 5.3% en el mes. En este sentido, las valorizaciones se encuentran transando bajo promedio históricos de 5 y 10 años. Por otra parte, las expectativas de utilidades fueron revisadas al alza y se espera un crecimiento de 25.7% para 2026 para el MSCI de Japón. En términos de flujos, los inversionistas extranjeros continuaron aumentando su exposición a la renta variable japonesa por cuarto mes consecutivo. De acuerdo a EPFR se observan entradas netas de flujos a acciones en las últimas 4 semanas, respaldadas principalmente por la temática de inteligencia artificial y semiconductores.

A pesar de lo anterior, y de valorizaciones atractivas, la pérdida de tracción económica, el sesgo exportador del índice MSCI y una mayor preferencia relativa por otros mercados ligados a la temática de IA, se **opta por tomar una posición**

***underweight* en acciones japonesas desde una posición neutral,** para financiar otras posiciones y dado el buen desempeño que acumula el mercado en lo corrido del año.

AUMENTA *OW* ACCIONES EMERGENTES: *OW* Asia EM ex. China y LatAm, disminuye *UW* China

En octubre, las acciones emergentes mostraron caídas más profundas que sus pares desarrollados, producto de hechos específicos y caídas pronunciadas en los papeles ligados a la IA. Lo anterior, alivió aún más las valorizaciones y las incipientes señales de rotación observadas durante el mes, permiten aumentar la sobreponderación en países emergentes. El caso de América Latina, estuvo negativamente incidido por las elecciones de Brasil; históricamente, tras correcciones como las observadas en octubre, el mercado accionario brasilero se recupera en tres meses. En Asia EM ex China, India luce atractivo como un mercado más defensivo y descorrelacionador. En China, por su parte, los resultados de las elecciones en EE.UU. nos llevan a disminuir la subponderación.

AMÉRICA LATINA: SE MANTIENE EL *OW*

Las acciones latinoamericanas retrocedieron un 7.6% (en dólares, MSCI LatAm) en octubre, producto de una caída de 14.2% del Bovespa (en dólares). Lula fue reelegido como presidente, en contra de lo que anticipaban las encuestas. En Brasil, las señales fiscales que adopte el mandatario para su nuevo gobierno y la posibilidad de bajar tasas de interés de parte del Banco Central serán claves para la lectura de los inversionistas. En este escenario, los otros mercados entregan lecturas distintas; México y Colombia fueron los únicos que lograron desempeños positivos durante el mes, y Chile podría beneficiarse de una continuación de la baja en los precios del petróleo y una recuperación del cobre. A su vez, las valorizaciones se alivian y los índices accionarios de la región no cuentan con gran presencia de compañías ligadas a la IA, lo que los posiciona como diversificadores.

El mercado accionario **brasilero** cayó de manera pronunciada tras el sorpresivo resultado que dejó la segunda vuelta electoral, con Lula como triunfador, contrario a lo que anticipaban las encuestas. Parte de lo que incidió en este resultado fue la mayor participación electoral que hubo en segunda vuelta, lo que históricamente favorece al Partido de los Trabajadores (PT). La reacción del mercado posterior a las elecciones fue negativa y el índice MSCI Brasil retrocedió un 18.7% en dólares el día después, en tanto las tasas de interés de los papeles soberanos subieron más de 100 pbs. a lo largo de la curva. Con esto, las acciones brasileras (Bovespa) retrocedieron 14.2% en el octubre (en dólares) y el real se depreció un 4.8%. Hacia adelante, el foco está puesto en el equipo económico de Lula para su cuarto mandato, y en particular en el ministro de Hacienda. Si bien las opciones que se barajan son figuras pragmáticas y con estudios serios, la clave serán las señales en torno a la responsabilidad fiscal. En este sentido, en la última reunión de política monetaria, el Banco Central decidió mantener la tasa Selic en 13.75%, en línea con lo esperado por el mercado, alertando la importancia de la responsabilidad fiscal en las presiones inflacionarias a futuro. Es difícil para la autoridad monetaria anclar las expectativas de inflación, en un entorno de debilidad macroeconómica, pero fuertes estímulos fiscales. En este sentido, la inflación quincenal de octubre se ubicó en 4.6% anual, sobre el rango tolerado por el Banco Central, y con la encuesta Focus esperando se encuentre sobre 5% al cierre de este año y en 4.9% en 2027. Este mismo sondeo prevé recortes en la tasa de política monetaria por 125 pbs. el próximo año, de la mano de una actividad que no despega. En este sentido, la producción industrial de octubre se contrajo un 2.5% anual, y el PIB del tercer trimestre habría resultado en una contracción interanual. Las proyecciones de crecimiento se revisan a la baja y se espera un 1.75% para este año (encuesta Focus), y una desaceleración hasta 1.15% el próximo año. Así, las presiones inflacionarias no vienen particularmente por una resiliencia económica, sino por factores externos e impulsos fiscales. Por el lado del mercado,

las valorizaciones se aliviaron y el Bovespa pasó a transar con una P/U *fwd*. de 7.9 veces, niveles no observados desde abril de 2025. Tras las elecciones, las salidas de flujos se profundizan y, según EPFR, se vieron salidas de fondos e ETFs en la semana terminada el 4 de noviembre por 0.9% del AUM. A pesar de señales negativas, una corrección como la observada tiende a revertir en tres meses, considerando que un entorno de rotación fuera de la IA y un dólar más débil favorecerían a la renta variable brasilera, siempre y cuando la señal fiscal del nuevo gobierno sea en favor de la responsabilidad. Así, **se decide mantener el *overweight* en acciones brasileras.**

En **México**, el IPC Mexbol subió USD 4.4% en octubre, revirtiendo parte de la fuerte corrección observada el mes anterior y ubicándose entre los mercados con el mejor desempeño de LatAm, a pesar de que el peso mexicano volvió a depreciarse (3.8% frente al dólar). Durante el mes, el foco de las negociaciones comerciales se desplazó desde la revisión general del T-MEC hacia los aranceles de la Sección 232, donde las conversaciones respecto al acero y aluminio continuaron sin resolución y Estados Unidos incorporó temas adicionales, aumentando la incertidumbre respecto del acceso preferencial al mercado estadounidense. A pesar de ello, las exportaciones mexicanas hacia Estados Unidos mantuvieron un fuerte dinamismo, creciendo 40% anual en septiembre y concentrando 17.6% de las importaciones estadounidenses, destacando las categorías de maquinaria pesada y equipos eléctricos y electrónicos. En el ámbito político, la aprobación de la presidenta Claudia Sheinbaum retrocedió marginalmente durante octubre, aunque los programas sociales continúan entregando soporte, mientras seguridad, corrupción y el crimen organizado permanecen entre los principales focos de insatisfacción. Adicionalmente, la renuncia de la presidenta del INE y las investigaciones en curso aumentaron el ruido político de cara a las elecciones de 2027, al mismo tiempo que el gobierno impulsó una reforma tributaria orientada a fortalecer la recaudación. Por el lado macroeconómico, la actividad volvió a sorprender favorablemente; el PIB del tercer trimestre creció 3.2% anual, por sobre el 3.0% esperado, apoyado por el repunte de la inversión pública, la fortaleza de las exportaciones hacia Estados Unidos y una mayor actividad en comercio y servicios. Lo anterior llevó a varias instituciones a revisar al alza su estimación de crecimiento para 2026 desde 1.4% hasta 1.8%-2.0%, mientras los indicadores IMEF mostraron una mejora durante octubre, con el componente no manufacturero regresando a terreno expansivo. En materia de precios, la inflación *headline* de octubre volvió a acelerarse hasta 3.75% anual, mientras la subyacente aumentó hasta 3.8%, superando las estimaciones de las distintas encuestas, aunque ambos registros se mantendrían bajo 4% al cierre del año de acuerdo con Citi. En este contexto, se intensificó el análisis de la sorpresiva decisión del Banxico de recortar la tasa de referencia en 25 pbs. hasta 6.25%, en una decisión dividida, la cual entregó una señal de cautela hacia adelante y dejando espacio para un nuevo recorte durante el primer trimestre de 2027. En esa misma línea, el peso mexicano mostró gran fortaleza frente a la decisión, a pesar de que el diferencial de tasas con EE.UU. se encuentra en mínimos históricos. Por el lado del mercado, las valorizaciones se elevan sobre el promedio de cinco años tras el fuerte rebote de octubre, con la P/U *fwd*. del Mexbol en 13.6 veces y con múltiplos elevados respecto de pares regionales. Al mismo tiempo, continúan las salidas de flujos en un contexto de incertidumbre, mientras el premio por riesgo permanece comprimido, limitando el atractivo luego del *rally* reciente. Con todas las empresas reportadas del Mexbol la temporada de reportes corporativos 3T26 fue bastante positiva, registrando un crecimiento de 7.5% en ventas y 16.5% en utilidades, con sorpresas positivas en ambos indicadores. De esta manera, si bien la actividad económica continúa mostrando resiliencia y las perspectivas de crecimiento han mejorado, el aumento del ruido comercial y político interno, valorizaciones nuevamente sobre sus promedios históricos y un *momentum* de flujos que sigue siendo débil **nos llevan a mantener la posición neutral en acciones mexicanas**, reconociendo oportunidades de forma selectiva.

El mercado accionario **chileno** retrocedió un 8.2% en dólares en octubre (IPSA), presionado por un peso chileno que continuó su senda depreciativa y perdió 1.9% en el mes. Los activos locales sufrieron con la derrota de Flávio Bolsonaro en Brasil, junto con el deterioro de los términos de intercambio observados durante el mes. Sin embargo, la situación económica mejora en el margen; el IMACEC de septiembre anotó un crecimiento anual (0.2%), incidido por un crecimiento del componente no minero, que se expandió 2.0% en doce meses. Por otro lado, si bien el desempleo se profundiza, sectores rezagados, como el inmobiliario y la construcción, amplían sus dotaciones. La inflación, si bien sobre el rango tolerado por el Banco Central, se ubicó en 4.5% anual en octubre, algo por debajo de lo esperado, y con contribuciones importantes asociadas al conflicto y a factores climáticos (como transporte y alimentos). Debido a estas presiones de precios en el corto plazo, la autoridad monetaria adoptó un tono más *hawkish* en su reunión de octubre, y aunque mantuvo la Tasa de Política Monetaria en 4.5%, reconoció los riesgos inflacionarios por factores globales y tipo de cambio. A pesar de esto, esperamos la tasa se mantenga en dichos niveles durante este y el próximo año, considerando que la recuperación económica aún no es contundente y las presiones de precios son principalmente externas. Por otro lado, en el último mes se observó un deterioro de los términos de intercambio, con el precio del petróleo Brent subiendo ~15% y el precio del cobre a la baja. Este último, mantiene sustento para sostenerse en los niveles actuales, mientras que se espera que el Congreso con mayoría demócrata en EE.UU. alivie las tensiones en Medio Oriente y, por ende, las presiones sobre el precio del crudo. Con la corrección de las acciones chilenas en octubre, las valorizaciones pasan a transar marginalmente bajo su promedio de 10 años, y una desviación estándar por debajo del promedio entre 2009 y 2019. En el último mes se observaron salidas de flujos, sin embargo, se ven catalizadores para revertir este comportamiento en el corto plazo, siendo uno de ellos la implementación de la reforma de pensiones. En lo que va de la temporada de reportes corporativos del tercer trimestre, los resultados han estado en línea con las expectativas, pero los mensajes de los empresarios son más optimistas que lo que muestran las cifras económicas, sobre todo en consumo básico y *utilities*. Pasando a la política, la aprobación presidencial se encuentra bajo el 30%, lo que se contrapone al avance en materia legislativa que ha logrado el gobierno actual. La reforma al mercado de capitales pasó al Senado y el Proyecto de Ley de Presupuestos 2027 avanzó a la Cámara de Diputados, este último dando una señal importante de responsabilidad fiscal. A su vez, las implementaciones de estas iniciativas, junto con la Ley de Reconstrucción recientemente promulgada, debieran comenzar a dar frutos en materia económica, y reactivar la economía chilena, que crece a paso lento. Con lo anterior, tras la corrección de las acciones chilenas los últimos meses, y a la espera que los activos de riesgo chilenos comiencen a internalizar la materialización de estas políticas, se decide **mantener el *OW* en acciones chilenas.**

En **Colombia**, el COLCAP rentó USD 1.7% en octubre, explicado por el peso colombiano que se apreció 3.6% frente al dólar. En el plano político, aumentaron las señales de incertidumbre luego de la renuncia del ministro del Interior y su reemplazo por Alejandro Ordóñez, elevando las dudas respecto de la gobernabilidad y la capacidad de De La Espriella para avanzar en su agenda. Al mismo tiempo, el frente fiscal continúa siendo el principal foco de atención: el presupuesto 2027 terminó siendo aprobado por decreto, mientras la Ley de Rescate Económico, que contempla recortes cercanos a COP 40 bn, constituye la próxima prueba para la capacidad del gobierno de materializar el ajuste anunciado. Adicionalmente, la administración intensificó las conversaciones con el FMI buscando fortalecer la credibilidad del proceso de consolidación fiscal. En el frente macroeconómico, las señales continuaron deteriorándose. La actividad económica de agosto decepcionó, al frenarse por completo y mostrar una contracción marginal en doce meses (-3.1% mensual), su primer registro negativo desde abril de 2025, afectada por el terremoto y caídas en agricultura y minería, mientras las estimaciones de crecimiento se moderaron. Por su parte, la inflación de octubre se ubicó en 6.3% anual, manteniéndose como la principal preocupación para el BanRep en un contexto donde los riesgos asociados al Fenómeno

de El Niño continúan vigentes. Por el lado del mercado, las valorizaciones continúan exigentes tras el rally observado durante el año y los desafíos fiscales y políticos siguen limitando una expansión adicional de múltiplos en el corto plazo. En materia de flujos, en octubre se observaron salidas netas del principal ETF del país (22.5% del AUM). De esta manera, si bien la reciente fortaleza del peso entrega señales favorables, el deterioro de la actividad, una inflación todavía elevada y la creciente incertidumbre fiscal y política **nos lleva a optar por un *underweight* en acciones colombianas, desde neutral.**

El MSCI NUAM **Perú** retrocedió USD 8.6% en octubre, ubicándolo con el segundo peor desempeño de la región después de Brasil tras las elecciones presidenciales, mientras que el sol peruano se depreció 1.0% frente al dólar. En el ámbito político, la aprobación de Keiko Fujimori continuó deteriorándose y cayó a 40% en octubre, consolidando el fin de la "luna de miel" de la nueva administración. El foco de la ciudadanía continúa concentrado en seguridad y gobernabilidad, aumentando la presión por resultados concretos y por una relación más cooperativa con el Congreso. Sin embargo, durante el mes el gobierno obtuvo una señal positiva al conseguir facultades legislativas extraordinarias por 90 días para actuar en seguridad ciudadana y frente al Fenómeno del Niño, reduciendo parte de la incertidumbre respecto de su capacidad de respuesta inmediata. En el frente macroeconómico, la actividad perdió algo de dinamismo, aunque continúa mostrando resiliencia creciendo un 3.2% anual en agosto, respaldada por la demanda interna y la inversión privada, mientras minería y pesca actuaron como principales detractores. Por otro lado, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) mantuvo inesperadamente la tasa de referencia en 4.25% por decimotercer mes consecutivo y espera que la inflación retorne gradualmente al rango meta, aunque para 2026 todavía se proyecta en torno a 4.2%. Hacia adelante, el principal riesgo continúa siendo el Fenómeno del Niño, que podría extenderse hasta el otoño de 2027, con lluvias superiores a lo normal, riesgo de inundaciones y temperaturas elevadas por períodos prolongados. De esta manera, la inflación de octubre se acelera a 5.3% (4.6% en septiembre), su nivel más alto en tres años y octavo mes consecutivo sobre el rango meta de 1%-3% del BCRP, limitando el espacio para seguir manteniendo la tasa de referencia. Adicionalmente, el gobierno anunció un paquete contracíclico por PEN 18 *bn*, acompañado de una revisión de la meta de déficit fiscal para 2027 desde 1.4% a 2.4% del PIB. Si bien las medidas buscan sostener la actividad y fortalecer la capacidad de respuesta frente al escenario climático, implican un giro fiscal más expansivo que deberá ser monitoreado. Por ahora, la posición fiscal no ha comprometido la percepción crediticia del país, con Fitch reafirmando el grado de inversión BBB con perspectiva estable. Por el lado de mercado, la corrección acumulada durante septiembre y octubre ha moderado parte de las valorizaciones, ubicándolas por debajo de su promedio de cinco años con un P/U *fwd*. en 11.5 veces. Durante octubre hubo salidas de flujos del conjunto de ETFs (2.1% del AUM). Así, el escenario continúa condicionado por menores expectativas respecto de la nueva administración, riesgos climáticos crecientes y una trayectoria fiscal más expansiva, elementos que limitan por ahora la aparición de un catalizador claro, lo que nos lleva a **optar por un corto en acciones peruanas, desde neutral.**

En **Argentina**, el Merval retrocedió USD 3.7% durante octubre, acumulando tres meses consecutivos de corrección, mientras que el peso argentino volvió a depreciarse (1.1% frente al dólar). El mercado continúa evaluando la sostenibilidad del proceso de estabilización macroeconómica, en un contexto donde los avances fiscales y externos contrastan con una actividad doméstica que continúa perdiendo dinamismo. En el ámbito político, la continuidad de Javier Milei sigue siendo el escenario base, aunque aumenta la incertidumbre de cara a 2027 ante una economía que aún no logra extender la recuperación y salarios reales que complican cada vez más la situación de los ciudadanos. En este contexto, la confianza en el gobierno rebotó 0.9% mensual en octubre, destacando una mejora en la percepción sobre la capacidad de la administración para resolver problemas, luego del deterioro observado durante septiembre. La disciplina

fiscal continúa siendo uno de los principales pilares del programa económico, con un superávit primario acumulado de 1.4% del PIB, mientras que el Banco Central aceleró la acumulación de reservas durante octubre, apoyado por mayores liquidaciones del agro y exportaciones energéticas. A su vez, Vaca Muerta y los nuevos proyectos bajo el régimen RIGI continúan fortaleciendo la tesis estructural de inversión y generación de divisas. Los indicadores económicos, sin embargo, siguieron mostrando señales mixtas; la inflación de septiembre se desaceleró marginalmente hasta 33.4% anual, desde 33.5% en agosto, mientras que los salarios reales acumularon dos meses consecutivos de crecimiento, sugiriendo una recuperación gradual del poder adquisitivo, aunque persiste una elevada inflación de servicios. Por el lado de la actividad, la economía se contrajo 1.7% anual en agosto, acumulando su segunda caída interanual consecutiva, reflejando el estancamiento del consumo, el elevado costo del crédito y la debilidad de la industria y el comercio. 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 octubre (7.8% y 5.1% del AUM respectivamente). Así, si bien los avances fiscales, la acumulación de reservas y el desarrollo de nuevos motores exportadores continúan respaldando la tesis estructural, la pérdida de dinamismo de la actividad doméstica, la creciente incertidumbre política hacia 2027 y la ausencia de catalizadores claros de corto plazo nos llevan a **mantener una posición neutral en acciones argentinas.**

CHINA: Se decide disminuir la posición *underweight*

El **mercado chino** registró un *outperformance* durante octubre respecto de pares asiáticos, retrocediendo USD 7% (índice MSCI), en un contexto donde el conjunto de ETFs registró entradas netas de flujos equivalentes a 125.7%, del AUM en el mes. Lo anterior, altamente impulsado por las compras realizadas por el *National Team* por USD 2.8 bn. en un día. Actualmente China es una posición subponderada en los portafolios globales, luego de ser sobreponderada durante el tercer trimestre del año. En términos de valorizaciones, las acciones chinas transan bajo su promedio histórico.

Por otro lado, las expectativas de utilidad para 2026 fueron revisadas marginalmente a la baja y se espera un crecimiento de 13.3%. Lo anterior se compara de manera negativa respecto de otros mercados emergentes, donde en su conjunto se espera un crecimiento de las utilidades de 79.3% para el mismo año.

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 si bien las ventas minoristas se aceleraron hasta 1.1% anual en septiembre, superando las expectativas de mercado, parte de este dato se entiende por un efecto calendario y también al aumento de precio en bienes particulares. Así, se espera que las ventas minoristas de octubre se desaceleren a 0.8% anual.

Además de lo anterior, la inversión continuó deteriorándose durante septiembre, con una contracción de 7.2% anual en lo corrido el año, 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.

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 septiembre se aceleró a 5.5% anual, superando las expectativas de mercado, impulsada por una mayor demanda externa ligada a productos tecnológicos. En línea con esto los indicadores de actividad manufacturera continúan con una tendencia positiva, reflejadas en el PMI del sector (RatingDog), que se ubicó en 52 pts. en octubre. 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.

En materia de precios, con el aumento en los precios del petróleo, China habría comenzado a salir del escenario deflacionario que ha caracterizado su economía durante los últimos meses. Sin embargo, durante octubre la inflación se desaceleró a 0.7% anual (0.9% en septiembre) aún muy por debajo de la meta de inflación. Lo anterior, junto con el índice de precios al productor que se ha acelerado desde el inicio del conflicto, alcanzando un 5.7% anual en octubre, podría implicar un mayor traspaso de costos hacia los consumidores y debilitar más la demanda interna.

Respecto del panorama internacional, China aparece como uno de los beneficiarios relativos de las elecciones de medio término, ya que un Congreso estadounidense con mayor capacidad de contrapeso reduce el riesgo de una nueva escalada arancelaria y favorece la continuidad de la actual tregua entre ambas potencias. A ello se suma que eventuales mayores restricciones a la aceleración de la IA en EE.UU. podrían acortar parcialmente su ventaja tecnológica frente a China y facilitar una mayor inserción de tecnologías chinas a nivel global.

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 y la contracción de la inversión. Tomando en consideración los resultados de las elecciones de medio término, pero entendiendo los desafíos persistentes de la economía interna, **se decide disminuir el *underweight* en acciones chinas, con una preferencia por China H respecto de China A.**

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se mantiene la posición *OW*

El índice MSCI **Asia Emergente ex China** cayó 9% en USD durante octubre, en línea con la mayor exposición de la región al sector tecnológico y la corrección que experimentó el sector durante el mes. **Pese al ajuste, los fundamentos de la tesis tecnológica se mantienen sólidos**, con expectativas de utilidades resilientes y niveles de inversión elevados, mientras que una adopción más amplia de estas tecnologías por parte del resto de la economía podría traducirse en importantes ganancias de productividad. **A esto se suma India como un componente diversificador dentro de la región**, dada su menor exposición al sector tecnológico y su mayor resiliencia relativa frente a episodios de *risk-off* global, lo que le permitió superar a sus pares emergentes durante el mes. En este contexto, **se decide mantener la sobreponderación en Asia Emergente ex China,** con preferencia por Taiwán, Corea del Sur e India.

El **mercado accionario indio** (MSCI) registró un *outperformance* frente a pares emergentes en octubre y rentó USD 1.1% siendo un mercado que, en un entorno de peor desempeño de las acciones ligadas a la IA, suele ser uno de los principales ganadores. 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, India continúa destacando como una de las economías de mayor crecimiento a nivel global. El FMI en su informe de octubre, elevó su proyección de crecimiento para India desde 6.4% a 7.0% para el año fiscal 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. Por otro lado, el PMI manufacturero continúa mostrando resiliencia, y en octubre se ubicó en 54.7 pts. y el PMI de servicios aumentó a 56.2 pts. impulsado por una mayor demanda y una aceleración en los nuevos negocios. Durante septiembre la inflación se aceleró a 5.5% anual en septiembre, acercándose a la meta de inflación establecida por el Banco de la Reserva India (RBI, por sus siglas en inglés). De esta forma, en la reunión de octubre, el RBI optó por subir la tasa de referencia 25 pbs. tal como esperaba el mercado, y se espera otra alza más de 25-50 pbs. en diciembre. La debilidad de la rupia (₹) comenzó a ceder durante octubre, apoyada principalmente por una intervención más agresiva del RBI y durante el mes se apreció 1.1% frente al dólar, recuperación que se ha extendido a los primeros días de noviembre, con una apreciación adicional de 0.3% al 4 de noviembre. En este contexto, al ser un mercado defensivo — no está expuesto a la narrativa global de inteligencia artificial y tiene una de las menores volatilidades de la región—, durante octubre se vieron entradas de flujos al conjunto de ETFs por USD 567 MM y las expectativas de crecimiento de utilidades fueron corregidas al alza el mismo periodo. A ello se suma la posibilidad de nuevos incentivos para atraer capital extranjero, luego de que el gobierno señalará que evaluará cambios a la tributación del mercado accionario, en medio de propuestas para eximir a inversionistas extranjeros del impuesto de 12.5% sobre las ganancias de capital de largo plazo. Dado lo anterior, con nuevos catalizadores, un ambiente de *risk-off* relacionado a la IA, valorizaciones atractivas y un panorama macroeconómico resiliente, **se decide tomar una exposición *overweight* en acciones indias,** como diversificador.

El mercado accionario de **Corea del Sur** cayó un 15.3% en dólares (índice MSCI) en octubre. Aun así, acumula un avance de USD 56.7% (al 4 de noviembre), un claro *outperformance* respecto de otros mercados emergentes y del resto del mundo. El desempeño del mes se debió a un escenario global de *risk-off*, y persistentes dudas respecto del ciclo de inversión en inteligencia artificial. Aun así, las compañías líderes en este mercado (Samsung Electronics y SK Hynix) continúan proyectando escasez en sus productos por los próximos dos años, reforzando el "*pricing power*" de ambas y la creciente demanda de memorias y productos necesarios para el desarrollo de la IA. Las expectativas de crecimiento de utilidades fueron revisadas a la baja marginalmente para 2026, y se espera un crecimiento de 333.7%. A pesar de lo anterior, durante octubre se vieron salidas de flujos del conjunto de ETFs equivalentes al 42% del AUM. Tras el 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. En el frente macroeconómico, el crecimiento del tercer trimestre sorprendió al alza y se aceleró a 3.4% anual, impulsado por la inversión, el sector tecnológico y también mayor dinamismo en el consumo interno. El sector externo continúa mostrando resiliencia; las exportaciones se aceleraron a 93.7% anual en octubre, lideradas por el boom de IA. En términos de la moneda, durante octubre se vio una apreciación de 1.6%. En términos de precios, la inflación de octubre se desaceleró a 2.8% anual, sobre la meta del Banco de Corea (BoK, por sus siglas en inglés). A pesar de la reciente desaceleración se espera un alza de tasas por parte del BoK en la reunión de noviembre debido a presiones inflacionarias que pueden persistir. En el frente político y geopolítico, el gobierno de Lee Jae-myung mantiene una agenda orientada a fortalecer los motores estructurales de crecimiento, con especial énfasis en inteligencia artificial y semiconductores. El presupuesto propuesto para 2027 contempla USD 15.9 bn. para IA y tres megaproyectos estratégicos, reforzando el apoyo fiscal a sectores que ya lideran el crecimiento de utilidades del mercado. En este contexto, con 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**, cayó USD 7.7% (índice MSCI) durante octubre, un *outperformance* respecto de pares emergentes. A pesar de lo anterior, acumula un avance de 50.9% en lo corrido del año (al 4 de noviembre), y las valorizaciones transan con premio en la razón P/U *fwd.,* en un plazo de 5 y 10 años. Durante octubre hubo entradas de flujos al conjunto de ETFs alcanzando un 1.1% del AUM. Asimismo, las expectativas de utilidades han sido revisadas al alza, proyectándose un crecimiento de 70.8% para 2026. Desde el punto de vista macroeconómico, la actividad económica continúa mostrando resiliencia, y durante el tercer trimestre la economía creció 14.4% anual. Esto, impulsado por la fortaleza tanto del sector externo como de la economía doméstica. En cuanto al sector externo, las exportaciones de septiembre se aceleraron más de lo esperado por el mercado y crecieron un 60.9% anual, impulsadas por el sector tecnológico. Si bien se vio una desaceleración en la producción industrial de septiembre, las órdenes de exportación alcanzaron un crecimiento de 62.4% anual. Cabe recalcar la resiliencia del PMI manufacturero, que se ha mantenido en terreno expansivo desde diciembre de 2025, y que se ubicó en 54.9 pts. en octubre. En términos de precios, la inflación de septiembre se aceleró a 2.7% anual, más de lo esperado por el mercado y ubicándose sobre la meta del Banco Central, aun así, no se esperan alzas de tasas para lo que queda del año. Producto de la fuerte corrección vinculada al *sell-off* tecnológico, las autoridades taiwanesas optaron por intervenir el mercado, endureciendo las restricciones a las ventas cortas. En particular, redujeron el límite diario desde 30% a 3% del volumen promedio transado durante los últimos 30 días y elevaron el margen mínimo requerido desde 90% a 130%, buscando contener la presión vendedora y estabilizar el mercado. 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 15% (índice MSCI). Así, las valorizaciones se ubican 2 desv. est. bajo sus promedios de 5 y 10 años. Durante octubre se registraron entradas de flujos equivalentes al 7% del AUM hacia el principal ETF; y las proyecciones de utilidades fueron revisadas al alza en el último mes y se espera un crecimiento de 0.3% para 2026. Este desempeño se explica con una posible reclasificación de este mercado por parte de MSCI. En cuanto a la moneda, durante octubre la rupia se depreció 0.8% respecto del dólar, acumulando una depreciación de 8.1% en lo corrido del año (al 4 de noviembre). En términos de precios, la inflación se desaceleró en octubre a 3.2% con menores precios de alimentos, sorprendiendo al mercado. A pesar del dato inflacionario reciente, se esperan dos alzas de tasas de 25 pbs. en las reuniones de noviembre y diciembre. Dadas las disrupciones energéticas, el fenómeno de El Niño y la depreciación de la moneda, las presiones inflacionarias aumentan. El panorama macroeconómico sorprendió al alza y se desmarca del desempeño observado en el mercado durante los últimos meses. En el tercer trimestre, la economía creció un 5.5% anual, más de lo esperado por el mercado e impulsado por estimulo gubernamental tanto para las empresas como para los hogares. A pesar de lo anterior, la alta vulnerabilidad del país asociada al conflicto geopolítico (por su elevada dependencia energética), y al fenómeno climático “El Niño”, junto con el ruido por la posible reclasificación por parte del MSCI, se **decide mantener el *underweight* en las acciones indonesias.**

El mercado accionario **tailandés** exhibió un *outperformance* frente a pares emergentes durante octubre y retrocedió USD 4.8% (índice MSCI), transando la P/U *fwd.* bajo sus promedios de 5 y 10 años. Durante el mes, las expectativas de utilidades se mantuvieron y se espera un crecimiento de 12.5% para 2026. A pesar de lo anterior, se vieron salidas de flujos desde el principal ETF por 4.6% del AUM. Por el lado macro, se espera una moderación del crecimiento económico, afectado por los efectos del fenómeno de El Niño y el conflicto geopolítico. En este contexto, el FMI proyecta una desaceleración desde 2.4% hasta 2.1%. Sin embargo, la economía ha mostrado una resiliencia mayor a la esperada,

apoyada por el dinamismo de las exportaciones de electrónicos y la inversión vinculada a la IA, lo que llevó a revisar al alza las expectativas de crecimiento para 2026. Aun así, la recuperación continúa siendo desigual, con un consumo interno débil y elevados niveles de endeudamiento de los hogares. En paralelo, la inflación se aceleró a 3.9% anual en octubre, más de lo esperado y a su nivel más alto en tres años. De esta forma, el indicador se encuentra sobre el rango establecido por el Banco de Tailandia (1.0%-3.0%, BoT). Aun así, y previo a este dato, el Banco de Tailandia proyectó una inflación subyacente de 1.2% en 2026 y mantuvo la tasa de política monetaria en 1.0% en la reunión de octubre. De este modo, ante perspectivas positivas de mercado, acciones que transan con descuento, pero una economía que si bien es resiliente tiene riesgos derivados del conflicto geopolítico y del fenómeno de El Niño **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 4.6% (índice MSCI) en octubre, con un *outperformance* respecto de pares regionales. Este mercado se vio negativamente impactado por la caída de 6.8% 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, se vieron salidas de flujos del principal ETF por 4.2% del AUM en octubre y las expectativas de crecimiento de utilidades fueron revisadas a la baja y se espera una expansión de 38.5% para 2026. En el plano macroeconómico, el FMI corrigió a la baja sus expectativas de crecimiento económico desde 1.3% en el informe de julio hasta 1.1% en octubre. Por el lado de la actividad, el PMI manufacturero se mantuvo en 49 pts. en octubre, a diferencia de la producción de oro, que se contrajo 5.7% anual en agosto (-7.4% en julio). La inflación de septiembre se aceleró a 4.5% anual, luego de que el Banco de la Reserva de Sudáfrica (SARB, por sus siglas en inglés) decidiera de manera unánime subir la tasa de referencia en 25 pbs. hasta 7.25%, en línea con lo esperado por el mercado, en su reunión de septiembre. 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. De igual forma, el presidente del SARB mencionó que considera que la tasa de interés está lo suficientemente alta para controlar las presiones inflacionarias. En el ámbito político, el 4 de noviembre se realizaron las elecciones municipales que profundizaron el debilitamiento del ANC, que obtuvo apenas 31% de los votos, mientras la Democratic Alliance avanzó hasta cerca de 25%. El resultado aumenta la incertidumbre política, al reabrir el debate dentro del ANC sobre su alianza nacional con la DA, cuya eventual salida podría debilitar el impulso de reformas promercado y deteriorar la confianza de los inversionistas. A pesar de ver valorizaciones atractivas, persisten los riesgos macroeconómicos y por mayor incertidumbre política, se **decide mantener en neutral las acciones sudafricanas.**

Las acciones **turcas** retrocedieron USD 15.1% (índice MSCI) en octubre, bajo pares emergentes. En paralelo, la lira turca continuó depreciándose frente al dólar, con una caída de 1.9% durante el mes y acumulando una pérdida de 14.1% (datos al 4 de noviembre) en lo que va del año, presionada por mayores precios energéticos. Desde una perspectiva macro, el panorama de crecimiento se ha deteriorado, con el FMI revisando su proyección para 2026 desde 4.1% a 2.7% anual. Por el lado de los precios, si bien las presiones inflacionarias habían comenzado a moderarse, en octubre la inflación volvió a acelerarse, alcanzando 29.8% anual, desde 29.5% en septiembre. En este contexto de menor dinamismo económico, el Banco Central de Turquía recortó la tasa de política monetaria en 100 pbs. en octubre, hasta 36%. Hacia adelante, el mercado espera un nuevo recorte de 100 pbs. en diciembre, lo que llevaría la tasa a cerrar el año

en 35%, por encima del 30% contemplado en la hoja de ruta de comienzos de año. A este escenario se suma un aumento de la incertidumbre institucional, luego de que las autoridades detuvieran al CEO de la Bolsa de Estambul, Korkmaz Ergun, en el marco de una investigación por corrupción y fraude de mercado que se ha extendido a administradores de fondos, compañías listadas, figuras políticas y altos ejecutivos del sistema financiero. Durante octubre el conjunto de ETFs registró salidas netas de flujos equivalentes al 2.6% del AUM. En términos de valorizaciones, estas se encuentran transando por sobre sus promedios históricos de 5 y 10 años en términos de P/U *fwd*. Por otro lado, las expectativas de utilidades siguieron mejorando durante el mes, con revisiones al alza que apuntan a un crecimiento de 44.2% para 2026. En este contexto, considerando la mejora en perspectivas de utilidades, pero manteniendo cautela ante los riesgos macroeconómicos y de confianza derivado de la crisis de fondos, **se decide mantener la posición neutral en acciones turcas.**

El mercado accionario de **Arabia Saudita** cayó en octubre USD 5.4% (índice MSCI). Las tensiones relacionadas al conflicto de Medio Oriente han continuado generando disrupciones en el mercado energético, y diversos ataques a ciudades y aeropuertos saudíes. En este contexto, el producto del tercer trimestre se contrajo un 3.8% anual (-4.7% trimestre anterior) aun cuando la actividad petrolera sorprendió al alza. Si bien, en términos de producción, el PMI de manufacturas se encuentra en terreno expansivo, disminuyó a 54 pts. en octubre (55.3 pts. en septiembre), la producción industrial de agosto se contrajo un -10.9% anual en septiembre y de acuerdo con estimaciones del FMI, se espera que la economía saudí se contraiga un 3.8% en 2026. Además de lo anterior, el déficit fiscal aumentó durante el tercer trimestre a un 6.7% del PIB, desde un 2.8% del PIB el trimestre anterior, en línea con menores ingresos provenientes de hidrocarburos. En términos de valorizaciones, las acciones saudíes transan atractivas respecto de su promedio de 5 y 10 años en términos de P/U *fwd.,* mientras que las utilidades han sido revisadas marginalmente a la baja, proyectándose un crecimiento de 21.1% para 2026. En octubre se vieron entradas de flujos al conjunto de ETFs equivalentes al 1.5% 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, 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 neutraliza desde *overweight* la posición en bonos de 10 años, se mantiene el neutral en *treasuries* de 2 y 30 años, y se mantiene la sobreponderación en TIPS**

Durante octubre, las tasas de los bonos del Tesoro estadounidense registraron una caída significativa a lo largo de la curva, permitiendo una recuperación de la clase de activo tras las pérdidas del mes anterior. Los *Treasuries* volvieron a actuar como refugio frente a la corrección del sector tecnológico y la incertidumbre previa a las elecciones de medio término, recuperando su capacidad de diversificación frente a la renta variable. Este movimiento se mantuvo incluso después de que los indicadores de inflación CPI y PCE superaran las expectativas del mercado. Por su parte, el Fed mantuvo sin cambios su tasa de referencia, en línea con lo anticipado, y anunció una modificación del calendario de reuniones de política monetaria para los próximos años. La caída de las tasas fue más pronunciada en los vencimientos largos, lo que dio lugar a un aplanamiento de la curva durante el mes.

En materia de política monetaria, el Fed mantuvo sin cambios su tasa de referencia en la reunión de octubre, en línea con las expectativas del mercado, en una decisión que no fue unánime ya que dos miembros se inclinaron por un alza de 25 pbs. La principal novedad fue el anuncio de Kevin Warsh sobre la modificación del calendario de reuniones para los

próximos años. En 2027, se realizarán siete reuniones de decisión monetaria y una de estrategia, mientras que en 2028 habrá seis instancias de decisión y dos destinadas a la revisión del marco estratégico. Este cambio ampliará el tiempo entre algunas reuniones y permitirá incorporar una mayor cantidad de indicadores antes de cada definición de tasas, aunque todavía no existe claridad respecto de si las reuniones de estrategia contarán con un comunicado o declaraciones posteriores. De cara a diciembre, el mercado anticipa un alza de 25 pbs. y proyecta que el Fed mantendrá un ciclo gradual de aumentos, con ajustes intercalados hasta mediados de 2027.

La actividad económica continúa mostrando resiliencia. El PIB del tercer trimestre creció 3.4% trimestral anualizado, superando las expectativas, impulsado principalmente por la contribución del consumo y la inversión. En la misma línea, el consenso de Bloomberg elevó su proyección de crecimiento para este año hasta 2.3%, manteniéndola por sobre el potencial de la economía. En materia de precios, la inflación CPI de octubre, la cual sólo se publicó su variación mensual debido al cierre de gobierno del año pasado, fue mayor a lo esperado, con una sorpresa al alza del componente de vivienda que explicó gran parte de la aceleración. Por su parte, el mercado laboral también mostró fortaleza, con una creación de empleo superior a lo esperado, revisiones al alza de los dos meses anteriores y una caída de la tasa de desempleo hasta 4.1%. En conjunto, los indicadores confirman que la economía mantiene un ritmo de expansión sólido, mientras que la persistencia de las presiones inflacionarias continúa respaldando un sesgo restrictivo en la política monetaria.

Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE, que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del Tesoro, disminuyó tras el fuerte aumento registrado en septiembre y volvió a ubicarse levemente por debajo de su promedio histórico. En cuanto a las expectativas de inflación, los *breakevens* se mantuvieron relativamente estables durante octubre, aunque durante los primeros días de noviembre mostraron una caída relevante, más pronunciada en los vencimientos cortos. Actualmente, los *breakevens* a 2, 5 y 10 años se ubican en 2.18%, 2.29% y 2.24% respectivamente (al 6 de noviembre). De esta forma, los niveles continúan reflejando expectativas de inflación relativamente ancladas en los 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, que permanecen elevadas en términos históricos, y por su capacidad para actuar como cobertura frente a eventuales sorpresas inflacionarias.

En este contexto, el posicionamiento en *Treasuries* adopta una postura más equilibrada frente a la duración, luego del importante *rally* registrado durante octubre. Se mantiene la posición neutral en bonos del Tesoro a 2 años, considerando que este tramo continúa condicionado por la trayectoria inmediata del Fed y por la expectativa de un nuevo ajuste en diciembre. Por su parte, se neutraliza desde *overweight* la exposición a bonos a 10 años, recogiendo parte del buen desempeño reciente y considerando que la caída de las tasas redujo el atractivo relativo observado el mes anterior. Al mismo tiempo, se mantiene la posición neutral en el tramo de 30 años, donde la función diversificadora de los *Treasuries* se contrapone a las presiones estructurales asociadas a los riesgos fiscales y las elevadas necesidades de financiamiento. Finalmente, se conserva la sobreponderación en TIPS, respaldada principalmente por el atractivo nivel de las tasas reales y, adicionalmente, por su capacidad de actuar como cobertura frente a eventuales sorpresas inflacionarias.

GLOBAL INVESTMENT GRADE:* Se mantiene el *UW

Durante octubre, las tasas globales registraron caídas generalizadas, con un retroceso pronunciado en los bonos del Tesoro estadounidense. Estos instrumentos volvieron a actuar como activo refugio ante la corrección del sector

tecnológico, recuperando su correlación negativa con la renta variable. Esta dinámica volvió a poner en valor su capacidad de diversificación, aunque las elevadas necesidades de financiamiento asociadas al ciclo de inversión en inteligencia artificial continúan generando competencia por capital y presión sobre el mercado de deuda corporativa. En materia de política monetaria, los principales bancos centrales mantuvieron sin cambios sus tasas de referencia, con la excepción del Banco de Inglaterra, que realizó su primera alza del ciclo. No obstante, las expectativas continúan apuntando a una trayectoria restrictiva en las economías desarrolladas. En EE.UU., la mayor caída de las tasas de largo plazo dio lugar a un nuevo aplanamiento de la curva, favoreciendo el desempeño de los segmentos con mayor duración, entre ellos *Global Investment Grade*.

En EE.UU., el Fed mantuvo sin cambios su tasa de referencia, aunque en una decisión dividida, con dos miembros votando por un alza. La principal novedad fue el anuncio de Kevin Warsh de un nuevo calendario de política monetaria, que contempla una reducción en el número de reuniones con decisión de tasas durante los próximos años. Por el lado de la actividad, el PIB del tercer trimestre sorprendió al alza, impulsado por la resiliencia del consumo y la inversión. La inflación CPI mensual de octubre sorprendió al alza, tanto su versión *headline* como la *core*. Por su parte, tanto la creación de empleo como la tasa de desempleo sorprendieron positivamente. En este escenario, la economía mantiene un ritmo de crecimiento sólido, mientras que el mercado continúa proyectando un alza de 25 pbs. por parte del Fed en diciembre.

En Europa, el BCE mantuvo sin cambios su tasa de referencia, aunque durante la reunión se discutió la posibilidad de realizar un nuevo ajuste al alza. En materia de precios, la inflación volvió a acelerarse, mientras que la actividad sorprendió positivamente, con un crecimiento del tercer trimestre superior a lo esperado. A ello se sumó el anuncio de Christine Lagarde de que dejará anticipadamente su cargo como presidenta del BCE en febrero, lo que abre un proceso de sucesión y añade un nuevo elemento de incertidumbre para la conducción futura de la institución. En este contexto, la combinación de una actividad mejor a lo esperado, y presiones inflacionarias persistentes, mantienen vigente el sesgo restrictivo, por lo que el mercado espera que el BCE retome las alzas de tasas en diciembre.

De esta forma, tras las pausas de octubre, las expectativas vuelven a alinearse hacia un endurecimiento monetario en ambas regiones. Para diciembre, el mercado anticipa que tanto el Fed como el BCE elevarán sus tasas de referencia en 25 pbs., respaldados por una actividad mejor a lo esperado y presiones inflacionarias que mantienen los índices de precios por sobre sus respectivas metas.

En octubre, la clase de activo registró una rentabilidad de USD 1.6%, favorecida por la caída de las tasas globales y su mayor exposición a duración. Por el lado del crédito, los *spreads* continuaron ampliándose durante el mes, con un movimiento mayor en Europa. A ello se suman las crecientes necesidades de financiamiento de las grandes compañías tecnológicas, en un contexto donde el ciclo de inversión en inteligencia artificial continúa demandando elevados volúmenes de capital. El aumento esperado de las emisiones corporativas podría dificultar su absorción por parte del mercado y ejercer presión adicional sobre los diferenciales. Si bien la corrección reciente ha mejorado parcialmente las valorizaciones, los riesgos asociados al entorno europeo, la mayor oferta corporativa y las nuevas alzas de tasas esperadas todavía aconsejan mantener cautela. En este contexto, **se mantiene la posición *underweight* en Global *Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD:* Se mantiene el *UW

Durante octubre, la clase de activo registró una rentabilidad de USD 0.1%, ubicándose entre los segmentos de menor desempeño dentro de la renta fija global. Los *spreads* se ampliaron de manera significativa durante el mes, principalmente en Europa, donde superaron los niveles observados al inicio del conflicto geopolítico. En EE.UU., los diferenciales también aumentaron y se acercaron a su promedio de cinco años, alcanzando niveles no vistos desde comienzos de 2026. Este movimiento, junto con *yields* que permanecen elevados, mejoró el punto de entrada y aumentó el retorno esperado de la clase de activo.

Sin embargo, la ampliación de los diferenciales refleja una mayor percepción de riesgo y señales de tensión en algunos segmentos del crédito privado. Aunque estos episodios todavía no configuran un riesgo sistémico para el mercado público, la sensibilidad de *High Yield* al ciclo económico y a un eventual endurecimiento de las condiciones financieras continúa justificando cautela. Además, en un escenario general más favorable para asumir riesgo, se prefiere asignar ese mayor presupuesto a renta variable y deuda emergente de mejor calidad, donde el balance riesgo-retorno resulta más atractivo. De esta forma, la mejora del punto de entrada no es suficiente para modificar la visión relativa sobre el segmento, **por lo que se conserva la posición *underweight* en *Global High Yield*.**

DEUDA EMERGENTE: Se decide llevar a *overweight* la exposición a deuda soberana y corporativa *Investment Grade*, neutralizar desde *overweight* la posición en bonos corporativos *High Yield*, y mantener el neutral en *Local Markets*

Durante octubre, la renta fija global registró una recuperación tras el desempeño negativo de septiembre, apoyada en una caída generalizada de las tasas de interés y, particularmente, en el pronunciado retroceso de los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense. En materia de política monetaria, el Fed mantuvo sin cambios su tasa de referencia, aunque el mercado continúa anticipando nuevos ajustes al alza entre fines de este año y el próximo. En este escenario, la deuda emergente también obtuvo retornos positivos, aunque inferiores a los de sus equivalentes en mercados desarrollados. De esta forma, la deuda soberana emergente rentó USD 1.4% durante octubre, mientras que la deuda corporativa avanzó USD 0.5%.

La deuda soberana emergente registró una rentabilidad positiva durante el último mes, revirtiendo parte de las pérdidas observadas en septiembre. La caída de las tasas del Tesoro estadounidense y la ampliación acumulada de los *spreads* mejoraron el punto de entrada de la clase de activo, mientras que los *yields* se mantienen en niveles elevados y continúan ofreciendo un *carry* atractivo. A ello se suma un entorno externo más favorable, marcado por una menor probabilidad de nuevas medidas arancelarias, la moderación del precio del petróleo y una trayectoria más gradual del Fed. En este escenario, la clase de activo vuelve a ofrecer un balance riesgo-retorno atractivo, especialmente en economías capaces de combinar un elevado *carry* con señales creíbles de responsabilidad fiscal. De esta forma, **se lleva a *overweight* desde neutral la posición en deuda soberana emergente.**

La deuda corporativa *Investment Grade* registró una rentabilidad de USD 1.1% durante octubre, recuperando parte de las pérdidas del mes anterior. La ampliación reciente de los *spreads*, junto con la caída de las tasas base, mejoró el punto de entrada del segmento, mientras que los *yields* se mantienen elevados y continúan ofreciendo un nivel atractivo. A ello se suma la mayor calidad crediticia de la clase de activo, que entrega un perfil más defensivo frente a un entorno global todavía incierto. Si bien las oportunidades continúan concentrándose en emisores específicos y la mayor duración sigue siendo un factor de sensibilidad, la corrección acumulada ofrece una compensación más favorable frente al riesgo asumido. En un escenario más favorable para asumir riesgo, el segmento permite aumentar la exposición a emergentes

mediante emisores de mayor calidad crediticia y con una mayor capacidad para enfrentar eventuales episodios de volatilidad. De esta forma, **se sobrepondera desde neutral la deuda corporativa emergente *Investment Grade*.**

En cuanto a *High Yield*, la clase de activo registró en octubre una rentabilidad negativa de USD 0.4%, ubicándose entre los pocos segmentos de renta fija con pérdidas durante el mes. Si bien las tasas de *default* esperadas se mantienen acotadas, el desempeño reciente refleja la mayor sensibilidad del segmento ante episodios de volatilidad y riesgos específicos de algunos emisores y países. En este escenario, se prefiere reasignar parte de la exposición hacia segmentos que actualmente ofrecen una mejor combinación entre calidad crediticia y retorno esperado. La neutralización responde principalmente a esta reasignación del riesgo, más que a un deterioro generalizado de los fundamentos de la clase de activo. De esta forma, y considerando el aumento de riesgo asumido en otras clases de activo dentro del portafolio, **se neutraliza desde *overweight* la posición en deuda emergente *High Yield*.**

Finalmente, *Local Markets* registró una rentabilidad de USD 0.4% durante el último mes. Si bien los niveles de *carry* y las tasas reales continúan siendo atractivos en varias economías emergentes, el escenario sigue exigiendo selectividad. La incertidumbre respecto de la trayectoria del dólar y de la política monetaria del Fed limita el potencial de apreciación de las monedas locales, mientras que algunos mercados presentan riesgos políticos y fiscales específicos. A su vez, permanecen oportunidades puntuales en ciertas economías latinoamericanas y asiáticas, pero estas no justifican adoptar una visión positiva sobre el segmento de manera generalizada. En este contexto, **se mantiene la posición neutral en *Local Markets*.**

En línea con lo anterior, **se decide llevar a *overweight* la exposición a deuda soberana y corporativa *Investment Grade*, neutralizar desde *overweight* la posición en bonos corporativos *High Yield*, y mantener el neutral en *Local Markets*.**

Exposición a Monedas | Noviembre 2026

Monedas	Bench.	Oct	Nov	OW/UW		Cambio
USD	54.0%	54.6%	53.1%	UW	-0.8%	-1.5%
EUR	7.6%	7.2%	7.6%	OW	0.0%	0.4%
GBP	1.4%	1.2%	1.2%	UW	-0.2%	0.1%
JPY	2.4%	2.4%	2.3%	UW	-0.1%	-0.1%
GEMs	34.8%	34.6%	35.8%	OW	1.1%	1.2%
	100.0%	100.0%	100.0%			

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

Resultados TAACo Global | Octubre 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%	-4.0%	-2.01%	-2.05%	0.0	-3.7
Renta Fija	50%	46%	-4%	1.4%	0.68%	0.64%	-10.8	1.7
Caja	0%	2%	2%	0.4%	0.0%	0.01%	3.4	
Oro	0%	2%	2%	-6.8%	0.0%	-0.14%	-10.9	
Cobertura						-0.01%	-0.6	
Portfolio					**-1.33%**	**-1.54%**	**-19.0**	**-1.9**
Outperformance / Underperformance (bps)								**-20.9**
Europe ex UK	13.2%	12.7%	-0.5%	-0.3%	-0.04%	-0.03%	-1.9	
Europe Small Cap	1.9%	1.4%	-0.5%	-0.1%	0.00%	0.00%	-2.0	
UK	2.8%	2.3%	-0.5%	2.4%	0.07%	0.05%	-3.2	
US Large Cap Growth	16.6%	17.1%	0.5%	-5.4%	-0.89%	-0.92%	-0.7	
US Large Cap Value	15.1%	15.6%	0.5%	2.9%	0.44%	0.45%	3.5	
US Small Caps	3.7%	3.7%	0.0%	2.1%	0.08%	0.08%	0.0	
Japan	4.7%	4.7%	0.0%	-4.2%	-0.20%	-0.20%	0.0	
Desarrollados	**58.0%**	**57.5%**	**-0.5%**	**-0.9%**	**-0.54%**	**-0.56%**	**-4.3**	
LatAm	5.0%	6.0%	1.0%	-7.6%	-0.38%	-0.46%	-3.6	
China	11.5%	10.5%	-1.0%	-7.0%	-0.81%	-0.74%	3.0	
EM Asia ex China	25.5%	26.0%	0.5%	-9.0%	-2.30%	-2.35%	-2.5	
Emergentes	**42.0%**	**42.5%**	**0.5%**	**-8.3%**	**-3.49%**	**-3.54%**	**-3.1**	
Equities					**-4.03%**	**-4.10%**	**-7.3**	
Treasuries 2Y	8.7%	8.7%	0.0%	0.9%	0.08%	0.08%	0.0	
Treasuries 10Y	10.5%	11.0%	0.5%	3.3%	0.34%	0.36%	1.0	
Treasuries 30Y	6.1%	6.1%	0.0%	5.5%	0.33%	0.33%	0.0	
US Tips	2.5%	4.0%	1.5%	2.6%	0.07%	0.10%	1.9	
Global Corporate IG	26.2%	24.7%	-1.5%	1.3%	0.34%	0.32%	0.1	
Global Corporate HY	4.1%	3.1%	-1.0%	-0.4%	-0.02%	-0.01%	1.8	
Deuda Desarrollados	**58.1%**	**57.6%**	**-0.5%**	**2.0%**	**1.14%**	**1.18%**	**4.7**	
EMBI	8.4%	8.4%	0.0%	1.4%	0.11%	0.11%	0.0	
EM Corporate IG	2.4%	2.4%	0.0%	1.2%	0.03%	0.03%	0.0	
EM Corporate HY	3.6%	4.1%	0.5%	-0.5%	-0.02%	-0.02%	-0.9	
EM Local Markets	27.5%	27.5%	0.0%	0.4%	0.10%	0.10%	0.0	
Deuda Emergente	**41.9%**	**42.4%**	**0.5%**	**0.5%**	**0.22%**	**0.22%**	**-0.9**	
Fixed Income					**1.36%**	**1.40%**	**3.8**	

*Anualizado ** Desde 2001
Datos al 31 de octubre de 2026

En octubre 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 octubre, la cartera del TAACo Global perdió 1.54%, mostrando un *underperformance* con respecto al *benchmark* de 20 pbs.

En octubre, a nivel de *attribution analysis* la asignación de activos restó valor, principalmente por la posición larga en oro y el corto en renta fija. Por el lado de la selección de instrumentos, fue negativa en acciones y positiva en bonos. En renta variable, restaron valor las posiciones cortas en Europa y Reino Unido, así como el largo en América Latina, Asia EM ex China y US Large Cap Growth. Por otro lado, fue positivo el *overweight* en US Large Cap Value y el corto en China. Por el lado de la renta fija, sumó el largo en Treasuries de 10 años y el corto en Tips, y contribuyó positivamente la posición corta en Global Corporate HY.

Desempeño Histórico

TAACo Global	Desempeño								
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
TAACo	-1.5%	-1.5%	6.2%	7.4%	13.9%	4.9%	6.3%	5.6%	10.4%
Benchmark	-1.3%	-1.5%	6.3%	7.4%	14.1%	4.3%	5.6%	4.5%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	-21	1	-14	2	-22	60	64	117	
Acciones	-4.1%	-2.6%	11.8%	12.9%	21.3%	8.1%	9.3%	5.1%	15.2%
Benchmark	-4.0%	-2.7%	11.8%	13.1%	21.5%	8.0%	9.3%	4.7%	15.1%
Europe ex UK	-0.3%	-3.6%	3.1%	8.6%	15.9%	5.2%	7.3%	3.7%	17.2%
Europe Small Cap	-0.1%	-1.5%	4.9%	9.2%	18.6%	2.9%	8.1%	8.9%	20.1%
UK	2.4%	-1.0%	10.8%	16.6%	21.5%	12.2%	9.4%	5.8%	14.5%
US Large Cap Growth	-5.4%	-1.7%	4.5%	2.4%	26.3%	12.4%	19.2%	--	20.6%
US Large Cap Value	2.9%	5.2%	19.6%	22.5%	20.2%	10.5%	10.9%	--	13.9%
US Small Caps	2.1%	-0.9%	15.9%	17.8%	20.5%	6.7%	11.3%	9.6%	19.7%
Japan	-4.2%	-0.2%	15.6%	15.3%	19.3%	7.4%	6.8%	3.2%	16.2%
Desarrollados	**-0.8%**	**0.6%**	**10.9%**	**12.1%**	**22.3%**	**10.5%**	**12.9%**	**7.8%**	18.8%
LatAm	-7.6%	-8.5%	6.1%	13.7%	14.3%	-36.0%	5.4%	8.2%	1006.3%
China	-7.0%	-11.6%	-18.0%	-21.1%	8.7%	-4.1%	2.8%	7.0%	28.0%
EM Asia ex China	-9.0%	-3.5%	33.8%	35.8%	31.5%	13.8%	13.3%	--	24.2%
Emergentes	**-8.0%**	**-5.5%**	**13.5%**	**14.1%**	**22.3%**	**6.9%**	**8.1%**	**8.9%**	18.8%
Renta fija	1.4%	-0.3%	0.6%	1.5%	6.9%	0.7%	2.0%	4.2%	6.5%
Benchmark	1.4%	-0.3%	0.5%	1.4%	6.8%	0.5%	1.7%	3.6%	6.5%
Treasuries 2Y	0.9%	0.5%	1.2%	2.0%	4.0%	1.7%	1.6%	2.3%	2.1%
Treasuries 10Y	3.3%	-0.3%	-2.0%	-2.0%	4.2%	-2.0%	0.1%	3.2%	8.2%
Treasuries 30Y	5.5%	0.6%	-2.7%	-5.0%	3.1%	-8.8%	-2.3%	3.5%	14.7%
US Tips	2.6%	0.0%	0.4%	0.2%	4.9%	0.3%	2.5%	4.2%	6.1%
Global Corporate IG	1.3%	-1.1%	-2.0%	-1.2%	6.4%	-0.1%	2.0%	4.2%	8.2%
Global Corporate HY	-0.4%	-2.2%	-0.8%	0.6%	8.6%	3.2%	4.6%	6.7%	7.5%
Deuda Desarrollados [1]	**2.1%**	**-0.4%**	**-1.3%**	**-1.0%**	**5.6%**	**-0.8%**			
EMBI	1.4%	-1.2%	0.7%	1.8%	10.7%	2.2%	3.2%	6.9%	9.2%
EM Corporate IG	1.2%	-0.5%	-0.4%	0.0%	6.5%	0.9%	2.7%	--	5.6%
EM Corporate HY	-0.5%	-1.6%	2.3%	3.2%	9.7%	2.7%	4.1%	--	7.7%
EM Local Markets	0.4%	0.5%	4.4%	6.4%	7.6%	2.8%	2.8%	--	6.4%
Deuda Emergentes [1]	**0.5%**	**-0.1%**	**3.1%**	**4.7%**	**8.6%**	**2.5%**			
Caja	0.4%	0.9%	3.1%	3.8%	4.5%	3.9%	2.5%	1.8%	0.5%
Oro	-6.8%	-4.2%	-10.3%	-3.2%	25.0%	16.8%	11.7%	11.1%	17.7%

** 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.