

Septiembre 2025

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años*
	Ago	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	1.9%	5.5%	11.7%	9.6%	9.8%	5.2%	5.8%	5.4%	10.4%
Benchmark	1.9%	5.7%	11.9%	10.0%	10.0%	4.3%	5.1%	4.2%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	3	-19	-16	-39	-24	99	70	121	
Acciones	2.5%	8.7%	16.9%	15.1%	14.3%	8.7%	7.9%	4.5%	15.2%
Benchmark	2.6%	8.7%	17.2%	15.5%	14.6%	8.6%	7.9%	4.1%	15.1%
Renta Fija	1.2%	2.7%	6.7%	4.7%	5.4%	0.2%	2.5%	4.3%	6.5%
Benchmark	1.2%	2.7%	6.7%	4.6%	5.5%	-0.2%	2.2%	3.7%	6.5%
Caja	0.4%	1.1%	2.9%	4.5%	4.8%	3.0%	2.0%	1.7%	0.7%
Oro	3.9%	4.6%	31.4%	36.4%	26.0%	11.9%	11.7%	11.1%	14.3%

Resultados al 31 de agosto de 2025

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

Monetary illusion.....	1
Asignación de Activos Septiembre 2025.....	4
Resultados TAACo Global Agosto 2025.....	23
Desempeño Histórico.....	24

Monetary illusion¹

Agosto estuvo marcado por un claro apetito por riesgo de los inversionistas globales, con alzas transversales en las bolsas, algunas más pronunciadas que otras. Este buen desempeño de los activos se enmarca en un escenario donde comienzan a internalizarse políticas fiscales y monetarias expansivas, que darán soporte al crecimiento y permitirán que continúe el impulso accionario.

Donald Trump —hasta ahora— ha concretado varias de sus propuestas, llevando los aranceles a niveles no vistos en casi un siglo, los cuales se han transformado en su principal ficha de negociación. Hace algunos meses ([link](#)), comentamos que el sistema financiero tendría que adaptarse a este nuevo orden político global y a las distintas fases de la administración Trump. Hoy creemos que la primera etapa terminó, dando paso a una segunda, que se caracteriza por el mundo acomodándose a esta nueva realidad global. Los inversionistas intentan dilucidar quiénes serán los ganadores de este nuevo orden, que culminará en una nueva realidad en EE.UU., marcada por una mayor injerencia del Ejecutivo sobre el Banco Central y por el avance de la desglobalización.

Con Scott Bessent al mando, el Departamento del Tesoro estadounidense ha llevado a cabo una estrategia de evitar la emisión en la parte larga de la curva, para contener las alzas de tasas por las mayores presiones fiscales. En este sentido, la tasa del bono del tesoro a 30 años no mostró grandes variaciones durante agosto, pero a inicios de septiembre aumentó, acercándose al techo psicológico de 5%, en línea con las preocupaciones fiscales. Este fenómeno no es exclusivo de EE.UU., pues se observa también en Reino Unido, Canadá, Japón y Alemania, entre otros. En este contexto, los nuevos ingresos fiscales derivados de los aranceles cobran relevancia al ayudar a moderar el déficit que

Vuelve el apetito por riesgo

Segunda fase de la administración Trump: el mundo se acomoda

Fenómeno global: tasas de interés de 30 años al alza

¹ “Ilusión monetaria”

podría ampliarse con la política expansiva y la aprobación de la *One Big Beautiful Bill*. Al respecto, la Corte Suprema podría revertir los acuerdos comerciales a los que ha llegado Trump, reduciendo a la mitad el arancel promedio y quitándole al presidente una ventaja estratégica clave en las negociaciones internacionales.

En este complejo escenario para el mercado de la renta fija, Jerome Powell adoptó un tono más *dovish* en su discurso durante el simposio anual de Jackson Hole, y abrió la puerta para retomar los recortes. El consenso ahora es que el Fed bajará el rango de referencia en septiembre, lo que dio un nuevo impulso a las bolsas y activó este “*Powell Put*”, que podría prolongarse. Durante agosto, la autoridad monetaria siguió enfrentando presiones políticas con el despido de Lisa Cook por un presunto fraude hipotecario. Hacia adelante, el Banco de la Reserva Federal seguirá lidiando con estos desafíos, en un contexto de una inflación que se mantiene persistentemente sobre la meta y datos de mercado laboral que vuelven a decepcionar en agosto, creando solo 22 mil nuevos empleos y con una tasa de desempleo que sube marginalmente a 4.3%. En el corto plazo no se prevén grandes presiones inflacionarias; el componente de servicios -que representa en torno a dos tercios del dato- seguirá a la baja producto de la desaceleración de los arriendos. Por su parte, los precios de bienes se vienen acelerando, por los aranceles y otros factores, lo que, según Powell, sería transitorio.

“*Powell Put*” inyecta optimismo al mercado

Una eventual aceleración de la inflación de servicios, producto de la resiliencia económica que se proyecta en EE.UU. con una política fiscal y monetaria expansiva, podría gatillar el retorno de un escenario de aversión al riesgo.

Inflación real podría interrumpir el *momentum*

En Europa, agosto estuvo dominado por tensiones políticas y fiscales que sacaron a la luz problemas estructurales en las principales economías del bloque. En Francia, el primer ministro perdió el voto de confianza, lo que llevará a Emmanuel Macron a nombrar al quinto primer ministro de su mandato, aumentando significativamente la incertidumbre política. Algunos analistas han declarado que lo sucedido en Francia podría ser causa de una eventual recesión. Por su parte, el caso del Reino Unido también es alarmante. La acalorada discusión del presupuesto ha presionado las tasas de los bonos soberanos de 30 años al alza, con una deuda pública que se acerca al 100% del PIB.

Problemas estructurales en Europa

En cuanto a otras clases de activo, el dólar retomó las bajas durante agosto y gatilló un mayor apetito por riesgo por mercados accionarios de países emergentes, en particular América Latina y China. La debilidad del dólar históricamente favorece a materias primas, dejando fuera del análisis a *soft commodities* y energía, que tienen fundamentos distintos. En este sentido, los metales industriales siguieron al alza, de la mano de este escenario de mayor sustento para el crecimiento económico. Por su parte, el oro siguió al alza, acumulando una rentabilidad superior a 30% en lo corrido del año (al 31 de agosto), como

Debilidad del dólar y fortaleza de metales industriales y oro

una especie de activo anti-dólar y antes del inminente reinicio de recorte de tasas de parte del Fed.

En síntesis, el panorama se torna algo más visible y esta segunda fase del gobierno de Trump parece venir con un soporte político al crecimiento económico, que podría mantener al mercado accionario con desempeños similares a los que hemos visto hasta ahora. Por el momento, los inversionistas han hecho caso omiso a los ruidos institucionales que han surgido del poder ejecutivo, y pareciera que los potenciales recortes de tasas están inyectando un optimismo difícil de contrarrestar.

En este sentido y a nivel del portafolio, para septiembre se decide mantener la posición neutral en acciones, subponderando Europa, Reino Unido y Japón, dada su fragilidad fiscal y problemas estructurales. En EE.UU., se reduce la sobreponderación en acciones tipo *growth* para asignar un porcentaje a *value* y *small caps*, en este escenario de resiliencia económica y ante una eventual rotación. En mercados emergentes, se mantiene la convicción en América Latina, cerrando el *overweight* en Asia EM ex. China por pérdida de *momentum*. En la renta fija, a pesar de esta manipulación artificial de la curva de tasas, se mantiene la subponderación a nivel de clase de activo, la posición corta en duración y se subpondera aún más la posición en bonos del tesoro de 30 años. A su vez, aumenta la preferencia por papeles emergentes, llevando a *overweight* la deuda en moneda local, en un contexto en que a pesar del valor que ya ha perdido el dólar en lo corrido del año, las monedas emergentes continúan subvaloradas y desacopladas de sus fundamentos. Finalmente, se reasigna una porción de la caja a oro, considerando que puede seguir destacando ante la inminente baja de tasas.

Optimismo por recortes de tasas supera riesgos institucionales

Neutral acciones, convicción en América Latina y se asigna un porcentaje a oro

Asignación de Activos | Septiembre 2025

TAACo Global	Bench.	Ago	Sep	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	50%	50%	N		Neutral acciones, UW bonos
Renta Fija	50%	46%	46%	UW	-4%	
Caja		4%	2%	OW	2%	-2.0%
Oro			2%	OW	2.0%	2.0%
Total Cartera						
Europe ex UK	13.7%	12.7%	12.7%	UW	-1.0%	
Europe Small Cap ex UK	1.2%	1.2%	1.2%	N		EE.UU.: Disminuye OW Large Cap Growth, y se lleva a OW Value y Small Cap, desde neutral
UK	2.9%	1.9%	1.9%	UW	-1.0%	
US Large Cap Growth	17.3%	18.3%	17.8%	OW	0.5%	-0.5%
US Large Cap Value	14.7%	14.7%	15.2%	OW	0.5%	0.5%
US Small Caps	3.5%	3.5%	4.0%	OW	0.5%	0.5%
Japan	4.7%	3.7%	3.7%	UW	-1.0%	
Mercados desarrollados	58.0%	56.0%	56.5%	UW	-1.5%	0.5%
LatAm	4.4%	5.4%	5.4%	OW	1.0%	
LatAm Small Cap	0.8%	1.3%	1.3%	OW	0.5%	
China	12.3%	12.3%	12.3%	N		Neutral China
EM Asia ex China	19.6%	20.1%	19.6%	N		-0.5%
EM Asia Small Cap	4.9%	4.9%	4.9%	N		
Mercados emergentes	42.0%	44.0%	43.5%	OW	1.5%	-0.5%
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%			
Treasuries 2Y	8.3%	8.8%	8.8%	OW	0.5%	
Treasuries 10Y	11.1%	11.1%	11.1%	N		
Treasuries 30Y	6.1%	5.6%	5.1%	UW	-1.0%	-0.5%
US Tips	2.6%	2.6%	2.6%	N		
Global Corporate IG	26.5%	26.0%	26.0%	UW	-0.5%	
Global Corporate HY	4.0%	3.5%	3.5%	UW	-0.5%	
Deuda desarrollados	58.6%	57.6%	57.1%	UW	-1.5%	-0.5%
EMBI	9.5%	9.5%	9.5%	N		
EM Corporate IG	2.8%	3.3%	3.3%	OW	0.5%	
EM Corporate HY	3.8%	4.3%	4.3%	OW	0.5%	
EM Local Markets	25.3%	25.3%	25.8%	OW	0.5%	0.5%
Deuda emergente	41.4%	42.4%	42.9%	OW	1.5%	0.5%
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%			

RENTA VARIABLE

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

En agosto las acciones europeas se recuperaron luego de las pérdidas de julio en un ambiente de mayor apetito por riesgo. El Stoxx 50 subió USD 3.1%, con un *outperformance* respecto del S&P 500, que subió 1.9%, a pesar de la incertidumbre política que afecta a la región. Entre los países con mejor desempeño destacan los periféricos como España (USD +6.3%) e Italia (USD +5.5%).

Atrás quedan las preocupaciones por el lado comercial, para dar paso a la incertidumbre política y fiscal. Por el lado de Francia, el primer ministro François Bayrou perdió el voto de confianza en la Asamblea Nacional y su cargo luego del escaso apoyo obtenido para el presupuesto de 2026. El plan contemplaba un ajuste fiscal significativo en búsqueda de reducir la deuda pública y el déficit fiscal -desde 5.8% a 4.6% del PIB- a través de recortes de gasto y aumento de impuestos. Así, Macron se alista al tercer cambio en su gobierno en un año, lo que en conjunto con la incertidumbre política han generado un empinamiento de la curva de tasas de interés soberanas, con la tasa de 30 años subiendo en el último mes 20 puntos base (pbs.) hasta 4.33% (al 9 de septiembre).

Por su parte, la pronta entrada en vigencia de la reforma al sistema de pensiones en Países Bajos está generando presiones al mercado de bonos europeo, principalmente a través de mayor volatilidad en la parte larga de la curva de tasas. Si bien Países Bajos representa cerca del 7% del PIB de la Eurozona, su sistema de pensiones es el más grande del bloque. El cambio hacia un sistema de contribución definida está llevando a las gestoras de los fondos a tener mayor libertad para invertir los fondos, con un mayor posicionamiento en activos de mayor riesgo y menor exposición a deuda soberana de largo plazo, lo que podría llevar a un mayor empinamiento de la curva de tasas. La menor demanda por bonos de más largo plazo podría llevar a los gobiernos a emitir en una parte más corta de la curva, dejándolos más expuestos al riesgo de refinanciamiento y volatilidad de las tasas.

Por el lado de la política monetaria, la inflación de agosto se aceleró hasta 2.1% interanual mientras que la inflación subyacente se mantuvo en 2.3%. La autoridad monetaria estima que la inflación se estabilizaría en torno a la meta del 2% en el mediano plazo ante presiones de precios domésticos que ceden y salarios que suben lentamente. Así, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo en julio sus tasas de interés, situando la tasa de depósito en 2.00%. La decisión, ampliamente anticipada por el mercado, se dio en el contexto de expectativas de inflación ancladas y el aumento de los riesgos asociados al impacto de los aranceles estadounidenses sobre la economía europea. En adelante, el mercado no ve recortes adicionales de tasas este año dada la resiliencia de la economía y una inflación que no seguiría bajando en un contexto de alta incertidumbre global.

Por otro lado, el índice de sorpresas económicas se mantiene positivo, pero con una tendencia a la baja. El PMI de manufactura sube en agosto a 50.5 pts., terminando con 37 meses en contracción (bajo 50 pts.); mientras el PMI de servicios retrocede a 50.7 pts. Queda ver si el ciclo monetario expansivo, los mayores planes de inversión pública de los gobiernos y la reactivación del consumo son sostenibles y logran reactivar de forma sostenida una economía estancada.

Pasando al mercado, las valorizaciones de las acciones europeas se encarecen y la razón Precio/Utilidad a doce meses (*P/U fwd.*) transa a niveles justos en términos absolutos, aunque con acentuado descuento relativo a acciones estadounidenses. Por su parte, según EPFR, si bien se observan entradas netas de flujos en lo corrido del año, en el último mes se observan salidas.

En cuanto al sector corporativo, la temporada de reportes del segundo trimestre del año termina con una contracción y sorpresas negativas respecto a las ventas de las compañías, no obstante, sorpresas al alza en utilidades. Los datos mixtos llevan a que las perspectivas de crecimiento de utilidades para este año se corrijan a la baja en medio de la incertidumbre global (desde 8.5% a inicios de año hasta 1.1% en septiembre). Para 2026 se espera una recuperación desde una base de comparación más baja, con un crecimiento de utilidades en torno a 11% -más bajo que pares desarrollados (12%)-.

En línea con un plan de expansión fiscal en Alemania que ya está internalizado en los precios de los activos de riesgo, mayor incertidumbre política y fiscal, pérdida de *momentum* de flujos, y débiles perspectivas económicas y corporativas, **se decide mantener el *underweight* en acciones *Large Cap* y *neutral Small Cap*** debido a lo atractivo de sus valorizaciones.

REINO UNIDO: Se mantiene *UW*

Durante agosto las acciones británicas también se sumaron al impulso de los activos de riesgo. Con un sesgo más *value* que otros mercados desarrollados, el FTSE 100 subió USD 2.8%, superando al S&P 500. No obstante, y a pesar de los retornos positivos, en lo corrido del año el desempeño accionario se mantiene rezagado respecto a pares en Europa. Con la tendencia al alza, las valorizaciones se han encarecido. La razón P/U *fwd.* transa una desviación estándar sobre el promedio de 5 años en términos absolutos y comparado al resto de Europa.

Las acciones británicas subieron en agosto a pesar de la incertidumbre política y fiscal. Luego de la renuncia de Angela Rayner como viceprimera ministra al inicio de septiembre por un escándalo fiscal, el gobierno de Keir Starmer se enfrenta a una serie de desafíos locales y externos. Starmer anunció una reorganización de su gabinete, no obstante, el apoyo al partido laborista ha caído considerablemente.

Por su parte, las expectativas de crecimiento continúan reflejando una recuperación débil: las proyecciones para 2025 y 2026 se mantienen en 1.2% y en 1.1% respectivamente. La frágil situación económica se refleja en el sector corporativo. Para 2025 las utilidades de las acciones del MSCI Reino Unido mostrarían una contracción de 1.2%, dato que se corrige al alza en el último mes, pero está bajo pares desarrollados (8.5%). Para 2026 se espera un crecimiento de utilidades cercano a 11%, también bajo pares desarrollados (12%).

Por el lado económico, la sorpresa económica se torna positiva mientras las presiones inflacionarias resurgen. El Banco de Inglaterra (BoE) alerta que la inflación podría llegar a 4% anual en septiembre y que no convergirá a la meta del 2% hasta al menos 2027. La inflación se aceleró en julio hasta 3.8% anual (3.6% en junio) mientras que la medida subyacente se ubicó en el mismo nivel y la de servicios en 5.0%. Por su parte, la situación económica es precaria y el empleo se debilita, la tasa de desempleo subió en junio a 4.7%, la más alta en 4 años, mientras que una encuesta del Banco de Inglaterra reveló que el recorte de empleo durante el trimestre terminado en agosto fue de 0.5% anual, la mayor tasa desde 2021. Así, con este balance mixto donde la inflación se acelera mientras el desempleo aumenta, el Banco de Inglaterra decidió recortar 25 pbs. hasta 4.00% su tasa de política monetaria en agosto, en una decisión histórica y dividida. Por primera vez en la historia, hay un empate entre los 9 miembros (4 miembros a favor de mantener la tasa, 4 a favor de reducirla 25 pbs. y 1 miembro que proponía un recorte mayor de 50 pbs.) lo que llevó a una segunda e inédita votación. Dada la complicada situación económica, en adelante, las expectativas de recortes de tasas de interés se han moderado con el mercado esperando que la tasa de referencia se mantenga en el nivel actual este año (4.00%) y se realicen entre una a dos bajas en 2026.

Así, la incertidumbre política y fiscal, dudas sobre la sostenibilidad de la deuda, junto con una inflación persistente y un banco central que no seguiría recortando tasas este año, han llevado a empujar la curva de tasas de interés. La tasa soberana a 30 años aumentó en el último mes hasta 5.75%, su mayor nivel desde 1998, y la tasa más alta de los países G7.

En el contexto de problemas políticos internos, bajo dinamismo económico, inflación que se acelera complicando la maniobrabilidad del BoE, junto a una débil trayectoria de utilidades proyectada, valorizaciones que se encarecen y salidas persistentes de flujos, se decide **mantener la posición *underweight* en acciones británicas.**

ESTADOS UNIDOS: se disminuye el *overweight* en acciones *Large Cap Growth* mientras se lleva a *overweight Large Cap Value* y *Small Cap*

En agosto se extendió por 5to mes el rally del mercado accionario estadounidense. Mientras el S&P500 subió 1.9% en el mes – y alcanza 21 nuevos máximos en el año-, el Nasdaq100 0.8% y Dow Jones, con un sesgo más industrial, 3.2%. Ganancias que se dan en un ambiente de menor incertidumbre comercial y soporte en una positiva temporada de reportes corporativos.

Terminó la temporada de reportes del segundo trimestre con las utilidades de las compañías del S&P500 creciendo en promedio 12.6% interanual, superando la expectativa de 5% del inicio de temporada. Tanto el crecimiento de utilidades como las sorpresas han estado concentradas en sectores ligados a tecnología y el desarrollo e implementación de inteligencia artificial, con las compañías sin reportar grandes disrupciones por los aranceles aún. En tal sentido, las utilidades del sector de servicios comunicacionales crecieron 45% interanual, tecnología 23% y financiero 16%. Las 7 magníficas siguen liderando en crecimiento de utilidades, aunque se espera que en los trimestres siguientes haya una moderación y que las otras 493 empresas del S&P500 aceleren su crecimiento de utilidades en torno a un 10%. Para el tercer trimestre del año, se espera un crecimiento de utilidades de 7.5% anual, en lo que sería el noveno trimestre consecutivo de ganancias. De esta forma, Facset corrige al alza en el último mes la expectativa de crecimiento de utilidades para este año desde 12% a 13%, mientras que para 2026 se espera un crecimiento de utilidades de ~13%.

En cuanto a flujos, según EPFR, las acciones nortamericanas lideran en entradas de flujos en lo corrido del año y se observan entradas durante 3 de las últimas 4 semanas. Por su parte, las valorizaciones de las acciones tipo *growth* transan levemente sobre su promedio de 5 años en la razón P/U *fwd.*, mientras que las acciones tipo *value* transan con valorizaciones que llegan a una desv. est. sobre el promedio de 5 años, aunque con *underperformance* respecto a *growth* tanto de corto como largo plazo. Finalmente, las acciones *small cap*, lucen con valorizaciones atractivas, manteniendo el rezago en el mediano y largo plazo.

En el plano comercial, si bien se alcanzaron acuerdos con la mayoría de los socios comerciales, la subida de aranceles se transforma en la más grande desde la Gran Depresión de los años 30, llegando a un promedio de 18.3%, en gran parte con el fin corregir desequilibrios comerciales y de lograr una mayor recaudación tributaria que ayude a financiar la reforma fiscal – *One Big Beautiful Bill*-. No obstante, el Tribunal de Apelaciones del Circuito Federal confirmó el fallo del Tribunal de Comercio Internacional, señalando que el Trump no posee la facultad de establecer aranceles, lo que es una competencia exclusiva del Congreso. De esta forma los aranceles no se anulan automáticamente y se otorga una prórroga hasta al menos el 14 de octubre para que el gobierno presente recursos a la Corte Suprema.

En cuanto a datos económicos, éstos han sido mixtos y la economía continúa mostrando cierta resiliencia. El índice de sorpresa económica mantiene una tendencia al alza, con datos que en promedio reportan sobre las expectativas. El indicador líder PMI de manufacturas se ubicó en agosto en 53.3 pts., su mayor nivel en 3 años, mientras el de servicios en 55.4 pts., el valor más alto en lo corrido del año.

El crecimiento del PIB del segundo trimestre fue corregido a 3.3% trimestral anualizado desde el 3% inicial, con una significativa recuperación de la inversión y un consumo que sigue mostrando fortaleza a pesar del deterioro del mercado laboral. Durante agosto se agregaron sólo 22 mil nuevos empleos, dato bajo lo esperado, mientras el dato de los últimos dos meses la revisión restó 21 mil puestos. La tasa de desempleo aumentó a 4.3%, con la creación de empleo privado volviendo a decepcionar. Las medidas implementadas por el Departamento de Eficiencia Gubernamental (DOGE por su sigla en inglés) muestran el efecto de la reducción del tamaño del Estado, y desde enero los empleos públicos se han reducido en 97 mil puestos.

Respecto a la inflación, el registro de julio aun no muestra presiones por los aranceles. La inflación *headline* se mantuvo en 2.7% anual, bajo las expectativas, mientras la medida subyacente sorprendió al alza al subir a 3.1% -rompiendo cuatro meses consecutivos en que el registro sorprendía a la baja-. Para la inflación de agosto se espera un aumento a 2.9% en la medida *headline* y que la subyacente se mantenga en 3.1%.

Luego de que en su reunión de julio el Banco de la Reserva Federal (Fed) decidiera mantener la tasa de referencia sin cambios en 4.50% y que en agosto no se realizara reunión, el mercado se mantuvo atento al simposio de *Jackson Hole*. En su discurso Jerome Powell destacó un cambio en el balance riesgos ante una inflación que podría acelerarse por los aranceles y un empleo que se debilita, lo que amerita hacer ajustes a la política monetaria. De esta forma los inversionistas esperan que el Fed comience a recortar tasas este mes y se internalizan 150 pbs. de recortes para los siguientes doce meses, lo que podría ser excesivo ante una economía que no muestra señales significativas de desaceleración. De todas formas, el Fed ha destacado su data dependencia y queda ver cuánto de la presión política de Trump afecta la independencia del banco central nortamericano. Destacar que el mandato de Powell, presidente del Fed, se extiende hasta mayo de 2026, lo que ha llevado a una serie de miembros del Consejo a alinearse con Trump en búsqueda de ser candidatos al cargo de liderazgo del Fed. El presidente del Fed es nominado por Trump y ratificado por el Senado.

En línea con la resiliencia económica, *momentum* accionario y fortaleza corporativa se balancea el largo *growth*, para aumentar la exposición a estilos rezagados como las acciones *Large Cap Value* y con valorizaciones más aliviadas como *Small Cap*. Tanto acciones *value* como *small cap* se beneficiarían de un ciclo monetario expansivo por parte del Fed por su alta sensibilidad a las tasas.

JAPÓN: Se decide mantener una posición *underweight* en acciones japonesas

La renuncia del primer ministro Ishiba ha elevado la incertidumbre política en Japón. La presión política sobre su dimisión aumentó luego que la coalición de gobierno entre el Partido Liberal Democrático (PLD, por sus siglas en inglés) y Komeito perdiera la mayoría en ambas cámaras del parlamento. La salida del primer ministro anticipa un estancamiento político durante septiembre, ya que el PLD podría recién definir a su nuevo líder el 4 de octubre, quien luego deberá ser ratificado como sucesor de Ishiba.

Las perspectivas no son favorables hacia adelante debido a la volatilidad política. Por su parte, las acciones japonesas rentaron USD 6.7% en agosto, registrando un *outperformance* respecto a sus pares desarrollados, mientras que el yen se apreció 2.5% respecto al dólar. Estos rendimientos llevaron a que las acciones transen con valorizaciones ajustadas, sobre su promedio histórico en la razón P/U *fwd*.

En cuanto a flujos, datos de EPFR muestran salidas consecutivas por siete semanas hasta fines de agosto, con una modesta entrada en la última semana (terminada el 3 de septiembre), aunque la inestabilidad política podría reactivar las salidas. Al mismo tiempo, según Factset, las expectativas de crecimiento de utilidades para 2026 se ajustan a la baja hasta 9.5% y permanecen por debajo de otros mercados desarrollados.

En el frente externo, las relaciones con EE.UU. no se verían comprometidas por la volatilidad interna del país. Recientemente, el presidente Trump firmó una orden ejecutiva que formaliza el acuerdo bilateral, reduciendo al 15% los aranceles de importación de productos japoneses, incluido el sector automotriz.

Por el lado económico, el crecimiento del segundo trimestre se corrigió al alza hasta 2.2% trimestral anualizado desde 1.0%, tras un sólido consumo privado de los hogares, mientras que las exportaciones netas contribuyeron positivamente. No obstante, las proyecciones de crecimiento para 2026 se reducen a 0.7% (desde 1.0% esperado para este año). Aunque el consumo privado continúa siendo un pilar, su sostenibilidad se ve amenazada por la contracción de los salarios reales y una inflación aún elevada (3.1% anual en agosto). En paralelo, el PMI manufacturero permaneció en terreno contractivo en agosto.

En este escenario de inflación persistente y actividad relativamente resiliente, el mercado internaliza un alza de tasas por parte del Banco de Japón este año. Paralelamente, la incertidumbre política y las expectativas de mayor estímulo fiscal provocaron un empinamiento de la curva de rendimientos en agosto, con la tasa a 30 años subiendo 10 pbs., y extendiéndose otros 8 puntos en los primeros días de septiembre hasta alcanzar un máximo histórico, alineándose con la tendencia global. Mientras tanto, el yen seguirá condicionado por la incertidumbre política y podría fluctuar entre 145-150 JPY por dólar en el corto plazo.

En el contexto de valorizaciones ajustadas, datos económicos mixtos, debilidad corporativa e incertidumbre política, **se decide mantener un posicionamiento *underweight* en acciones japonesas.**

DISMINUYE OW ACCIONES EMERGENTES: OW LatAm Large Cap y Small Cap, neutral China y Asia EM ex China

En agosto, las alzas en las bolsas globales fueron prácticamente transversales, pero Asia EM ex China quedó fuera de este rally, exhibiendo una clara pérdida de *momentum*. Por su parte, el índice MSCI China subió un 4.9% (en dólares), y siguió siendo uno de los principales ganadores. América Latina subió de manera considerable, impulsado por Brasil y Chile, en un contexto de valorizaciones atractivas y situación macroeconómica estable. Aun cuando nos podríamos seguir encontrando con baches, se espera que la continuación de la diversificación fuera de EE.UU. siga dando soporte a otros mercados accionarios y en el caso de los emergentes, que están subponderados en los portafolios globales, tienen más espacio para seguir subiendo. A su vez, que el Fed retome sus bajas de tasas, históricamente les da soporte a activos de riesgo de mercados emergentes.

AMÉRICA LATINA: OW en Large y Small Cap

Los mercados accionarios latinoamericanos han exhibido una volatilidad importante, pero subieron 8.2% y 9.0% *Large* y *Small Caps* respectivamente en agosto. La región tiene una serie de catalizadores y fundamentos para que los activos de riesgo sigan con un *outperformance*. A modo general, y en este nuevo orden global, quedan favorecidos respecto a otros pares emergentes; ya sea porque enfrentan un menor arancel promedio, o porque tienen una relación comercial poco

significativa con EE.UU. A su vez, las valorizaciones siguen descontadas y en el caso de las acciones de menor capitalización bursátil, continúan con un rezago de largo plazo (3, 5 y 10 años). El eventual giro político hacia gobiernos promercado en varias economías durante el próximo año y el inminente inicio de recortes de tasas de parte del Banco Central de Brasil suponen importantes catalizadores para las acciones latinoamericanas.

El mercado accionario de **Brasil** tuvo uno de los mejores desempeños de la región en agosto y el Bovespa subió 9.4% en dólares. Si bien la política ha dado de qué hablar, los datos macro se han comportado en línea con lo esperado. Así, en lo más reciente tuvimos la publicación del PIB del segundo trimestre, que mostró un crecimiento de 2.2% anual, desacelerándose con respecto al primer cuarto del año. El consumo creció un 0.5% trimestral desestacionalizado, mientras que el de gobierno se contrajo 0.6% y la inversión bajó un 2.2% trimestral. La composición del crecimiento también era relativamente esperada, con un gobierno que ha contenido sus niveles de gasto y un elevado nivel de tasas de interés que ha presionado al consumo privado y la inversión. En datos de mayor frecuencia, tuvimos la publicación de PMIs agosto, con el de manufacturas profundizándose en terreno contractivo (47.7 pts.) y el de servicios mejorando (49.3 pts.), pero aún bajo la neutralidad. La inflación se ha seguido desacelerando, y el dato de la primera quincena de agosto ya muestra una variación anual bajo el umbral psicológico de 5%. A su vez, las proyecciones para este año y el próximo se siguen revisando a la baja y se sitúan en 4.85% y 4.3% en doce meses respectivamente (según la última Focus). Lo anterior, daría paso al Banco Central de comenzar a recortar tasas al cierre de este año. Si bien las encuestas no lo internalizan en su totalidad, los precios comienzan a mostrar cierta probabilidad de un recorte en la reunión de diciembre y eso también es nuestro escenario base. Pasando al mercado, las valorizaciones transan con descuento y la razón P/U *fwd.* se ubica 0.5 desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años. En este sentido, el escenario es asimétrico y las acciones brasileras tienen más espacio para mostrar un *outperformance* que un *under*. A su vez, hemos seguido viendo entradas de flujos a fondos de ETFs, que en la semana terminada el 3 de septiembre alcanzaron un 0.5% del AUM (EPFR). En el mercado local, la tenencia de acciones en los portafolios de inversionistas brasileros se mantiene baja y el potencial de entrada de flujos con el comienzo de las bajas de tasas es considerable. La política siguió dando de qué hablar y la popularidad que había ganado Lula producto de los aranceles y amenazas de Donald Trump comienza a desvanecerse. En este sentido, el catalizador político de un eventual giro en las elecciones generales de 2026 sigue dando soporte adicional a los activos de riesgo. Respecto de la menor aprobación del ejecutivo, a inicios de septiembre dos partidos de centro se restaron del gobierno de Lula, decidiendo ir a la carrera presidencial de 2026 por separado. A su vez, se acerca la culminación del juicio contra el expresidente Jair Bolsonaro, en el que probablemente se le declare culpable de un intento de golpe de Estado y se condene a prisión efectiva. Además, el gobierno ingresó el presupuesto de 2026, con un superávit primario proyectado de 0.25% del PIB. Si bien esto se hace difícil de creer, sobre todo en un año electoral, reafirma hasta cierto punto el compromiso con la responsabilidad fiscal del gobierno. También, Lula da Silva sostuvo una reunión virtual con sus pares del BRICS (asociación entre Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica, entre otros), realizando declaraciones conjuntas en contra de los aranceles y las disrupciones al comercio global, confrontándose a Donald Trump. De esta manera, en este escenario asimétrico en el que potenciales bajas de tasas y un giro político hacia un gobierno más promercado seguirían dando soporte, se opta por **mantener el OW en acciones brasileñas**.

En **México** la situación externa mejora y se comienzan a ver avances en las negociaciones con EE.UU. A principios de septiembre, Marco Rubio estuvo en México y se habría logrado un acuerdo de seguridad, respetando la soberanía mexicana. A su vez, en la medida que se acerca el inicio del periodo de consulta de la revisión del T-MEC (tratado de libre comercio entre Canadá, EE.UU. y México, 1 de octubre) y el fin de la tregua para mantener en 25% el arancel a los bienes fuera del tratado (30 de octubre), EE.UU. anunció que está dispuesto a extender este nivel de aranceles hasta que puedan

lograr a un acuerdo. Así, en el contexto actual, México enfrenta un arancel promedio menor al del resto del mundo y de solo un dígito, posicionándose como un ganador relativo en el nuevo orden global. Su alta dependencia de la economía estadounidense ha permitido frenar la desaceleración económica y las perspectivas mejoran, en tanto el mercado prevé que el PIB de México se expanda 0.5% este año (según encuesta Citi), revisándose al alza. La inflación *headline* de agosto se aceleró marginalmente hasta 3.6% anual, en tanto la subyacente continúa sobre el rango de tolerancia y en 4.2% en doce meses. De esta manera, el mercado sigue esperando que el Banxico baje la tasa de referencia en su reunión de septiembre, pero tras este discurso más *dovish* de Powell, internaliza que habría un recorte adicional en lo que queda del año. Con esto, la tasa de referencia en México se situaría en 7.25% al cierre del año. Todo lo anterior se revalida con los datos de comercio exterior de EE.UU., que muestran a julio de este año, que México sigue siendo el principal origen de importaciones. Pasando al mercado, las valorizaciones de la bolsa mexicana se han seguido ajustando, pero aun transan bajo sus promedios de 5 años (la razón P/U *fwd.*). En el último mes se observan entradas de flujos de inversión al conjunto de ETFs por 0.9% del AUM, en tanto en lo que va de septiembre destaca como uno de los mercados con mejor desempeño de la región. Pasando a la política, con la llegada de septiembre el gobierno debe ingresar el presupuesto del próximo año, que según lo declarado en el informe de gobierno de la presidenta Sheinbaum, mantendría la línea de la austeridad fiscal. Sin embargo, el erario sí contendría novedades, dentro de las que se encontrarían nuevos aranceles a China y a otros países que no gozan de un tratado de libre comercio con México. Lo anterior, da cuenta de un guiño favorable de las autoridades mexicanas a las estadounidenses, en tanto las primeras intentarán iniciar en buen pie las negociaciones del T-MEC. Así, el escenario macro para México mejora en el margen, con un banco central que se tornaría más *dovish* de lo esperado hace un mes, dando soporte a los activos de riesgo. Por su parte, si bien la revisión del T-MEC es fundamental para las perspectivas futuras de México, actualmente se encuentra mejor posicionado que el resto del mundo respecto de las relaciones comerciales con EE.UU. De esta manera, **se decide mantener la posición *overweight* en acciones mexicanas.**

En **Chile**, el mercado accionario siguió con un *momentum* innegable en agosto, con el IPSA subiendo 9.3% (en USD) y una serie de acontecimientos que gatillaron este *outperformance*. En primer lugar, la suspensión de producción de la principal mina de litio de CATL dio un impulso -transitorio- al precio del mineral, interrumpiendo una racha de años de caídas y entregando soporte al mercado accionario local. Por otro lado, y con el cumplimiento del plazo, se inscribieron las candidaturas para las elecciones generales de noviembre, evidenciando un quiebre en el oficialismo, que finalmente decidió ir en dos pactos separados de cara a los comicios del Congreso. En este sentido, se hace más probable que la oposición logre obtener mayoría en ambas Cámaras, aun cuando las encuestas están volátiles y cambian semana a semana, cuando faltan dos meses para las elecciones. Por el lado macro, la actividad siguió avanzando, de la mano de los sectores no mineros y el IMACEC de julio se expandió un 1.8% anual. Los precios dejaron de exhibir presiones y la inflación de agosto estuvo bajo lo esperado por el mercado, sin variaciones mensuales y anotando un 4.0% anual. Aun así, ya veníamos de un par de datos sobre lo esperado y el consenso prevé que en la reunión de política monetaria de septiembre, el Banco Central pause los recortes, a la espera de lo que haga el Fed, y retome las bajas en la reunión de octubre, con una tasa de referencia que cerraría el año en 4.50%. Con la reunión de septiembre se publica el Informe de Política Monetaria del tercer trimestre, en el que se espera la autoridad revise al alza la proyección de crecimiento y la tasa de política monetaria neutral, lo que podría sugerir que quedan menos bajas pendientes. Volviendo al escenario político, con la inscripción de las candidaturas ya se conocen los programas presidenciales. Las encuestas están volátiles y se espera que recién en octubre comiencen a dar señales más claras respecto de quién será el próximo presidente, disputándose el primer lugar entre la candidata comunista y el republicano. Sin embargo, el foco se centra en la composición resultante del Congreso, que dará indicios de cuán capaz será el próximo gobierno de ejecutar su

programa. A pesar del reciente rally, las valorizaciones de la bolsa chilena siguen descontadas y transando bajo sus promedios de 10 años, y en agosto se observaron entradas importantes de flujos al conjunto de ETFs. A su vez, las Administradoras de Fondos de Pensiones chilenas volvieron a invertir en acciones locales, llevándolas a ~8.5% del portafolio total en agosto, dando soporte a la bolsa. De esta manera, y a pesar del positivo desempeño en lo corrido del año, **decidimos llevar la posición en acciones chilenas a overweight desde neutral**, para dejar de luchar contra el *momentum* y en un escenario en el que, a pesar del rally, el peso chileno debiera retomar una senda apreciativa más pronunciada y ponerse al día con el desempeño de las monedas de la región.

En **Colombia**, los datos más recientes encendieron señales de alerta sobre la evolución de la economía. El PIB del segundo trimestre creció 2.1% anual, quedando por debajo de las proyecciones de 2.7% y mostrando una desaceleración respecto al trimestre anterior. El desempeño sigue sostenido principalmente por la demanda interna, que, si bien aporta dinamismo, también genera presiones adicionales sobre los precios. En este escenario, el Banco de la República sorprendió al mercado al mantener la tasa de referencia en 9.25%, cuando se proyectaba un recorte de 25 pbs., y se espera que en su reunión de septiembre opte nuevamente por no realizar ajustes. En este contexto, la inflación de agosto se aceleró a 5.1% anual, confirmando su persistencia y actuando como un freno para la flexibilización de la política monetaria. En el frente fiscal, los desequilibrios se mantienen como el principal foco de preocupación. El déficit del primer semestre alcanzó 3.8% del PIB, el nivel más alto en dos décadas, y ya representa más de la mitad del 7.1% estimado por el Ministerio de Hacienda para el cierre de 2025. A ello se suma la intención del gobierno de impulsar una nueva reforma tributaria con el objetivo de recaudar cerca de COP 26 billones, necesarios para financiar un presupuesto histórico de COP 557 billones, el más alto en la historia del país. Sin embargo, crece la incertidumbre respecto a la forma en que será aprobado, ya que existen dudas sobre si el Ejecutivo recurrirá nuevamente al mecanismo de decreto, como ocurrió con el presupuesto del presente año, ya que la fecha para llegar a un acuerdo preliminar es a mediados de este mes. El panorama político en Colombia permanece centrado en las elecciones generales de 2026, donde poco a poco comienzan a perfilarse los candidatos. Miguel Uribe Londoño, padre del fallecido senador Miguel Uribe Turbay, participará en las primarias del partido Centro Democrático, mientras que Iván Cepeda oficializó su postulación por el Pacto Histórico. En paralelo, la seguridad interna se ha visto tensionada por nuevos ataques atribuidos a grupos guerrilleros, al tiempo que persisten las diferencias diplomáticas con Estados Unidos tras las críticas hacia el manejo del narcotráfico. A pesar de este entorno desafiante, el mercado accionario colombiano mantiene un rendimiento sobresaliente en 2025 y en agosto el COLCAP registró una rentabilidad de USD 8.4%, consolidándose como la bolsa de mejor desempeño en la región en lo que va del año. Además, las valorizaciones continúan siendo atractivas al cotizar por debajo de su promedio de diez años en la razón P/U *fwd.*, y durante el último mes se observaron entradas de flujos al principal ETF por alrededor del 2% de su AUM. De esta manera, pese al deterioro de varios indicadores macroeconómicos, el mercado local sigue mostrando un destacado *outperformance*, por lo que se decide **mantener la posición neutral en acciones colombianas**.

En **Perú**, el plano económico se mantiene resiliente. La situación fiscal sigue mostrando mejoras; el déficit fiscal bajó a 2.4% del PIB en agosto gracias a los mayores ingresos tributarios, acercándose a la meta del gobierno del 2.2% del PIB para finales de 2025. La actividad económica de junio creció 4.5% anual, gracias a la resiliencia del consumo privado y la evolución positiva del mercado laboral. En esta línea, el Ministerio de Economía y Finanzas mantuvo su proyección de crecimiento en 3.5% para este año. Por otro lado, la inflación se desaceleró hasta 1.1% anual en agosto, y si bien se espera que haya una aceleración esta última parte del año, el gobierno proyecta que se mantenga controlada y dentro del rango meta. En cuanto a política monetaria, el Banco de la Reserva mantuvo su tasa de referencia en 4.50% por

tercera reunión consecutiva en agosto, y se proyecta que repita esta medida para su reunión de este mes. Por otra parte, se oficializó la iniciativa previamente aprobada por el Congreso que eleva hasta 80% el límite de inversión de los fondos de las AFP en mercados internacionales, en donde el Banco Central deberá definir el límite operativo de inversión. Asimismo, la discusión en el Parlamento sobre el octavo retiro de fondos de AFP se volvió a aplazar, y se espera que se retome durante septiembre. Por el lado político, un nuevo cambio ministerial generó críticas hacia el gobierno, luego de que el censurado ex ministro del Interior, Juan José Santiváñez, fuera oficializado como nuevo ministro de Justicia, en un movimiento que exhibe el poco poder y apoyo político con el que cuenta Dina Boluarte en su periodo final como presidenta. Además, el expresidente Martín Vizcarra fue detenido por sospecha de posible fuga, durante la investigación de su caso de sobornos mientras era gobernador. Este ruido político no se ve reflejado en el rendimiento del mercado accionario, en donde la bolsa peruana logró un positivo desempeño de USD 6.2%, aunque aún mantiene cierto rezago ante los extraordinarios desempeños que muestran otros países de la región. De todas formas, valorizaciones se mantienen atractivas al transar por debajo de su promedio de 10 años en la razón P/U *fwd*. Así, con una economía que se mantiene resiliente, y un ruidoso escenario político de cara a las elecciones generales del próximo año, se decide **mantener la posición neutral en acciones peruanas.**

Agosto fue un mes bastante agitado para **Argentina**. En primer lugar, se filtraron audios del exdirector de la Agencia Nacional de Discapacidad que revelan un esquema de sobornos para la adjudicación de contratos estatales, en el que se mencionan figuras cercanas al presidente, incluida su hermana Karina Milei, lo que derivó en la apertura de una causa penal por cohecho. Paralelamente, se intensificó el enfrentamiento entre el Ejecutivo y la oposición en el Congreso, donde esta última busca aprobar proyectos fiscales expansivos que podrían comprometer el equilibrio de las cuentas públicas. Si bien los resultados fiscales han sido positivos, con un superávit primario de 1.1% del PIB acumulado hasta julio, la persistencia de estas iniciativas amenaza con desestabilizar uno de los pilares de la actual administración. En este marco, el presidente logró vetar la suba de pensiones, considerada la medida de mayor impacto en el gasto. A lo anterior se suma la elevada volatilidad del mercado local, con tasas reales en niveles históricamente altas, y la expectativa de un cambio en el régimen monetario tras las elecciones de octubre debido a la escasa sostenibilidad del esquema vigente. Este entorno de tensiones políticas y económicas impactó en la aprobación del gobierno, con el Índice de Confianza cayendo a su nivel más bajo desde el inicio de la gestión de Milei. Aunque todavía se mantiene en torno al 40%, constituye una nueva señal de alerta para el oficialismo. Sumado a todo esto, durante la primera semana de septiembre se realizaron las elecciones regionales en la Provincia de Buenos Aires, donde la oposición obtuvo una amplia victoria sobre el oficialismo. El resultado representó un fuerte revés para Milei y su gobierno, presionando al tipo de cambio hacia el techo de la banda y alimentando las dudas respecto a lo que podría ocurrir en las elecciones nacionales (intermedias) de octubre. En cuanto a datos económicos, la inflación se mantuvo bajo el 2% mensual en julio (1.9% MoM), y se mantiene como el bastión principal del gobierno. Por otro lado, la actividad económica de julio se contrajo 0.7% mensual, evidenciando una desaceleración de la economía durante el segundo trimestre. A pesar de que no es un dato grave, sí supone cierta señal de alerta de estancamiento para esta segunda parte del año. En cuanto a flujos, se acentúan las salidas desde el principal ETF por 7% del AUM en el último mes, acumulando flujos negativos por 37% del AUM en los últimos tres meses. De esta forma, con un aumento de la volatilidad política, económica e institucional, y dudas en torno al resultado que obtendría el gobierno en octubre, pero con datos que, por ahora, siguen entregando soporte a la recuperación economía del país, se decide **mantener la posición neutral en acciones argentinas.**

CHINA: Se decide mantener un posicionamiento neutral en acciones chinas

El *momentum* accionario en China sigue siendo evidente. En agosto, las acciones H (empresas chinas listadas en Hong Kong con acceso a inversionistas internacionales) avanzaron 4.9% en USD, mientras que las acciones A (empresas listadas en el continente, con mayor exposición a inversionistas locales) subieron 12.1% en USD, superando ampliamente a mercados emergentes.

Este *rally* llevó a que ambos tipos de acciones transen sobre sus promedios históricos en la razón P/U *fwd*. En términos de flujos, las acciones H registraron entradas de flujos durante el último mes por 5% de su AUM desde el principal ETF, pero en las acciones A se observaron salidas de flujos por 4% del AUM, igualmente desde el principal ETF, y durante el mismo periodo. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento de utilidades se corrigen a la baja para este año y al alza para el próximo.

El renovado optimismo hacia la renta variable china se explica por los estímulos económicos aplicados de manera constante. Aunque este año no se ha implementado un paquete de gran magnitud como en septiembre pasado, las autoridades han continuado desplegando medidas para: (i) fortalecer la demanda interna, (ii) reactivar el sector inmobiliario (incluyendo la eliminación de restricciones de compra de segunda vivienda), (iii) dar soporte al mercado accionario, y (iv) enfrentar la sobrecapacidad y la competencia de precios bajo la estrategia denominada “*Anti-Involution*”. Adicionalmente, los recortes de tasas han reducido el atractivo de la renta fija, incentivando la reasignación de ahorros de los ciudadanos hacia acciones. En paralelo, el entorno empresarial mostró señales de mejora, con los PMI (ex Caixin, renombrado RatingDog) de manufacturas y servicios repuntando sobre los 50 puntos.

No obstante, persisten riesgos que limitan una eventual mejora en las perspectivas. Destaca el desbalance entre oferta y demanda, reflejado en una producción industrial que avanza a mayor velocidad que las ventas minoristas. Además, las presiones deflacionarias continúan, con inflación en 0% anual en julio y una contracción estimada de 0.2% en agosto.

En el plano geopolítico, la tensión entre EE.UU. y China sigue presente. El presidente Trump acusó a Xi Jinping de conspirar contra EE.UU. tras sus reuniones con líderes de India, Rusia y Corea del Norte. Esto podría erosionar la confianza de inversionistas internacionales, especialmente considerando que el acuerdo arancelario vigente hasta el 10 de noviembre podría verse interrumpido. Las exportaciones continúan siendo el principal motor de crecimiento económico y aunque los envíos a EE.UU. han continuado cayendo, una eventual interrupción afectaría principalmente el sentimiento de los inversionistas.

En el contexto de datos económicos y flujos mixtos, valorizaciones ajustadas, pero con *momentum* accionario, **se decide mantener un posicionamiento neutral en acciones chinas.**

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se neutraliza el OW

Las acciones de Asia emergente ex China perdieron *momentum* durante agosto, tras el *outperformance* que mostraron en la primera mitad del año. Esto se debe probablemente a inversionistas tomando utilidad en acciones taiwanesas y surcoreanas, e India sumido en el conflicto bilateral con EE.UU. y acercándose al bloque oriental. Además, en medio de

un escenario que podría favorecer un *trade* rotacional, y dado el sesgo tecnológico que tienen dos grandes países de la región se decide neutralizar la posición en acciones de Asia emergente ex China.

Las acciones **indias** mantuvieron su rezago en agosto, cayendo USD 2.4%, registrando un *underperformance* respecto a pares de la región. Al mismo tiempo, la rupia se depreció 0.7% frente al dólar, en un mes en el que la divisa estadounidense (DXY) retrocedió 2.2%. Con ello, India acumula uno de los retornos bursátiles más bajos de Asia Emergente en lo que va del año. A pesar de esta debilidad, las valorizaciones se mantienen en línea con su promedio histórico en la razón P/U *fwd*. Sin embargo, se observan salidas de flujos por un 10% del AUM desde el principal ETF en el último mes, reflejando la presión sobre el sentimiento de los inversionistas. Esta pérdida de confianza se vincula, en parte, al distanciamiento de India respecto de Estados Unidos, su exaliado político y económico, y al acercamiento hacia China y Rusia, socios estratégicos dentro de los BRICS, bloque que impulsa la desdolarización y es percibido como contrario a EE.UU. En este marco, el primer ministro Narendra Modi visitó China por primera vez desde 2018, posando junto a los líderes de China y Rusia en una señal política de oposición a las demandas estadounidense. En cuanto a los aranceles, la tasa acumulada asciende a 50%, tras la entrada en vigor en agosto de los aranceles de 25% adicionales por el comercio de petróleo y armas con Rusia. El efecto económico estimado de estas medidas ha aumentado hasta restar cerca de 0.5 puntos porcentuales al crecimiento de este año. No obstante, la solidez macroeconómica aún no se ve comprometida: el PIB creció 7.8% anual en el segundo trimestre, impulsado por el consumo privado que representan ~56% del total de la economía. Los PMI manufactureros y de servicios también se mantuvieron en terreno ampliamente expansivo durante agosto. En contraste, la salud corporativa muestra señales menos favorables: las proyecciones de utilidades se ajustaron a la baja tanto para este año como para el próximo. En cuanto a precios, la inflación anual se desaceleró a 1.6% en julio, aunque se estima un repunte hasta 2.1% en agosto, permaneciendo dentro del rango objetivo del Banco Central. La autoridad monetaria decidió mantener la tasa de referencia en 5.50% en agosto, y el mercado se encuentra dividido sobre eventuales recortes en próximas reuniones. En el contexto de valorizaciones ajustadas, falta de tracción del mercado accionario, pero solidez macroeconómica, con un consumo que se mantiene resiliente, **se decide mantener neutral las acciones indias**.

En agosto, la renta variable **surcoreana** retrocedió 2.0% en USD, mostrando un *underperformance* frente a otros mercados regionales y perdiendo el impulso positivo de meses previos. El won, en contraste, se apreció 0.3% frente al dólar. El rezago accionario estuvo influido por la debilidad del sector tecnológico en EE.UU., considerando que cerca del 38% del índice se concentra en empresas de semiconductores y tecnología. La presión sobre el sector podría continuar luego de que el presidente Donald Trump decidiera eliminar el estatus de “usuario válido final” para fábricas surcoreanas que producen en China, restringiendo su acceso a maquinaria estadounidense. Esta medida afectaría a SK Hynix, en mayor medida que a Samsung, al influir sobre la producción de chips DRAM y NAND. Adicionalmente, una redada de inmigración en instalaciones de Hyundai y LG en EE.UU. elevó la incertidumbre corporativa, afectando la confianza, las decisiones de inversión y potencialmente la producción hacia adelante. En el ámbito político interno, el presidente Lee Jae-myung mantiene un sólido respaldo ciudadano con una aprobación del 62%, superior al inicio de su mandato, aunque levemente por debajo del máximo de 65%. El gobierno busca expandir el presupuesto para 2026 en 8.1%, hasta USD 522 mil millones y la población considera que la dirección de la política nacional es la adecuada. Desde la perspectiva macroeconómica, el PMI manufacturero permaneció en terreno contractivo en agosto, mientras las exportaciones se desaceleraron a 1.3% anual en el mismo mes, con los envíos a EE.UU. cayendo 12% anual pese al acuerdo comercial vigente. La inflación se moderó a 1.7% anual en agosto y el Banco Central mantuvo su tasa de referencia en 2.50%, con el mercado anticipando recortes de hasta 75 pbs. en los próximos 12 meses. Por el lado del

mercado, las acciones surcoreanas transan con valorizaciones atractivas, aunque se observan salidas netas de flujos de inversión desde el principal ETF por 2% del AUM durante el último mes. Finalmente, las perspectivas de crecimiento de utilidades se corrigen al alza tanto para este año como para el próximo. En el contexto de pérdida de *momentum* accionario, presión sobre empresas líderes y salidas de flujos, **se decide neutralizar la exposición en acciones surcoreanas desde overweight y tomar utilidad**, pese al entorno político estable, fundamentos macro resilientes y valorizaciones atractivas.

El gobierno **taiwanés** propuso elevar el gasto en defensa al 3.3% del PIB para 2026, desde el actual 2.5%, reforzando su compromiso con la seguridad nacional. Sin embargo, este mayor financiamiento no tendría un impacto relevante en el mercado accionario local, dado que el sector industrial representa solo 1.8% del índice MSCI y la compra de armamento se realizaría principalmente a EE.UU. En el frente corporativo, Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC) se vio afectada por la decisión del presidente Donald Trump de modificar el estatus de “usuario válido final” para fábricas en China. No obstante, el efecto sería acotado, ya que dichas operaciones no representan una parte significativa de su producción de semiconductores. En los mercados, el impulso accionario se disipó en agosto, con una caída de 0.3% en USD y un desempeño inferior frente a sus pares, en línea con el rezago del sector tecnológico en EE.UU. En el ámbito macroeconómico, el PMI manufacturero permaneció en terreno contractivo en agosto, mientras que las exportaciones, si bien registran una desaceleración en agosto, estas crecieron 34.1% anual, y continúan expandiéndose a doble dígito. La inflación aumentó levemente a 1.6%, impulsada por el alza en los precios de alimentos debido a factores climáticos. De cara a la próxima reunión del Banco Central en septiembre, no se esperan recortes de tasas, pese a una inflación bajo el 2% objetivo de la autoridad monetaria. En tanto, el dólar taiwanés se depreció 2.3% respecto al dólar estadounidense, aunque la debilidad de este último podría favorecer una apreciación futura de la moneda local. Por el lado del mercado, las valorizaciones transan ajustadas con relación a su promedio histórico en la razón P/U *fwd.*, mientras que, durante el último mes, se observan salidas de flujos de inversión por 1% de AUM del principal ETF. Finalmente, las proyecciones de crecimiento de utilidades para este y el próximo año se corrigen al alza. De esta forma, pese a la solidez del sector de semiconductores, ante la pérdida de *momentum* accionario y la salida de flujos, **se decide neutralizar la exposición en acciones taiwanesas desde overweight**.

En agosto, **Indonesia** enfrentó una ola de protestas sociales originadas por la propuesta de alza de impuestos y agravadas tras revelarse beneficios para legisladores y subsidios habitacionales superiores al salario mínimo. Las manifestaciones se extendieron a varias provincias y se investigan denuncias de uso excesivo de la fuerza. En respuesta, el presidente Prabowo ordenó retirar los subsidios a legisladores y anunció una reestructuración política que comenzó con la destitución de la ministra de Finanzas. Pese a este contexto las acciones rentaron USD 1.2% en agosto, en línea con la rentabilidad de mercado emergentes, mientras que la rupia se depreció 0.3% respecto al dólar. Por el lado económico, el PMI manufacturero repuntó a 51.5 pts. en agosto, retornando a terreno expansivo. La inflación se mantuvo contenida en 2.3% anual en agosto, cercana al objetivo del Banco Central, que recortó la tasa de referencia en 25 pbs. a 5.00% el mismo mes y podría bajar la tasa 75 pbs. adicionales en los próximos 12 meses. En cuanto al mercado, las valorizaciones transan atractivas en la razón P/U *fwd.* respecto a su historia, mientras que en el último mes se observan entradas netas de flujos de inversión al principal ETF por 44% del AUM, al mismo tiempo que las perspectivas de crecimiento de utilidades mejoran para 2026 esperándose un crecimiento de 9.7% desde una contracción del año actual. En este contexto de un mercado de valorizaciones atractivas, fuerte entrada de flujos y datos económicos mejorando, pero incertidumbre política y contracción de utilidades para este año, **se decide mantener en neutral la exposición a acciones indonesias**. Por otro lado, el mercado **tailandés** retrocedió 0.3% en USD en agosto, perdiendo el impulso

observado en julio. El entorno político se deterioró tras la destitución de la primera ministra por parte del Tribunal Constitucional por violaciones éticas. Anutin Charnvirakul asumió como tercer jefe de gobierno desde 2023 y convocaría elecciones en un plazo de cuatro meses, manteniendo elevada la incertidumbre institucional. En medio de esta volatilidad política, se observan salida de flujos de inversión por 18% del AUM desde el principal ETF durante el último mes. Aunque las acciones transan con valorizaciones atractivas en la razón P/U *fwd.*, mientras que las expectativas de crecimiento de utilidades se corrigen a la baja para 2026 y levemente al alza para este año. Por el lado económico, el índice PMI de manufacturas mejoró hasta 52.7 pts. en agosto, en terreno expansivo. Con respecto a los precios, la inflación se mantiene con presiones deflacionarias en agosto, por quinto mes consecutivo en terreno contractivo (-0.8% anual). En cuanto a la política monetaria, luego del recorte de 25 pbs. en agosto hasta 1.50%, el mercado espera que el Banco Central flexibilice 50 pbs. adicionales en los próximos 12 meses. De este modo, dadas las presiones deflacionarias, crisis política y salida de flujos, **se decide mantener el *underweight* en acciones tailandesas.**

EMEA

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

Las acciones **sudafricanas** registraron un *outperformance* respecto a pares regionales y subieron USD 6.2% en agosto, en línea con la correlación positiva entre las acciones y el precio del oro que repuntó USD 3.9% el mismo mes. Mientras tanto el ZAR se apreció 3.1% respecto al dólar. En el ámbito económico, el índice PMI manufacturero retrocedió hasta 50.1 pts. en agosto, presionado por una moderación de la producción. Las tensiones con EE.UU. se mantienen; las autoridades han ratificado que no cederán ante las demandas estadounidenses y el arancel efectivo de 30% tendría un impacto negativo principalmente en el empleo y presionaría al alza la desocupación, en un país que mantiene una tasa de desempleo de 33.2% en el segundo trimestre. Por su parte, el desempleo deja en evidencia las dificultades de la coalición de gobierno para abordar los principales problemas del país. Por el lado de la inflación, esta se aceleró en agosto hasta 3.5% anual y finalizaría el año en torno a este nivel. En este sentido de cara la reunión de septiembre del Banco Central, se espera que mantenga la tasa de referencia en 7.00%. Por el lado de mercado, las acciones transan con valorizaciones atractivas en la razón P/U *fwd.*, mientras que las expectativas de crecimiento de utilidades se corrigen al alza durante el último mes, no obstante, en el mismo periodo se observan salidas de flujos desde el principal ETF por 5% del AUM. En el contexto de valorizaciones atractivas, correlación del mercado accionario con el oro y perspectivas favorables para este último, pero salida de flujos de inversión y perspectivas económicas débiles, **se decide mantener en neutral las acciones sudafricanas.**

Las acciones **turcas** rentaron USD 3.6% en agosto, registrando un mejor rendimiento que sus pares de la región, pese a la incertidumbre política. La lira turca, en tanto, se depreció 1.3% frente al dólar. En el ámbito macroeconómico, el PIB creció 4.8% anual en el segundo trimestre impulsado por el consumo privado, pese a registrar una inflación aún elevada (33% anual en agosto). En este sentido, la desaceleración de la inflación podría verse interrumpida hacia el final del año, presionada por un mayor consumo. Si bien la autoridad monetaria retomó el recorte de tasas en julio hasta 43.00%, el escenario político podría obstruir eventuales nuevos recortes. En marzo, en medio de la crisis política tras la detención del alcalde de Estambul, el Banco Central decidió subir la tasa de referencia para evitar una fuga de capitales. En lo más reciente, el Tribunal decidió destituir a varios funcionarios de oposición, intensificado el sentimiento de represión política, las protestas y enfrentamientos con la policía. Con respecto al mercado, las acciones transan con valorizaciones ajustadas en la razón P/U *fwd.* y los flujos de inversión se mantienen planos durante el último mes. Por su parte, en agosto

venció la restricción de ventas cortas impuesta en marzo y la medida no fue renovada, aun cuando no se descarta que pueda retomarse durante las próximas semanas. Sin embargo, las proyecciones de crecimiento de utilidades se ajustan al alza para este y el próximo año. Pese a que el actual contexto es desfavorable con crisis política, valorizaciones ajustadas y flujos planos, **se decide neutralizar las acciones turcas desde *underweight***. El mercado accionario mantiene una baja liquidez y las rentabilidades no logran plasmar los fundamentos negativos.

En agosto, la renta variable **saudí** retrocedió 1.7% en USD, prolongando su rezago frente a pares regionales. En lo que va del año, las acciones acumulan una caída de 10%, en línea con la baja de 10.5% en los precios del petróleo Brent. La fuerte dependencia de la economía saudí respecto al crudo la mantiene presionada ante un panorama desfavorable para este *commodity*. En su reunión de septiembre, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunció un aumento adicional de producción de petróleo, elevando la oferta de este. Si bien las restricciones de EE.UU. sobre el comercio de crudo ruso podrían -en teoría- reducir la oferta global, en la práctica las exportaciones de Rusia se han mantenido firmes, respaldadas por las compras de India y otros países aliados. A esto se suman las tensiones entre EE.UU. y Venezuela: una eventual detención de Maduro podría implicar mayor oferta venezolana, aunque este no es el escenario base. En conjunto, la oferta global continúa expandiéndose, mientras la demanda se mantiene estable, lo que presiona a la baja las perspectivas de precios. En línea con este deterioro, el principal ETF de acciones saudíes registró salidas de flujos de inversión por 31% de su AUM durante el último mes, mientras que, las proyecciones de utilidades se revisaron a la baja tanto para este año como para 2026 en el mismo periodo. El rezago accionario lleva a que las valorizaciones transen atractivas en la razón P/U *fwd*. En contraste, el índice PMI manufacturero se mantiene en terreno expansivo durante agosto. Ante la falta de tracción del mercado accionario, las salidas de flujos y un escenario de mayor oferta petrolera que presiona los precios del crudo, **se decide mantener el *underweight* las acciones saudíes**.

RENTA FIJA

US TREASURIES: se mantiene el OW en *treasuries* de 2 años, el neutral en *treasuries* de 10 años y en TIPS, mientras que aumenta el UW en *treasuries* de 30 años

Aunque agosto no contó con reunión de política monetaria, la atención estuvo centrada en este ámbito gracias al discurso de Jerome Powell en *Jackson Hole* y a las presiones políticas de Donald Trump, quien ahora apunta al despido de la gobernadora Lisa Cook por un presunto fraude hipotecario. En su discurso, Powell se mostró dispuesto a considerar un recorte de tasas si los datos lo justificaban, lo que fue interpretado positivamente por el mercado, e impulsó una caída en tasas de interés, alzas en bonos y en acciones. Por otro lado, Trump intensificó sus intentos de influir sobre el Fed, buscando no solo reducciones en la tasa de referencia, sino también un mayor control sobre la composición del FOMC (*Federal Open Market Committee*), lo que generó preocupación respecto de la institucionalidad y la independencia del organismo. En este contexto, durante agosto las tasas se movieron a la baja, descontando un escenario más expansivo, aunque los plazos largos mostraron resistencia debido a las dudas fiscales globales y cerraron el mes con alzas marginales. Ya en la primera semana de septiembre, todos los tramos de la curva retroceden tras conocerse los datos laborales de agosto, que confirmaron la debilidad del empleo en EE.UU. y reforzaron la expectativa de un recorte en la reunión de este mes, provocando también la caída de los rendimientos de largo plazo que se habían movido al alza los primeros días de septiembre. Cabe destacar que el Tesoro no está emitiendo deuda a largo plazo, conteniendo en parte las alzas de estos tramos dada la situación fiscal.

En el ámbito económico, la inflación PCE (medida de precios preferida por el Fed) se mantuvo en julio en 2.6% anual, en línea con lo esperado por el mercado, mientras que el componente subyacente se aceleró hasta 2.9% interanual, sin generar mayores sorpresas. El componente de bienes refleja cierto impacto de los aranceles en los precios, efecto que podría intensificarse en adelante, aunque de manera transitoria, por lo que el mercado proyecta cerrar el año con una inflación cercana al 3.0%. En cuanto a crecimiento, el PIB del segundo trimestre fue revisado al alza hasta 3.3% anual, mostrando resiliencia tras la contracción del primer trimestre. En contraste, los datos de empleo de agosto volvieron a decepcionar, confirmando la desaceleración del mercado laboral durante los últimos cuatro meses.

En agosto tuvo lugar el simposio de *Jackson Hole*, donde la atención del mercado estuvo centrada en el discurso de Jerome Powell. En su intervención, el presidente del Fed señaló que la balanza de riesgos está cambiando, reconoció el enfriamiento del mercado laboral y abrió la puerta a un recorte de tasas en la reunión de septiembre. Paralelamente, Donald Trump modificó su estrategia de presión sobre el Fed y comenzó a impulsar el despido de la gobernadora Lisa Cook, tras conocerse un posible caso de fraude hipotecario en su contra. Con ello, el presidente estadounidense busca influir en la composición del *Board of Governors* y, eventualmente, asegurar una mayoría alineada con su visión, lo que también le permitiría incidir en la renovación y ratificación de los presidentes de los bancos regionales prevista para febrero del próximo año. El mercado interpretó estos acontecimientos como señales de una política monetaria más expansiva, e incluso tras la publicación de los datos laborales de agosto, comenzó a descontar un escenario de mayor flexibilización, con recortes acumulados de hasta 75 pbs. en lo que resta del año. En este marco, los inversionistas esperan que el Fed reduzca en septiembre su tasa de referencia en un cuarto de punto, y que repita la medida en las reuniones de octubre y diciembre, escenario que pareciera ser bastante optimista.

De esta manera, tras el discurso de Powell, la presión política ejercida por Trump y la debilidad evidenciada en los últimos datos de empleo, el mercado comenzó a incorporar un escenario de mayor flexibilidad monetaria. Para la reunión de septiembre, existe un consenso casi generalizado en torno a un ajuste de 25 pbs. por parte del Fed. En este contexto, la tasa a 2 años se ubica en 3.49%, mientras que la de 10 años se sitúa en 4.06%, con una curva que permanece empinada y un diferencial 10-2 años cercano a 55 pbs. (al 8 de septiembre).

Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- se mantiene por debajo de su promedio histórico de los últimos cinco años por tercer mes consecutivo, aunque con una leve alza estos primeros días de septiembre, y se ubica en torno a los 85 pbs. Los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 5 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, cayeron tras las alzas observadas a mediados de agosto, registrando actualmente 2.46% y 2.37% respectivamente. Aún persiste cierto desacople en las expectativas de corto plazo, asociado al impacto de los aranceles sobre los próximos datos de índices de precios, aunque se mantiene la visión de que este efecto será transitorio. En este sentido, las expectativas a largo plazo se mantienen ancladas a la meta de 2%.

Dado lo anterior, se observan fuerzas opuestas a lo largo de la curva: la política monetaria más expansiva por parte del Fed ejerce presión a la baja sobre los plazos más cortos, mientras que las dudas fiscales presionan al alza la parte más larga de la curva, lo que podría derivar en un nuevo empinamiento. En paralelo, la economía se mantiene estable y la probabilidad de una desaceleración severa parece cada vez más lejana. En este contexto, se mantiene una posición corta en duración con respecto al *benchmark*, manteniendo el *OW* en *treasuries* de 2 años ante el inminente recorte del Fed, y se aumenta el *UW* en *treasuries* de 30 años, ante la

compleja situación fiscal en países desarrollados. Por otro lado, se mantiene la posición neutral en *treasuries* a 10 años, dado el nivel de tasas actual, y se mantiene una posición neutral en TIPS.

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene la posición *UW*

Durante agosto, las tasas de interés mostraron un comportamiento divergente: los plazos cortos retrocedieron ante las expectativas de un recorte del Fed en septiembre, mientras que los largos se mantuvieron más estables debido a la delicada situación fiscal en varias economías desarrolladas. Este contraste generó un nuevo empinamiento de la curva. No obstante, tras la publicación de los datos de empleo en EE.UU., todos los tramos registraron caídas, reflejando la debilidad del mercado laboral y reforzando la probabilidad de una política monetaria más expansiva de lo previsto.

La economía estadounidense ha mostrado resiliencia, sin reflejar desequilibrios macroeconómicos. En cuanto a la inflación, se observó una aceleración moderada, aunque sin mayores sorpresas; el impacto de los aranceles ha sido más acotado de lo previsto, pero igualmente presionó los precios. En paralelo, el enfriamiento en el empleo llevó al mercado a descontar por completo un recorte de tasas por parte de la Fed en la reunión de septiembre.

En Europa, la recuperación avanza a un ritmo más moderado: el PIB del segundo trimestre fue corregido levemente al alza y el consenso de Bloomberg proyecta un crecimiento de 1.1% para este año. La inflación de agosto mostró una ligera aceleración, ubicándose por encima de la meta del BCE; si bien el componente energético dejaría de incidir negativamente, como se observó en meses previos, se espera que el indicador cierre el año en torno al objetivo del BCE. Al mismo tiempo, el mercado laboral permanece sólido, con una tasa de desempleo cercana a mínimos históricos. Sin embargo, el panorama fiscal se complica y surgen dudas sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas en Reino Unido, Alemania y Francia, este último atravesando además una crisis política, mientras que la reforma de pensiones en Países Bajos presiona al alza los tramos más largos de la curva.

Así, para sus respectivas reuniones de septiembre, se espera un desacople de las políticas monetarias de EE.UU. y Europa. El mercado anticipa que el Fed recorte su tasa de referencia por primera vez en el año, iniciando un nuevo ciclo expansivo, mientras que el BCE mantendría su postura de la reunión de julio y no haría cambios en su sistema de tasas de interés.

En agosto, la clase de activo *Investment Grade* global registró una rentabilidad de USD 0.7%. Los spreads se mantienen en niveles bastante comprimidos, a pesar de una leve ampliación más pronunciada en Europa ante la situación fiscal. De todas formas, los niveles parecen no ser representativos del contexto económico global. Adicional a esto, la mayor duración de esta categoría nos lleva a mantener cautela frente a otras alternativas dentro de la renta fija global. Debido a esto, **se mantiene la posición *underweight* en *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene la posición *UW*

En cuanto a *High Yield*, durante el último mes registró una rentabilidad mensual de USD 1.1%, en línea con el buen desempeño de las acciones globales. El escenario económico se mantiene estable y la posibilidad de una recesión o de una marcada desaceleración parece haberse disipado, aunque persiste la incertidumbre en torno a la situación fiscal en Europa y a los disruptivos anuncios del presidente Donald Trump. En cuanto a los *spreads*, en Europa estos se han

desacoplado y han mostrado alzas como consecuencia de las dudas fiscales en la región, aunque todavía se mantienen en niveles históricamente comprimidos considerando el actual contexto macroeconómico.

La clase de activo ofrece un *yield* de 6.5%, levemente por sobre su promedio histórico. Por otro lado, las valoraciones se mantienen ajustadas en un entorno global que continúa ruidoso. Este escenario aumenta la probabilidad de ampliaciones de los *spreads* en el corto y mediano plazo dado sus acotados niveles, elevando el riesgo para los inversionistas. De esta manera, **se mantiene la posición UW en Global High Yield.**

DEUDA EMERGENTE: Se decide mantener la posición neutral en deuda soberana, el OW en bonos corporativos IG y HY, y llevar a OW la posición en local markets desde neutral

En agosto, la curva de tasas de bonos del Tesoro estadounidense registró un empinamiento, con caídas casi generalizadas más acentuadas en la parte corta. Estos primeros días de septiembre, las tasas retrocedieron tras los débiles datos del mercado laboral, y el mercado ya descuenta por completo un recorte de 25 pbs. por parte del Fed en su próxima reunión. Además, luego de esta primera semana marcada por la publicación de los datos de empleo, comenzó a incorporarse un escenario de política monetaria más expansiva para los próximos 12 meses, con la expectativa de que la flexibilización durante 2025 alcance los 75 pbs. Dado un punto de partida más alto de tasas de interés, durante el último mes, la deuda soberana emergente tuvo un rendimiento de USD 1.6%, superando a su contraparte de economías desarrolladas. Por su parte, la deuda corporativa emergente registró un desempeño de USD 1.3%, por sobre el de la renta fija corporativa desarrollada.

Para la deuda soberana, las tasas globales se mantienen bastante volátiles. Aunque los ruidos comerciales han ido quedando en segundo plano, aún se mantienen presentes, y el escenario global sigue siendo impredecible. Las dudas sobre la sostenibilidad fiscal en varias economías desarrolladas -en particular en Europa-, han ejercido presión sobre los tramos largos de la curva. Por otro lado, la situación política en EE.UU. -con un Trump buscando influir en la política monetaria- añade un componente adicional de volatilidad y ruidos institucionales. En este contexto, se mantiene una posición neutral en deuda soberana emergente dada su correlación con los movimientos del *treasury* estadounidense, considerando que las tasas permanecerían expuestas a factores de riesgo persistentes.

Pasando a la deuda corporativa de mercados emergentes, se mantiene una posición *overweight* en bonos corporativos con calificación *Investment Grade*. Durante el último mes, esta clase de activo registró un rendimiento positivo, con un avance de USD 1.2%. Por el lado de los *spreads*, se mantienen todavía en niveles bastante comprimidos, pero aún con cierto rezago respecto a sus equivalentes de mercados desarrollados tras las alzas de abril. Además, entre la última parte de agosto y estos primeros días de septiembre, se observó una ampliación en los *spreads* globales debido a las preocupaciones fiscales, con un alza más pronunciada en emergentes, entregando una oportunidad táctica ante una potencial mayor compresión y reaccionando a problemas globales, que no necesariamente se condicen con riesgos idiosincráticos.

En cuanto a *High Yield*, la clase de activo anotó un desempeño positivo de USD 1.4% durante agosto, en línea con el buen desempeño de las acciones globales. Los *spreads* de los bonos corporativos emergentes de menor calidad crediticia han tenido un comportamiento similar a los bonos corporativos emergentes *Investment Grade*, mostrando un rezago en la compresión tras abril. Además, en un escenario de política monetaria más expansiva, esta clase de activo ofrece un

potencial atractivo de desempeño similar al de la renta variable. De esta forma, se decide mantener la sobreexposición en deuda emergente *High Yield*.

Por el lado de *local markets*, en agosto el dólar retomó su tendencia observada durante la primera mitad del año y se depreció 2.2%. La debilidad de la divisa estadounidense se mantendría en esta parte final de 2025, aunque probablemente con caídas más moderadas y favoreciendo particularmente a monedas emergentes. Estas continúan subvaloradas y desalineadas de sus fundamentos, lo que abre una oportunidad de apreciación en los próximos meses. Además, los bancos centrales de economías emergentes se encuentran más adelantados que el Fed en el ciclo de flexibilización monetaria. En este contexto, el impacto de un menor diferencial de tasas sobre las divisas tendería a diluirse, y con un Fed adoptando un tono más *dovish*, un mayor diferencial volvería a ejercer un efecto apreciativo sobre las monedas emergentes. Así, se decide sobreponderar la posición en *local markets* desde neutral.

En línea con lo anterior, **se mantiene en neutral la posición en deuda soberana emergente, el OW en bonos corporativos IG y HY, y se decide llevar a OW desde neutral la posición en *local markets***

Exposición a Monedas | Septiembre 2025

Monedas	Bench.	Ago	Sep	OW/UW	Cambio
USD	55.1%	55.1%	54.9%	UW -0.2%	-
EUR	7.5%	7.5%	7.5%	N	-
GBP	1.5%	1.5%	1.0%	UW -0.5%	-
JPY	2.35%	2.4%	2.35%	N	-
GEMs	33.7%	33.7%	34.3%	OW 0.7%	+
	100.0%	100.0%	100.0%		

El resultado de la asignación del TAACo deriva en una determinada exposición de monedas, la que, de no reflejar nuestra visión, se ajusta con posiciones largas y/o cortas. Este mes se lleva a un leve *underweight* la posición en dólares y se neutraliza en euros y yenes, desde *underweight*.

Resultados TAACo Global | Agosto 2025

Clase de activo / Región	Benchmark	Vinci Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual Indices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	50%	0%	2.6%	1.28%	1.27%	0.0	-0.3
Renta Fija	50%	46%	-4%	1.2%	0.61%	0.57%	2.7	0.2
Caja	0%	4%	4%	0.4%	0.0%	0.02%	-6.0	
Oro	0%	0%	0%	3.9%	0.0%	0.00%	0.0	
Cobertura						0.07%	6.9	
Portafolio					1.89%	1.92%	3.5	-0.1
Outperformance / Underperformance (bps)								
								3.4
Europe ex UK	13.7%	12.7%	-1.0%	3.3%	0.45%	0.42%	-0.8	
Europe Small Cap ex UK	1.2%	1.2%	0.0%	2.0%	0.02%	0.02%	0.0	
UK	2.9%	1.9%	-1.0%	3.7%	0.11%	0.07%	-1.1	
US Large Cap Growth	17.3%	18.3%	1.0%	1.4%	0.24%	0.26%	-1.1	
US Large Cap Value	14.7%	14.7%	0.0%	2.6%	0.39%	0.39%	0.0	
US Small Caps	3.5%	3.5%	0.0%	5.3%	0.18%	0.18%	0.0	
Japan	4.7%	3.7%	-1.0%	6.9%	0.33%	0.26%	-4.4	
Desarrollados	58.0%	56.0%	-2.0%	3.0%	1.73%	1.61%	-7.4	
LatAm	4.4%	5.4%	1.0%	8.2%	0.36%	0.44%	5.7	
LatAm Small Cap	0.8%	1.3%	0.5%	9.0%	0.07%	0.12%	3.2	
China	12.3%	12.3%	0.0%	4.9%	0.61%	0.61%	0.0	
EM Asia ex China	19.6%	20.1%	0.5%	-1.6%	-0.32%	-0.33%	-2.1	
EM Asia Small Cap	4.9%	4.9%	0.0%	2.2%	0.11%	0.11%	0.0	
Emergentes	42.0%	44.0%	2.0%	2.0%	0.82%	0.94%	6.8	
Equities					2.55%	2.55%	-0.6	
Treasuries 2Y	8.3%	8.8%	0.5%	0.9%	0.07%	0.08%	-0.2	
Treasuries 10Y	11.1%	11.1%	0.0%	1.5%	0.17%	0.17%	0.0	
Treasuries 30Y	6.1%	5.6%	-0.5%	-0.1%	-0.01%	-0.01%	0.7	
US Tips	2.6%	2.6%	0.0%	1.5%	0.04%	0.04%	0.0	
Global Corporate IG	26.5%	26.0%	-0.5%	1.4%	0.37%	0.36%	-0.1	
Global Corporate HY	4.0%	3.5%	-0.5%	1.6%	0.06%	0.05%	-0.2	
Deuda Desarrollados	58.6%	57.6%	-1.0%	1.2%	0.71%	0.70%	0.2	
EMBI	9.5%	9.5%	0.0%	1.6%	0.15%	0.15%	0.0	
EM Corporate IG	2.8%	3.3%	0.5%	1.2%	0.03%	0.04%	0.0	
EM Corporate HY	3.8%	4.3%	0.5%	1.5%	0.06%	0.07%	0.1	
EM Local Markets	25.3%	25.3%	0.0%	1.1%	0.27%	0.27%	0.0	
Deuda Emergente	41.4%	42.4%	1.0%	1.3%	0.52%	0.53%	0.1	
Fixed Income					1.23%	1.23%	0.4	

*Anualizado ** Desde 2001

Datos al 31 de agosto de 2025

En agosto se neutralizó la posición en acciones (50%), disminuyendo el *OW* en caja (4%), en tanto se mantuvo una subexposición en bonos (46%). Al 31 de agosto la cartera TAACo Global rentó 1.9%, mostrando un *outperformance* con respecto al *benchmark* (3.4 pbs.).

Durante agosto a nivel de *attribution analysis* la asignación de activos sumó valor, principalmente por la cobertura de monedas y la subponderación de la renta fija. Por el lado de la selección de instrumentos, fue marginalmente negativa afectada por el corto en Japón y Europa.

Desempeño Histórico

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	1.9%	5.5%	11.7%	9.6%	9.8%	5.2%	5.8%	5.4%	10.4%
Benchmark	1.9%	5.7%	11.9%	10.0%	10.0%	4.3%	5.1%	4.2%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	3	-19	-16	-39	-24	99	70	121	
Acciones	2.5%	8.7%	16.9%	15.1%	14.3%	8.7%	7.9%	4.5%	15.2%
Benchmark	2.6%	8.7%	17.2%	15.5%	14.6%	8.6%	7.9%	4.1%	15.1%
Europe ex UK	3.3%	2.8%	22.6%	9.8%	16.0%	7.8%	5.4%	3.5%	18.3%
Europe Small Cap ex UK	2.0%	5.3%	27.8%	14.4%	13.3%	6.1%	6.4%	7.4%	21.1%
UK	3.7%	6.0%	24.7%	16.5%	17.3%	14.0%	6.6%	5.3%	16.3%
US Large Cap Growth	1.4%	11.5%	11.6%	24.1%	26.5%	15.7%	18.4%	--	20.1%
US Large Cap Value	2.6%	7.7%	10.3%	8.2%	12.1%	11.9%	9.7%	--	14.5%
US Small Caps	5.3%	12.6%	7.1%	9.4%	10.9%	11.3%	9.7%	9.2%	20.6%
Japan	6.9%	7.1%	16.5%	10.7%	13.6%	6.5%	5.1%	2.5%	14.7%
Desarrollados	2.6%	8.4%	13.8%	15.7%	18.5%	12.9%	11.7%	7.4%	14.7%
LatAm	8.2%	9.7%	34.3%	13.1%	9.3%	10.2%	6.0%	7.7%	25.1%
LatAm Small Cap	9.0%	5.8%	36.4%	14.0%	5.1%	3.8%	3.0%	5.8%	26.7%
China	4.9%	14.1%	29.0%	47.6%	9.9%	-2.0%	5.6%	8.2%	27.7%
EM Asia ex China	-1.6%	7.2%	11.7%	4.0%	12.0%	10.7%	9.8%	--	17.4%
EM Asia Small Cap	2.2%	9.9%	13.4%	9.4%	13.2%	11.6%	8.6%	9.5%	14.9%
EM Europe and Middle East	0.4%	6.9%	16.4%	13.6%	6.2%	2.1%	-0.2%	2.8%	15.5%
Emergentes	1.3%	9.5%	19.0%	16.8%	11.6%	5.2%	7.3%	8.2%	14.7%
Renta fija	1.2%	2.7%	6.7%	4.7%	5.4%	0.2%	2.5%	4.3%	6.5%
Benchmark	1.2%	2.7%	6.7%	4.6%	5.5%	-0.2%	2.2%	3.7%	6.5%
Treasuries 2Y	0.9%	1.3%	3.4%	4.0%	3.3%	1.2%	1.4%	2.3%	2.0%
Treasuries 10Y	1.5%	2.5%	5.9%	1.8%	0.7%	-3.2%	0.6%	3.4%	8.0%
Treasuries 30Y	-0.1%	1.0%	0.8%	-7.2%	-6.1%	-10.6%	-1.3%	3.7%	15.1%
US Tips	1.5%	2.6%	6.4%	4.9%	2.4%	1.3%	2.9%	4.4%	6.1%
Global Corporate IG	1.4%	3.1%	8.2%	5.8%	6.1%	0.1%	2.7%	4.4%	8.2%
Global Corporate HY	1.6%	3.9%	8.6%	9.2%	10.4%	4.5%	5.3%	7.0%	7.6%
Deuda Desarrollados [1]	1.2%	2.5%	6.3%	3.4%	4.0%	0.0%			
EMBI	1.6%	5.4%	8.7%	8.6%	9.2%	1.5%	3.9%	7.0%	9.2%
EM Corporate IG	1.2%	3.2%	6.1%	5.6%	5.8%	0.9%	3.3%	--	5.5%
EM Corporate HY	1.5%	4.0%	6.5%	7.7%	9.5%	2.7%	5.3%	--	7.8%
EM Local Markets	1.1%	1.9%	7.0%	5.5%	5.7%	2.0%	3.3%	--	7.1%
Deuda Emergentes [1]	1.3%	3.0%	7.1%	6.4%	7.0%	0.0%			
Caja	0.4%	1.1%	2.9%	4.5%	4.8%	3.0%	2.0%	1.7%	0.7%
Oro	3.9%	4.6%	31.4%	36.4%	26.0%	11.9%	11.7%	11.1%	14.3%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboración propia

Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de Compass y/o personas relacionadas ("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 Compass, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. 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.