



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Marzo 2025

EE. UU. se desacelera levemente y el mundo respira

Resumen

En febrero, la incertidumbre se mantuvo elevada, con desarrollos en múltiples focos de tensión. La disputa comercial entre EE. UU. y el resto del mundo continuó generando volatilidad y la incertidumbre generada por esta y otras políticas del gobierno de Trump ha tenido un impacto significativo en la confianza de los consumidores. Diversas encuestas muestran una marcada caída en las expectativas durante el último mes, lo que refuerza otras señales de que el gasto en consumo privado podría estar registrando un ajuste importante en la primera parte del año. El mercado no ha sido indiferente a estos desarrollos, y las tasas de interés han caído relevantemente. Con ello, las señales de un menor dinamismo en la actividad comienzan a tomar protagonismo. Aun así, persisten dudas sobre cuán dispuesta estaría la Reserva Federal a recortar tasas en un entorno donde las presiones inflacionarias siguen generando incertidumbre.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: Las expectativas de retornos permanecen prácticamente sin cambios, manteniéndose débiles y con un alto grado de incertidumbre. En el escenario más adverso, nuevos obstáculos en la evolución de la inflación podrían renovar las presiones sobre la política monetaria. Además, la incertidumbre geopolítica y la posibilidad de una intensificación en los conflictos comerciales podrían aumentar las primas de riesgo requeridas para diversos activos, cuyos niveles de valoración siguen siendo elevados.

RV EE.UU./Resto del Mundo: El panorama se vuelve más desafiante para EE. UU., tras las perspectivas más débiles para la actividad después de los cambios en varias políticas. Por su parte, la Eurozona ha comenzado a dejar atrás sus momentos más críticos. Dos factores clave han contribuido a mejorar las deterioradas perspectivas. Primero, el cambio de gobierno en Alemania podría allanar el camino para un aumento relevante del gasto fiscal. En segundo lugar, han mejorado las expectativas en torno a un posible fin de la guerra en Ucrania. De concretarse, esto podría provocar una caída significativa en el precio del gas natural y actuar como un impulso adicional para la actividad económica en la región.

RF Internacional: Las tasas de interés globales, tras las caídas del último mes, no muestran desviaciones significativas respecto a sus valores justos estimados; y los movimientos futuros estarán impulsados por las señales de debilidad en EE. UU. y el desarrollo de los conflictos comerciales, que podrían afectar las expectativas para la inflación. Por otro lado, los spreads corporativos se mantienen en niveles que parecen ajustados.

Tipo de Cambio: El dólar a nivel global dejó de apreciarse en el último mes en línea con la evolución de los diferenciales de tasas de interés entre las principales economías desarrolladas. Esto favoreció la apreciación del peso chileno. Sin embargo, cuesta pensar en una continuación marcada de este impulso, ya que un deterioro más pronunciado en las perspectivas de EE. UU. podría afectar la confianza de los inversionistas y generar una mayor búsqueda de refugio en activos seguros, lo que volvería a fortalecer al dólar.

RF Local: La economía está operando sin brechas de capacidad, y creciendo en torno al nivel de tendencia, por lo que no estaría generando presiones inflacionarias significativas. Además, más allá del elevado registro de enero del IPC total, las cifras subyacentes desestacionalizadas llevan tres meses con registros acotados. Nuestras proyecciones apuntan a que los registros de los próximos meses seguirían siendo acotados y la apreciación reciente del tipo de cambio apoya estas estimaciones. Este panorama llevó al Banco Central a adoptar un tono neutral en política monetaria. Prevemos que se retomarían los ajustes de la TPM en la segunda mitad del año.

RV Local: Realizamos ajustes moderados en el último mes. Así, en el sector eléctrico, disminuimos la exposición en Enel Chile, luego del buen desempeño durante el año, aumentando la exposición en Enelam, donde vemos una valorización atractiva.

César Guzmán B.

Gerente Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Eduardo Salas V.

Economista Senior
eduardo.salas@security.cl

Paulina Barahona N.

Subgerente Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

Nicolás Libuy I.

Subgerente Renta Variable Local
nicolas.libuy@security.cl

Marcela Calisto H.

Economista
marcela.calisto@security.cl

En febrero, la incertidumbre se mantuvo elevada, con desarrollos en múltiples focos de tensión. La disputa comercial entre EE. UU. y el resto del mundo continuó generando volatilidad, impulsada por la imposición de nuevos aranceles sobre productos como el aluminio y el acero, así como por medidas adicionales dirigidas a China y el inicio de investigaciones para aplicar futuras restricciones. Estas acciones se suman a los aranceles previamente implementados, así como a los que permanecen suspendidos como en el caso de Canadá y México.

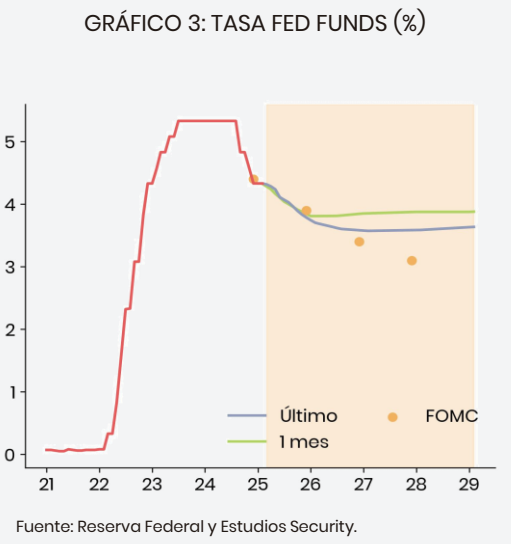
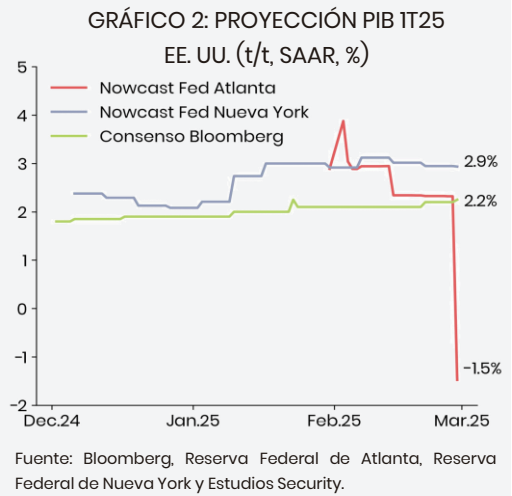
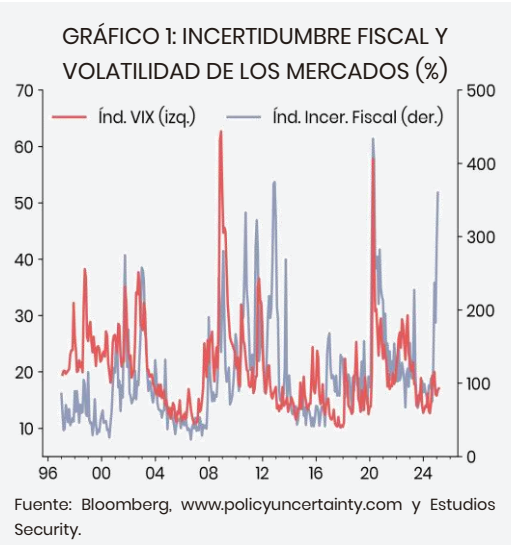
Aunque la escalada en las tensiones comerciales era en gran parte anticipada, la firmeza de las decisiones de Trump sigue marcando el rumbo de los mercados. **No puede descartarse un deterioro adicional que termine afectando más profundamente la confianza de los mercados,** ya que, por ahora, estos han reaccionado de manera relativamente moderada ante estos riesgos, con medidas de volatilidad y spreads que se han ajustado modestamente versus los cambios que muestran los indicadores de incertidumbre (ver gráfico 1).

Donde la incertidumbre generada por esta y otras políticas del gobierno de Trump sí ha tenido un impacto significativo es en la confianza de los consumidores. Diversas encuestas muestran una marcada caída en las expectativas durante el último mes, lo que refuerza otras señales de que el gasto en consumo privado podría estar registrando un ajuste importante en la primera parte del año. **Con ello, las señales de un menor dinamismo en la actividad comienzan a tomar protagonismo.** Las estimaciones más pesimistas incluso sugieren que la economía podría estar contrayéndose en el primer trimestre (ver gráfico 2).

El mercado no ha sido indiferente a estos desarrollos, y las tasas de interés han sido el principal reflejo de esta debilidad. Durante el mes, cayeron cerca de 30 puntos básicos, anticipando un menor dinamismo de la actividad económica en el largo plazo, pero también incorporando la expectativa de una política monetaria más expansiva en los próximos trimestres de lo previamente estimado. Ahora, el mercado proyecta entre dos y tres recortes de tasas para este año, frente a la única reducción que se anticipaba hasta hace poco. En consecuencia, la tasa terminal del ciclo también ha registrado un ajuste moderado a la baja (ver gráfico 3).

Aun así, persisten dudas sobre cuán dispuesta estaría la Reserva Federal a recortar tasas en un entorno donde las presiones inflacionarias siguen generando incertidumbre. En enero, la inflación medida por el IPC sorprendió al alza, aunque posteriormente otros indicadores contribuyeron a moderar las expectativas de un deterioro más pronunciado en su trayectoria. No obstante, la evaluación respecto a la inflación sigue siendo de que esta se mantiene estancada por el momento, con riesgos latentes provenientes del alza en tarifas y la menor inmigración, factores que podrían reavivar las presiones sobre los precios.

Las expectativas inflacionarias de corto plazo del mercado han aumentado significativamente, reflejando este deterioro (ver gráfico 4), al igual que las expectativas de los consumidores. **La Reserva Federal podría mostrarse cautelosa ante la posibilidad de ignorar estas presiones, que, por su naturaleza, deberían ser un shock transitorio, ya que podrían venir acompañadas de un desanclaje en las expectativas de inflación a mediano o largo plazo.** Sin embargo, por ahora, ese no parece ser el caso en los mercados, ya que las expectativas forward continúan alineadas con el objetivo y los patrones históricos.



En contraste con el panorama que se vuelve más desafiante para EE. UU., **la Eurozona ha comenzado a dejar atrás sus momentos más críticos** (ver gráfico 5). Dos factores clave han contribuido a mejorar las deterioradas perspectivas. Primero, el cambio de gobierno en Alemania podría allanar el camino para un aumento relevante del gasto fiscal, de dejarse atrás la restricción impuesta por el límite de deuda. En segundo lugar, han mejorado las expectativas en torno a un posible fin de la guerra en Ucrania. Aunque la incertidumbre en este frente sigue siendo elevada y la situación es altamente dinámica, Trump parece mostrar una fuerte disposición a poner fin al conflicto. De concretarse, esto podría provocar una caída significativa en el precio del gas natural y actuar como un impulso adicional para la actividad económica en la región.

Sin embargo, es importante recordar que estos factores no son los únicos que limitan las perspectivas en la región. La Eurozona sigue enfrentando múltiples desafíos estructurales que tomarán tiempo en resolverse, incluyendo factores demográficos adversos, baja productividad, pérdida de competitividad en industrias clave y restricciones al impulso fiscal debido al elevado endeudamiento de países como Francia e Italia. **A esto se suma el riesgo adicional de los aranceles anunciados por parte de EE. UU., lo que podría generar presiones adicionales a la baja sobre el crecimiento.**

En China, la incertidumbre sigue concentrándose en los mismos focos ya conocidos. A nivel interno, persisten dudas sobre el dinamismo de la economía, con un consumo que aún no logra compensar el impacto negativo de la contracción en el mercado inmobiliario. En el frente externo, el riesgo de nuevos shocks comerciales sigue latente, dependiendo de la evolución de la guerra comercial. Sin embargo, en el margen, las noticias han sido algo más favorables, especialmente por la mejora en las perspectivas tras los avances en inteligencia artificial y por señales más favorables para los inversionistas por parte de las autoridades. Marzo será un mes clave, marcado por el anuncio de nuevos estímulos, la presentación de una estrategia más concreta para enfrentar las medidas de EE. UU. y la fijación del objetivo de crecimiento anual, lo que podría aportar mayor claridad sobre la dirección de la política económica.

En este contexto, la bolsa chilena mantuvo un desempeño sólido en el último mes, destacándose frente a sus pares de la región. **De cara al futuro, los riesgos parecen ser mayores en otras economías, como México, que es más sensible a la evolución de la economía de EE. UU. y que, a diferencia de Chile, no contaría con un impulso favorable desde el ciclo político.**

En cuanto a los instrumentos de renta fija internacional, las tasas de interés globales, tras las caídas del último mes, no muestran desviaciones significativas respecto a sus valores justos estimados, **lo que sugiere que mantener una duración media sigue siendo una estrategia adecuada. Por otro lado, los spreads corporativos se mantienen en niveles ajustados.**

El dólar a nivel global dejó de apreciarse en el último mes (ver gráfico 6), en línea con la evolución de los diferenciales de tasas de interés entre las principales economías desarrolladas. La pérdida de impulso en EE. UU., junto con una Eurozona que empieza a dejar atrás sus peores expectativas, contribuyó al debilitamiento del dólar. Esto favoreció la apreciación del peso chileno. **Sin embargo, es difícil que este impulso continúe por esa misma vía, ya que un deterioro más pronunciado en las perspectivas de EE. UU. podría afectar la confianza de los inversionistas y generar una mayor búsqueda de refugio en activos seguros, lo que volvería a fortalecer al dólar.**

GRÁFICO 4: COMPENSACIÓN
INFLACIONARIA EE. UU.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: CONFIANZA Y ACTIVIDAD
EUROZONA (ÍNDICE)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: DÓLAR A NIVEL GLOBAL



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

A nivel local **la actividad económica ha tenido un buen desempeño en el margen**, en base a cifras desestacionalizadas, impulsada por el comercio. Con todo, la economía está operando sin brechas de capacidad, y creciendo en torno al nivel de tendencia, por lo que no estaría generando presiones inflacionarias significativas.

Y si bien hubo un aumento de la inflación a fines del año pasado, ello respondió principalmente al aumento del tipo de cambio. Además, más allá del elevado registro de enero del IPC total, **las cifras subyacentes desestacionalizadas llevan tres meses con registros acotados** (ver gráfico 7). Nuestras proyecciones apuntan a que los registros de los próximos meses seguirían siendo acotados. La apreciación reciente del tipo de cambio apoya estas estimaciones.

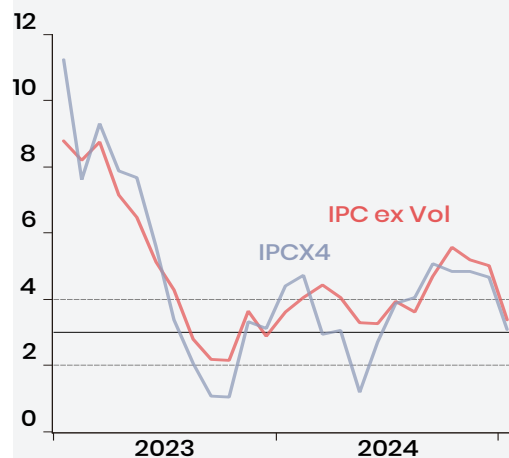
En materia de política monetaria, el aumento de la inflación a fines de 2024 llevó al Banco Central a adoptar un tono neutral para la TPM, similar a lo ocurrido con la Reserva Federal en EE.UU. Con todo, la moderación en el margen de los indicadores subyacentes, y la expectativa de que se prolongue en los siguientes meses, **llevaría al ente rector a retomar los recortes en la tasa de referencia hacia mediados de año**.

Cabe destacar que **los precios de mercado tienen implícito un aumento de la TPM en los próximos meses (ver gráfico 8)**, lo que podría no materializarse en el mediano plazo.

En **renta fija corporativa**, los spreads retomaron bajas en las últimas semanas, luego de cierta estabilidad a inicios de año (ver gráfico 9), con un freno en el ritmo de emisiones corporativas, que suele observarse en época estival. Los resultados del 3T24 implicaron un Ebitda trimestral estable a/a, pese al avance en sectores forestal y retail y un mejor escenario hídrico versus lo esperado, al verse contrarrestados por la baja en el precio del litio. No obstante, **igualmente ratificaron tendencias de mejora en ratios de endeudamiento y liquidez**. A esto se suma una menor presión en vencimientos de deuda, tras renegociaciones a mayor plazo. Si bien, **la consolidación de un peso chileno en niveles actuales estabilizaría indicadores financieros, estos lograron mejoras relevantes durante 2024**, otorgando un relativo soporte. Nuestra visión es mantener un posicionamiento neutral en este activo, priorizando calidad crediticia.

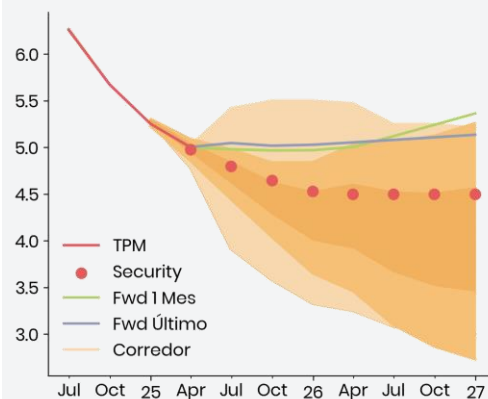
En **renta variable local**, realizamos un ajuste moderado en la cartera. Así, en el sector eléctrico, disminuimos la exposición en Enel Chile, luego del buen desempeño durante el año, aumentando la exposición en Enelam, donde vemos una valorización atractiva ([Carteras Accionarias Security Marzo 2025](#)).

GRÁFICO 7: IPC SUBYACENTE
(pmt var % mensual sa, anualizado)



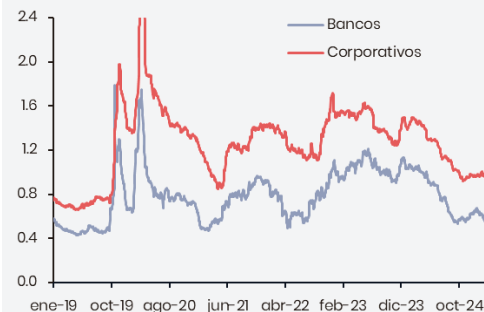
Fuente: INE, Banco Central y Estudios Security.

GRÁFICO 8: CORREDOR DE TPM (%)



Fuente: BCCh, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS LOCALES (P.P.)



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

Desempeño Activos: Renta variable y monedas (%)

Al 28-feb.-25						
Renta variable (% en dólares)	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Mundo	2.6	-0.7	0.5	4	14	37
Desarrollados	2.6	-0.8	0.4	5	15	40
EE.UU.	1.2	-2.1	-0.9	7	18	51
Eurozona	11.3	4.7	11.5	3	8	21
Reino Unido	8.4	4.7	5.6	1	14	16
Japón	0.5	0.5	0.5	-4	0	23
Asia ex Japón*	1.9	-0.5	-3.9	-2	7	3
Emergentes	2.0	0.7	1.6	0	8	14
Asia	1.2	0.8	1.3	1	11	16
China	12.4	11.7	15.8	31	35	13
Latinoamérica	6.9	-0.8	-1.0	-13	-22	-9
Brasil	6.2	-3.0	-4.3	-20	-27	-11
México	6.8	1.7	3.6	-4	-21	-12
Chile	15.4	9.7	15.1	11	20	19
EMEA**	4.9	1.1	5.5	3	6	14

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)

Desarrollados (DXY)	0.8	0.2	-1.5	-6	-3	-3
Euro	0.6	-0.1	-1.3	-7	-4	-2
Reino Unido	0.8	1.5	-0.4	-5	0	4
Japón	4.6	3.7	1.0	-4	1	-10
Emergentes	0.9	-0.1	-0.2	-1	1	4
Argentina	-2.9	-1.1	-5.2	-12	-26	-439
Brasil	5.9	0.7	2.7	-5	-17	-11
Chile	4.5	4.2	2.5	-4	3	-15
Colombia	6.2	2.1	5.7	-1	-5	15
México	2.0	0.4	0.8	-4	-20	-12
Perú	2.3	1.6	2.1	2	3	3
China	0.6	-0.3	-0.7	-2	-1	-5

* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

** Europa del Este, Medio Oriente y África.

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Desempeño Activos: Renta fija (cambios en puntos base)

Al 28-feb.-25	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	4.1	-17	-13	-13	21	-57	-72
10 años	4.3	-29	-26	4	45	1	37
Chile							
2 años	5.1	14	-5	32	38	13	-299
10 años	5.5	-3	-26	34	55	29	-13
Brasil							
2 años	14.8	-114	-52	83	332	490	211
10 años	14.8	-49	-19	124	331	391	134
México							
2 años	8.5	-89	-52	-87	-114	-126	-227
10 años	8.8	-81	-51	-42	-24	13	-14
Alemania 10 años	2.4	7	-14	29	15	-4	-22
Francia 10 años	3.1	-3	-14	19	16	22	4
Italia 10 años	3.5	3	-15	20	-17	-38	-93
España 10 años	3.1	5	-12	25	0	-25	-58
Reino Unido 10 años	4.5	-5	-9	24	60	41	82
Japón 10 años	1.4	28	18	32	48	68	87
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)							
Latam	508	-13	-5	-7	-60	85	31
Brasil	228	-17	4	23	15	26	-15
Chile	125	11	5	6	3	-8	-19
Colombia	332	2	9	11	15	33	-61
México	320	1	-4	10	-11	-10	-48
Perú	160	3	2	4	-2	7	-30
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)							
Asia	268	-6	-9	-9	-40	-54	-63
Europa	438	-21	-23	-23	-57	-17	-163
Latam	327	-3	1	-1	-11	-19	-89
Investment Grade	215	1	0	-3	-12	-8	-40
High Yield	438	-6	5	2	-6	-23	-139
Brasil	341	-9	-1	-1	-9	-17	-138
Chile	243	4	0	-7	-10	-52	-103
Colombia	440	-9	8	-6	-6	-20	-92
México	310	0	1	3	2	4	-1
Perú	221	-1	-3	-18	-40	-71	-126
HG EE.UU.	88	6	7	6	-8	-10	-42
HY EE.UU.	287	-5	21	18	-32	-44	-135

Fuente: Bloomberg y Estudios Security

Este informe es proporcionado únicamente con fines de orientación e información general, por lo que, en ningún caso él debe emplearse o considerarse como asesoría de inversión y/o financiera, recomendación, y/o oferta a firme de compra ni venta de valores. Asimismo, este informe no es un documento de oferta, por lo que no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas a ningún acto. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables, la que, por tanto, a nuestro mejor saber y entender, se ajusta a los hechos y no contiene omisiones que puedan afectar su comprensión. Sin embargo, podría contener, eventualmente, errores, los que, no son atribuibles a, ni aceptados como propios por los autores de este informe, Grupo Security y sus filiales. Si bien hemos tomado precauciones razonables para que la información tenida en cuenta al tiempo de la elaboración de este informe se mantuviera actualizada, no podemos asegurar que ella no haya variado durante su elaboración y emisión. Asimismo, la información contenida aquí puede estar sujeta a cambios sin previo aviso. Los precios, estimaciones o valores indicados están sujetas a riesgos, incertidumbres y otros factores que pueden provocar que los eventos reales difieran materialmente de cualquier desarrollo anticipado, y, por tanto, pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Los inversionistas deben comprender que (i) las proyecciones futuras pueden no concretarse y (ii) el rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. Todas las inversiones mencionadas en este informe tienen riesgo de pérdida. Este informe no garantiza que las proyecciones contenidas en él estén libres de error. Ni los autores de este informe, ni Grupo Security y sus filiales hacen representación o garantía, expresa o implícita, sobre la precisión, completitud o integridad de este informe, por lo que ellos no asumen responsabilidad frente a ninguna persona por el empleo, uso o comprensión de este informe ni por la información contenida en él. Este informe no tiene en cuenta objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ninguna persona específica, por lo que las inversiones especificadas en él pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos, horizontes de inversión, y sus niveles de riesgo específicos. En el caso de la renta variable local, sus valorizaciones se efectúan a través de un modelo de descuento de flujos de caja proyectados, cuya tasa de descuento se basa en un modelo de costo de capital ponderado. Los autores de este informe se encuentran sujetos a estrictas reglas de inversión con el objeto de evitar potenciales conflictos de interés, por lo que no hay conflicto que informar. Para más información sobre estas reglas, por favor dirigirse al siguiente link: [reglamento](#). Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.