



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Abril 2025

Incertidumbre escala y pone nota de cautela para mercados emergentes

Resumen

Las tensiones a nivel global se han mantenido elevadas, impulsadas principalmente por los cambios en las políticas tarifarias de EE. UU. La falta de dirección clara y el impacto final de los cambios ha llevado a niveles de volatilidad elevados. Abril inicia con un evento clave que podría marcar un punto de inflexión en este escenario: el denominado "día de la liberación". Este hito podría derivar en negociaciones más ordenadas entre los países o, en su defecto, en una escalada de represalias por parte de los afectados. Por el momento, no hay claridad de cual será la evolución. Donde sí parece haber un mayor consenso, aunque no precisamente alentador, es en la perspectiva de una desaceleración más pronunciada en EE. UU., al mismo tiempo que sigue generando preocupación el ajuste en las expectativas de inflación de los consumidores, aunque por el momento la apuesta sigue siendo que las renovadas presiones inflacionarias serían solo transitorias.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: Resulta difícil prever que se sostenga la dinámica de los mercados de los últimos meses, es decir, un dólar global y EE. UU. más débil que el resto, y mercados emergentes más positivos, de darse un deterioro más marcado en las perspectivas globales. Creemos que el riesgo de que las tensiones se exacerben es alto, por lo que se mantiene una visión cautelosa en los activos de riesgo.

RV EE.UU./Resto del Mundo: Este ajuste de las perspectivas se ha reflejado también en el desempeño relativo de las bolsas, con un rendimiento inferior de EE. UU. En este contexto, una posición más equilibrada hace sentido, considerando el riesgo de que las tendencias observadas en los últimos meses se profundicen. No obstante, tras los recientes ajustes, no descartamos la posibilidad de una corrección en los mercados que han mostrado mejores retornos, lo que llama a la cautela a mediano plazo.

RF Internacional: Si bien las caídas de las tasas han sido relevantes, los niveles actuales aún se mantienen dentro de rangos que pueden considerarse justos. En cuanto a la política monetaria, las expectativas para el corto plazo continúan alineadas con nuestro escenario base. En el tramo largo de la curva, se ha observado un moderado ajuste a la baja en la tasa terminal y en las primas por plazo, aunque no en la magnitud para justificar una apuesta agresiva por una reversión.

Tipo de Cambio: El precio del cobre se mantiene alto, impulsado en parte importante por los anuncios de posibles aranceles por parte de EE. UU., lo que mantiene elevado el riesgo de una corrección a la baja una vez que se disipe la incertidumbre. En este contexto, no anticipamos que el cobre proporcione un respaldo significativo al peso chileno hacia adelante. El tipo de cambio cerró el mes con una depreciación y se mantiene en niveles cercanos a los considerados justos. Si bien a lo largo del año podría observarse una reducción adicional en la prima por riesgo local, el margen para este ajuste es cada vez más acotado y probablemente sea compensado, al menos en parte, por un deterioro en los términos de intercambio.

RF Local: El panorama externo para Chile es menos favorable de lo que se esperaba, aunque la actividad económica sigue creciendo cerca de la tendencia del 2% sin brechas de capacidad. En el ámbito inflacionario, la depreciación del peso en 2024 impulsó altos registros del IPC, mientras que la inflación subyacente se ha moderado. La reciente apreciación del peso se espera que contribuya a mantener contenidas las presiones inflacionarias, proyectándose una inflación del 4% para fin de año y convergiendo a la meta en la primera parte de 2026. En consecuencia, el Banco Central mantendrá un sesgo neutral en política monetaria al menos hasta el próximo IPoM de junio, previendo que la TPM alcance el 4,5% hacia fines de 2025, en línea con las expectativas de los mercados.

RV Local: Mantuvimos sin cambios la cartera accionaria Fundamental y la Cartera Accionaria Táctica. Así, ante un índice que muestra espacios más acotados, mantuvimos una marcada sobreponderación en el sector eléctrico, donde vemos valorizaciones atractivas.

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

Las tensiones a nivel global se han mantenido elevadas, impulsadas principalmente por los cambios en las políticas tarifarias de EE. UU. Si bien los conflictos geopolíticos continúan añadiendo presión a los mercados, la incertidumbre ha escalado debido a la naturaleza errática y poco predecible de los anuncios de nuevos aranceles. Esta falta de dirección clara ha llevado a niveles de volatilidad no observados en mucho tiempo (ver gráfico 1).

En paralelo, los mercados han recibido con preocupación las **señales provenientes de las máximas autoridades económicas de EE. UU.**, quienes han dado a entender que **los efectos adversos sobre la inflación, la actividad económica y los mercados financieros no constituyen, al menos en la magnitud esperada, una prioridad en su toma de decisiones.**

Abril inicia con un evento clave que podría marcar un punto de inflexión en este escenario: el denominado **"día de la liberación"**. **Este hito podría derivar en negociaciones más estructuradas o, en su defecto, en una escalada de represalias por parte de los países afectados.** Por el momento, resulta difícil anticipar cuál de estos caminos prevalecerá. Aunque sea cliché decirlo, **la incertidumbre sigue siendo excepcionalmente elevada.**

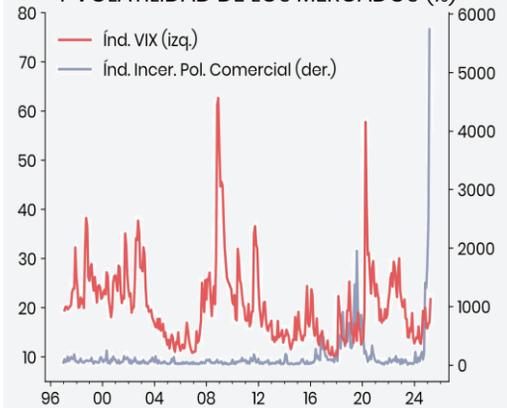
Donde sí parece haber un mayor consenso, aunque no precisamente alentador, es en la **perspectiva de una desaceleración más pronunciada en EE. UU.**, en contraste con las expectativas iniciales tras la victoria de Donald Trump. Diversas encuestas han reflejado un ajuste significativo a la baja en la confianza de los consumidores. Si bien en años anteriores este indicador no siempre se tradujo en un deterioro efectivo de la economía—pues, en última instancia, lo determinante es el comportamiento real del consumo y no únicamente la percepción—, en esta ocasión la situación es distinta, ya que muchos de los factores de amortiguación que antes sostenían la demanda han desaparecido.

Los indicadores que monitorean la evolución de la actividad en el trimestre en curso han continuado ajustándose a la baja, alcanzando niveles no observados en mucho tiempo. Aunque algunos de estos movimientos reflejan distorsiones derivadas de cambios en los patrones de consumo ante la anticipación de nuevos aranceles, **varias métricas más robustas a estas fluctuaciones sugieren una desaceleración sustancial en el dinamismo económico de EE. UU.**

Prueba de ello son los recortes en las proyecciones de crecimiento realizadas por bancos de inversión de alto perfil, así como el incremento en la probabilidad de recesión en el corto plazo según sus estimaciones. No obstante, **es importante señalar que este aumento en la probabilidad de recesión responde en gran medida a evaluaciones subjetivas, dado que los datos duros aún no muestran un deterioro comparable al observado en los meses previos a recesiones pasadas (ver gráfico 2).** En consecuencia, dichas estimaciones presentan intervalos de confianza amplios, lo que sugiere que la incertidumbre sigue siendo un factor clave en el panorama económico actual.

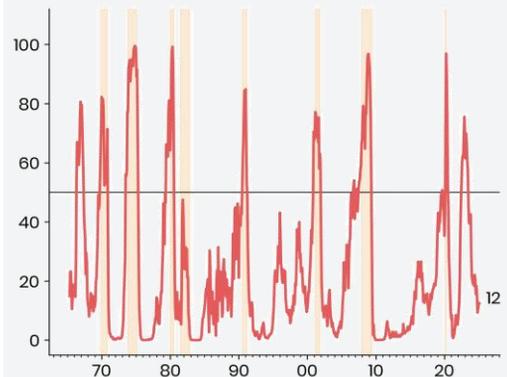
Otro factor que sigue generando preocupación es el ajuste en las expectativas de inflación de los consumidores, tanto en el corto como en el largo plazo (ver gráfico 3). Si bien la Reserva Federal ha reafirmado su visión de que el impacto inflacionario derivado de las tarifas es, por ahora, transitorio, ha puesto especial atención en la evolución de las expectativas de inflación agregadas a largo plazo. Con el incremento de las presiones de costos esperadas para este año debido a los nuevos aranceles, el riesgo de un desanclaje de las expectativas inflacionarias se convierte en un punto crítico.

GRÁFICO 1: INCERTIDUMBRE POL. COMERCIAL Y VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS (%)



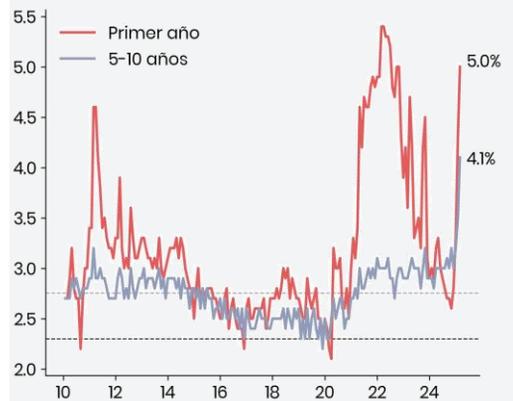
Fuente: Bloomberg, www.policyuncertainty.com y Estudios Security.

GRÁFICO 2: PROBABILIDAD DE RECESIÓN EN EE. UU. 1 AÑO ADELANTE



Fuente: Estudios Security.

GRÁFICO 3: EXPECTATIVAS CONSUMIDORES INFLACIÓN EE. UU. (%)



Fuente: Universidad de Michigan y Estudios Security.

En este contexto, las compañías con márgenes más reducidos, podrían trasladar rápidamente los mayores costos a los consumidores. Esto no solo generaría aumentos en los bienes directamente afectados por los aranceles, sino que también **podría desencadenar alzas en otros precios a través de efectos de segunda ronda, un patrón ya observado en el 2018**. El último dato de inflación PCE no contribuyó a disipar estos temores, mostrando una inflación estancada y reforzando la percepción de que los riesgos inflacionarios podrían seguir.

La reacción del mercado ha estado en línea con esta evaluación. Las tasas de interés han registrado caídas significativas a nivel general, mientras que los activos de riesgo han seguido más débiles. **Uno de los movimientos más llamativos ha sido la depreciación del dólar a nivel global, en un contexto donde las expectativas económicas en EE. UU. se han ajustado a la baja y han surgido noticias favorables en otras economías clave**. En particular, China ha seguido mostrando avances en el ámbito tecnológico, lo que ha contribuido a mejorar la percepción de riesgo en esa economía. **Sin embargo, resulta difícil anticipar una depreciación sostenida del dólar en un escenario de deterioro más marcado en las perspectivas globales. En un contexto así, el dólar tiende a reafirmar su papel como activo refugio, lo que limitaría caídas adicionales**.

Esta dinámica también se ha reflejado en el desempeño de las bolsas, con un rendimiento inferior de EE. UU. en comparación con la Eurozona y China (ver gráfico 4). **En este contexto, una exposición más acotada a EE. UU. hace sentido, considerando el riesgo de que las tendencias observadas en los últimos meses se profundicen. No obstante, tras los recientes ajustes, no descartamos la posibilidad de una corrección en los mercados que han mostrado mejores retornos**, lo que llama a la cautela a mediano plazo.

En el caso de la bolsa local, esta siguió destacándose versus sus comparables emergentes, y parte importante de la brecha de los múltiplos versus estas otras bolsas, al compararla con los niveles relativos históricos, se ha ido cerrando. **En este sentido, creemos resulta conveniente tomar una posición más equilibrada entre las bolsas de América Latina versus Chile**.

Si bien las caídas de las tasas han sido relevantes, los niveles actuales aún se mantienen dentro de rangos que pueden considerarse justos. En cuanto a la política monetaria, las expectativas para el corto plazo continúan alineadas con nuestro escenario base, aunque el mercado ha descontado tasas ligeramente inferiores en comparación con el mes anterior (ver gráfico 5). En el tramo largo de la curva, se ha observado un moderado ajuste a la baja en la tasa terminal y en las primas por plazo, aunque sin cambios lo suficientemente significativos como para justificar una apuesta agresiva por una reversión importante. Dado que persisten incertidumbres sobre el impacto de las nuevas presiones inflacionarias en las expectativas de inflación, adoptar una postura optimista respecto a la duración sigue siendo un riesgo considerable.

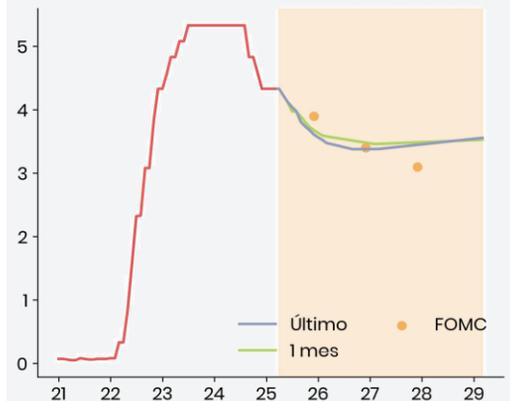
El precio del cobre ha estado impulsado por los anuncios de posibles aranceles por parte de EE. UU., lo que ha generado divergencias en los precios transados en Europa y EE. UU. (ver gráfico 6) Este **componente especulativo incrementa el riesgo de una corrección a la baja una vez que se disipe la incertidumbre**. **En este contexto, no anticipamos que el cobre proporcione un respaldo significativo al peso chileno hacia adelante desde este frente**.

GRÁFICO 4: DESEMPEÑO BOLSAS AÑO A LA FECHA (1.ene.2025=100)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: TASA FED FUNDS (%)



Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: PRECIO COBRE (CONTRATO GENÉRICO)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

De esta manera, el USDCLP cerró el mes depreciándose y se mantiene en niveles justos. Si bien podría haber **una reducción adicional en la prima por riesgo local, el margen sería más acotado y probablemente sea compensado por deterioros en los términos de intercambio.**

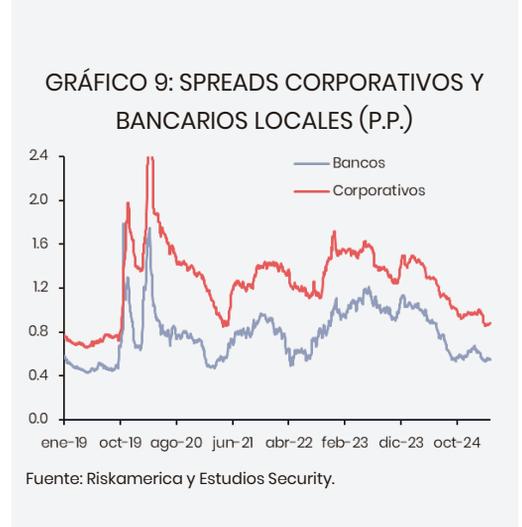
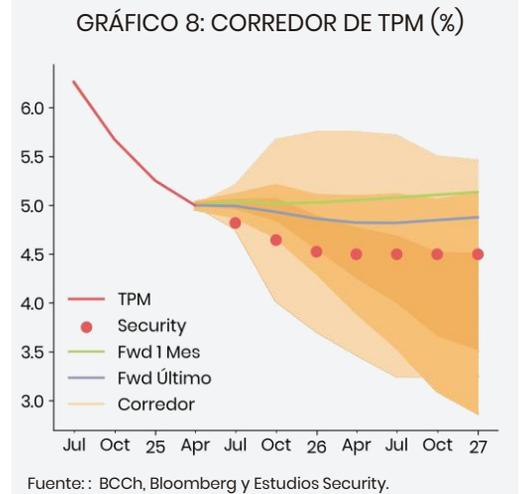
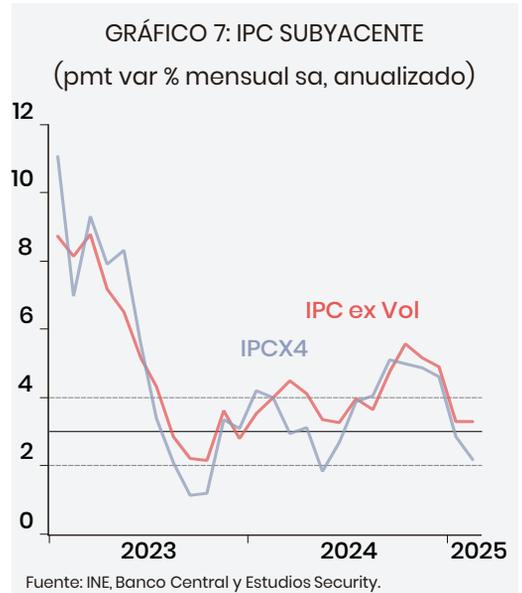
Para Chile, **el panorama externo que está enfrentando la economía es menos favorable que lo previsto hace algunos meses, y por su parte la actividad económica sigue creciendo en torno a la tendencia de 2%**, sin brechas de capacidad, desempeño que continuaría en los próximos trimestres, levemente por debajo de las expectativas del consenso.

En materia inflacionaria, la depreciación del peso durante 2024 fue un factor relevante detrás de los mayores registros de IPC de ese año, ya que las presiones de demanda estaban contenidas ante la debilidad del consumo privado. Con todo, **los registros de inflación subyacente desestacionalizados, se han moderado, y la apreciación reciente del peso desde niveles sobre \$1.000 a \$950, ayudaría a que en los próximos meses sigan siendo contenidos. Así, la inflación está encaminada a finalizar el año en 4%, para converger a la meta en la primera parte de 2026.** En este sentido, no hay diferencias sustanciales entre esta visión y la descontada en los mercados.

En este contexto, el Banco Central mantendría el sesgo neutral al menos hasta el próximo IPOM de junio, mes a partir del cual podríamos ver un cambio en el mensaje del ente rector, el que se daría ante la materialización de registros inflacionarios subyacentes más bajos, la mantención de una brecha de capacidad en los niveles actuales (prácticamente cerrada), la visión respecto a que la TPM neutral es más baja que el nivel actual y la ratificación respecto a que la Fed seguiría normalizando la tasa de referencia. **Así, seguimos proyectando que la TPM se ubicará en 4,5% hacia finales del 2025, un nivel que se considera en la parte alta del rango de la tasa neutral.** Por su parte, los precios de mercado -que hasta hace algunas semanas preveían alzas en la TPM- anticipan una pausa para el resto del año, y una tasa terminal en 4,75%.

En **renta fija corporativa**, los spreads corporativos se han mantenido ajenos a la volatilidad de otros activos financieros, con una marcada estabilidad (ver gráfico 9), y una reactivación de las emisiones. Un balance preliminar de los resultados del 4T24 **muestra niveles de rentabilidad y endeudamiento levemente deteriorados respecto al 3T24,** sosteniendo la baja del segmento minero con las recuperaciones en retail y consumo. **Lo destacable es la ratificación de mejoras en la liquidez,** gracias a las menores exigencias de capital de trabajo, y **refinanciamiento de pasivos a plazos mayores a un año.** En realidad, **las mejoras que se alcanzaron el trimestre pasado, particularmente en endeudamiento, serán un soporte clave para los factores de riesgo** que se enfrentarían este año, al igual que la consolidación de un peso chileno más apreciado respecto al cierre de 2024. Ante esto, esperamos movimientos acotados en ratios financieros respecto a los niveles actuales, pero con un desafío más concentrado en emisores de mayor riesgo crediticio, que aún mantienen presiones a nivel de costos financieros y rentabilidad.

En **renta variable local**, mantuvimos sin cambios la cartera accionaria Fundamental y la Cartera Accionaria Táctica. Así, ante un índice que muestra espacios más acotados, mantuvimos una marcada sobreponderación en el sector eléctrico, donde vemos valorizaciones atractivas. ([Carteras Accionarias Security Abril 2025](#)).



Desempeño Activos: Renta variable y monedas (%)

Al 1-abr.-25	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	-1.1	-2.8	-1.1	-2	7	28
Desarrollados	-1.6	-3.2	-1.6	-1	7	30
EE.UU.	-4.4	-3.9	-4.4	-1	7	37
Eurozona	13.4	-0.5	13.3	5	6	19
Reino Unido	9.4	-0.8	9.5	2	11	17
Japón	-0.3	-2.7	-0.4	-5	-2	17
Asia ex Japón*	1.0	-1.6	1.0	-8	5	1
Emergentes	3.3	1.2	3.2	-5	7	12
Asia	1.8	0.7	1.7	-7	9	13
China	15.4	2.3	15.4	6	37	12
Latinoamérica	13.1	6.1	13.1	-6	-17	-4
Brasil	13.9	7.8	13.9	-10	-17	-4
México	10.3	2.9	10.3	-2	-23	-12
Chile	20.9	5.5	20.9	14	21	24
EMEA**	7.8	1.6	7.7	4	10	16

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)

Desarrollados (DXY)	3.9	2.3	3.9	-3	1	-2
Euro	4.2	3.0	4.2	-2	1	-1
Reino Unido	3.0	1.7	3.0	-3	3	4
Japón	5.0	0.6	5.0	-4	2	-13
Emergentes	1.7	0.8	1.7	-2	2	4
Argentina	-4.0	-0.9	-4.0	-11	-25	-41
Brasil	8.2	3.8	8.2	-4	-12	-12
Chile	5.3	0.8	5.3	-5	4	-17
Colombia	5.8	-0.9	5.8	2	-7	10
México	2.4	1.5	2.4	-4	-22	-13
Perú	2.3	0.5	2.3	1	1	3
China	0.8	0.2	0.8	-4	0	-6

* 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 1-abr.-25	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	3.9	-39	-12	-39	24	-85	-12
10 años	4.2	-42	-2	-42	41	-17	72
Chile							
2 años	4.9	-14	-25	-14	59	-38	-264
10 años	5.3	-20	-15	-20	64	7	15
Brasil							
2 años	14.8	-112	-22	-112	246	480	285
10 años	14.7	-53	-34	-53	238	358	178
México							
2 años	8.1	-128	-34	-128	-87	-175	-190
10 años	8.5	-108	-18	-108	-15	-32	19
Alemania 10 años	2.7	34	19	34	65	39	45
Francia 10 años	3.4	22	17	22	58	60	66
Italia 10 años	3.8	27	18	27	42	9	-30
España 10 años	3.3	27	15	27	48	16	5
Reino Unido 10 años	4.6	8	12	8	71	79	137
Japón 10 años	1.5	40	9	40	64	76	111
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)	373	15	17	15	-12	41	-73
Latam	521	0	11	0	-17	130	15
Brasil	232	-14	-8	-14	21	34	-20
Chile	129	14	-2	14	13	6	-22
Colombia	351	21	12	21	35	61	-24
México	323	4	-2	4	8	11	-66
Perú	168	10	1	10	14	18	-37
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)	300	12	10	12	-1	-5	-92
Asia	281	7	13	7	-7	-26	-94
Europa	471	12	22	12	-22	18	-173
Latam	348	17	12	17	13	15	-112
Investment Grade	227	13	4	13	-1	15	-65
High Yield	469	26	20	26	26	24	-159
Brasil	356	6	10	6	11	8	-142
Chile	256	17	5	17	-3	-21	-146
Colombia	487	38	29	38	39	46	-108
México	332	22	12	22	22	43	-32
Perú	222	-1	-10	-1	-24	-50	-176
HG EE.UU.	97	15	8	15	5	4	-46
HY EE.UU.	355	63	61	63	48	43	-103

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.