



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Mayo 2025

Tras un gran mes para activos locales, unas notas de cautela.

Resumen

El mundo enfrenta actualmente un entorno de mayor proteccionismo. China y Estados Unidos mantienen aranceles recíprocos que, de continuar, podrían restringir significativamente el comercio bilateral. Aunque hay negociaciones en curso con miras a reducir las tarifas vigentes en los próximos meses, el panorama sigue siendo incierto respecto a la evolución de las economías en los trimestres venideros. Este aumento en la incertidumbre ha venido acompañado de significativas revisiones a la baja en las proyecciones de crecimiento global. Asimismo, este contexto se ha dado con expectativas respecto a la política monetaria de la Reserva Federal que no se han visto modificadas de sobre manera. En nuestra opinión la Reserva Federal evitaría llevar a cabo recortes preventivos, dado que la economía aún se sostiene –la caída del PIB no fue acompañada de un deterioro de la demanda interna de igual calibre– y en particular el mercado laboral sigue en buen pie, con una creación de empleo que no se ha deteriorado de manera importante.

Visión por clase de activo:

RV EE.UU./Resto del Mundo: La volatilidad y tensión observadas en los mercados internacionales no se han reflejado con la misma intensidad en la bolsa local. Si bien se vivieron jornadas más volátiles durante la primera parte de abril, el mercado local logró recuperarse significativamente y actualmente se encuentra en niveles máximos. Los múltiplos relativos han aumentado, mientras que las expectativas de crecimiento de las ganancias de las compañías apuntan a expectativas acotadas de crecimiento en las valorizaciones. En este contexto, consideramos recomendable capitalizar los buenos retornos que ha ofrecido el índice local y reorientar el portafolio hacia una mayor exposición a la bolsa estadounidense, apostando por una recuperación en ese mercado.

RF Internacional: El panorama para las tasas es más incierto, ya que se enfrentan a fuerzas contrapuestas. Por un lado, una eventual confirmación de la desaceleración económica en EE. UU. debería traducirse en una mayor incorporación de recortes de tasas en las curvas. Sin embargo, las primas por plazo siguen siendo bajas, y no puede descartarse que continúen al alza, como ocurrió durante abril.

Tipo de Cambio: En el corto plazo, estimamos que el dólar a nivel global ya ha experimentado una caída significativa, por lo que no sería descartable cierta recuperación. Por su parte, el peso chileno, a nuestro juicio, presenta un espacio limitado para apreciarse. En términos reales, su valor se encuentra mucho más equilibrado –el desvío respecto de su promedio histórico está en mínimos, por debajo del 5%– y los precios de las materias primas están alineados con niveles que pueden considerarse justos. Los términos de intercambio en este sentido se han mantenido favorables en todo este periodo.

RF Local: El panorama externo sigue tornándose menos favorable para Chile, lo que nos lleva a mantener una visión cautelosa para el desempeño de la actividad económica en los próximos trimestres. Esto mantendría contenidas las presiones inflacionarias, por lo que esperamos que la inflación termine en 4% a fin de año, pero convergiendo a 3% dentro del horizonte de política monetaria. Con estos antecedentes, el Banco Central cambiaría su postura neutral durante la segunda mitad del año. Así, ratificamos nuestra expectativa respecto a que la TPM se ubicaría en 4,5% en diciembre, incluso con espacio para un recorte a 4,25% a principios de 2026.

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

Abril fue un mes marcado por la alta volatilidad e incertidumbre, principalmente como consecuencia de los anuncios tarifarios del gobierno de EE.UU., muchas veces erráticos y confusos (ver gráfico 1). Como resultado de esta elevada volatilidad, en particular por el alza en las tasas base, el gobierno estadounidense habría decidido establecer una pausa de 90 días en la aplicación de algunas tarifas. A este escenario se suman otros cambios en políticas internas de EE.UU., como los relacionados con inmigración y gasto público, además de los persistentes conflictos geopolíticos que siguen presentes como telón de fondo.

Lo importante es que el mundo enfrenta actualmente un entorno de mayor proteccionismo. China y Estados Unidos mantienen aranceles recíprocos que, de continuar, podrían restringir significativamente el comercio bilateral. Aunque hay negociaciones en curso con miras a reducir las tarifas vigentes en los próximos meses, el panorama sigue siendo incierto respecto a la evolución de las economías en los trimestres venideros.

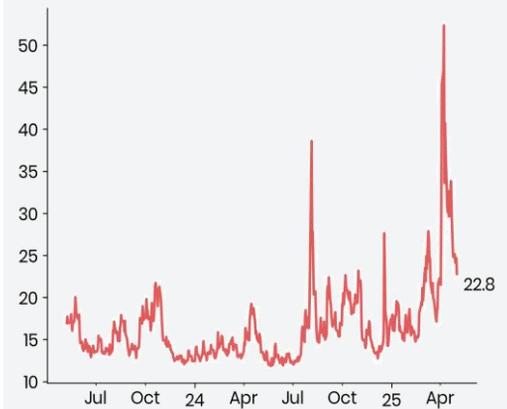
Este aumento en la incertidumbre ha venido acompañado de significativas revisiones a la baja en las proyecciones de crecimiento global (ver gráfico 2). De hecho, el FMI redujo sus estimaciones de crecimiento mundial para 2025 y 2026 en 50 y 30 puntos base, respectivamente. Los países más impactados serían Estados Unidos y China, dado que serían los más directamente afectados por la guerra comercial. **Sin embargo, el resto del mundo también sentiría las consecuencias, principalmente por el efecto negativo que la incertidumbre genera sobre la inversión y por unas condiciones financieras más restrictivas.**

Por su parte, las expectativas respecto a la política monetaria de la Reserva Federal no han cambiado de manera significativa. Si bien en algún momento el mercado llegó a anticipar cerca de cuatro recortes en la tasa de interés para este año, esas proyecciones se han revertido y hoy se encuentran en niveles similares a los de hace un mes. **Desde nuestra perspectiva, la Reserva Federal evitaría realizar recortes preventivos, ya que la economía continúa mostrando resiliencia.** La caída del PIB no ha estado acompañada por un deterioro de igual magnitud en la demanda interna, y particularmente el mercado laboral sigue mostrando solidez, con una creación de empleo que no ha sufrido un deterioro significativo.

Con todo, durante el mes, los mercados bursátiles llegaron a caer más de 10% en ciertos momentos, ubicándose hasta casi 20% por debajo de los máximos registrados a mediados de febrero. En paralelo, los spreads corporativos se ampliaron en ~60 puntos base, y el índice de volatilidad VIX alcanzó niveles consistentes con escenarios de recesión. **Sin embargo, una parte importante de esta corrección en los activos de riesgo fue revertida luego de que el gobierno de Trump comenzara a dar marcha atrás en algunas de las medidas que habían generado preocupación en los mercados y diera señales de estar más dispuesto a alcanzar una configuración más amigable con el comercio global.**

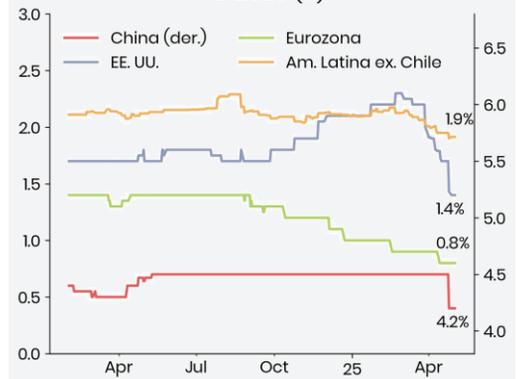
Particularmente volátil han sido las subidas de tasas de interés, especialmente la tasa del bono del Tesoro a 10 años, que subió en pocos días 50 pb. De hecho, este fuerte incremento habría sido uno de los principales factores que motivó la posterior moderación en el discurso de Trump. **A pesar de esta corrección, la curva de tasas se mantiene empinada: las tasas de largo plazo se encuentran ~20 puntos base por encima del nivel observado a fines de marzo, mientras que las tasas de corto plazo han retrocedido levemente** (ver gráfico 3).

GRÁFICO 1: ÍNDICE DE VOLATILIDAD (ÍNDICE VIX)



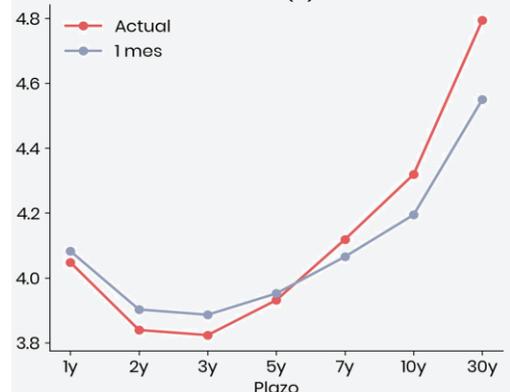
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: CONSENSO CRECIMIENTO PIB 2025 (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: CURVA TASAS SOBERANAS EE. UU. (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

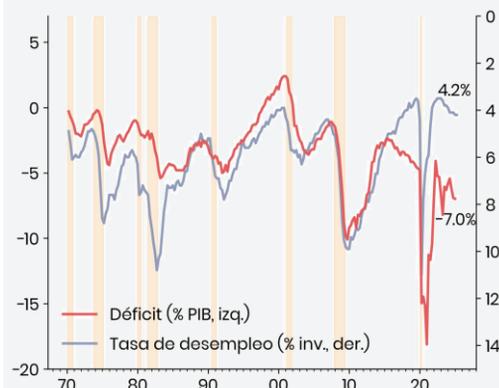
Este aumento llama particularmente la atención, especialmente considerando que vino acompañado de una caída del dólar, un comportamiento atípico en un contexto de deterioro de las expectativas de crecimiento global y reducción del apetito por riesgo. Diversas explicaciones se han planteado para este fenómeno. Algunas apuntan a factores de mercado, como la posibilidad de que las caídas en los mercados bursátiles hayan generado ventas forzadas de bonos del gobierno utilizados como colaterales. Otras son de carácter más estructural, señalando que las crecientes presiones fiscales y de deuda en Estados Unidos estarían generando inquietud entre los inversionistas, particularmente en un escenario de déficits persistentemente elevados —incongruentes con una economía en pleno empleo— y con la posibilidad de que una recesión futura requiera aún más gasto fiscal (ver gráfico 4). Una tercera hipótesis, que merece una reflexión más profunda, sugiere que **los inversionistas estarían comenzando a cuestionar el rol de EE. UU. como activo refugio**. Esto, en un contexto donde las políticas adoptadas por el último gobierno han sido percibidas como erráticas, lo que podría estar generando una percepción de mayor riesgo estructural respecto de la economía estadounidense, algo que hasta hace poco era poco discutido.

Si bien es razonable asumir la necesidad de una mayor diversificación en los activos refugio en los distintos portafolios, resulta poco probable que la economía de Estados Unidos pierda su estatus como activo reserva de manera muy marcada. A pesar de las dudas sobre su política económica reciente, los activos estadounidenses siguen siendo seguros en términos relativos, y en un escenario de recesión es esperable que vuelvan los flujos con más fuerza.

En el corto plazo, estimamos que el dólar ya ha experimentado una caída significativa a nivel global, por lo que no sería descartable cierta recuperación. En cuanto a las tasas, el panorama es más incierto, ya que se enfrentan a fuerzas contrapuestas. Por un lado, una eventual confirmación de la desaceleración económica en EE. UU. debería traducirse en una mayor incorporación de recortes de tasas en las curvas. Sin embargo, las primas por plazo siguen siendo bajas, y no puede descartarse que continúen al alza, como ocurrió durante abril (ver gráfico 5).

La volatilidad y tensión observadas en los mercados internacionales no se han reflejado con la misma intensidad en la bolsa local. Si bien se vivieron jornadas más volátiles durante la primera parte del mes, el mercado local logró recuperarse significativamente y actualmente se encuentra en niveles máximos. Los múltiplos relativos han aumentado, mientras que las expectativas de crecimiento de las ganancias apuntan a expectativas acotadas de crecimiento en las valorizaciones. En este contexto, consideramos recomendable capitalizar los buenos retornos que ha ofrecido el índice local y reorientar el portafolio hacia una mayor exposición a la bolsa estadounidense, apostando por una recuperación en ese mercado. Al mismo tiempo, este ajuste permitiría aumentar la ponderación en dólares dentro del portafolio, lo que podría resultar beneficioso ante una eventual apreciación de la moneda estadounidense. Esta estrategia cobra aún más sentido considerando que el peso chileno, a nuestro juicio, presenta un espacio limitado para la apreciación. En términos reales, su valor se encuentra mucho más equilibrado —el desvío respecto de su promedio histórico está en mínimos, por debajo del 5% (ver gráfico 6)— y los precios de las materias primas están alineados con niveles que pueden considerarse justos. Los términos de intercambio en este sentido se han mantenido favorables en todo este periodo.

GRÁFICO 4: DÉFICIT FISCAL Y TASA DE DESEMPLEO EE. UU.



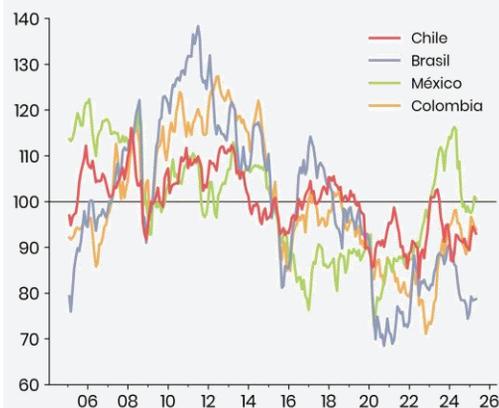
Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

GRÁFICO 5: PREMIO POR PLAZO TASA A 10 AÑOS EE. UU. (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: TIPO DE CAMBIO REAL (DESVIACIÓN VS PROM. 2005-2024 = 100)



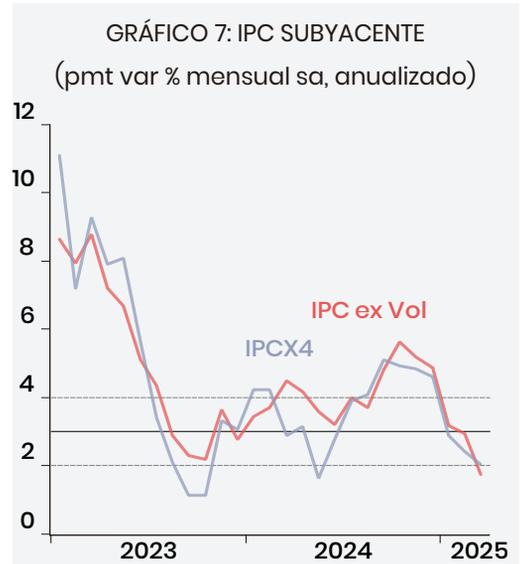
Fuente: BIS, Bloomberg y Estudios Security.

La política arancelaria de EE.UU. ha incrementado los niveles de incertidumbre, deteriorado las confianzas, moderado las perspectivas de crecimiento y elevado la volatilidad de los mercados financieros. **En definitiva, el panorama externo sigue tornándose menos favorable para economías pequeñas y abiertas como la chilena, lo que a su vez nos lleva a mantener una visión cautelosa para el desempeño de la actividad en los próximos trimestres, en la parte baja de las expectativas de consenso.**

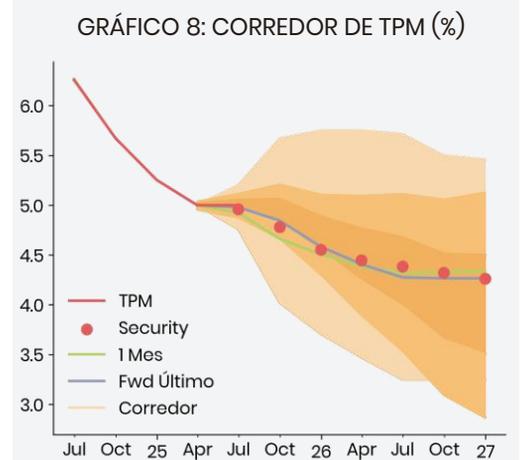
Eso sí, **este acotado desempeño de la actividad económica mantendría contenidas las presiones inflacionarias por el lado de la demanda, llevando la variación interanual a finalizar el año cerca de 4%, pero convergiendo al 3% dentro del horizonte de política**, panorama que está bastante internalizado en los precios de mercado, por lo que **mantenemos una posición neutral entre pesos y UF.**

Si bien el Banco Central ha mantenido una posición de cautela en los últimos comunicados, la moderación de los indicadores subyacentes de inflación, y la expectativa de que sigan muy contenidos en los próximos meses, llevarían al ente rector a cambiar la postura neutral en el próximo IPoM, anticipando una política monetaria menos restrictiva para el resto del año. **Así, ratificamos nuestra expectativa respecto a que la TPM se ubicaría en 4,5% en diciembre, incluso con espacio para un recorte a 4,25% a principios de 2026, considerando que la TPM neutral estimada por el propio instituto emisor es de 4%.** En ello también influirá la conducción de la política monetaria de la Reserva Federal, con un panorama similar de mayores presiones inflacionarias de corto plazo, pero menores de largo plazo. **Con todo, este panorama ya está internalizado en los precios de mercado, por lo que no vemos grandes oportunidades en la curva nominal.**

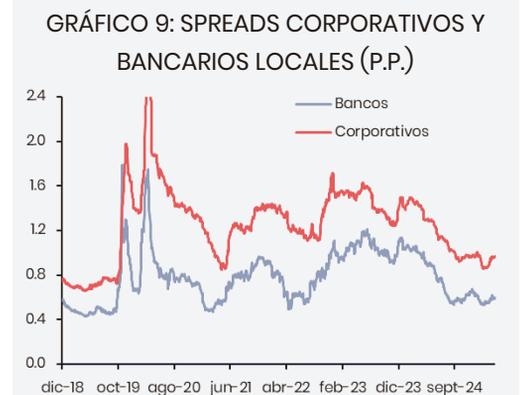
En **renta fija corporativa**, los spreads corporativos locales mostraron cierta tendencia alcista en el último mes, aunque con una sensibilidad menor respecto a otras categorías similares (ver gráfico 9). Los resultados del 4T24 **mostraron niveles de rentabilidad y endeudamiento levemente deteriorados respecto al 3T24**, sosteniendo la baja del segmento minero con las recuperaciones en retail y consumo. **Lo destacable fue la ratificación de mejoras en liquidez**, gracias a las menores exigencias de capital de trabajo, y **refinanciamiento de pasivos a plazos mayores a un año.** Para el 1T25 esperamos cambios principalmente en utilidad, al excluir un impacto no recurrente en el sector minero, pero una relativa estabilidad en deuda y márgenes operacionales. **Las mejoras alcanzadas, particularmente en endeudamiento, serán un soporte clave para los factores de riesgo** que se enfrentarían este año, donde destacan tipo de cambio y tasas. Por el momento, esperamos movimientos acotados en ratios financieros respecto a los niveles actuales, pero con un desafío más concentrado en emisores de menor tamaño y más expuestos al ciclo, que aún mantienen presiones a nivel de costos financieros y rentabilidad.



Fuente: INE, Banco Central y Estudios Security.



Fuente: BCCh, Bloomberg y Estudios Security.



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

Desempeño Activos: Renta variable y monedas (%)

Al 5-may.-25	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	0.6	13.5	-2.9	0	9	30
Desarrollados	0.0	13.5	-3.7	0	9	31
EE.UU.	-4.0	11.9	-7.1	-2	9	38
Eurozona	19.5	18.1	11.2	14	13	23
Reino Unido	11.6	16.1	6.0	7	10	15
Japón	4.7	21.3	2.8	6	4	23
Asia ex Japón*	5.5	17.6	2.6	0	7	7
Emergentes	6.0	13.8	4.0	0	7	16
Asia	4.7	14.3	3.8	-1	9	18
China	11.8	13.6	9.0	5	19	13
Latinoamérica	17.3	12.4	6.7	2	-13	-4
Brasil	16.0	10.3	2.9	-3	-16	-5
México	20.2	16.4	15.8	13	-14	-7
Chile	26.5	15.9	13.5	25	22	23
EMEA**	8.4	11.3	3.5	6	10	15

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)

Desarrollados (DXY)	8.0	3.3	7.2	3	5	1
Euro	8.7	3.7	8.1	4	5	3
Reino Unido	5.9	4.1	5.9	2	5	5
Japón	8.5	2.6	5.5	5	7	-7
Emergentes	4.8	3.7	4.1	3	5	7
Argentina	-16.2	-11.5	-13.8	-21	-36	-430
Brasil	8.1	3.8	1.8	1	-12	-15
Chile	5.5	4.6	2.9	2	-1	-19
Colombia	2.4	1.9	-3.0	2	-10	5
México	5.8	5.0	4.3	2	-17	-11
Perú	2.5	1.5	1.4	3	2	1
China	2.0	1.7	1.1	-1	0	-4

* 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 5-may.-25	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	3.8	-41	10	-34	-36	-98	-8
10 años	4.3	-23	19	-8	6	-15	90
Chile							
2 años	4.5	-49	3	-71	-24	-56	-305
10 años	5.1	-39	4	-51	-9	-4	-4
Brasil							
2 años	13.9	-200	-24	-106	95	336	239
10 años	13.9	-137	-59	-67	108	234	165
México							
2 años	7.8	-158	-19	-100	-195	-233	-206
10 años	8.4	-119	-14	-63	-107	-72	11
Alemania 10 años	2.5	17	-9	16	10	4	23
Francia 10 años	3.2	6	-14	16	8	28	37
Italia 10 años	3.6	11	-21	13	-4	-17	-66
España 10 años	3.2	12	-16	15	4	-9	-20
Reino Unido 10 años	4.5	-8	-12	6	-3	31	82
Japón 10 años	1.3	16	15	-2	32	36	84
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)							
	392	34	-28	47	18	39	-60
Latam							
	541	20	-41	47	5	112	24
Brasil	229	-16	-15	12	16	38	-33
Chile	123	9	-13	-3	7	0	-21
Colombia	384	54	-8	53	38	101	-40
México	347	28	-15	30	39	40	-64
Perú	169	12	-16	8	9	15	-31
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)							
	320	32	-23	27	29	12	-74
Asia							
	288	15	-35	11	13	-20	-96
Europa							
	506	47	-19	63	33	33	-162
Latam							
	385	55	-13	43	53	53	-60
Investment Grade	247	32	-12	29	27	34	-38
High Yield	526	83	-14	61	83	87	-83
Brasil	392	42	-18	15	45	43	-66
Chile	276	37	-10	33	31	18	-117
Colombia	594	146	31	153	129	155	-41
México	358	49	-17	45	51	66	5
Perú	254	32	-7	29	18	-19	-144
HG EE.UU.	106	24	-14	23	22	18	-42
HY EE.UU.	360	68	-101	91	74	57	-117

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.