

The background of the top section is a blue-tinted financial chart. It features several overlapping line graphs in shades of purple, blue, and yellow. Numerical values are scattered across the chart, including 5.6631, 9.334, 4.25647, and 7.2235. The chart is set against a grid of horizontal and vertical lines.

PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios
Junio 2025

Menor probabilidad de escenarios extremos alivia mercados.

Resumen

En mayo, los mercados mostraron un repunte gracias a la reducción de tensiones comerciales, especialmente por avances con Reino Unido y una tregua con China, lo que moderó los temores sobre el crecimiento global e inflación, reduciendo la probabilidad de los escenarios esperados más adversos. Esto permitió una caída en la volatilidad, recuperación en las bolsas y compresión de spreads. Sin embargo, la incertidumbre persiste por nuevos anuncios arancelarios y fallos judiciales sobre su legalidad. A pesar de ello, la economía global sigue mostrando resiliencia, con buenos datos laborales y de consumo, aunque persisten señales de debilidad en indicadores de perspectivas o *soft*. China ha resistido mejor de lo esperado, apoyada por estímulos monetarios, mientras que en Europa las perspectivas de inflación siguen favorables, dando margen al BCE para actuar si fuese necesario. Otro foco de preocupación ha sido la sostenibilidad fiscal de EE. UU., ante una propuesta de presupuesto que aumentaría significativamente el déficit y la deuda pública en el largo plazo. Esto ha reforzado temores inflacionarios y presionado al alza las tasas de interés de largo plazo, principalmente por mayores primas por plazo, en un contexto en que la Reserva Federal mantiene una postura cautelosa y el debate fiscal podría extenderse durante un tiempo más.

Visión por clase de activo:

RV EE.UU./Resto del Mundo: Las bolsas a nivel global se recuperaron tras la debilidad de abril, con un repunte más marcado en las regiones que habían sido más castigadas, mientras que el mercado local mostró un desempeño algo más rezagado. Aun así, la bolsa chilena se mantiene cercana a sus máximos históricos, al igual que su valorización basada en múltiplos relativos. Las proyecciones de utilidades empresariales continúan reflejando expectativas acotadas de crecimiento en las valorizaciones. Por otro lado, el balance de riesgos parece estar hoy más equilibrado entre EE. UU. y otras bolsas emergentes, como la de China.

RF Internacional: De cara al futuro, aunque tasas largas en EE. UU. cercanas al 5% pueden parecer elevadas en el contexto de la historia reciente, el cambio en la percepción del mercado sobre la excepcionalidad de EE. UU. y la seguridad que ofrecen los activos del Tesoro no permiten descartar que esta tensión permanezca elevada, lo que podría mantener presionadas las primas por plazo. Esto nos lleva a adoptar una postura más cautelosa en la duración de nuestro portafolio.

Tipo de Cambio: El nivel actual del peso chileno se encuentra en línea con los fundamentos económicos y las proyecciones para lo que resta del año. Aunque una mejora en las perspectivas políticas podría reducir la prima por riesgo local, este efecto se vería compensado por una eventual recuperación del dólar a nivel global y un debilitamiento gradual de los términos de intercambio desde sus niveles actualmente elevados.

RF Local: El panorama macroeconómico en Chile se mantiene estable, con una actividad en torno a su tendencia y alta incertidumbre externa. La inflación cerraría el año cerca de 4%, convergiendo a la meta de 3% en 2026. Las medidas subyacentes siguen acotadas y las expectativas de inflación se estabilizaron en torno a 3%, ayudadas por un tipo de cambio estable. Se espera que el Banco Central retome los recortes de TPM en el tercer trimestre. El mercado ya anticipa recortes de 50pb en total, y no se observan grandes oportunidades en la curva nominal.

RV Local: Disminuimos la exposición a Real Estate producto de un bajo atractivo en los cap rates spreads, luego del buen desempeño durante el último año, subponderando al sector, a la vez que aumentamos la exposición a Enel Chile, manteniendo una mayor inclinación hacia un perfil defensivo con espacios de valorización.

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

El mercado mostró un comportamiento más positivo en mayo, impulsado principalmente por la disminución de las tensiones en torno a la guerra comercial. En particular, el resultado de las negociaciones con Reino Unido y el acuerdo para una tregua de 90 días con China contribuyeron a moderar las expectativas respecto a los escenarios más adversos para el crecimiento global, así como sobre el impacto inflacionario de corto plazo. Como resultado, la volatilidad en los mercados disminuyó, las bolsas retomaron las ganancias y los spreads revirtieron buena parte de los aumentos de abril (ver gráfico 1).

Con todo, la incertidumbre se mantiene elevada y el mes no estuvo exento de nuevos contratiempos (ver gráfico 2), marcados por dudas acerca del avance en las negociaciones y nuevos anuncios de aumentos arancelarios para productos como el acero y el aluminio. En este contexto, los primeros fallos judiciales sobre la legalidad de los mecanismos utilizados para imponer dichas tarifas han sumado una dosis adicional de incertidumbre respecto a la configuración final del escenario arancelario. Así, una parte importante de los riesgos que amenazan a la economía global continúa vigente.

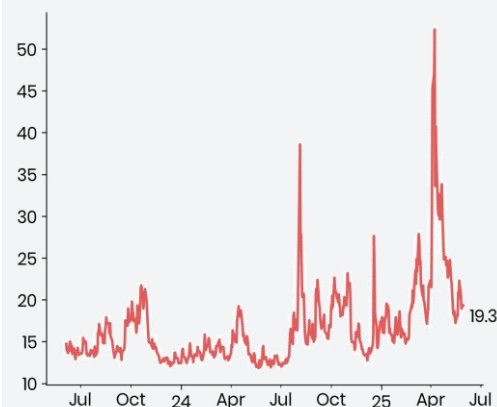
A pesar del alto nivel de incertidumbre, la economía parece mantenerse en buen pie, con señales de resiliencia en los datos efectivos tanto del mercado laboral como en la demanda de los consumidores. Esto ocurre incluso cuando los indicadores de expectativas aún se sitúan en terreno pesimista. Llama la atención, sin embargo, la contracción observada en los indicadores blandos de gasto en capital (ver gráfico 3) y empleo, ya que se ubican claramente en zona contractiva y, si bien persisten dudas sobre su capacidad predictiva en el contexto más reciente, de trasladarse a la economía real podrían anticipar una recesión.

En el resto del mundo, el panorama también refleja que las economías han logrado resistir, al menos por ahora, el embate proteccionista impulsado por EE. UU. En particular, las cifras de China han evidenciado una notable capacidad de adaptación frente al aumento de tarifas, según lo muestran los datos de exportaciones y comercio exterior, que sugieren que el país ha logrado mantener sus flujos comerciales, ya sea redirigiéndolos hacia otros mercados o utilizando nuevas rutas para seguir comerciando con EE. UU. Este desempeño contrasta con las proyecciones iniciales y entrega cierto alivio a las perspectivas para este país, las cuales continúan presionadas por los desafíos domésticos que siguen siendo una fuente significativa de incertidumbre.

La autoridad de este país respondió con un mayor estímulo monetario, aunque aún está por verse que dicho impulso se traduzca en un aumento significativo de la demanda de crédito por parte del sector privado, cuya confianza permanece en niveles muy bajos. La tarea pendiente sigue siendo aumentar la magnitud del estímulo fiscal, con el fin de entregar un impulso más decisivo al consumo interno. Es probable que ello ocurra una vez finalicen las negociaciones con EE. UU. y se clarifique el panorama respecto al escenario proteccionista.

En la Eurozona, las señales de actividad se han mantenido moderadas, aunque el panorama para el banco central parece más favorable. Las perspectivas de inflación apuntan a una convergencia hacia la meta en un plazo más corto, apoyadas por una economía con menores desequilibrios, una apreciación del euro y el efecto desinflacionario derivado de la producción china disponible para el resto del mundo. **De ser necesario, el Banco Central Europeo cuenta con espacio para implementar medidas de estímulo ante una desaceleración más profunda.**

GRÁFICO 1: ÍNDICE DE VOLATILIDAD (ÍNDICE VIX)



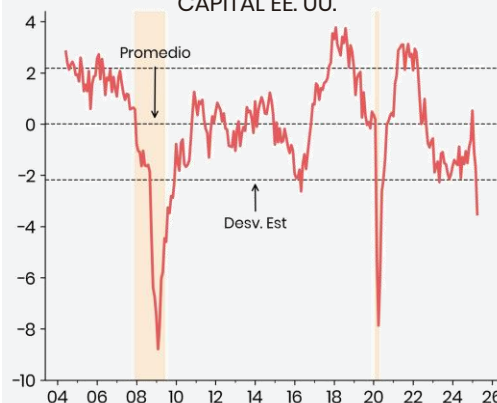
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE POLÍTICA ECONÓMICA



Fuente: www.policyuncertainty.com y Estudios Security.

GRÁFICO 3: EXPECTATIVAS DE GASTO EN CAPITAL EE. UU.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

*Primer componente principal de indicadores derivados de las encuestas empresariales regionales de la Reserva Federal.

Otro foco de tensión en los mercados ha sido la preocupación por la sostenibilidad fiscal de EE. UU., especialmente ante el proyecto de ley de presupuesto impulsado por Trump, que mediante recortes tributarios incrementaría el déficit en una economía cuyo endeudamiento crece anualmente en cerca del 7% del PIB. Según estimaciones del CBO, si se aprueba la extensión de los recortes de impuestos implementados durante el primer mandato presidencial de Trump, junto con un aumento del gasto público, la deuda podría elevarse en 50 puntos porcentuales del PIB hacia 2050, mientras que el déficit podría alcanzar hasta un 12% del PIB, considerando además otros factores estructurales que presionan las finanzas públicas (ver gráfico 4).

El avance de esta ley en el Congreso reforzó las preocupaciones de los inversionistas sobre el impacto inflacionario de largo plazo asociado a este desbalance fiscal, lo que provocó aumentos significativos en las tasas de interés a largo plazo, principalmente impulsados por un mayor componente de prima por plazo (ver gráfico 5). Sin embargo, la expectativa sobre la trayectoria futura de la política monetaria también se ha visto afectada. El panorama sigue apuntando a que la Reserva Federal deberá mantener una postura cautelosa ante escenarios de riesgo aún muy abiertos, a la espera de cómo se materializa el impacto de los ajustes en las políticas sobre la inflación y el mercado laboral.

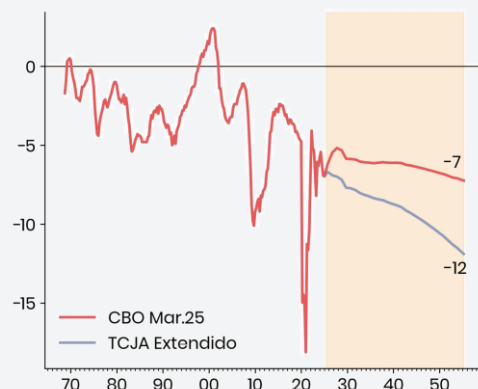
De cara al futuro, aunque tasas a 30 años cercanas al 5% pueden parecer elevadas en el contexto de la historia reciente, el cambio en la percepción del mercado sobre la excepcionalidad de EE. UU. y la seguridad que ofrecen los activos del Tesoro no permiten descartar que esta tensión permanezca elevada, lo que podría mantener presionadas las primas por plazo. Se anticipa que la discusión de la ley podría extenderse hasta agosto, por lo que los efectos negativos podrían persistir durante un tiempo considerable.

Esto nos lleva a adoptar una postura más cautelosa en la duración de nuestro portafolio, buscando protegernos frente a eventuales alzas adicionales en las tasas de largo plazo en EE. UU.

Por su parte, la divergencia entre el aumento de las tasas en EE. UU. y el comportamiento del dólar a nivel global se ha mantenido. Aunque el dólar estuvo más estable en el último mes en comparación con abril, continúa mostrando una tendencia a la baja. Desde nuestro punto de vista, las señales indican que el diferencial de tasas de interés entre EE. UU. y el resto del mundo desarrollado debería seguir favoreciendo a EE. UU., por lo que los impulsos positivos para el dólar continuarían por esta vía. Una vez que se consolide una mayor normalidad en las políticas estadounidenses, esto debería brindar soporte al dólar a nivel global.

Otro factor positivo para los mercados emergentes ha sido la relativa solidez de los precios de las materias primas, especialmente de metales como el cobre (ver gráfico 6). Esto ha contribuido a que la trayectoria del USDCLP se mantenga bastante sostenida, marcando una clara diferencia con respecto a los meses anteriores de mayor volatilidad. A nuestro juicio, el nivel actual del peso chileno está alineado con los fundamentos económicos y las proyecciones para el resto del año. Si bien podríamos observar una mayor compresión en la prima por riesgo local propiciado por mejoras en las perspectivas de cambios en las autoridades políticas, este efecto probablemente se vería compensado por una recuperación parcial del dólar a nivel global y por un leve debilitamiento en los términos de intercambio desde los niveles elevados actuales.

GRÁFICO 4: DÉFICIT FISCAL EE. UU. (% PIB)



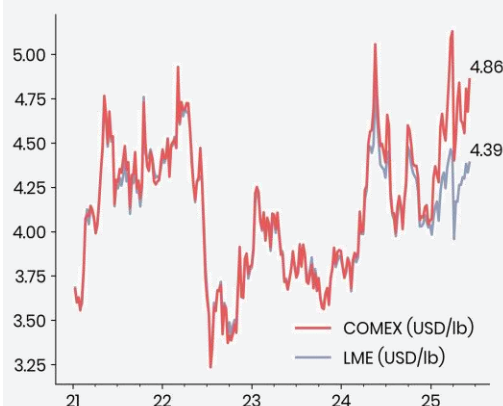
Fuente: Reserva Federal, CBO y Estudios Security.

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



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: PRECIO COBRE (CONTRATO FUTURO GENÉRICO)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

El panorama macroeconómico para Chile no ha cambiado significativamente en el último mes. **La actividad económica se mantiene acoplada en torno al nivel de tendencia, y lo más probable es que se mantenga así por los próximos trimestres. Con todo, el nivel de incertidumbre externa sigue muy elevado,** más allá de cierto respiro que se está observando en los mercados financieros.

En materia de inflación las perspectivas siguen apuntando a finalizar el año en torno a 4%, con la convergencia a la meta de 3% durante 2026. Las medidas subyacentes llevan varios meses con registros acotados (ver gráfico 7). Las expectativas de inflación, que habían subido, se normalizaron y se encuentran en torno a 3% a diferentes plazos, lo que ha sido favorecido por la mantención de un tipo de cambio acotado. **Al no tener grandes diferencias con el mercado mantenemos una posición neutral entre pesos y UFs.**

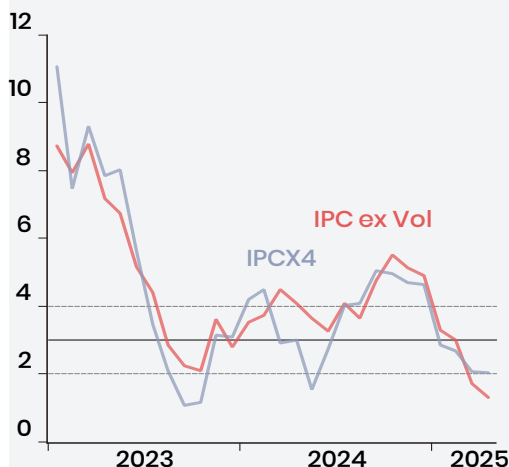
En este contexto, sigue completamente vigente nuestra visión respecto a que el Banco Central retomaría los recortes de TPM durante el tercer trimestre del año. La variable que creemos podría inclinar la balanza hacia un recorte más temprano será la evolución de la inflación en el próximo par de meses, especialmente de las medidas subyacentes. Con todo, en términos de precios de mercado no hace una gran diferencia, el escenario está bastante internalizado de un recorte de 25pb en los próximos tres meses y otros 25pb de aquí a fin de año.

Dentro de los factores que validan este panorama previsto para el mensaje del ente rector se encuentran la mencionada moderación de la inflación subyacente en el margen, la mantención del tipo de cambio en torno a \$940, la visión del propio Banco Central que la tasa neutral es más cercana a 4% y desde el frente externo los eventuales recortes de tasa de interés por parte de la FED. **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 rendimientos mixtos** en el último mes, con la presión alcista concentrada en papeles corporativos más líquidos (ver gráfico 9). Finalizado el proceso de resultados del IT25, **se ratificaron expectativas de estabilidad en márgenes operacionales y liquidez, y las mejoras en rentabilidad (particularmente ROE) y endeudamiento,** que retornan a niveles históricos, destacando las recuperaciones en retail y consumo, y la exclusión de efectos no recurrentes en la industria minera. Las mejoras alcanzadas en los últimos trimestres, en especial en deuda, incluidos desapalancamiento y refinanciamientos a mayor plazo, **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 para próximos reportes, lo que estaría internalizado en valores actuales de spreads, pero con un desafío más concentrado en emisores de menor tamaño y más expuestos al ciclo, que aún mantienen tensiones a nivel de costos financieros y rentabilidad.

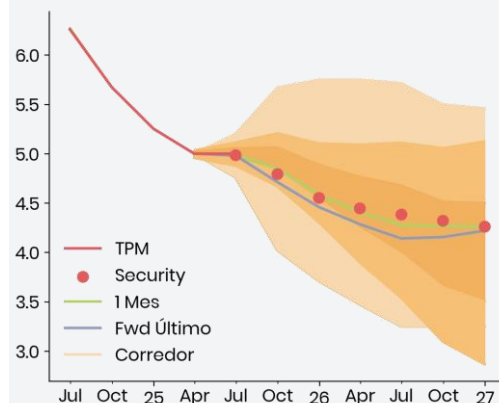
En renta variable local, disminuimos la exposición a Real Estate producto de un bajo atractivo en los cap rates spreads, luego del buen desempeño durante el último año, subponderando al sector, a la vez que aumentamos la exposición a Enel Chile, luego de una destacada entrega de resultados y manteniendo una mayor inclinación hacia un perfil defensivo con espacios de valorización. *(Carteras Accionarias Security Junio 2025).*

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



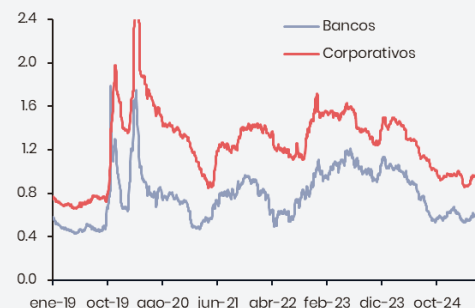
Fuente: INE, Banco Central y Estudios Security.

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 3-jun.-25						
Renta variable (% en dólares)	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Mundo	5.3	4.7	3.5	2	12	34
Desarrollados	5.0	5.0	3.3	2	13	36
EE.UU.	1.6	5.8	2.2	-1	14	41
Eurozona	22.7	2.7	7.8	21	14	32
Reino Unido	15.8	3.8	5.0	12	12	25
Japón	7.8	2.9	5.1	3	6	20
Asia ex Japón*	9.8	4.1	7.1	3	11	15
Emergentes	7.7	1.6	5.5	6	8	17
Asia	6.4	1.7	5.3	4	9	20
China	13.1	1.2	0.3	14	22	20
Latinoamérica	20.8	3.0	13.4	12	-2	-4
Brasil	18.5	2.1	12.2	9	-6	-10
México	26.0	4.8	17.6	19	4	-2
Chile	28.2	1.3	11.9	27	18	22
EMEA**	9.1	0.7	2.7	9	12	18

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)

Desarrollados (DXY)	8.5	0.6	7.0	7	5	5
Euro	9.1	0.5	8.0	8	5	6
Reino Unido	7.4	1.6	6.1	6	6	8
Japón	8.5	0.0	4.3	4	8	-3
Emergentes	5.4	0.6	4.6	5	5	8
Argentina	-14.7	1.3	-11.2	-17	-32	-388
Brasil	8.9	0.9	4.5	7	-8	-14
Chile	5.7	0.2	1.3	3	-4	-18
Colombia	6.8	4.5	0.1	8	-6	4
México	7.9	2.2	7.1	5	-9	-10
Perú	3.6	1.1	1.8	3	3	2
China	2.1	0.1	1.5	2	1	-1

* 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 3-jun.-25							
Swaps moneda local		Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses 24 meses
EE.UU.							
2 años		4.0	-29	12	-2	-21	-86 -53
10 años		4.5	-12	12	28	24	6 77
Chile							
2 años		4.4	-56	-7	-67	-34	-55 -281
10 años		5.1	-36	4	-31	3	-10 -6
Brasil							
2 años		14.0	-196	4	-106	-34	299 305
10 años		13.8	-143	-6	-123	-3	193 254
México							
2 años		7.8	-164	-5	-69	-148	-265 -213
10 años		8.4	-121	-2	-31	-74	-112 0
Alemania 10 años		2.5	16	-1	1	45	-8 13
Francia 10 años		3.2	-1	-6	-5	26	12 25
Italia 10 años		3.5	-1	-12	-10	26	-38 -63
España 10 años		3.2	11	-2	-1	38	-19 -23
Reino Unido 10 años		4.6	5	13	9	38	45 51
Japón 10 años		1.5	39	23	8	41	43 106
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)		365	7	-27	9	6	-5 -71
Latam		504	-17	-37	-6	-12	14 0
Brasil		215	-31	-15	-25	-8	8 -28
Chile		114	0	-9	-17	-4	-5 -25
Colombia		334	4	-50	-4	9	29 -45
México		302	-17	-46	-23	-10	-3 -100
Perú		154	-3	-15	-13	-1	-5 -37
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)		301	13	-19	11	14	5 -86
Asia		273	0	-15	6	5	-16 -109
Europa		488	29	-18	39	22	18 -188
Latam		354	23	-31	18	24	28 -79
Investment Grade		231	16	-16	7	12	26 -45
High Yield		477	34	-49	28	38	36 -115
Brasil		351	1	-41	5	13	11 -104
Chile		262	23	-14	11	13	15 -114
Colombia		522	73	-73	64	74	78 -82
México		336	26	-22	16	20	48 -12
Perú		247	25	-7	15	8	-20 -133
HG EE.UU.		91	9	-14	2	11	3 -48
HY EE.UU.		327	35	-33	33	61	10 -112

Fuente: Bloomberg y Estudios Security

PORTAFOLIOS SECURITY

Indicadores CHILE	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025^e
PIB (Var %)	4.0	0.6	-6.1	11.3	2.2	0.5	2.6	2.3
Tasa de Desempleo (prom %)	7.4	7.2	10.7	8.8	7.9	8.7	8.5	8.0
IPC dic-dic (%)	2.6	3.0	3.0	7.2	12.8	3.9	4.5	4.0
TPM (fdp, %, en \$)	2.8	1.8	0.5	4.0	11.3	8.3	5.0	4.5
BTP-10 base 365d (fdp, % en \$)	4.3	3.3	2.7	5.7	5.3	5.5	5.8	5.9
BTU-10 base 365d (fdp, % en UF)	1.6	0.5	-0.1	2.3	1.7	2.4	2.4	2.7
Tipo de Cambio (fdp, \$/US\$)	696	745	711	850	860	885	992	950
Indicadores GLOBALES	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025^e
Crecimiento Mundial (PPP, %)	3.6	2.9	-2.7	6.6	3.6	3.3	3.2	3.0
Cobre (US\$/Libra, fdp)	296	272	280	423	380	381	405	425
Petróleo WTI (US\$ p/b, fdp)	49	60	47	72	77	72	70	65
Tasa de Fondos Federales (fdp, %)	2.5	1.8	0.3	0.3	4.5	5.5	4.5	4.0
Bono del Tesoro EEUU-10 (fdp, %)	2.8	1.9	0.9	1.5	3.6	4.0	4.4	4.3

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.