



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Julio 2025

Mercados emergentes bien posicionados para el segundo semestre

Resumen

Junio cerró con un panorama más benigno de lo anticipado: la guerra comercial tuvo un impacto inflacionario menor al esperado, lo que permitió una moderación de expectativas tanto del mercado como de los consumidores, mientras que las perspectivas de actividad mejoraron levemente gracias a una mayor confianza, aunque algunos datos efectivos decepcionaron y el mercado laboral mostró señales incipientes de desaceleración. Las tensiones en Medio Oriente generaron volatilidad, y a pesar de la menor tensión siguen representando un riesgo relevante por su potencial efecto en los precios energéticos y en la política monetaria. En China, la actividad mostró mayor resiliencia, con una demanda interna en recuperación y estímulos funcionando, lo que ha llevado a una reversión al alza completa en las proyecciones de crecimiento. Aun así, persisten riesgos: una combinación de menor crecimiento y repunte inflacionario sería particularmente adversa para los portafolios, al limitar el margen de estímulo monetario y restar valor a la renta fija como activo refugio. En lo último, el mercado anticipa más recortes de tasas por parte de la Fed, favorecido por las novedades favorables en la inflación y energía, pero este escenario depende de una mayor debilidad laboral y ausencia de sorpresas al alza en los precios en los próximos meses. A esto se suma el riesgo político, con Trump cuestionando a Powell y la posibilidad de adelantar su reemplazo, lo que podría erosionar la credibilidad de la Fed y aumentar las primas por riesgo.

Visión por clase de activo:

RV EE.UU./Resto del Mundo: Se refuerza una visión más equilibrada para las bolsas de EE.UU. y los mercados emergentes, particularmente en Asia y América Latina, a medida que el impacto de la guerra comercial sobre China ha sido menos negativo que lo esperado. Por su parte, 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.

RF Internacional: Persisten riesgos de empinamiento de la curva debido a la rigidez del tramo largo, influido por la incertidumbre fiscal en EE. UU. y otros cuestionamientos de la institucionalidad y excepcionalismo de esa economía.

Tipo de Cambio: El principal riesgo para el posicionamiento actual proviene de la debilidad del dólar, en lo más reciente impulsada por diferenciales de tasas que se mueven en contra de EE. UU. y factores estructurales como los desequilibrios externos de ese país. De todos modos, el mercado ya descuenta en buena medida un dólar más débil, por lo que no se descarta una reversión parcial ante sorpresas económicas o un peor desempeño en Europa. Por ahora, se mantiene una visión de dólar global algo más fortalecido, con un tipo de cambio que podría acercarse a 950.

RF Local: El panorama macroeconómico en Chile se mantiene estable, con una actividad acoplada a su nivel de tendencia, aunque permanece 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 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: Aumentamos la exposición a Retail, producto de la persistencia de un entorno favorable de resultados en el consumo discrecional, a la vez que excluimos a Real Estate producto de un bajo atractivo en los cap rates spreads, luego del buen desempeño durante el año, subponderando al sector.

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

Junio cerró con un panorama más benigno de lo previsto en relación con la guerra comercial en curso. Los impactos inflacionarios esperados no se materializaron con la intensidad anticipada (ver gráfico 1). En consecuencia, tanto las expectativas de inflación del mercado como las de los consumidores continuaron moderándose respecto de los niveles elevados observados en abril. Al mismo tiempo, las perspectivas de actividad económica mejoraron en el margen, impulsadas por una mayor confianza de consumidores y empresas. Sin embargo, algunos indicadores efectivos sorprendieron negativamente y el mercado laboral mostró signos incipientes de desaceleración. **Aunque no se descartan episodios de tensión —particularmente en esta fase final de las negociaciones entre EE.UU. y sus socios comerciales—, el conflicto parece estar encaminándose hacia una resolución menos disruptiva de lo que se anticipaba anteriormente.**

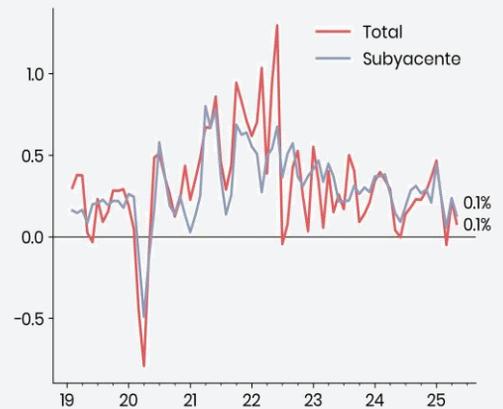
En paralelo al conflicto comercial, las tensiones en Medio Oriente cobraron relevancia durante junio, con enfrentamientos que superaron las expectativas del mercado. Si bien estos eventos generaron volatilidad en los activos financieros, los movimientos fueron más acotados de lo que se podría haber previsto y, tras la resolución de las tensiones, los mercados recuperaron buena parte del terreno perdido. **No obstante, este frente continúa representando un riesgo de cola significativo.** Un shock de oferta prolongado tendría implicancias relevantes sobre los precios de las materias primas energéticas, lo que probablemente desencadenaría un aumento en los costos globales y requeriría una respuesta de política monetaria por parte de los principales bancos centrales, con efectos directos sobre las valoraciones de los activos financieros.

En China, el panorama ha resultado menos adverso de lo anticipado. La economía ha mostrado aparentemente mayor capacidad para redirigir sus exportaciones, mitigando en parte el impacto de las restricciones externas. Al mismo tiempo, la demanda interna ha comenzado a ganar tracción de forma gradual, apoyada por medidas de estímulo por parte de las autoridades. Si bien estos estímulos permanecen contenidos en comparación con ciclos anteriores, su implementación ha ganado impulso y podrían intensificarse si las condiciones lo requieren. De hecho, **las expectativas de crecimiento para este año han experimentado un giro relevante, retornando a niveles similares a los observados antes del denominado Liberation Day (ver gráfico 2).**

A pesar de los avances recientes, los riesgos e incertidumbres permanecen elevados. No puede descartarse un deterioro más marcado en las cifras de crecimiento y empleo. Del mismo modo, las sorpresas positivas en inflación podrían revertirse con rapidez. **Una combinación de menor crecimiento y mayor inflación configuraría el escenario más adverso para los portafolios, ya que limitaría significativamente el margen de acción de los bancos centrales para implementar estímulos.** En tal contexto, los activos de renta fija perderían parte de su capacidad para actuar como amortiguador, afectando negativamente la diversificación y el desempeño general de las carteras.

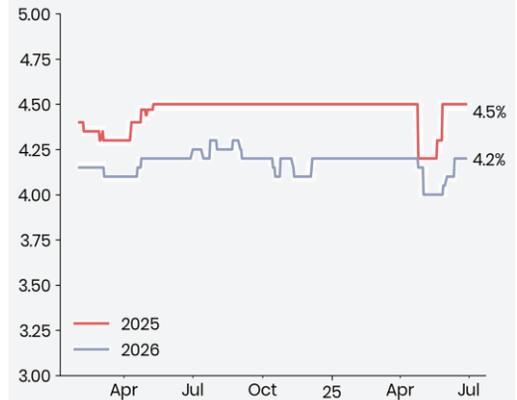
Pese a que la economía ha mostrado resiliencia, el mercado ha comenzado a incorporar una mayor probabilidad de recortes por parte de la Reserva Federal (ver gráfico 3). Este ajuste en las expectativas responde a las buenas señales en la inflación, la reciente caída en los precios de la energía y comentarios de algunos miembros del FOMC que sugieren una mayor disposición a flexibilizar la política monetaria. **Para que el mercado avance en esa dirección, sería necesario observar una debilidad más clara en el mercado laboral y que, durante los próximos meses no se registren sorpresas inflacionarias al alza.**

GRÁFICO 1: INFLACIÓN IPC EE. UU. (M/M, %)



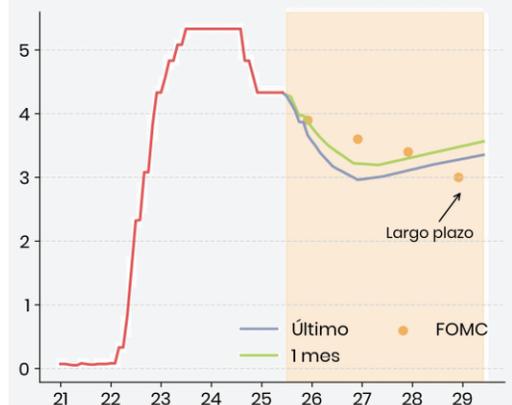
Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

GRÁFICO 2: CONSENSO CRECIMIENTO PIB CHINA (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: TPM EE. UU. (FED FUNDS, %)



Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

Un factor que ha ganado atención recientemente es el creciente nivel de cuestionamientos de Donald Trump hacia Jerome Powell, al punto de sugerir la posibilidad de adelantar el nombramiento de su sucesor. Este escenario plantea el riesgo de una politización excesiva de la Reserva Federal, lo que podría derivar en un giro hacia una postura significativamente más *dovish*. Si bien ello podría relajar inicialmente las condiciones financieras, se lograría a costa de erosionar la credibilidad de la institución, lo que probablemente se traduciría en un aumento de las primas por riesgo exigidas a los activos de renta fija.

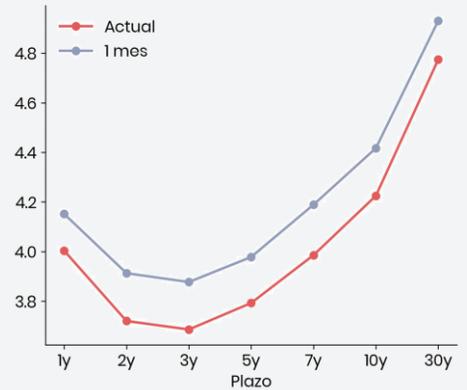
En el contexto actual, donde los escenarios más extremos asociados a la guerra comercial y las tensiones en Medio Oriente han perdido intensidad, y donde la economía continúa mostrando resiliencia, las perspectivas para los activos de renta variable versus renta fija lucen algo más equilibradas. Además, la Reserva Federal parece contar con mayor flexibilidad para recortar tasas en caso de que se de una moderación mayor del mercado laboral. En este marco, tanto la renta fija como la renta variable se benefician de un entorno menos adverso. Asimismo, el principal riesgo para los portafolios sigue siendo que la inflación repunte, lo que obligaría a la Fed a mantener una postura más restrictiva. En ese caso, la renta fija perdería parte de su valor como activo de cobertura, al enfrentarse a presiones al alza en las tasas de interés.

Adicionalmente, se refuerza una visión más equilibrada para las bolsas de EE.UU. y los mercados emergentes, particularmente en Asia y América Latina, a medida que el impacto de la guerra comercial sobre China ha sido menos negativo que lo esperado. Asimismo, un reflejo adicional de este mayor margen de maniobra es la capacidad de negociación que ha demostrado China en las últimas conversaciones comerciales con EE. UU.

Los riesgos asociados a un empinamiento de la curva continúan presentes, principalmente porque el tramo largo muestra mayor rigidez en comparación con ciclos anteriores. Esto responde, en parte, a la persistente incertidumbre fiscal en EE.UU. A este factor se suma la posibilidad de un nombramiento anticipado del sucesor de Jerome Powell, que —de ser percibido como excesivamente politizado— podría alimentar expectativas de inflación de largo plazo y elevar las primas por riesgo exigidas por los inversionistas, reforzando la presión sobre la parte larga de la curva (ver gráfico 4).

Uno de los principales riesgos para nuestro posicionamiento actual proviene de la evolución reciente del dólar a nivel global (ver gráfico 5), el cual ha mantenido una tendencia bajista, acentuada recientemente por el movimiento de los diferenciales de tasas en contra de EE.UU. Existen factores estructurales que respaldan un dólar más débil frente a los niveles de sobrecompra observados a comienzos de año, especialmente aquellos vinculados a la necesidad de una moneda más depreciada para corregir desequilibrios externos —como el déficit en cuenta corriente y, en cierta medida, el déficit fiscal— en un contexto en que los flujos de inversión hacia EE.UU. han comenzado a desacelerarse. Sin embargo, esta visión parece estar ampliamente internalizada por el mercado, con posicionamientos ya bastante inclinados hacia un dólar débil. **No sería sorprendente ver una reversión parcial de esta depreciación, ya sea por un desempeño relativo más débil de Europa, o por eventuales sorpresas al alza en los datos de inflación o actividad económica en EE.UU. Por el momento, mantenemos una visión de un dólar algo más fortalecido respecto de los niveles actuales, consistente con un tipo de cambio que podría desplazarse hacia 950, apoyado por un tipo de cambio real que mantiene desvíos menores, sobre todo en términos relativos (ver gráfico 6).**

GRÁFICO 4: CURVA SOBERANA EE. UU. (%)



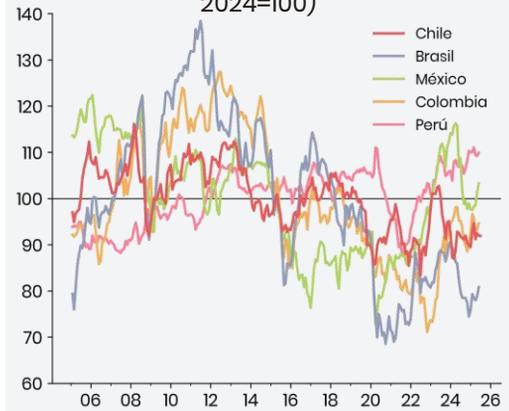
Fuente: Reserva Federal, CBO y Estudios Security.

GRÁFICO 5: DÓLAR A NIVEL GLOBAL (ÍNDICE DXY)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

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



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

A nivel local, el panorama macroeconómico ha permanecido prácticamente sin variaciones. **El ritmo de la actividad sigue alineado con su nivel de tendencia y es poco probable que experimente cambios notables en los próximos trimestres. Sin embargo, la elevada incertidumbre global continúa vigente,** pese al alivio temporal que reflejan los mercados financieros.

En lo que respecta a la inflación, las proyecciones siguen indicando que cerrará el año en torno a 4%, para luego converger hacia la meta del 3% en 2026. Los indicadores de inflación subyacente se han mantenido acotados durante varios meses, a pesar del leve repunte que hubo en el último registro (ver gráfico 7). Las expectativas de inflación siguen rondando el 3% en distintos horizontes, apoyadas por la estabilidad del tipo de cambio. **Dado que nuestras previsiones coinciden con las del mercado, adoptamos una posición neutral entre pesos y UFs.**

En este contexto, sigue completamente vigente nuestra visión respecto a que el Banco Central retomarí los recortes de TPM durante el tercer trimestre del año, en línea con lo implícito en los precios de mercado y en el reciente IPOM (ver gráfico 8).

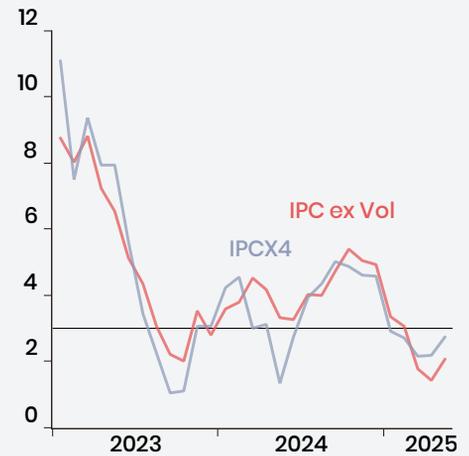
Dentro de los factores que validan este se encuentran la mencionada moderación de la inflación subyacente en el margen, la mantención del tipo de cambio en torno a \$940, la visión del propio Banco Central que la tasa neutral es más cercana a 4% y desde el frente externo los eventuales recortes de tasa 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 locales vuelven a presentar rendimientos mixtos en el último mes, con la presión alcista concentrada en papeles de mayor riesgo (ver gráfico 9). El proceso de resultados del IT25 **ratificó 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, transporte 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, aumentamos la exposición a Retail, incorporando a Ripley a la cartera (3 p.p), producto de la persistencia de un entorno favorable de resultados en el consumo discrecional, junto a valorar la mayor diversificación de la compañía lograda durante los últimos años y una valorización más atractiva frente a sus comparables, a la vez que excluimos a Real Estate (-3 p.p) producto de un bajo atractivo en los cap rates spreads, luego del buen desempeño durante el año, subponderando al sector. ([Carteras Accionarias Security Julio 2025](#)).

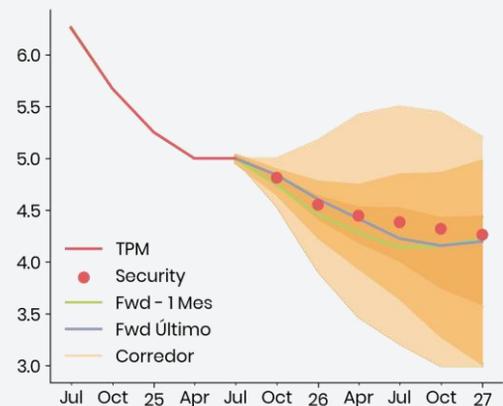
GRÁFICO 7: IPC SUBYACENTE

(pmt var % mensual sa, anualizado)



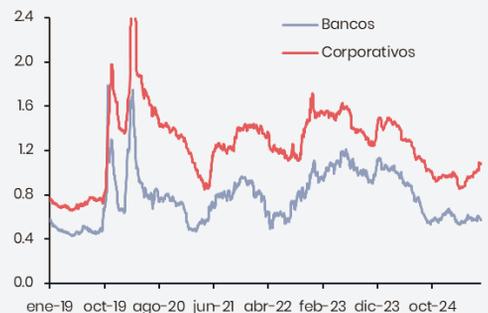
Fuente: INE, Banco Central y Estudios Security.

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 1-jul.-25	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	9.0	3.9	10.2	9	14	34
Desarrollados	8.5	3.6	10.2	8	14	35
EE.UU.	5.5	4.4	10.4	5	14	40
Eurozona	25.3	1.9	10.6	25	21	30
Reino Unido	17.3	1.4	7.2	17	16	25
Japón	10.2	1.3	10.5	10	11	22
Asia ex Japón*	12.5	2.8	11.4	12	15	16
Emergentes	14.3	6.5	10.7	14	13	22
Asia	13.3	7.0	11.4	13	13	26
China	15.6	3.7	0.2	16	30	22
Latinoamérica	27.2	5.8	12.5	27	8	-5
Brasil	25.9	7.0	10.6	26	5	-11
México	30.4	3.2	18.3	30	10	-2
Chile	31.5	3.4	8.7	31	31	21
EMEA**	13.7	4.1	5.5	14	16	20
Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)	10.8	1.9	7.1	11	9	6
Euro	12.1	2.9	8.2	12	9	7
Reino Unido	8.7	1.2	5.8	9	8	8
Japón	8.7	-0.5	3.9	9	11	1
Emergentes	6.8	1.5	5.2	7	7	9
Argentina	-18.2	-3.3	-13.6	-18	-33	-373
Brasil	11.7	3.8	3.8	12	3	-14
Chile	6.9	1.3	1.7	7	2	-16
Colombia	8.6	3.1	2.9	9	3	4
México	10.2	2.3	7.9	10	-2	-10
Perú	5.3	1.7	3.0	5	7	2
China	2.4	0.6	1.6	2	2	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 1-jul.-25	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	3.8	-47	-17	-9	-47	-100	-116
10 años	4.2	-33	-21	9	-33	-23	39
Chile							
2 años	4.4	-62	-4	-48	-62	-94	-205
10 años	5.1	-40	-4	-20	-40	-33	5
Brasil							
2 años	13.7	-221	-26	-110	-221	194	335
10 años	13.3	-197	-59	-144	-197	89	255
México							
2 años	7.8	-163	-2	-34	-163	-259	-196
10 años	8.4	-127	-9	-19	-127	-118	27
Alemania 10 años	2.6	22	5	-12	22	-4	14
Francia 10 años	3.2	7	6	-15	7	-10	28
Italia 10 años	3.5	-5	-6	-32	-5	-63	-66
España 10 años	3.2	16	5	-11	16	-26	-28
Reino Unido 10 años	4.4	-13	-22	-21	-13	22	7
Japón 10 años	1.4	29	-12	-11	29	33	99
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)							
356	356	-1	-15	-16	-1	-47	-48
Latam							
Brasil	206	-39	-12	-25	-39	-16	-21
Chile	113	-2	-4	-16	-2	-8	-16
Colombia	344	14	2	-7	14	28	-17
México	280	-39	-29	-43	-39	-46	-88
Perú	149	-8	-8	-19	-8	-8	-19
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)							
298	298	9	-6	-3	9	-5	-68
Asia							
268	268	-5	-6	-12	-5	-30	-98
Europa							
461	461	2	-31	-10	2	-13	-148
Latam							
353	353	22	-6	5	22	20	-49
Investment Grade							
225	225	10	-10	-2	10	12	-30
High Yield							
481	481	38	0	12	38	35	-71
Brasil							
366	366	16	11	10	16	18	-57
Chile							
262	262	23	-5	5	23	28	-87
Colombia							
511	511	63	-14	24	63	68	-41
México							
322	322	13	-18	-9	13	21	-13
Perú							
237	237	15	-13	16	15	-20	-97
HG EE.UU.							
89	89	7	-2	-9	7	-5	-40
HY EE.UU.							
304	304	12	-23	-46	12	-17	-95

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	8.5
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	2.9
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 mantuviere 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.