



5.6631  
9.334  
4.25647  
7.2235  
5.6631

# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Agosto 2025

## Mayor claridad en aranceles, cambia el foco hacia sus efectos

### Resumen

Los recientes datos económicos en EE. UU. han debilitado la percepción de resiliencia de su economía. El PIB del segundo trimestre mostró una moderación en la actividad, acentuada por una fuerte caída en el consumo. Más relevante fue el débil informe laboral, con cifras revisadas a la baja, que muestran un mercado laboral más golpeado. Además, la destitución de la directora de la oficina de estadísticas acrecienta las dudas sobre la independencia de instituciones clave, lo que podría seguir tensionando las primas por riesgo exigidas para los activos de EE. UU. Por otra parte, persisten tensiones en la guerra comercial, pese a los avances en acuerdos con algunos países. Un anuncio clave fue el arancel de 50% a productos de cobre, que excluye cáttodos, favoreciendo a países como Chile. No obstante, se sigue anticipando algo de presiones a la baja en el precio del metal hacia el final del año. En EE. UU., a pesar de que no se han materializado aumentos de precios significativos asociados a las tarifas, la inflación sigue por sobre la meta, con presiones recientes desde los bienes y con traspasos a bienes finales de los mayores costos tarifarios que no se pueden descartar. La Fed mantuvo su tasa y se mostró cauta respecto a estos riesgos. Con todo, el mercado vuelve a anticipar posibles recortes desde septiembre, en respuesta al enfriamiento del mercado laboral.

### Visión por clase de activo:

**RV EE.UU./Resto del Mundo:** El rezago que mostró la bolsa chilena durante el último mes la ha llevado a niveles más alineados con las estimaciones de valor justo, según las valorizaciones fundamentales de sus principales compañías. Esto sugiere la conveniencia de tomar utilidad y adoptar una posición más neutral en este mercado. Por su parte, aunque la renta variable estadounidense tuvo un buen desempeño en el último mes, aún existe margen de recuperación si se excluye el efecto positivo de las grandes tecnológicas. En este contexto, se mantiene una visión favorable para este mercado.

**RF Internacional:** La caída de las tasas, posterior a los datos más débiles de la economía, hace ver menos atractivo la duración en la parte larga de la curva. Las mayores primas por plazo asociadas al riesgo fiscal y cuestionamientos acerca de la calidad de las instituciones de EE. UU. siguen apuntando a riesgos al alza para las tasas.

**Tipo de Cambio:** El tipo de cambio se depreció importantemente en el último mes y actualmente transa en niveles por sobre nuestras estimaciones de valor justo. Hacia fines de año, proyectamos un tipo de cambio en torno a 950 pesos por dólar, principalmente como reflejo de un mayor diferencial de tasas a favor de Chile, producto de los recortes esperados por parte de la Fed.

**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% los primeros meses de 2026. Las medidas subyacentes siguen acotadas y las expectativas de inflación en torno a 3%. Se espera que el Banco Central vuelva a recortar la TPM en la reunión de septiembre, junto con la entrega del nuevo IPoM y su diagnóstico actualizado del panorama local e internacional. Con todo, este panorama ya está internalizado en los precios de mercado, por lo que no vemos grandes oportunidades en la curva nominal.

**RV Local:** Disminuimos la exposición a Enel Chile, aumentando en 2 p.p la ponderación en Enelam, donde se ve un mejor escenario hídrico en Colombia, a la vez que incorporamos a Enelam en la cartera. Por otro lado, aumentamos la posición de LTM en nuestras carteras producto de cifras de tráfico que continúan positivas junto a costos de combustibles que se mantienen favorables.

**César Guzmán B.**  
Gerente Macroeconomía  
[cesar.guzman@security.cl](mailto:cesar.guzman@security.cl)

**Eduardo Salas V.**  
Economista Senior  
[eduardo.salas@security.cl](mailto:eduardo.salas@security.cl)

**Paulina Barahona N.**  
Subgerente Renta Fija Corporativa  
[paulina.barahona@security.cl](mailto:paulina.barahona@security.cl)

**Nicolás Libuy I.**  
Subgerente Renta Variable Local  
[nicolas.libuy@security.cl](mailto:nicolas.libuy@security.cl)

**Marcela Calisto H.**  
Economista  
[marcela.calisto@security.cl](mailto:marcela.calisto@security.cl)

Los últimos días han estado marcados por una seguidilla de eventos que han cambiado el tono de las señales sobre el dinamismo de la economía estadounidense. Hasta hace pocas semanas, el consenso era que la resiliencia de EE. UU. seguía siendo incuestionable. Sin embargo, esta visión comenzó a tambalear tras la publicación de los últimos datos de actividad, en particular el PIB del segundo trimestre y, con más fuerza, el reporte de empleo más reciente. Si se eliminan los efectos distorsionadores asociados a cambios en tarifas, **el panorama apunta a una economía que se habría moderado durante el primer semestre**, con una caída marcada en el consumo de los hogares. Aún más revelador fue el informe laboral, que no solo sorprendió a la baja, sino que además incluyó revisiones negativas para meses anteriores, **situando la creación de empleo en niveles que lucen inconsistentes con una economía en equilibrio** (ver gráfico 1).

Este débil informe laboral coincidió con señales preocupantes respecto de la calidad institucional en EE. UU., ante la destitución de la directora de la oficina de estadísticas, esto causa preocupación particularmente en relación con la independencia de órganos clave desde la perspectiva del inversionista. **Estos eventos podrían contribuir a mantener primas por riesgo más elevadas en los activos estadounidenses, al menos en el corto plazo.**

Por otro lado, la guerra comercial ha seguido siendo protagonista. **Aunque se han alcanzado ciertos acuerdos bilaterales** —con la Eurozona, Japón, Vietnam, entre otros— que **han ayudado a calmar parcialmente los ánimos, aún persisten focos de tensión relevantes** (ver gráfico 2). Entre ellos destacan las negociaciones con China, México y Canadá, además de las investigaciones en curso sobre posibles aranceles a bienes de sectores específicos.

Un anuncio que generó especial atención fue la imposición de un arancel del 50% a las importaciones de cobre, el cual se aplicaría principalmente a productos semiterminados, excluyendo a los cátodos de cobre. Esta medida resulta favorable para países como Chile, considerando la composición de su matriz exportadora. En términos del impacto de corto plazo sobre el mercado global del cobre, las implicancias no se modifican de forma sustantiva versus lo evaluado en los meses anteriores. **Lo más relevante sigue siendo el menor déficit proyectado hacia finales de año en el mercado internacional**, como consecuencia de las compras anticipadas realizadas por parte de importadores estadounidenses, durante la primera mitad del año, **lo que generaría una presión moderada a la baja sobre los precios**, en lo que sigue siendo un mercado dominado por la baja oferta.

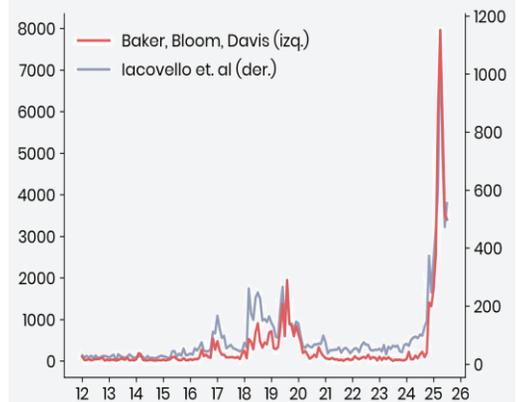
**En EE. UU., el esperado impacto inflacionario de las tarifas, por ahora, se ha mantenido contenido**, contrastando con los efectos más rápidos en los precios del episodio anterior de guerra comercial. **Sin embargo, no se descarta que este efecto gane tracción en los próximos meses**, como anticipan las expectativas del mercado (ver gráfico 3) considerando que las nuevas tarifas se han implementado de forma progresiva; y también por el rol que jugaría el uso de inventarios adelantados.

GRÁFICO 1: CREACIÓN DE PUESTOS DE TRABAJOS EE. UU. (M/M)



Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

GRÁFICO 2: INCERTIDUMBRE POLÍTICA COMERCIAL (ÍNDICE)



Fuente: www.policyuncertainty.com y Estudios Security.

GRÁFICO 3: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EE. UU. MERCADO (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

En términos más amplios, **la inflación sigue por encima de la meta y recientemente ha mostrado señales de repunte**. La dinámica actual se caracteriza por una moderación en los precios de los servicios, mientras que los bienes comienzan a presionar al alza (ver gráfico 4). **Esto mantiene la cautela respecto a un posible desanclaje inflacionario**, lo que fue reflejado en la última reunión de la Reserva Federal. Si bien el banco central reconoció la desaceleración económica del primer semestre, optó por mantener su tasa en un nivel moderadamente restrictivo, en atención a los riesgos asociados a las políticas gubernamentales y su eventual impacto en precios.

Dicho eso, **las crecientes señales de debilidad en el mercado laboral abren espacio para cuestionar hasta qué punto será sostenible esa postura monetaria**. El mercado ya ha comenzado a incorporar nuevamente expectativas de recortes de tasas similares a las que se proyectaban hace algunos meses (ver gráfico 5). **Desde nuestra perspectiva, salvo sorpresas en los próximos datos de empleo e inflación, la probabilidad de una baja en septiembre es elevada, con espacio incluso para un segundo recorte antes de que termine el año**.

**En este contexto, los mercados accionarios continuaron mostrando retornos positivos** durante el último mes, liderados nuevamente por EE. UU., donde las grandes tecnológicas han tenido un rol protagónico. Sin embargo, si se excluyen estas compañías, las valorizaciones del índice americano continúan con un cierto castigo versus inicios de año, al igual que lo que se encuentra en otros activos.

El dólar, en tanto, se fortaleció levemente a nivel global, presionando a las monedas de países emergentes. **De todos modos todavía se mantiene una brecha importante versus los que indican los diferenciales de tasas de interés versus otros países desarrollados** (ver gráfico 6).

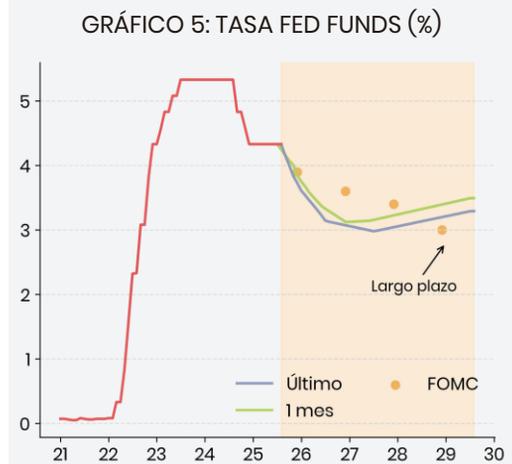
**A nivel local, el mercado accionario se rezagó**, anotando un retorno negativo que dejó al **índice más en línea con nuestras estimaciones de valor justo**. Esto nos lleva a **neutralizar la exposición en acciones chilenas**, mientras mantenemos una posición larga en renta variable estadounidense.

**Este aumento en la renta variable local se compensa con una menor exposición a renta fija internacional, especialmente en tramos con mayor duración**, aprovechando la caída importante de las curvas después del reporte de empleo. Esto reafirma nuestra visión de que las tasas de largo plazo enfrentan riesgos y tienen un espacio más acotado a la baja que en episodios anteriores, dado las mayores primas por plazo exigidas. Este escenario se ve reforzado por los eventos recientes en EE. UU. que, siguen dando cuenta de una calidad institucional más débil.

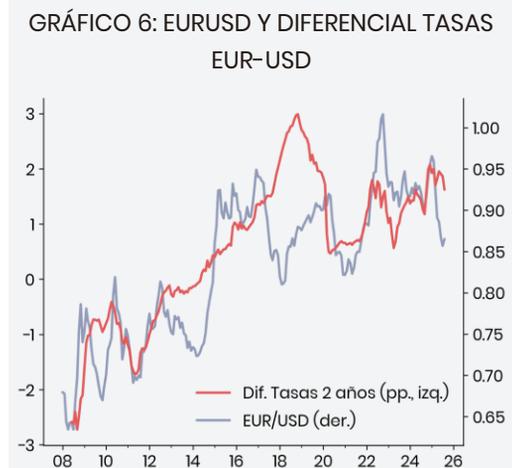
Finalmente, **estos ajustes también permiten capturar un movimiento favorable del portafolio hacia el peso chileno, que actualmente transa en niveles algo por sobre nuestras estimaciones de valor justo**. Hacia fines de año, **proyectamos un tipo de cambio en torno a 950 pesos por dólar**, principalmente como reflejo de un mayor diferencial de tasas a favor de Chile, producto de los recortes esperados por parte de la Fed.



Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

La incertidumbre sobre el panorama global sigue elevada, aunque las condiciones financieras no se han deteriorado tanto como se preveía. Con todo, el impulso externo no ha cambiado significativamente en lo que va del año, lo que nos lleva a **mantener la visión de una actividad económica a nivel local que sigue alineada con su crecimiento de tendencia** y es poco probable que experimente cambios significativos en los próximos trimestres.

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

La trayectoria prevista para la inflación, junto con los registros de IPC subyacente contenidos, llevó al Banco Central a retomar los recortes de TPM en su reunión de julio, en línea con lo previsto, y **entregar un mensaje de una convergencia de la tasa referencial a los valores neutrales en los próximos meses**, también acorde a lo anticipado tanto por nosotros como por los precios de mercado (ver gráfico 8).

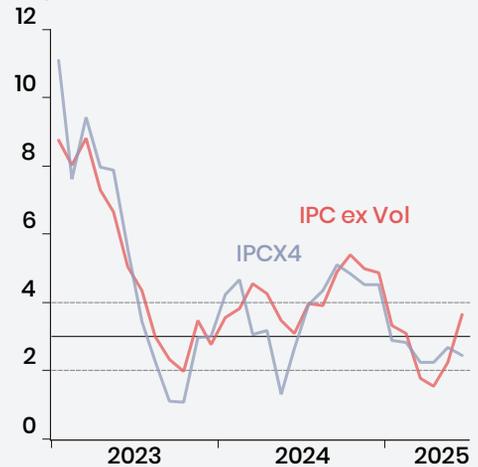
Así, **es muy probable que la autoridad monetaria vuelva a recortar la TPM en la reunión de septiembre**, junto con la entrega del nuevo IPoM y su diagnóstico actualizado del panorama local e internacional, destacando el eventual recorte de tasas por parte de la Reserva Federal. Con todo, **este panorama ya está internalizado en los precios de mercado, por lo que no vemos grandes oportunidades en la curva nominal**.

En julio, **los spreads corporativos locales mantuvieron cierta presión**, concentrada en emisores de categorías de mayor riesgo (ver gráfico 9). Tras un proceso de resultados al 1T25 que **ratificó expectativas de estabilidad en márgenes operacionales y liquidez, junto a mejoras en rentabilidad y endeudamiento**, para el 2T25 **no esperamos ajustes relevantes** respecto a estos indicadores, ante tendencias que ratifican repuntes en sectores ligados a demanda interna, que contrarrestan bajas en industrias exportadoras. En este sentido, creemos que a nivel local contaríamos con **un buen soporte para los focos de riesgo** que se podrían enfrentar en lo que resta del año, en particular tipo de cambio y tasas. En general, estos movimientos acotados en ratios financieros estarían internalizados en valores actuales de spreads, con un desafío mayor en compañías de menor tamaño y más expuestas al ciclo, que aún mantienen tensiones a nivel de costos financieros y rentabilidad.

**En renta variable local**, disminuimos la exposición a Enel Chile, aumentando en 2 p.p la ponderación en Enelam, donde se ve un mejor escenario hídrico en Colombia, a la vez que incorporamos a Enelam en la cartera. Por otro lado, aumentamos la posición de LTM en nuestras carteras producto de cifras de tráfico que continúan positivas junto a costos de combustibles que se mantienen favorables ([Carteras Accionarias Security Agosto 2025](#)).

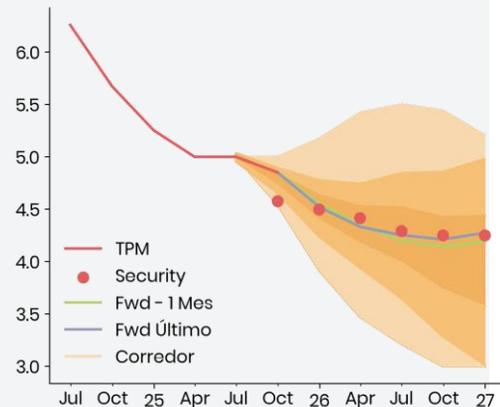
GRÁFICO 7: IPC SUBYACENTE

(pmt var % mensual sa, anualizado)



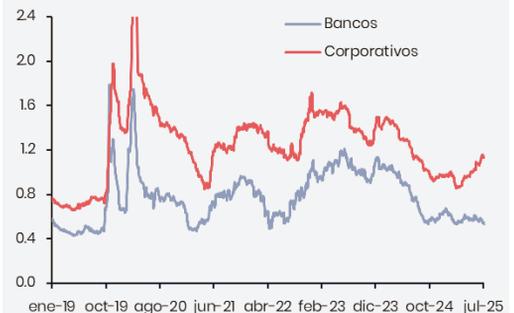
Fuente: INE, Banco Central y Estudios Security.

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 5-ago.-25	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Renta variable (% en dólares)</b>						
<b>Mundo</b>	10.2	0.8	9.6	6	22	34
<b>Desarrollados</b>	9.6	0.7	9.6	6	22	35
EE.UU.	7.3	1.2	11.7	4	22	40
Eurozona	23.6	-1.8	3.5	15	25	29
Reino Unido	18.6	1.8	6.3	13	18	26
Japón	10.6	2.9	5.6	9	27	23
Asia ex Japón*	14.2	1.8	8.3	11	21	19
<b>Emergentes</b>	15.9	1.6	9.3	14	23	23
Asia	15.2	2.2	10.1	14	24	26
China	21.9	5.8	9.0	19	44	23
Latinoamérica	21.5	-4.2	3.7	11	8	-8
Brasil	18.3	-5.8	2.0	5	2	-14
México	27.0	-2.2	5.6	22	16	-3
Chile	26.2	-3.1	-0.3	13	33	15
EMEA**	16.9	1.6	7.9	12	21	21
<b>Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)</b>						
<b>Desarrollados (DXY)</b>	8.9	-1.3	1.1	8	4	3
Euro	10.5	-1.5	2.0	10	5	5
Reino Unido	5.7	-2.6	-0.1	6	4	4
Japón	6.2	-1.1	-2.6	3	-3	-4
<b>Emergentes</b>	5.7	-1.1	0.9	5	5	8
Argentina	-29.7	-5.9	-11.6	-27	-43	-373
Brasil	11.0	-0.4	3.2	5	4	-12
Chile	3.2	-2.4	-2.5	0	-1	-13
Colombia	7.2	-1.2	4.9	2	2	-1
México	10.2	-0.4	4.7	9	4	-10
Perú	5.5	0.3	3.0	4	5	4
China	2.1	-0.2	0.1	1	-1	0

\* 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-ago.-25	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Swaps moneda local</b>							
<b>EE.UU.</b>							
2 años	3.7	-53	-19	-12	-47	-17	-104
10 años	4.2	-38	-20	-15	-22	41	12
<b>Chile</b>							
2 años	4.4	-62	-1	-13	-84	-45	-154
10 años	5.1	-38	-3	1	-50	15	-7
<b>Brasil</b>							
2 años	13.7	-218	-9	-18	-125	256	365
10 años	13.7	-151	27	-14	-81	221	283
<b>México</b>							
2 años	7.7	-174	-12	-15	-115	-204	-227
10 años	8.3	-129	-10	-10	-73	-67	-34
<b>Alemania 10 años</b>	2.6	28	-2	10	27	45	3
<b>Francia 10 años</b>	3.3	10	-4	5	21	32	16
<b>Italia 10 años</b>	3.4	-7	-7	-18	-5	-28	-81
<b>España 10 años</b>	3.2	15	-6	3	18	12	-43
<b>Reino Unido 10 años</b>	4.5	-6	-7	2	8	72	15
<b>Japón 10 años</b>	1.5	37	1	21	18	68	84
<b>Spreads soberanos USD</b>							
<b>Emergentes (EMBIG)</b>	346	-12	1	-46	1	-92	-47
<b>Latam</b>	475	-46	1	-66	-19	-131	19
Brasil	209	-37	9	-21	-8	-38	1
Chile	111	-4	7	-12	-15	-37	-13
Colombia	316	-14	-7	-69	-15	-23	-1
México	263	-56	-11	-85	-54	-91	-104
Perú	144	-13	4	-25	-17	-46	-21
<b>Spreads corporativos USD (puntos base)</b>							
<b>Emergentes (CEMBI)</b>	290	1	-2	-30	-4	-40	-75
<b>Asia</b>	258	-16	-9	-30	-19	-58	-121
<b>Europa</b>	443	-16	-7	-63	0	-81	-150
<b>Latam</b>	350	20	5	-35	8	-15	-35
Investment Grade	222	7	6	-25	4	-28	-23
High Yield	483	40	9	-43	18	8	-40
Brasil	368	18	7	-24	-9	-8	-42
Chile	252	13	1	-24	9	-30	-61
Colombia	488	40	-10	-106	47	-3	-15
México	322	12	8	-36	8	-4	-8
Perú	228	5	1	-26	3	-63	-97
<b>HG EE.UU.</b>	82	0	1	-23	-1	-30	-40
<b>HY EE.UU.</b>	298	6	12	-62	29	-95	-99

Fuente: Bloomberg y Estudios Security

# PORTAFOLIOS SECURITY

<b>Indicadores CHILE</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025°</b>	<b>2026°</b>
PIB (Var %)	4.0	0.6	-6.1	11.3	2.2	0.5	2.6	2.3	2.5
Tasa de Desempleo (prom %)	7.4	7.2	10.7	8.8	7.9	8.7	8.5	8.5	8.5
IPC dic-dic (%)	2.6	3.0	3.0	7.2	12.8	3.9	4.5	4.0	3.0
TPM (fdp, %, en \$)	2.8	1.8	0.5	4.0	11.3	8.3	5.0	4.5	4.3
BTP-10 base 365d (fdp, % en \$)	4.3	3.3	2.7	5.7	5.3	5.5	5.8	5.9	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	2.7
Tipo de Cambio (fdp, \$/US\$)	696	745	711	850	860	885	992	950	960
<b>Indicadores GLOBALES</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025°</b>	<b>2026°</b>
Crecimiento Mundial (PPP, %)	3.6	2.9	-2.7	6.6	3.6	3.3	3.2	2.9	3.0
Cobre (US\$/Libra, fdp)	296	272	280	423	380	381	405	425	435
Petróleo WTI (US\$ p/b, fdp)	49	60	47	72	77	72	70	65	65
Tasa de Fondos Federales (fdp, %)	2.5	1.8	0.3	0.3	4.5	5.5	4.5	4.0	3.3
Bono del Tesoro EEUU-10 (fdp, %)	2.8	1.9	0.9	1.5	3.6	4.0	4.4	4.3	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.