



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios
Septiembre 2025

Moderado apetito por riesgo para la última parte del año

Resumen

La coyuntura económica internacional continúa marcada por las políticas de Trump, cuyo giro proteccionista mantiene al comercio global en tensión, aunque con menor incertidumbre tras la definición de gran parte de los aranceles. El foco de los mercados se ha desplazado desde la amenaza de nuevos gravámenes hacia la evaluación de los impactos concretos de este proteccionismo sobre la actividad y la inflación. En EE. UU., el endurecimiento migratorio ha reducido la fuerza laboral, conteniendo artificialmente el desempleo pese al deterioro en creación de empleo y contrataciones. Esto refleja una economía en desaceleración, con un crecimiento proyectado para la segunda parte del año más débil al observado tras la pandemia, aunque sin señales de recesión abrupta. En este contexto, el cambio en el balance de riesgos de la Reserva Federal, explicitado en Jackson Hole, abrió la puerta a recortes de tasas desde septiembre, siempre que los datos de empleo no sorprendan al alza, lo que ya está incorporado en precios. Sin embargo, la inflación persiste sobre la meta y el traslado de mayores costos arancelarios a los precios sigue siendo un riesgo latente, a pesar de que las expectativas de largo plazo permanecen ancladas. A este cuadro se suma la presión política de Trump sobre la independencia de la Fed, con intentos de intervención, en paralelo a la expansión fiscal que eleva déficits, lo que el mercado ha expresado en mayores primas por plazo y un empinamiento de la curva de rendimientos. Finalmente, la resiliencia de China emerge como factor clave: su mayor dinamismo ha sostenido los precios de materias primas, lo que constituye un apoyo relevante para economías emergentes, incluidas las latinoamericanas, que dependen de ese impulso externo.

Visión por clase de activo:

RV EE.UU./Resto del Mundo: Seguimos favoreciendo un posicionamiento en EE. UU., considerando que aún existe espacio para recuperar valorizaciones perdidas tras las caídas de comienzos de año, margen que luce más acotado en otros mercados. Además, los fundamentos de las principales compañías continúan ofreciendo un soporte relevante.

RF Internacional: Los mayores riesgos asociados a un incremento en las primas por plazo en las tasas de interés de EE. UU. nos llevan a mantener una postura cautelosa en la duración. A los desafíos de sostenibilidad fiscal se suman los cuestionamientos intensificados sobre la independencia de instituciones clave, como la Reserva Federal.

Tipo de Cambio: Nuestra visión de valor justo está en torno a 965 pesos por dólar, principalmente como reflejo de un mayor diferencial de tasas a favor de Chile, producto de la mayor certeza en los recortes por parte de la Fed. Esto nos lleva a mantener una posición neutral en la moneda, ante el espacio acotado de apreciación versus el valor actual.

RF Local: El último registro de IPC sorprendió al alza, con aceleración en los indicadores subyacentes, aunque se espera una reversión en agosto. Tanto las proyecciones propias como las del mercado prevén convergencia a la meta de 3% en los primeros meses de 2026, por lo que se mantiene una posición neutral entre pesos y UFs. Se anticipa que el Banco Central continúe con recortes de TPM en septiembre, mientras en el IPoM destacaría menores riesgos inflacionarios, aunque persisten riesgos de actividad por el panorama externo. La economía se expandiría en torno a su potencial de 2%, sin cambios significativos en próximos trimestres, pese a elevada incertidumbre global.

RV Local: Mantenemos una preferencia en el sector Eléctrico, producto de la mejora en las perspectivas hidrológicas en Colombia y, en menor medida, en el sector Forestal y Consumo, donde vemos valorizaciones más atractivas con respecto a otras industrias. Mantenemos, por otro lado, una subponderación en retail y excluimos al sector de real estate

César Guzmán B.

Gerente Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Eduardo Salas V.

Economista Senior
eduardo.salas@security.cl

Paulina Barahona N.

Subgerente Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

Nicolás Libuy I.

Subgerente Renta Variable Local
nicolas.libuy@security.cl

Marcela Calisto H.

Economista
marcela.calisto@security.cl

Las políticas de la administración de Donald Trump continúan marcando el pulso de los mercados. La guerra comercial se mantiene en el centro de la atención, aunque con un grado de incertidumbre más acotado, en la medida en que los niveles arancelarios se han ido definiendo para la mayoría de los países tras los acuerdos alcanzados. Si bien no se puede descartar del todo la imposición de nuevos aranceles, las amenazas en esa dirección se han ido diluyendo. De cara a la última parte del año, el mercado se concentrará en evaluar los efectos del proteccionismo ya vigente. **El escenario actual muestra una menor incertidumbre respecto al segundo trimestre, pero confirma un entorno de mayor proteccionismo, cuyos impactos sobre la actividad y la inflación aún están en desarrollo.**

Otro ámbito donde las medidas de la nueva administración han tenido efectos es el mercado laboral. El endurecimiento contra la inmigración ilegal se ha traducido en una reducción de la fuerza laboral. Este factor ayuda a explicar por qué la tasa de desempleo no se ha deteriorado con la misma fuerza que otros indicadores, como la creación de empleo, las tasas de contratación o los índices de percepción. No obstante, **al observar un conjunto más amplio de variables, surgen señales claras de debilidad. Un ejemplo es el aumento del subempleo, que incluye no solo a los desempleados** (ver gráfico 1), sino también a quienes han desistido de buscar trabajo o trabajan menos horas de las que desearían.

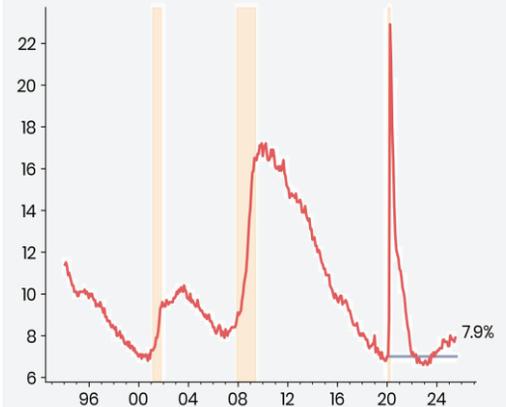
La situación del mercado laboral refleja el escenario de una economía en proceso de desaceleración más amplia. **Las proyecciones apuntan a que, en la segunda parte del año, el crecimiento será menos de la mitad de los registros observados en los años posteriores a la pandemia.** Con todo, se trata de una desaceleración ordenada, lejos de un ajuste abrupto o de una recesión inminente, al menos en el corto plazo.

Ciertamente, lo más relevante en este ámbito fue el cambio en la evaluación de riesgos por parte de la FED, según lo reflejaron las declaraciones de su presidente en la conferencia anual de Jackson Hole. En esa instancia se señaló que los mayores riesgos para el mercado laboral justifican ajustes en la política monetaria, lo que el mercado interpreta como una señal de que los recortes de tasas se reanudarían a partir de septiembre, siempre que no se registren sorpresas significativas al alza en el próximo reporte de empleo. Esta expectativa ya está plenamente incorporada en los precios (ver gráfico 2), **con un escenario que proyecta la tasa en niveles algo inferiores al 3% hacia fines del próximo año.**

De todas formas, este cambio en el balance de riesgos no elimina la complejidad del escenario para la Reserva Federal. La inflación sigue por encima de la meta y persisten señales de traspaso de los mayores costos arancelarios hacia los precios. Hasta ahora, este efecto ha sido limitado, en parte porque algunos productores extranjeros habrían absorbido parte del ajuste mediante menores márgenes. Sin embargo, el riesgo continúa latente. **Lo positivo es que las expectativas de inflación de largo plazo permanecen ancladas** (ver gráfico 3), lo que ha permitido a la Fed confiar en que el shock inicial no derive en un círculo vicioso de aumentos sucesivos. En ese objetivo, la debilidad del mercado laboral jugaría un rol decisivo.

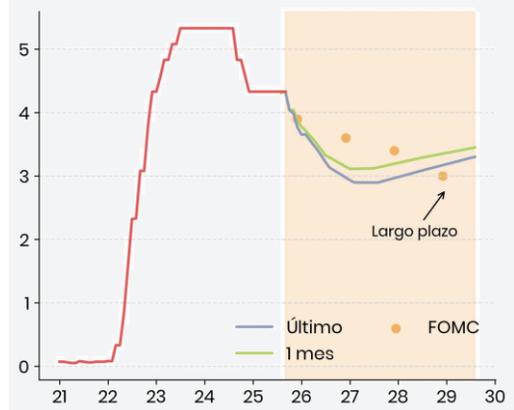
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 1: TASA DE SUBEMPLEO (%)



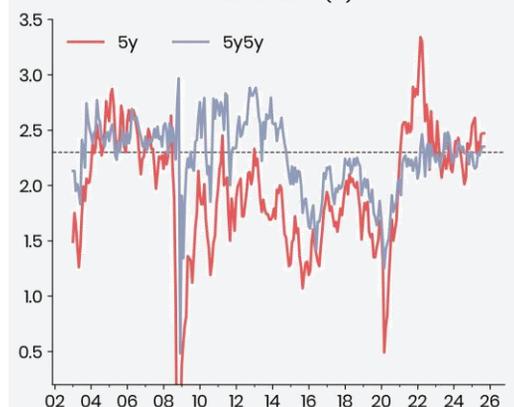
Fuente: Reserva Federal y Departamento de Estudios.

GRÁFICO 2: TASA FED FUNDS (%)



Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Departamento de Estudios.

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



Fuente: Reserva Federal y Departamento de Estudios.

Un factor adicional y más polémico que ha incidido en los movimientos de las tasas de interés es el persistente hostigamiento de la administración Trump a la independencia de la Reserva Federal. A los intentos recientes de destituir a su presidente se sumó la remoción de otra integrante del comité de gobernadores, con fundamentos que hoy se encuentran cuestionados. Todo apunta a un esfuerzo por ampliar la influencia de la Casa Blanca sobre las decisiones de política monetaria. La experiencia muestra que presiones de carácter político tienen efectos muy negativos en la capacidad de un banco central para controlar la inflación. El caso de las presiones de Nixon sobre el entonces presidente de la Fed, Arthur Burns, es ilustrativo: contribuyeron a la aceleración inflacionaria de los años 70, exacerbada por los shocks petroleros, lo que obligó a Paul Volcker a aplicar un ajuste mucho más drástico, con recesiones profundas como resultado.

En la actualidad, el mercado percibe que este riesgo ha aumentado, en un contexto además de mayores presiones fiscales derivadas de déficits más amplios tras la aprobación de la ley de presupuesto y gasto. **Este escenario ha impulsado al alza las primas por plazo, lo que se refleja en un empinamiento agresivo de la curva de rendimientos: las tasas de largo plazo se mantienen elevadas y rígidas, en contraste con los descensos observados en los tramos más cortos** (ver gráfico 4).

Un foco relevante para lo que resta del año será la capacidad de resiliencia que siga mostrando la economía de China. Hasta ahora, su dinamismo ha superado las expectativas que se tenían en algunos momentos. La atención estará puesta en qué tan sostenible resulta esta tendencia, considerando que ha sido un factor clave para sostener los precios de las materias primas (ver gráfico 5), con el impulso positivo que ello implica para las economías emergentes, incluida la nuestra.

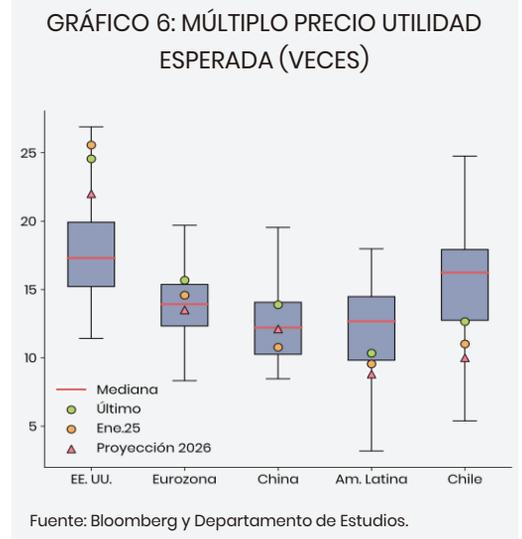
En este contexto, **agosto estuvo marcado por un repunte significativo en los mercados de renta variable.** Destacó en particular el desempeño de la renta variable nacional, luego de los rezagos observados en julio, lo que nos llevó a inicios de agosto a neutralizar la posición desfavorable que manteníamos. Esta decisión permitió que el portafolio se beneficiara plenamente del retorno positivo registrado durante el mes.

En la renta variable internacional seguimos favoreciendo un posicionamiento en EE. UU., considerando que aún existe espacio para recuperar valorizaciones perdidas tras las caídas de comienzos de año (ver gráfico 6), margen que luce más acotado en otros mercados. Además, los fundamentos de las principales compañías continúan ofreciendo un soporte relevante.

En renta fija internacional, los mayores riesgos asociados a un incremento en las primas por plazo en las tasas de interés de EE. UU. nos llevan a mantener una postura cautelosa en la duración. A los desafíos de sostenibilidad fiscal se suman los cuestionamientos intensificados sobre la independencia de instituciones clave, como la Reserva Federal.

En tipo de cambio, **nuestra visión de valor justo se encuentra en torno a 965, principalmente como reflejo de un mayor diferencial de tasas a favor de Chile**, producto de la mayor certeza en los recortes por parte de la Fed.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS



A nivel local, **el último registro de IPC sorprendió al alza, con una aceleración en los indicadores subyacentes, pero que deberían revertirse en agosto**. Así, tanto nuestras perspectivas como las de mercado siguen previendo una convergencia a la meta de 3% en los primeros meses de 2026 (ver gráfico 7). 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 la reversión esperada en los registros de IPC subyacente, **llevarían al Banco Central a continuar con los recortes de TPM en su reunión de septiembre, llevándola a valores neutrales antes de fin de año**, acorde a lo anticipado tanto por nosotros como por los precios de mercado (ver gráfico 8). A su vez, en la entrega del nuevo IPoM, señalaría que **los riesgos para la inflación han disminuido, mientras que los riesgos para la actividad siguen presentes, especialmente un deterioro mayor del panorama externo**.

De hecho, las cifras de actividad que habían sorprendido levemente al alza en los primeros meses del año se han moderado, validando **nuestra visión de una economía que crece en torno al potencial de 2%**, más allá de la volatilidad de las cifras mes a mes, y es poco probable que experimente cambios significativos en los próximos trimestres. Por su parte, la incertidumbre sobre el panorama global sigue elevada, lo que podría moderar el impulso externo que, hasta el momento, no se ha deteriorado tanto como se preveía.

En agosto, **los spreads corporativos locales se presentaron más laterales**, aunque manteniendo un castigo mayor respecto a spreads bancarios, concentrado en emisores de mayor riesgo (ver gráfico 9). Tras un proceso de resultados al IT25 que ratificó expectativas de estabilidad en márgenes operacionales y liquidez, junto a mejoras en rentabilidad y endeudamiento, **para el 2T25 (cuya entrega finaliza este mes) no esperamos cambios relevantes respecto a estos indicadores**, con repuntes en sectores ligados a demanda interna que contrarrestarían las 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.

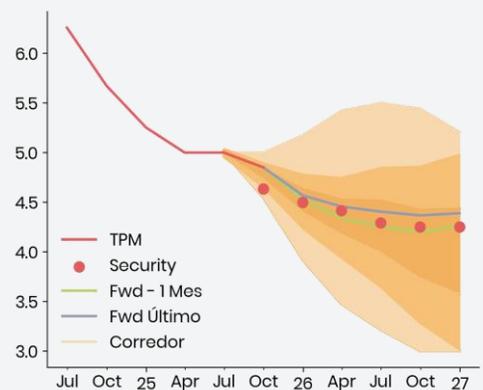
En renta variable local, mantenemos una preferencia en el sector Eléctrico, producto de la mejora en las perspectivas hidrológicas en Colombia y, en menor medida, en el sector Forestal y Consumo, donde vemos valorizaciones más atractivas con respecto a otras industrias. Mantenemos, por otro lado, una subponderación en retail y excluimos al sector de real estate ([Carteras Accionarias Security Septiembre 2025](#)).

GRÁFICO 7: IPC ESPERADO
(var % interanual)



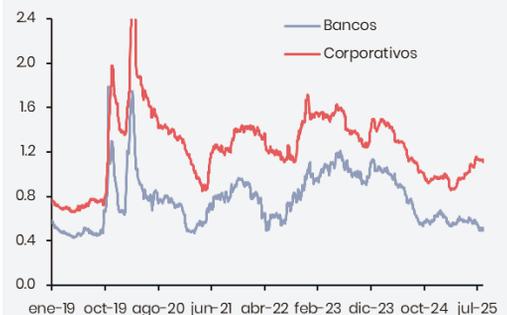
Fuente: INE, ICAP y Departamento de Estudios.

GRÁFICO 8: CORREDOR DE TPM (%)



Fuente: BCCh, Bloomberg y Departamento de Estudios.

GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS LOCALES (P.P.)



Fuente: Riskamerica y Departamento de Estudios.

Desempeño Activos: Renta variable y monedas (%)

Al 2-sep.-25	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	12.3	1.8	7.0	10	13	37
Desarrollados	11.7	1.7	6.7	10	13	39
EE.UU.	9.2	1.3	8.1	10	14	43
Eurozona	24.4	0.9	1.2	9	15	33
Reino Unido	19.3	0.9	3.2	8	11	30
Japón	15.6	4.9	6.2	13	10	27
Asia ex Japón*	16.5	2.8	6.5	14	12	25
Emergentes	17.7	2.3	9.7	15	15	27
Asia	17.0	2.3	10.5	16	17	31
China	29.1	6.8	15.8	14	49	35
Latinoamérica	29.3	6.7	7.5	21	7	1
Brasil	26.1	6.8	7.2	19	-1	-7
México	33.1	5.7	5.3	24	18	5
Chile	37.1	8.5	7.8	20	30	31
EMEA**	16.0	-0.2	6.1	9	13	24

Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)						
Euro	11.2	0.8	2.0	10	5	8
Reino Unido	6.5	0.8	-1.2	5	2	6
Japón	5.8	-0.6	-3.8	1	-1	-1
Emergentes	5.7	-0.1	0.3	5	4	8
Argentina	-31.8	-0.1	-15.2	-28	-42	-289
Brasil	11.6	0.7	3.7	7	3	-11
Chile	2.3	-1.0	-3.6	-2	-7	-15
Colombia	9.1	2.3	3.7	3	4	1
México	10.4	1.2	2.6	10	5	-10
Perú	5.9	0.8	2.3	4	6	4
China	2.8	0.6	1.0	2	0	2

* 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 2-sep.-25	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	3.7	-59	-2	-29	-32	-27	-121
10 años	4.3	-30	8	-19	10	36	10
Chile							
2 años	4.5	-51	11	7	-62	-26	-158
10 años	5.3	-23	16	14	-18	31	-8
Brasil							
2 años	13.6	-237	-17	-41	-148	180	328
10 años	13.8	-144	13	-6	-125	194	256
México							
2 años	7.5	-191	-16	-30	-96	-212	-264
10 años	8.2	-143	-13	-25	-53	-91	-64
Alemania 10 años	2.8	44	16	27	29	45	21
Francia 10 años	3.6	41	30	41	36	55	49
Italia 10 años	3.7	18	24	18	9	-7	-63
España 10 años	3.4	36	19	24	24	26	-21
Reino Unido 10 años	4.8	23	29	15	27	83	43
Japón 10 años	1.6	52	11	11	21	71	98
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBI)	339	-19	-10	-33	-17	-64	-60
Latam	461	-59	-15	-53	-49	-99	6
Brasil	193	-52	-17	-26	-46	-21	-17
Chile	101	-14	-9	-16	-30	-19	-27
Colombia	282	-48	-34	-60	-57	-31	-38
México	240	-79	-21	-69	-84	-87	-123
Perú	134	-24	-9	-23	-33	-23	-26
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)	280	-8	-13	-24	-10	-24	-94
Asia	247	-26	-13	-28	-20	-47	-150
Europa	418	-41	-29	-74	-31	-76	-175
Latam	342	11	-11	-16	6	7	-38
Investment Grade	214	0	-10	-21	-9	-10	-33
High Yield	473	30	-14	-8	24	30	-39
Brasil	365	15	-6	10	19	14	-31
Chile	244	4	-11	-23	-8	-5	-69
Colombia	455	7	-37	-70	-2	10	-51
México	311	2	-15	-29	-9	9	-20
Perú	226	4	-5	-24	-5	-31	-111
HG EE.UU.	78	-4	-4	-13	-11	-18	-44
HY EE.UU.	275	-17	-27	-52	-19	-42	-106

Fuente: Bloomberg y Estudios Security

PORTAFOLIOS SECURITY

Indicadores CHILE	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025^e	2026^e
PIB (Var %)	4.0	0.6	-6.1	11.3	2.2	0.5	2.6	2.3	2.0
Tasa de Desempleo (prom %)	7.4	7.2	10.7	8.8	7.9	8.7	8.5	8.7	8.7
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	5.7
BTU-10 base 365d (fdp, % en UF)	1.6	0.5	-0.1	2.3	1.7	2.4	2.4	2.7	2.6
Tipo de Cambio (fdp, \$/US\$)	696	745	711	850	860	885	992	965	975
Indicadores GLOBALES	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025^e	2026^e
Crecimiento Mundial (PPP, %)	3.7	2.9	-2.7	6.6	3.6	3.5	3.3	2.9	3.0
Cobre (US\$/Libra, fdp)	296	272	280	423	380	381	405	425	430
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	3.5
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 Inversiones Security 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, Inversiones Security. 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 Inversiones Security 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 Inversiones Security.