

## ÍNDICE

Resumen Ejecutivo	1
Riesgos y Mercados	2
Estados Unidos	3
Zona Euro	5
China	6
Chile	7

## RESUMEN EJECUTIVO:

- Riesgo Geopolítico y Mercados:** Las tensiones entre EE.UU. e Irán han elevado el riesgo geopolítico en Medio Oriente, impulsando al alza el precio del petróleo ante temores de interrupciones en la oferta. Los mercados financieros han mostrado alta volatilidad, con movimientos bruscos en acciones y tasas de interés. Con todo, los fundamentos globales siguen resilientes y el escenario base apunta a impactos transitorios más que estructurales.
- Estados Unidos:** La Corte Suprema limitó el uso de la IEEPA para imponer aranceles amplios, pero la administración anunció nuevos gravámenes vía la Sección 122, manteniendo el sesgo proteccionista y la incertidumbre comercial. Los mercados reaccionaron con moderación, reflejando que el riesgo no desaparece, sino que cambia de forma. En lo macro, tras un débil cuarto trimestre, la actividad muestra resiliencia: repuntan la producción y la inversión, el empleo se normaliza sin deterioro abrupto y la inflación continúa descendiendo. Este contexto abre espacio para recortes graduales de tasas durante 2026.
- Zona Euro:** Tras varios trimestres de debilidad, la economía muestra señales de estabilización, apoyada por menor presión energética y mayor gasto fiscal. La inflación continúa moderándose, lo que ha permitido al Banco Central Europeo mantener una postura de cautela. Sin embargo, la apreciación del euro abre el espacio para eventuales recortes de tasas si la tendencia se consolida.
- China:** La economía mantiene una desaceleración gradual, con menor tracción interna pese al dinamismo puntual en tecnología y exportaciones estratégicas. Persisten fragilidades estructurales: exceso de capacidad industrial, prolongada crisis inmobiliaria y alto endeudamiento de gobiernos locales, junto con mayor injerencia estatal. En este contexto, estimamos un crecimiento cercano al 4,5%.
- Chile:** La economía cerró 2025 mejor a lo previsto (2,3%), con sorpresa positiva en actividad y mejora sostenida en expectativas, lo que refuerza un escenario de crecimiento cercano a 3,4% en 2026. La inflación, pese a un repunte puntual en enero, mantiene una trayectoria descendente, abriendo espacio para nuevas bajas de tasas por parte del Banco Central de Chile. En mercados, el IPSA corrigió tras máximos, pero con fundamentos sólidos, mientras el peso mostró volatilidad reciente tras una apreciación inicial. El principal desafío hacia adelante será compatibilizar la recuperación con una gradual consolidación fiscal.

## RIESGO GEOPOLÍTICO Y MERCADOS

### Medio Oriente en el centro del riesgo global.

Durante las últimas tres semanas, el principal foco de riesgo geopolítico ha sido la renovada tensión entre EE.UU. e Irán. El estancamiento de las negociaciones nucleares y el ultimátum fijado por la administración estadounidense han incrementado la incertidumbre en Medio Oriente. A esto se suma un despliegue militar más visible por parte de EE.UU., lo que elevó la percepción de que el conflicto podría escalar más allá de declaraciones diplomáticas.

El mercado ha reaccionado principalmente a través del precio del petróleo. El WTI subió hasta la zona de US\$66 por barril, acercándose a máximos de varios meses. Este movimiento refleja una mayor “prima por riesgo geopolítico”: es decir, los inversionistas incorporan en el precio la posibilidad —aunque no sea el escenario base— de una interrupción en la oferta global de crudo.

**Gráfico N° 1: Precio del Petróleo WTI (US\$/barril)**



El punto más sensible es el Estrecho de Ormuz, por donde transita una fracción relevante del comercio mundial de petróleo y gas natural licuado. Un eventual bloqueo o restricción significativa tendría efectos inmediatos sobre precios energéticos, inflación y expectativas de crecimiento global.

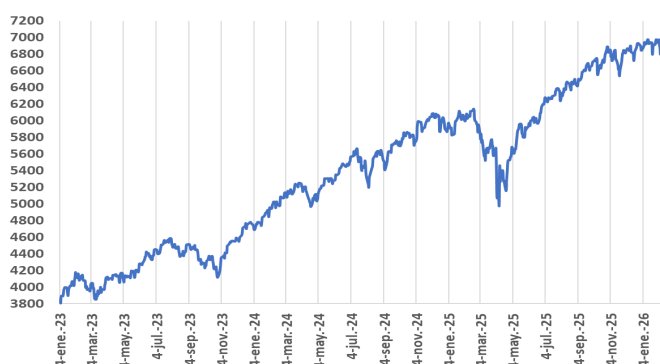
Nuestro escenario central sigue siendo el de una crisis acotada, con impactos más transitorios que permanentes sobre la economía mundial.

### Mercados financieros: volatilidad en un contexto de fundamentos resilientes.

En este contexto geopolítico —al que se suman dudas en torno al ciclo de inversión en inteligencia artificial y cambios en expectativas de política monetaria— los mercados financieros experimentaron semanas de alta volatilidad.

El S&P 500 mostró movimientos bruscos, alternando jornadas de caídas y recuperaciones. Parte de la corrección se concentró en el sector tecnológico, especialmente en compañías vinculadas a software e inteligencia artificial, donde las valorizaciones eran más exigentes. Además, surgieron dudas respecto a la rentabilidad futura de las fuertes inversiones en IA, lo que generó una rotación hacia sectores más cíclicos y acciones de valor. A esto se sumaron datos macroeconómicos mixtos en EE.UU. que generaron ajustes en expectativas de tasas de interés. El resultado fue un mercado más sensible a cada dato y a cada noticia geopolítica.

**Gráfico N° 2: S&P 500**



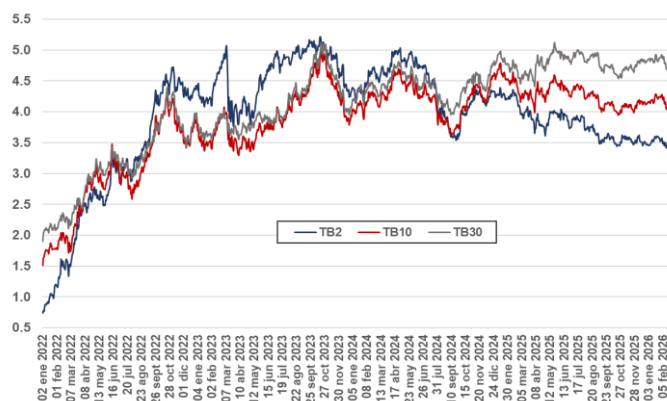
Con todo, no observamos un deterioro relevante en los fundamentos económicos globales. El crecimiento sigue siendo positivo en las principales economías, la inflación

continúa moderándose en términos generales y las utilidades corporativas mantienen una trayectoria favorable. Por ello, interpretamos la reciente turbulencia como una corrección dentro de una tendencia estructuralmente alcista.

**Mantenemos nuestra proyección de que el S&P 500 podría acercarse a los 7.700 puntos hacia fines de año.**

En el mercado de bonos, las tasas de los bonos del Tesoro registraron movimientos relevantes durante el período. En las primeras semanas predominó una caída de tasas, asociada a datos de inflación más favorables y señales de moderación en el mercado laboral. Posteriormente, la tensión geopolítica y ciertas preocupaciones fiscales generaron episodios de presión alcista.

**Gráfico N° 3: Tasas de Interés Bonos del Tesoro**



Sin embargo, en términos generales, las tasas han convergido hacia nuestras estimaciones de equilibrio. Esto significa que, tras la volatilidad, el nivel actual de tasas es consistente con un escenario de crecimiento moderado, inflación en descenso y recortes graduales de la Reserva Federal.

**En síntesis, pese al aumento de la incertidumbre geopolítica y a la volatilidad en acciones y bonos, el escenario base global no ha cambiado de manera**

**significativa. A nuestro juicio, el escenario más probable sigue siendo el de una crisis de magnitud acotada entre EE.UU. e Irán, con impactos principalmente transitorios sobre precios energéticos y mercados financieros, sin alterar la trayectoria de crecimiento global.**

## ESTADOS UNIDOS

**La Corte Suprema acota el frente comercial, pero la incertidumbre persiste.**

Uno de los hechos institucionales más relevantes del período fue el fallo de la Corte Suprema que limitó el uso de la Ley de Poderes Económicos en Emergencias Internacionales (IEEPA) como fundamento para aplicar aranceles amplios y generalizados. En términos simples, el tribunal estableció que el Ejecutivo no puede utilizar esa herramienta de manera tan expansiva para justificar medidas comerciales de gran escala. Este fallo no elimina la posibilidad de aplicar aranceles, pero sí restringe el mecanismo utilizado.

Sin embargo, lejos de cerrar el frente arancelario, la decisión abrió una nueva fase de incertidumbre. La administración anunció rápidamente que reemplazará los aranceles anulados por un gravamen general de 15% sobre las importaciones, utilizando la Sección 122 de la Ley de Comercio de 1974, que permite imponer aranceles por hasta 150 días sin aprobación del Congreso ante “desequilibrios graves” en la balanza de pagos. En la práctica, el arancel efectivo promedio apenas, lo que implica que el alivio para empresas y consumidores sería limitado.

La decisión también generó confusión sobre los acuerdos comerciales recientemente negociados. La Unión Europea estaría congelando la ratificación de su entendimiento con Washington, mientras que India postergó reuniones destinadas a cerrar un acuerdo interino. Países como Reino Unido y Australia podrían enfrentar ahora tasas

superiores a las originalmente pactadas. En Asia, varias economías adoptaron una postura de “esperar y ver”, reflejando que la incertidumbre regulatoria vuelve a ser el factor dominante.

Los mercados reaccionaron con moderación: el dólar y los mercados bursátiles retrocedieron levemente, aunque sin la volatilidad extrema observada cuando se anunciaron los aranceles originales el año pasado. Esto sugiere que los inversionistas internalizan que, si bien el instrumento legal cambia, el sesgo proteccionista permanece.

**El fallo no elimina el riesgo comercial, sino que lo redefine. La principal conclusión es que la incertidumbre en política comercial probablemente persistirá mientras el actual enfoque estratégico siga vigente. Para la economía global, esto implica que el escenario base no es de desmantelamiento arancelario, sino de continuidad con ajustes sectoriales y episodios recurrentes de volatilidad.**

## Actividad: señales de resiliencia tras un cuarto trimestre débil

La economía cerró el cuarto trimestre de 2025 con un crecimiento más bajo de lo previsto, lo que generó dudas respecto a su fortaleza. Parte de esa debilidad se explicó por una moderación del consumo y una contribución menor de inventarios, aunque el hecho más relevante fue la caída en el gasto público resultante del cierre del gobierno en la última parte del 2025.

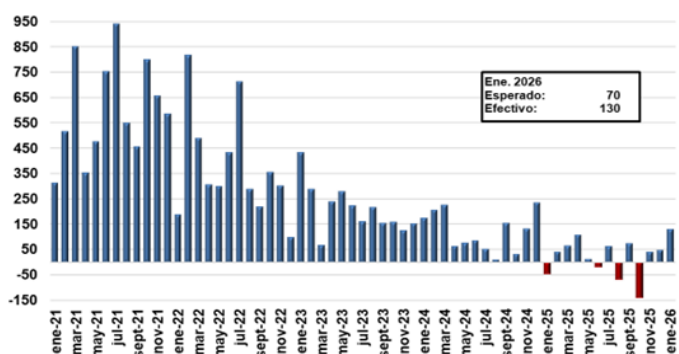
Sin embargo, los datos conocidos en las últimas semanas muestran un balance más positivo. La producción industrial registró una recuperación, el sector servicios mantiene dinamismo y la inversión empresarial —especialmente vinculada a tecnología e inteligencia artificial— continúa sólida. El mercado inmobiliario también ha mostrado cierta estabilización, favorecido por tasas hipotecarias más bajas que en 2024.

Gráfico N° 4: Órdenes de Bienes de Capital



En el mercado laboral se observa una normalización gradual: la creación de empleo se ha moderado respecto de los años de mayor expansión, pero continúa en terreno positivo y consistente con una economía que crece por sobre su potencial. No hay señales de deterioro abrupto ni de aumento significativo del desempleo.

Gráfico N° 5: Creación Mensual de Empleo (Miles)

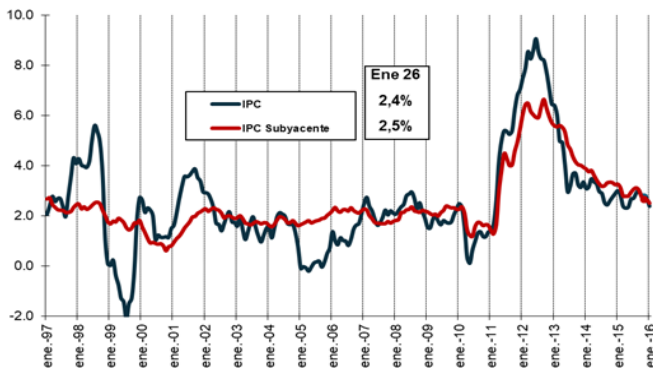


**El flujo reciente de información confirma la resiliencia de la economía. Más allá del tropiezo puntual del cuarto trimestre, el escenario base sigue siendo de crecimiento sólido para 2026, en torno a 2,5%, apoyado en inversión privada, consumo aún firme y condiciones financieras menos restrictivas.**

## Inflación en descenso y espacio para más bajas de tasas.

En materia inflacionaria, las últimas cifras fueron alentadoras. La inflación subyacente mostró una moderación mayor a la anticipada, consolidando la tendencia descendente observada durante los últimos meses. Si bien algunos componentes siguen mostrando rigidez —particularmente en servicios— la trayectoria general es consistente con una convergencia gradual hacia la meta de 2%.

**Gráfico N° 6: Inflación Anual**



Este comportamiento ha permitido que la Reserva Federal (FED) adopte un tono más equilibrado. Si bien mantiene cautela y enfatiza la dependencia de los datos, el escenario de fondo es de progresiva normalización monetaria.

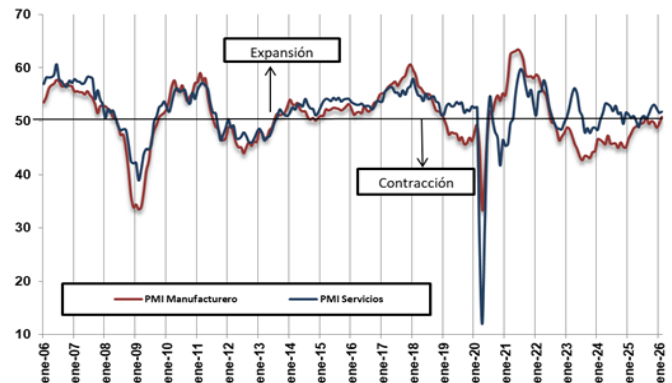
**Mantenemos nuestra proyección de dos recortes adicionales de la tasa de política monetaria durante 2026. La combinación de inflación desacelerándose, mercado laboral más equilibrado y ausencia de desequilibrios financieros relevantes entrega espacio para continuar reduciendo gradualmente el nivel de tasas, sin poner en riesgo la estabilidad de precios.**

## ZONA EURO

### Señales de estabilización tras un período prolongado de debilidad.

Después de varios trimestres de bajo crecimiento, la economía regional comienza a mostrar señales más claras de estabilización. Los indicadores adelantados de actividad —como los índices PMI— han mejorado de manera gradual y se ubican nuevamente en zona consistente con expansión, tanto en servicios como en manufactura.

**Gráfico N° 7: Indicadores Líderes Sectoriales**



Alemania, que había sido el principal foco de debilidad, muestra señales incipientes de recuperación industrial. Parte de esta mejora responde a una menor presión energética respecto a 2023–2024, a una leve recuperación del comercio global y a un mayor gasto público en defensa e infraestructura. Francia y España, por su parte, mantienen un desempeño relativamente más estable, especialmente en servicios.

**Si bien el crecimiento sigue siendo moderado y heterogéneo entre países, el inicio de 2026 luce más favorable que el cierre de 2025.**

## Política monetaria: tranquilidad del BCE y atención al tipo de cambio

En el frente monetario, el Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido las tasas sin cambios y ha transmitido un mensaje de cautela. La inflación ha retrocedido de manera significativa respecto a los máximos observados tras la crisis energética, y los registros más recientes muestran una dinámica más contenida tanto en bienes como en servicios.

En este contexto, el BCE parece cómodo con el nivel actual de tasas. Sin embargo, un factor que ha ganado relevancia en las últimas semanas es la apreciación del euro frente al dólar. Un euro más fuerte tiende a reducir la inflación importada —especialmente en energía y bienes transables— pero al mismo tiempo puede restar competitividad externa a las economías europeas.

**Gráfico N° 8: Tipo de Cambio US\$/€**



Si la tendencia cambiaria se consolida y la inflación continúa moderándose, podría abrirse espacio para una eventual baja de tasas. Por ahora, la autoridad monetaria mantiene una postura dependiente de los datos, pero el balance de riesgos se ha vuelto algo más favorable para una flexibilización futura.

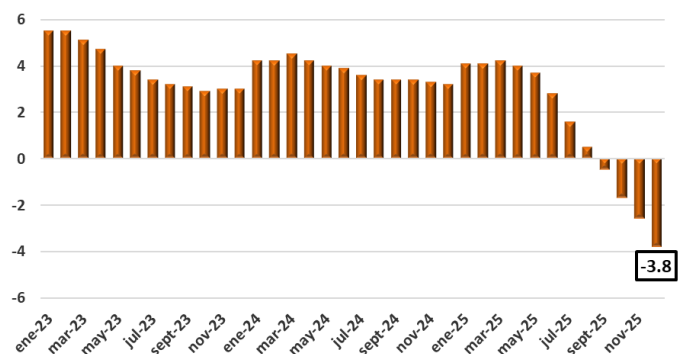
## CHINA

### Desaceleración persistente y límites estructurales al crecimiento.

La economía china continúa mostrando una trayectoria de desaceleración gradual pero sostenida, alejándose de las tasas de expansión que caracterizaron décadas anteriores. Si bien la actividad se mantiene en terreno positivo y algunos sectores vinculados a tecnología y exportaciones estratégicas han mostrado dinamismo relativo, el patrón general es de crecimiento más moderado y con menor tracción interna.

Detrás de esta tendencia existen fragilidades estructurales relevantes. En primer lugar, el exceso de capacidad instalada en múltiples sectores industriales —desde manufacturas tradicionales hasta segmentos vinculados a energías renovables y bienes intermedios— presiona márgenes, incentiva competencia vía precios y limita la rentabilidad agregada. En segundo lugar, la prolongación de la crisis del sector inmobiliario continúa afectando la confianza de los hogares, la inversión privada y las finanzas de los gobiernos locales, altamente dependientes de ingresos vinculados a la venta de terrenos.

**Gráfico N° 9: Inversión**  
(Variación acumulado año)



A ello se suma una creciente injerencia del Estado en sectores estratégicos, lo que ha elevado la percepción de riesgo regulatorio y moderado la inversión privada en algunos rubros. Paralelamente, los niveles de endeudamiento público en gobiernos locales siguen siendo elevados, restringiendo el margen para estímulos fiscales agresivos sin comprometer la estabilidad financiera.

Más allá del dato puntual, lo más relevante es el cambio en las expectativas. Los indicadores de confianza empresarial y de consumidores han mostrado una mejora sostenida, lo que sugiere un “shock positivo de expectativas”. Este cambio es clave, ya que las decisiones de inversión y consumo dependen en gran medida de la percepción sobre el entorno económico futuro.

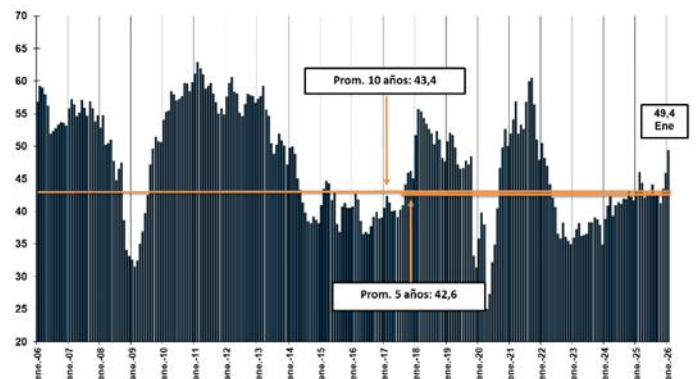
**En este contexto, el crecimiento potencial de la economía china parece haberse desplazado hacia un rango más bajo. Nuestro escenario base contempla una expansión cercana a 4,5% este año, cifra consistente con un proceso de ajuste estructural en curso y con una economía que transita hacia una fase de menor dinamismo y desafíos persistentes en su modelo de crecimiento.**

## ECONOMÍA CHILENA

**La economía cerró el 2025 mejor a lo esperado y cambio positivo en expectativas.**

La economía chilena cerró 2025 con un desempeño mejor al anticipado. El crecimiento de diciembre sorprendió al alza (1,7% respecto al 1,0% esperado), impulsado por un mayor dinamismo del comercio, algunos servicios y una recuperación más extendida en sectores no mineros. Esto permitió que el año terminara con un impulso mayor al que se proyectaba meses atrás (2,3%).

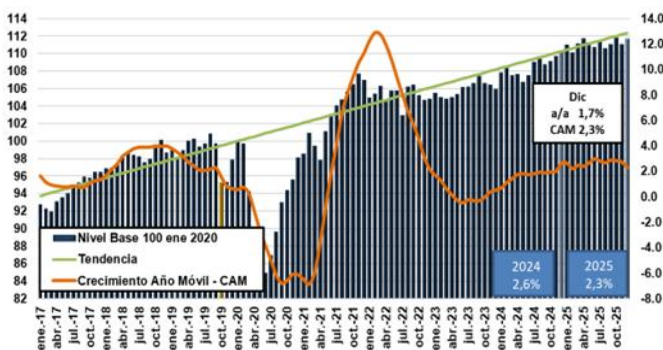
**Gráfico N° 11: Confianza Empresarial**



**Proyectamos que el crecimiento en 2026 podría ubicarse en un 3,4%. Este escenario supone un entorno externo relativamente estable, mejores condiciones financieras y una política monetaria que continúa normalizándose.**

**La inflación se aceleró en enero, pero la tendencia sigue favorable.**

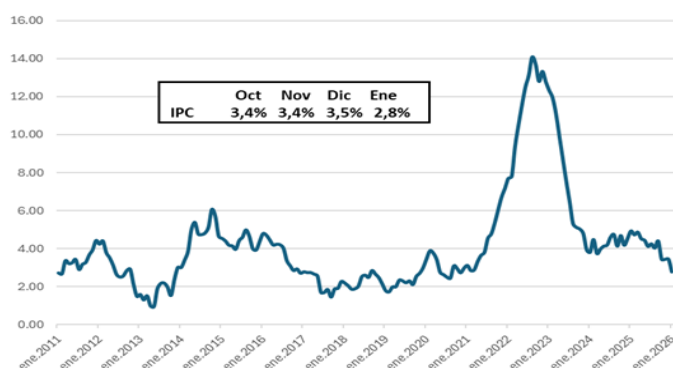
**Gráfico N° 10: IMACEC**



La inflación de enero mostró una aceleración mayor a la prevista (0,4% vs 0,3%), lo que generó cierta inquietud inicial. Sin embargo, cuando se observa la tendencia de mediano plazo, la inflación subyacente continúa moderándose y las expectativas permanecen bien ancladas en torno a la meta del Banco Central. Además, la apreciación reciente del peso y un contexto externo de precios energéticos relativamente contenidos ayudan a moderar presiones futuras. Por ello, mantenemos nuestra visión benigna para el año y proyectamos que la inflación

podría cerrar 2026 en torno a 2,7%, dentro del rango de tolerancia del Banco Central.

**Gráfico N° 12: Inflación Anual**



**El dato de enero no cambia el escenario de convergencia gradual hacia niveles consistentes con estabilidad de precios.**

## Política monetaria: espacio para una nueva baja en marzo.

En este escenario de inflación controlada y actividad en recuperación gradual, estimamos que el Banco Central cuenta con espacio para continuar reduciendo la tasa de política monetaria.

Esperamos una nueva baja de 25 pb en la reunión de marzo. El proceso de normalización monetaria no busca estimular fuertemente la economía, sino más bien llevar la tasa hacia un nivel coherente con una inflación cercana a la meta y un crecimiento en torno a su potencial.

**El Consejo seguirá atento a la evolución del tipo de cambio, el escenario externo y las expectativas de inflación, pero el balance actual de riesgos permite continuar con el proceso de flexibilización.**

## Menor holgura fiscal y necesidad de consolidación gradual

En el frente fiscal, las cifras recientes muestran un deterioro mayor al previsto en el balance estructural. La recaudación tributaria ha sido más débil en algunos componentes y el nivel de gasto continúa elevado en relación con los ingresos permanentes.

Si bien la deuda pública aún se mantiene en niveles manejables en comparación internacional, la reducción de activos fiscales y la menor holgura estructural obligan a una estrategia de consolidación gradual en los próximos años. La credibilidad del marco fiscal será clave para sostener condiciones financieras favorables y evitar presiones adicionales sobre tasas de interés o tipo de cambio.

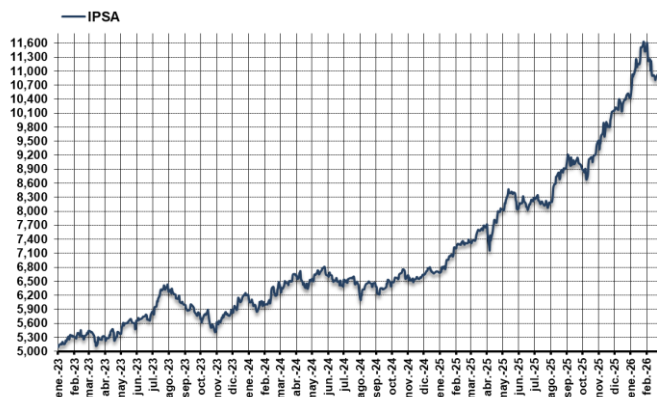
**La economía chilena inicia 2026 en una posición más favorable que la que se anticipaba hace algunos meses: crecimiento al alza, inflación en convergencia y espacio para una política monetaria algo más expansiva. El principal desafío hacia adelante será compatibilizar esta recuperación con una trayectoria fiscal sostenible.**

## MERCADOS FINANCIEROS LOCALES

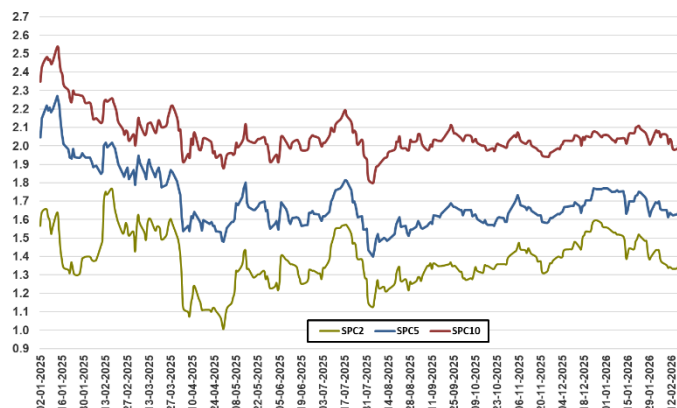
### IPSA corrige tras máximos, pero fundamentos permanecen sólidos.

En las últimas cuatro semanas, el IPSA ha registrado una corrección acotada tras alcanzar niveles cercanos a máximos históricos, en un contexto de toma de utilidades y mayor volatilidad externa. Parte relevante del ajuste también se explica por caídas en acciones de alta ponderación dentro del índice, como Entel, LATAM Airlines Group y Sociedad Química y Minera de Chile, cuyos retrocesos amplifican los movimientos del mercado dada su elevada participación bursátil. A ello se suman factores externos que han incidido en el apetito por riesgo en mercados emergentes.

**Gráfico N° 13: Mercado Accionario Local**



**Gráfico N° 14: Tasas de Interés Reales**



Con todo, no observamos un deterioro estructural en los fundamentos locales. La inflación se mantiene contenida, las tasas siguen en trayectoria más acomodaticia y las utilidades corporativas han mostrado resiliencia, especialmente en sectores ligados a recursos naturales y consumo.

**En este contexto, estimamos que, pese al ajuste reciente y la volatilidad puntual en papeles líderes, los fundamentos del mercado accionario chileno permanecen sólidos y mantenemos nuestra proyección de un IPSA en torno a 12.500 puntos hacia fines de 2026.**

## Compresión acotada en la curva nominal y riesgos al alza en tasas reales.

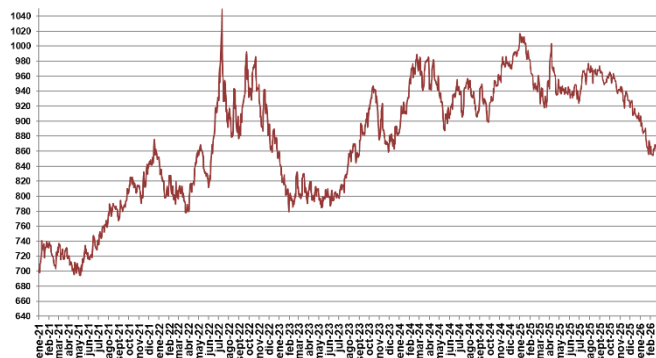
Durante febrero, las tasas swap en pesos mostraron leves caídas a lo largo de la curva, en línea con el descenso de las tasas internacionales —particularmente los rendimientos del Tesoro estadounidense— y un aumento en las apuestas del mercado por una nueva baja de la TPM en los próximos meses. La mayor probabilidad implícita de recortes adicionales, junto con un entorno externo algo más benigno, favoreció una compresión moderada en los tramos medios y largos de la curva nominal.

Con todo, pese a este ajuste reciente, estimamos que las tasas nominales aún se ubican levemente por sobre sus niveles de equilibrio de mediano plazo, lo que sugiere espacio acotado para nuevas bajas sin un deterioro adicional del escenario macro. En contraste, identificamos un riesgo de alza en las tasas indexadas a la UF, en la medida en que las expectativas de inflación de corto plazo se sigan revisando a la baja, lo que podría generar un reacondo en la parte real de la curva.

## Peso chileno revierte apreciación inicial ante mayor volatilidad externa.

El tipo de cambio peso chileno/dólar mostró una marcada apreciación desde comienzos de año hasta inicios de febrero, impulsada por un debilitamiento global del dólar, un fuerte repunte de las monedas emergentes y la caída en las tasas internacionales, particularmente en EE.UU. Este entorno favoreció la entrada de flujos hacia activos de mayor riesgo y permitió una compresión relevante en la paridad, en un contexto donde el diferencial de tasas y el mejor desempeño relativo de los commodities también contribuyeron al fortalecimiento del peso.

Gráfico N° 15: Tipo de Cambio \$/US\$



No obstante, en las últimas semanas la paridad ha revertido parte de ese movimiento, reflejando la recuperación del dólar a nivel global, un ajuste al alza en las tasas internacionales y un aumento de la volatilidad financiera externa. La moderación de flujos hacia emergentes y un entorno más incierto han generado una presión moderada sobre el peso hacia la depreciación.

**En este escenario, proyectamos un rango de fluctuación para el tipo de cambio de \$850–\$880 en el corto plazo, coherente con un balance entre fundamentos locales relativamente estables y una mayor sensibilidad a shocks externos.**