

Visión y Estrategia Cambiaria

¿Vuelve a la carga el peso chileno?

Octubre de 2011

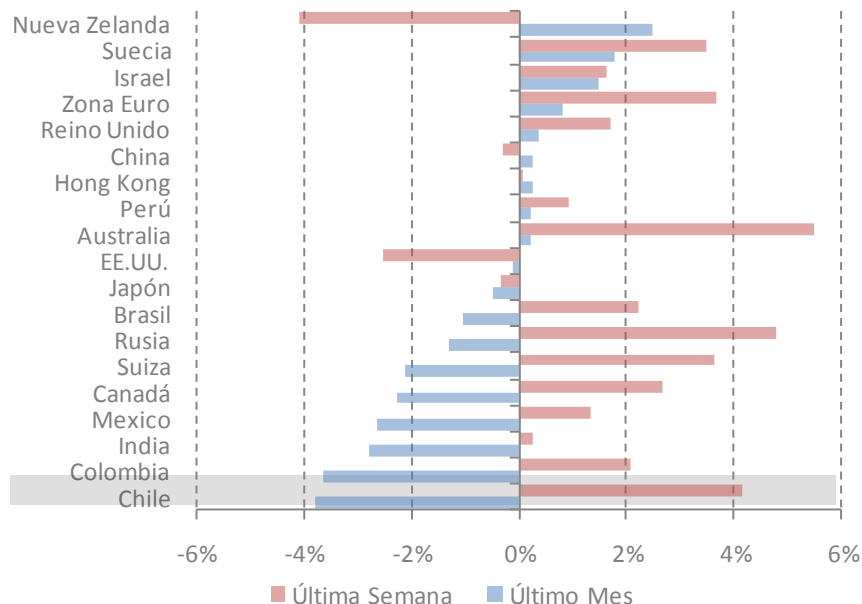
Jorge Selaive
Felipe Alarcón
Oswaldo Cruz
Rubén Catalán

- En nuestra [Estrategia Cambiaria](#) de septiembre cuando el tipo de cambio se ubicaba en \$474, esperábamos niveles de \$480/\$490 para luego retomar apreciación paulatina hacia \$450 en un horizonte de 12 meses. Sin embargo, gracias a una fuerte inyección de volatilidad externa, la paridad llegó a transarse en \$530 beneficiando ampliamente las posiciones largas en peso que recomendamos.
- Repliegue acotado de la aversión al riesgo tras anuncios de recapitalización desde autoridades de la Zona Euro, permite que el peso chileno despliegue nuevamente su fuerza apreciativa estructural, terminando al cierre de este reporte en torno a \$500.
- El euro se mantiene debilitado producto del desarrollo de la crisis y del consecuente retroceso en las tasas de interés a la espera de la baja de TPM por parte del BCE que concretaría Draghi. Sin embargo, creemos que la moneda comunitaria visitará niveles de US\$1,4 antes de retroceder por fuerzas depreciativas del dólar. En niveles de US\$1,4 o más, aconsejamos reversión de posiciones con target hacia US\$1,25, que nos parecen las más consistentes con el desarrollo esperado de los fundamentales.
- Seguimos considerando que el foco de mayor complejidad estructural proviene de la Zona Euro, pero no desconocemos que la Fed aún tiene espacio para inyectar liquidez y depreciar el dólar. Asignamos una probabilidad minoritaria a un desenlace disruptivo de la crisis, y mantenemos como escenario base una salida ordenada con crecimiento bajo en el mundo desarrollado.

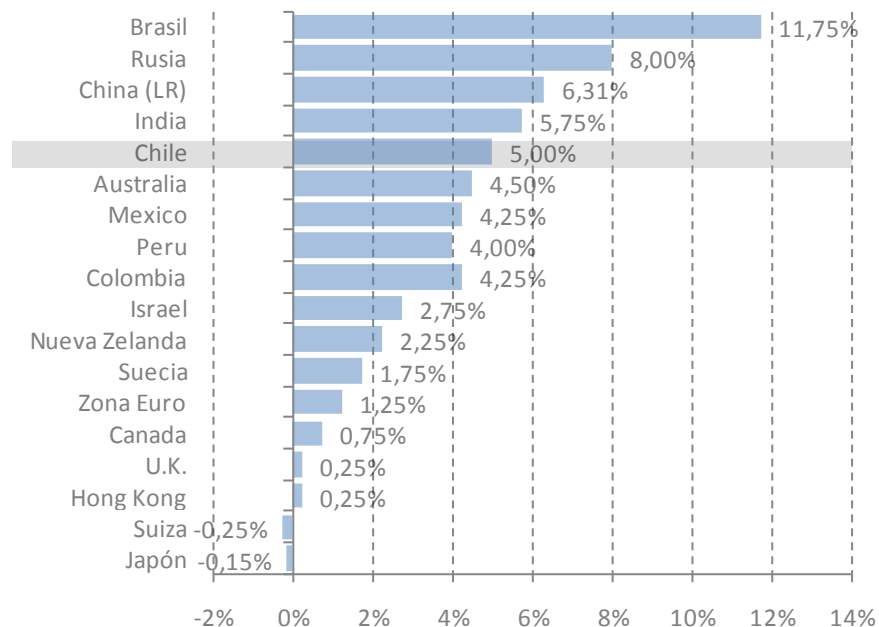
- Nuestra visión estructural de monedas ha cambiado su temporalidad y niveles target, pero no la perspectiva fundamental. La alta dosis de volatilidad proveniente el mundo desarrollado nos plantea un escenario donde estimamos que el tipo de cambio fluctuará entre \$490 y \$530 por un período de 1 a 3 meses, al ritmo de la aversión al riesgo. Esperamos se ubique en la parte baja del rango en un período en torno a dos semanas. En el largo plazo, un decantamiento de la situación de crisis en el mundo desarrollado, esperamos esté asociado a un tipo de cambio por debajo de \$500, pero no menos de \$480.
- La necesidad de traspasos rápidos de riqueza desde economías emergentes a EE.UU., junto a nuevas inyecciones de liquidez por parte de la Fed –con tantos relajamientos cuantitativos como sea necesario–, volverán a colocar a las monedas emergentes ante presiones apreciativas dentro de los próximos 3 a 12 meses.
- En Chile, el BCCh se mantendrá en modo de espera hasta que no se convenza de la dirección definitiva que aplicará a la política monetaria. La economía local se mantiene convergiendo hacia su potencial, pero con una dinámica de la demanda aún elevada, y un mercado laboral sumamente estrecho. El “caldo de cultivo” inflacionario permanece.
- Noticias que entreguen sustento a los anuncios recientes desde Europa creemos deben ser acompañados de posiciones que se favorezcan de apreciaciones del peso y otras monedas emergentes.

Principales monedas mundiales fuertemente golpeadas por la crisis europea y la consecuente volatilidad. Monedas de países emergentes lideran con las principales variaciones tanto mensuales como semanales. Destacamos el caso del peso chileno, que acumula la mayor depreciación mensual, pero a su vez es una de las mas se ha apreciado en la última semana. Estos movimientos del peso se encuentran íntimamente ligados a los vaivenes del precio del cobre y a la evolución de la situación europea. En tanto, nuestro ranking de diferenciales de tasas prácticamente no sufre variaciones. De estos, sólo Israel decide reducir su tasa de política ¿Quién será el siguiente?

EVOLUCIÓN PARIDADES SELECCIONADAS (VAR. %)



DIFERENCIAL DE TASAS DE POLÍTICA (%)



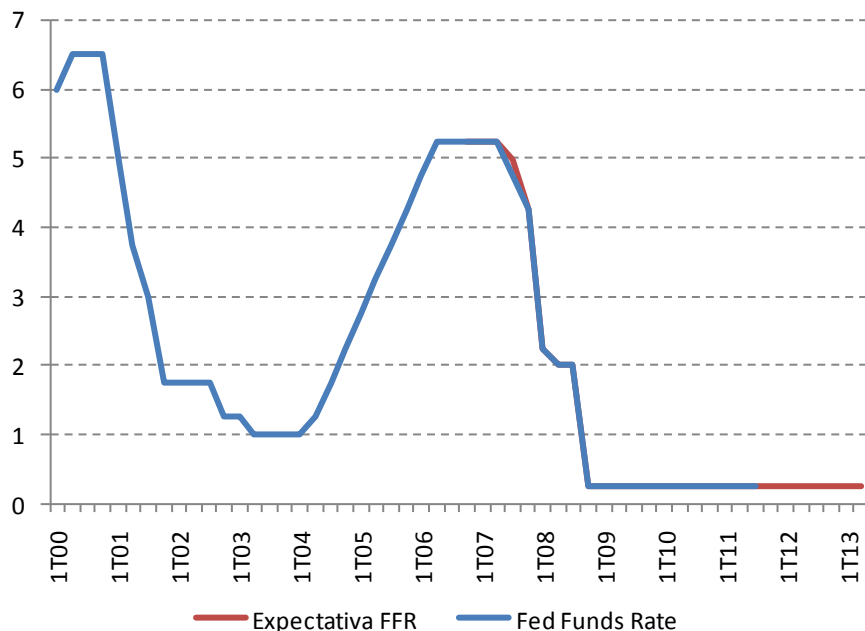
Nota: Cambio positivo indica apreciación de la moneda y viceversa.

El DXY mide el comportamiento del dólar frente a una canasta de monedas; en el resto de los casos es siempre contra el dólar estadounidense.

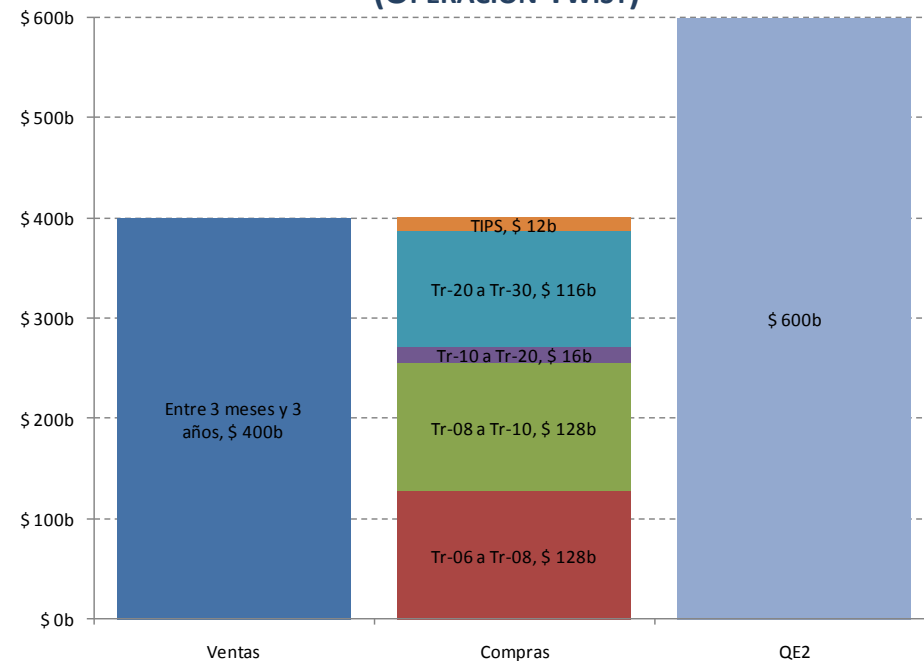
Nota: El Diferencial corresponde a la tasa de política de cada país versus la Fed Fund Rate. En el caso de China se utiliza la *Lending Rate*.

La evolución de la economía norteamericana ha llevado a que la Fed siga estableciendo nuevas medidas de estímulo no convencionales. Además de explicitar el mensaje de que mantendrá la TPM plana en los niveles actuales hasta mediados del 2013 –con lo que logra mantener baja la parte corta de la curva–, en su última RPM agregó un replanteamiento de su plan de compra de activos. Este reportfoleo (llamado “Operación Twist”), redirige los esfuerzos de la Fed hacia mantener las tasas largas –base e hipotecarias–, también en niveles bajos.

EVOLUCIÓN Y EXPECTATIVAS TPM NORTEAMERICANA (%)

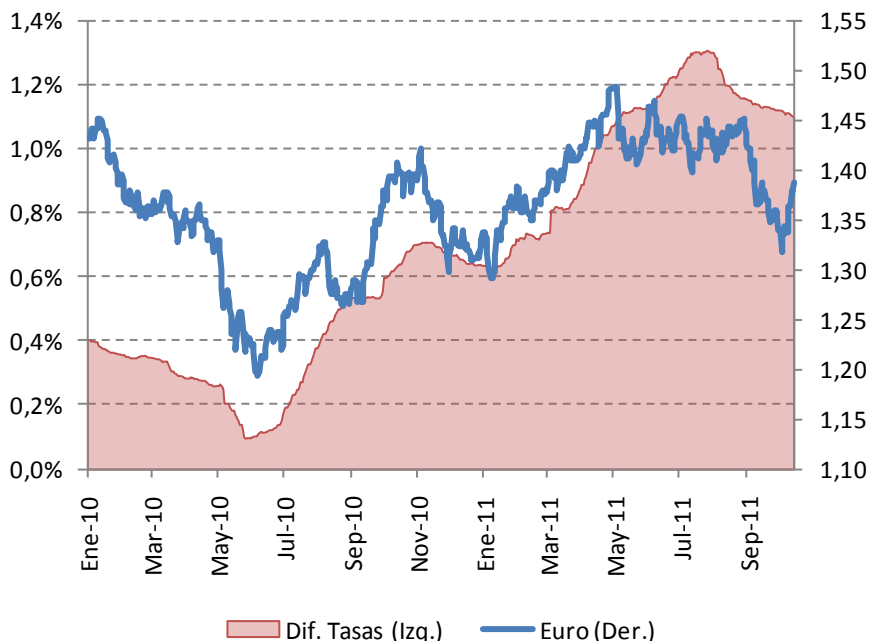


DISTRIBUCIÓN DE COMPRAS Y VENTAS DE TREASURIES Y DEPÓSITOS (OPERACIÓN TWIST)



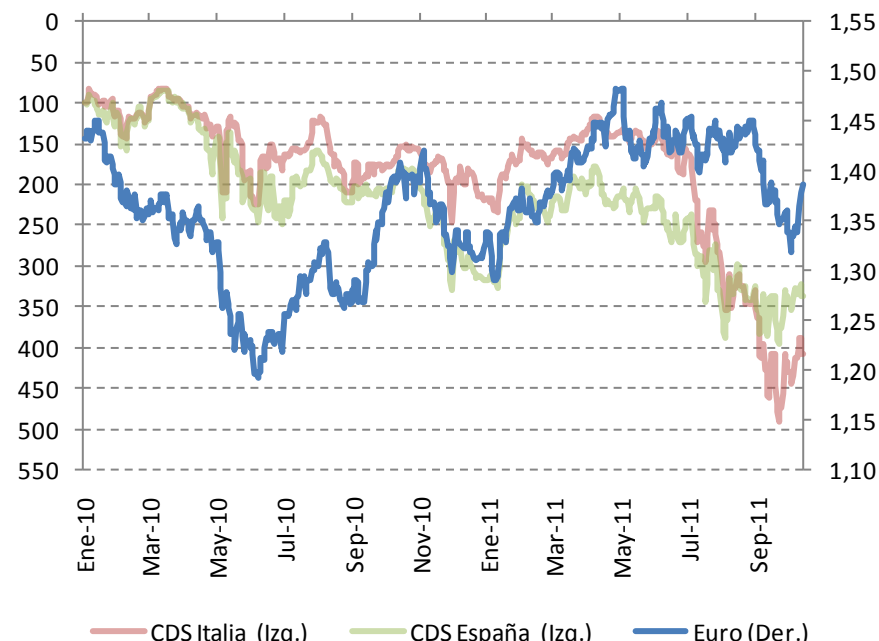
Diferencial de tasas euro/dólar continúa contrayéndose de la mano de un BCE que más pronto que tarde deberá reducir su tasa de política. Esto último, junto con una crisis de deuda soberana de difícil solución en el corto plazo, llevan a la moneda común hacia niveles no vistos desde el 1T11. Reafirmamos nuestro target de mediano plazo para el euro en \$1,25.

DIFERENCIAL TASAS 12 MESES V/S EURO (% , US\$/EUR)



Nota: Corresponde al diferencial entre la libor 12 meses en dólares v/s euros.

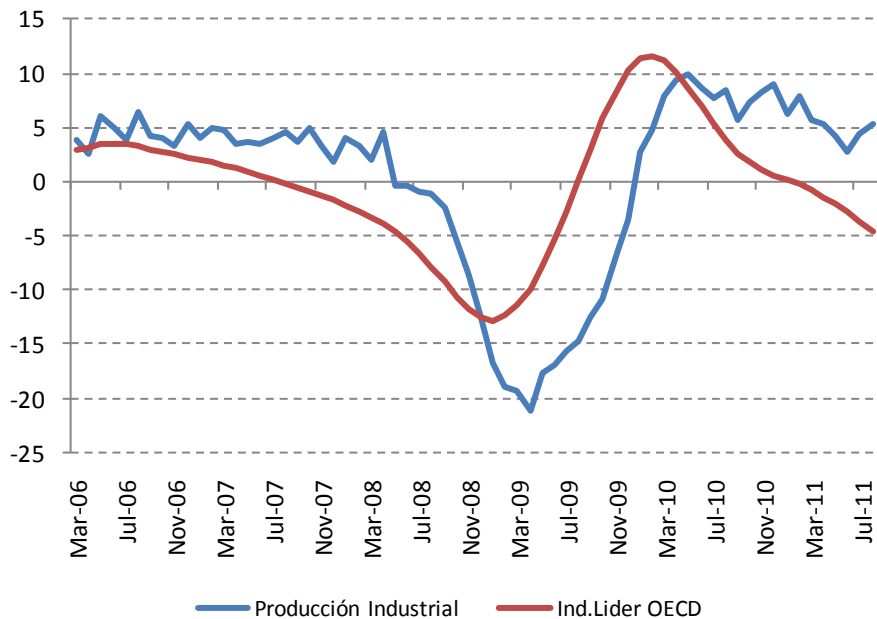
CDS ZONA EURO Y EURO/DÓLAR (PB, US\$/EUR)



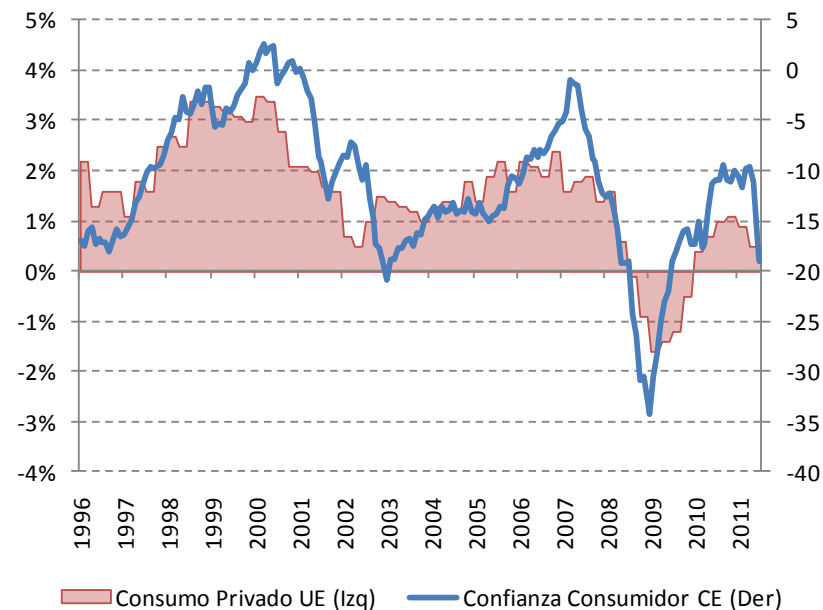
Nota: Los CDS, Credit Default Swap, corresponden a los puntos base que se pagan por contratar seguros de default sobre títulos de deuda, en este caso soberana.

A pesar del sorpresivo incremento en el indicador de producción industrial de agosto, la tendencia de este, junto con otros indicadores de consumo, se mantienen dentro de una senda bajista.

PRODUCCIÓN INDUSTRIAL EUROPEA E INDICADOR LÍDER (VAR 12M)



CONFIANZA Y CONSUMO PRIVADO ZONA EURO (VAR 12M)

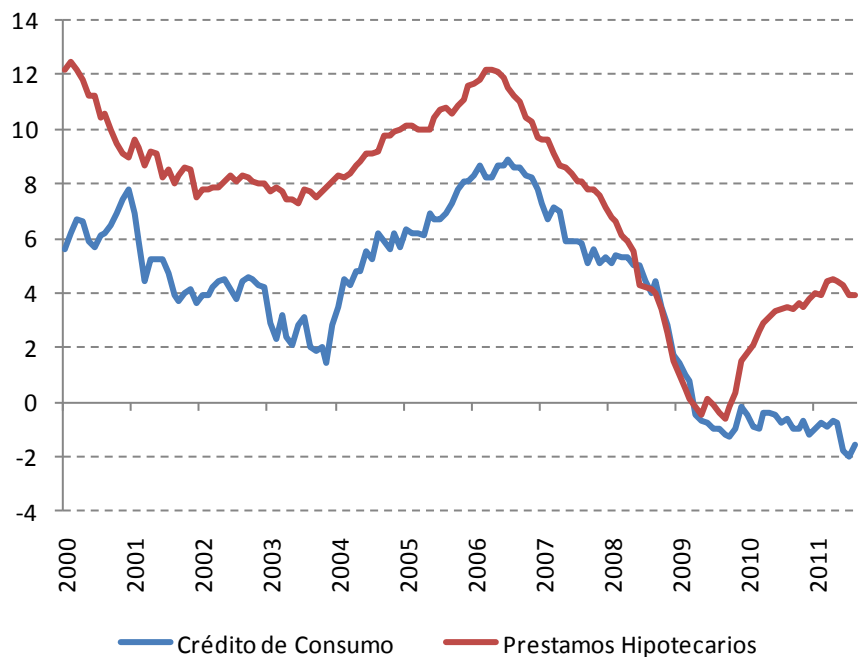


Fuente: Boomborg, BCI Estudios.

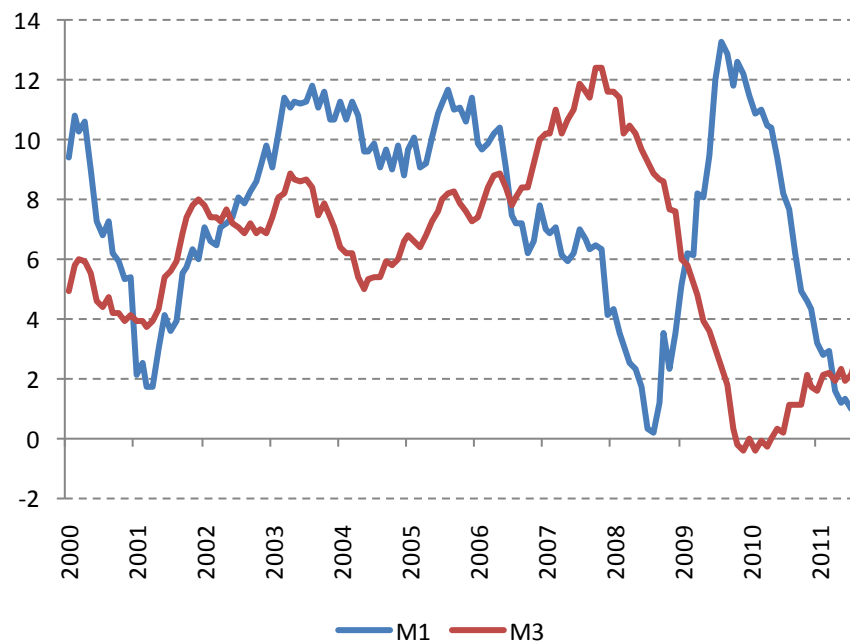
Fuente: Boomborg, BCI Estudios.

La recuperación de los créditos hipotecarios no sólo se enfría sino que da muestras de retrocesos, mientras que los créditos de consumo continúan en terreno negativo. Pese a recuperación en los agregados monetarios de la Zona Euro y a la sorpresiva aceleración de la inflación del último mes, la gravedad de la crisis del viejo continente probablemente hará que el BCE no tenga más opciones que bajar la tasa rectora en las próximas RPMs.

PRESTAMOS HIPOTECARIOS Y DE CONSUMO EN ZONA EURO (% A/A)

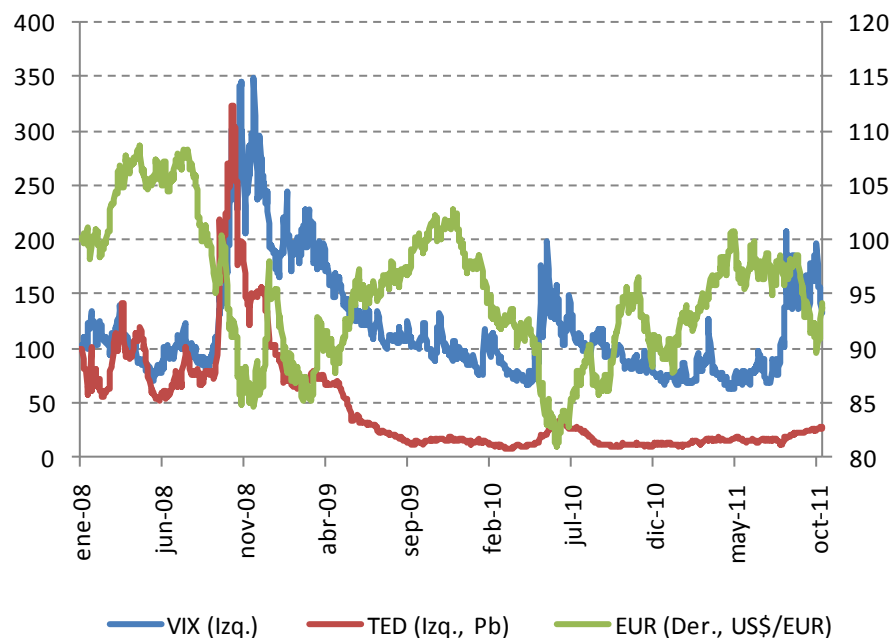


AGREGADOS MONETARIOS MENSUALES ZONA EURO (% A/A)

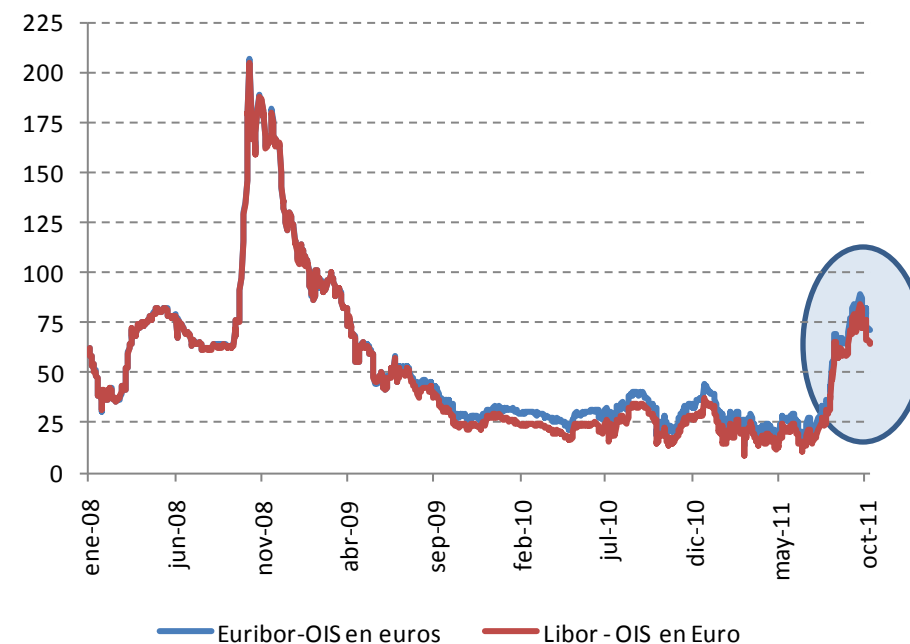


Aversión al riesgo y spreads de liquidez bancaria se niegan a retornar a niveles de normalidad: mercado aún se encuentra lejos de dar por superada la última agudización de la crisis de deuda soberana. Luego de las últimas declaraciones políticas anunciando mayor voluntad para resolver la crisis –incremento del fondo EFSF y capitalización de la banca–, muy bien venidas por el mercado, ahora es necesario el aterrizaje de estos mensajes en forma de acciones concretas.

VIX, TED SPREAD, EURO



LIBOR Y EURIBOR 3 MESES

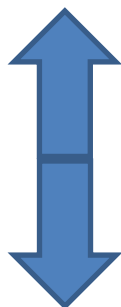


Nota: Valores normalizados, enero 2008=100.

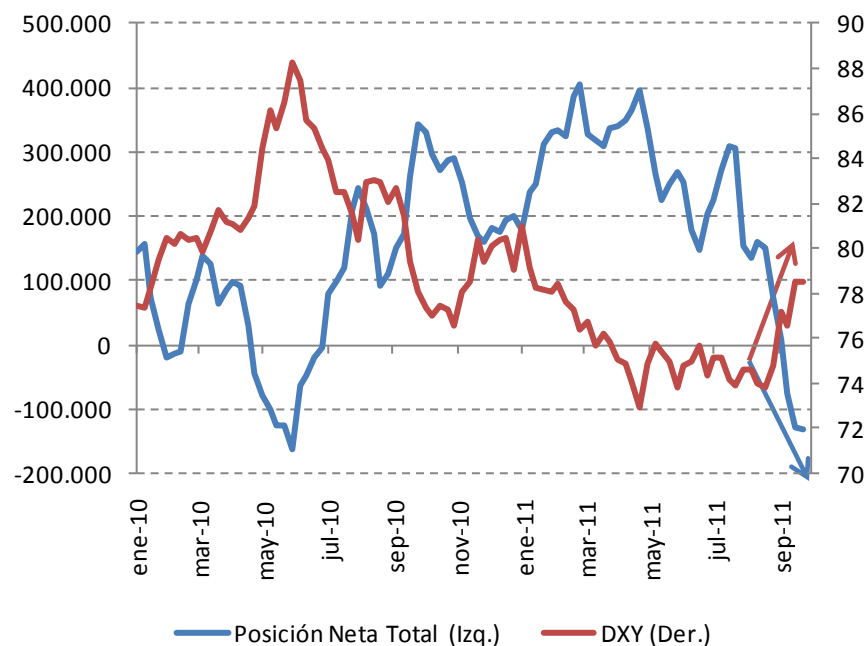
Posición abierta a favor del dólar muestra notable avance mensual, no obstante ya da muestras de agotamiento, en línea con el cambio de tono mostrado por el mercado en lo último. ¿Retornarán con fuerza las apuestas a favor de monedas con mayores diferenciales de tasas?

FUTUROS MONEDAS EXTERNAS RESPECTO AL DÓLAR

Apuestas depreciativas sobre el dólar estadounidense



Apuestas apreciativas sobre el dólar estadounidense

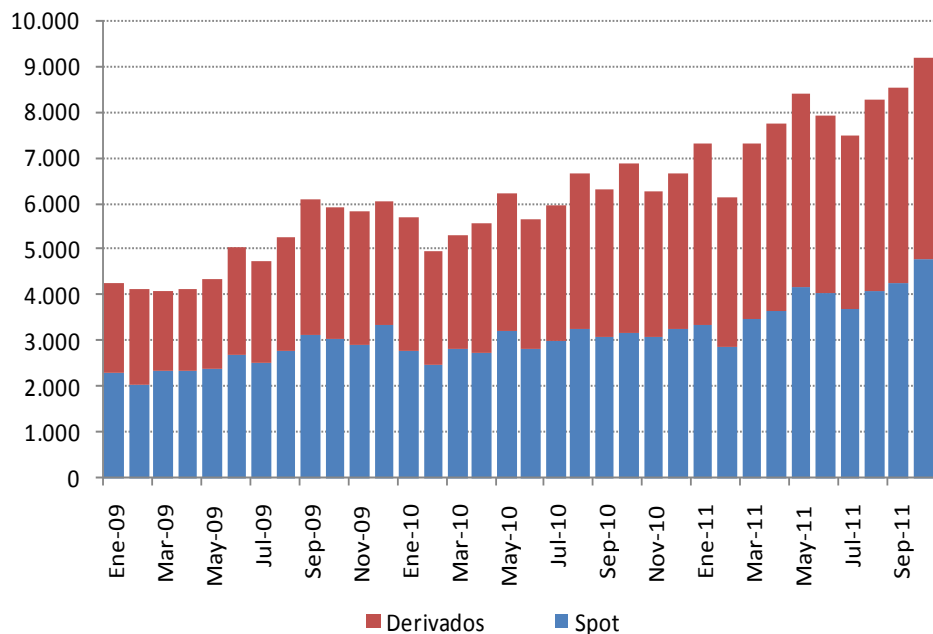


Nota: El CFTC (Commodity Futures Trading Commission) publica la posición de traders (de empresas comerciales, no-comerciales y no-reportables) en el mercado de futuros de tipos de cambio en el CME (Chicago Mercantile Exchange). Este considera a los traders no-comerciales como especuladores. Posición neta se define aquí como contratos largos en la moneda extranjera (Euro, dólar canadiense, franco suizo, etc.) menos posiciones cortas.

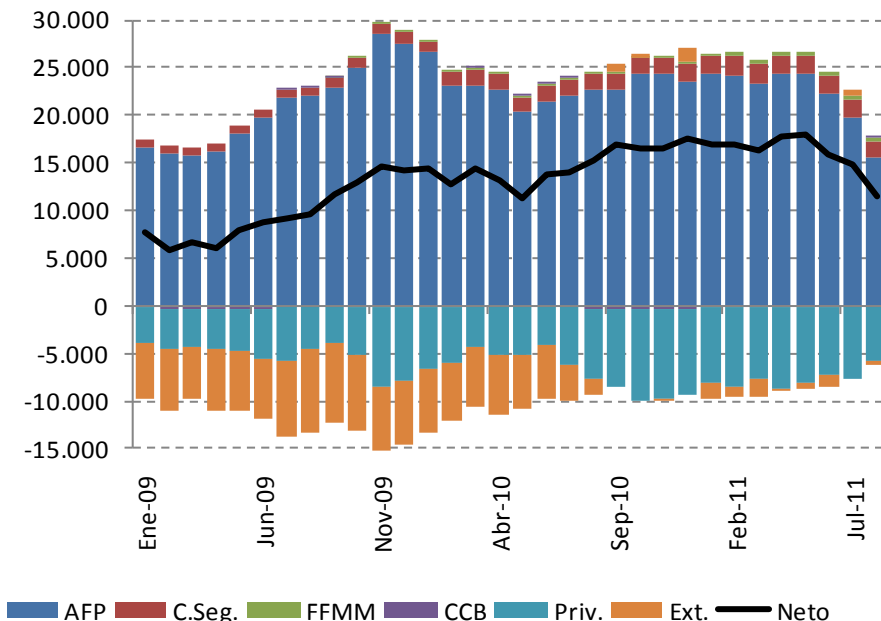
Fuente: BCCh, Bloomberg, CFTC, BCI Estudios.

Hasta agosto AFPs reducen en casi US\$9.000 millones su posición de cobertura cambiaria, flujo comprador que se suma al desarme de posiciones a favor del peso por parte de inversionistas extranjeros (NDF). No obstante lo anterior, información preliminar indica que este movimiento cambiario de las AFPs se habría detenido durante septiembre, lo que da piso a retrocesos en la paridad observados en lo último.

MONTOS TRANSADOS POR EL MCF (MILLONES US\$)



DESGLOSE POSICIÓN NETA DE DERIVADOS (MILLONES US\$)

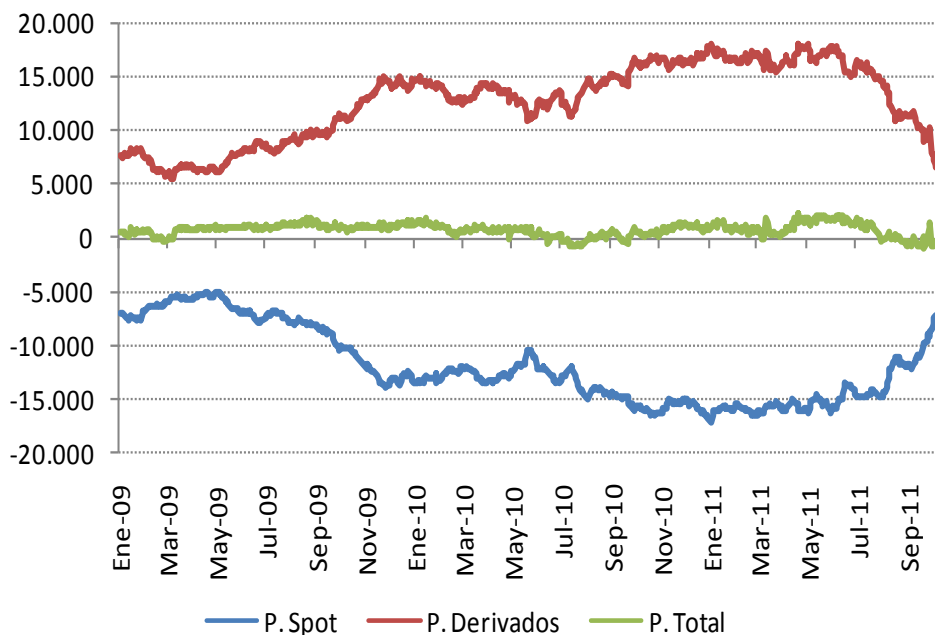


Nota: Promedios diarios de cada mes, incluye operaciones interbancarias con terceros y con el exterior (NDF). *Ext.:* Es la posición de derivados de no residentes contra bancos, la cual además canaliza las apuestas apreciativas/depreciativas de estos agentes respecto del peso.

Nota: Cifras positivas indican posición de derivados vendedora neta del agente indicado. Se informan sólo operaciones con contraparte dentro del mercado cambiario formal.

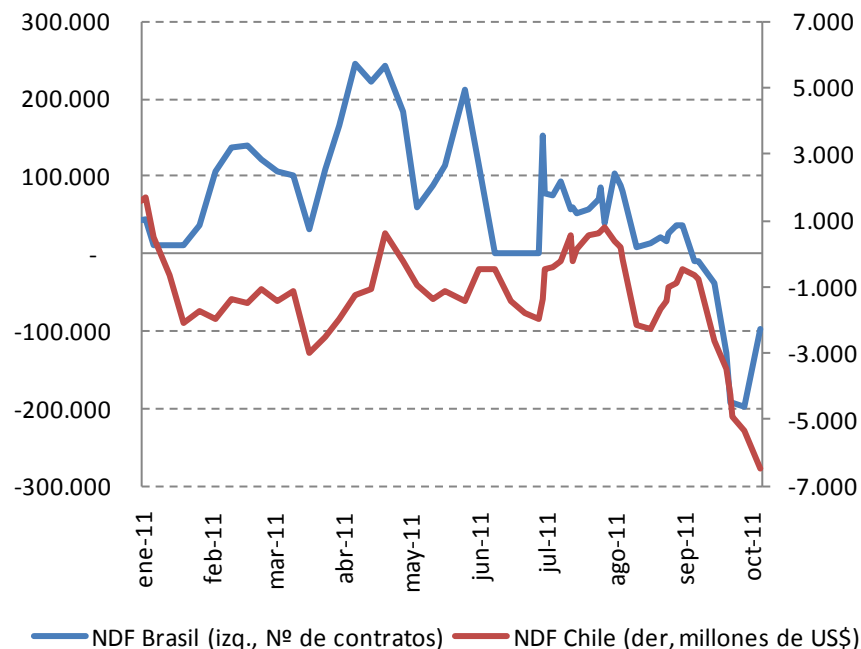
Destacamos el abrupto descenso de las apuestas de inversionistas extranjeros a favor del peso y que ciframos en torno a US\$6.000 millones entre septiembre y principios de octubre. No obstante, esperamos prontamente una detención de este movimiento en línea con lo observado en otros mercados emergentes (Brasil) y con la sustancial mejora en el ánimo de los agentes externos en las últimas semanas.

POSICIÓN DE CAMBIOS (MILLONES US\$)



Nota: Cifras positivas indican posición de derivados vendedora neta.

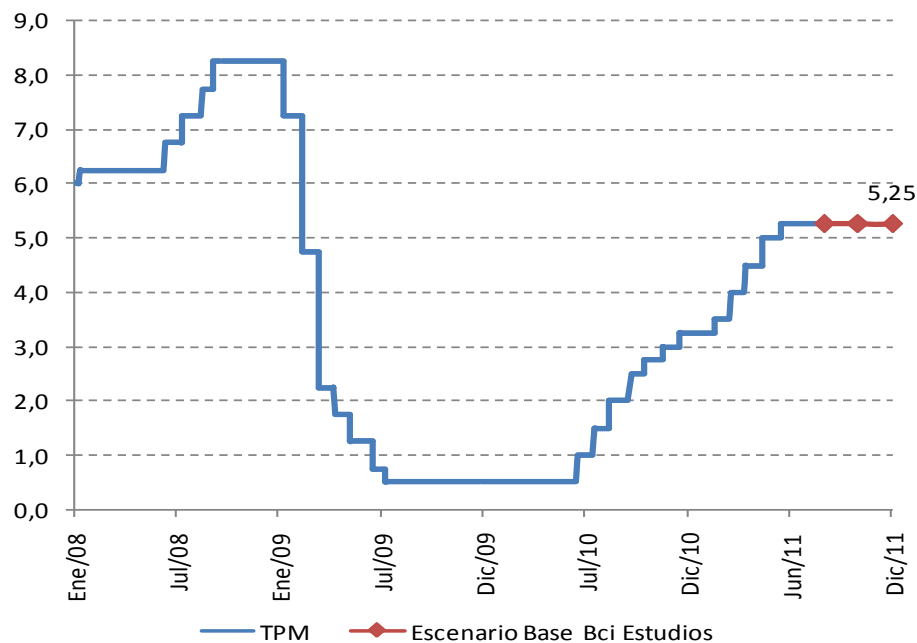
NDF BRASIL Vs. CHILE



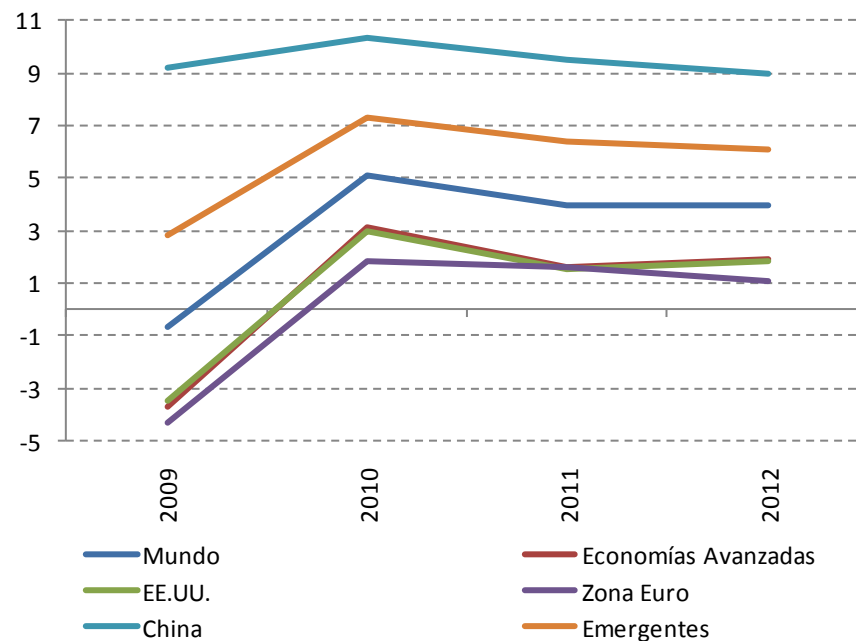
Nota: Signo negativo indica posición neta vendedora de dólares de residentes con no residentes.

Bajo nuestro escenario base, esperamos mantención de TPM al menos en el corto plazo, lo que garantiza un ambiente apreciativo estructural para el CLP. Por su parte, las expectativas de crecimiento de los países desarrollados continúan contrayéndose (80 puntos para el 2011), lo que augura reducciones de tasas en el caso de la Zona Euro, y mantención en niveles mínimos en el resto de los desarrollados relevantes.

PATRÓN DE NORMALIZACIÓN ESPERADO POR BCI ESTUDIOS (%)



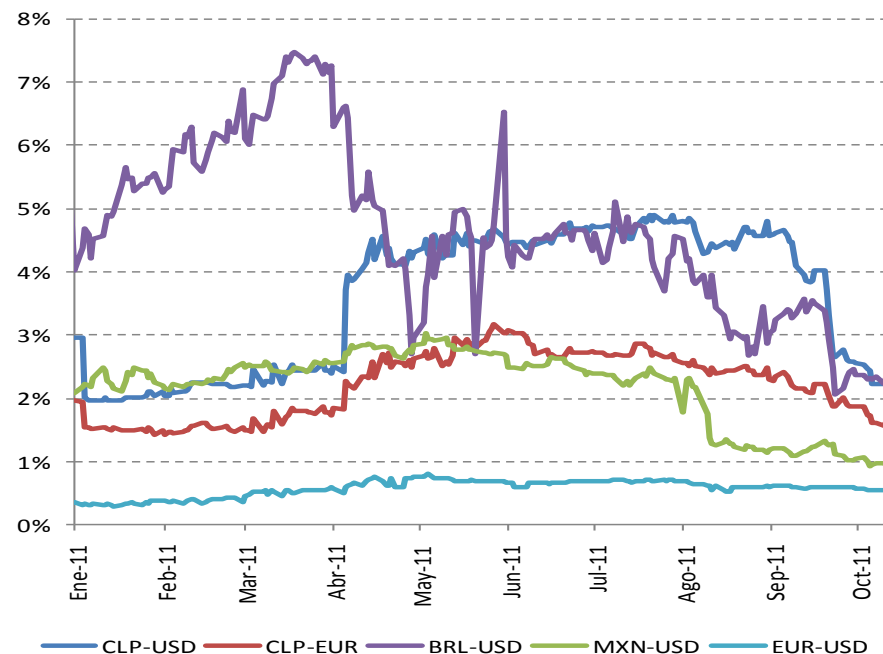
CRECIMIENTO ECONÓMICO TRIMESTRAL (%)



Fuerte caída en retorno ajustado por riesgo lleva a terreno negativo el retorno del *carry* contra el CLP. La fuerte volatilidad experimentada por el dólar a nivel internacional reduce en forma generalizada el atractivo de este tipo de operaciones, particularmente sobre el peso chileno. Adicionalmente, el atractivo del *carry* CLP se ha visto afectado por el avance de expectativas (mercado) de reducción de TPM en un horizonte de 12 meses, escenario que por ahora no compartimos, y que dependerá de la evolución de la crisis en Europa.

RETORNO CARRY TRADE AJUSTADO POR RIESGO MONEDAS SELECCIONADAS

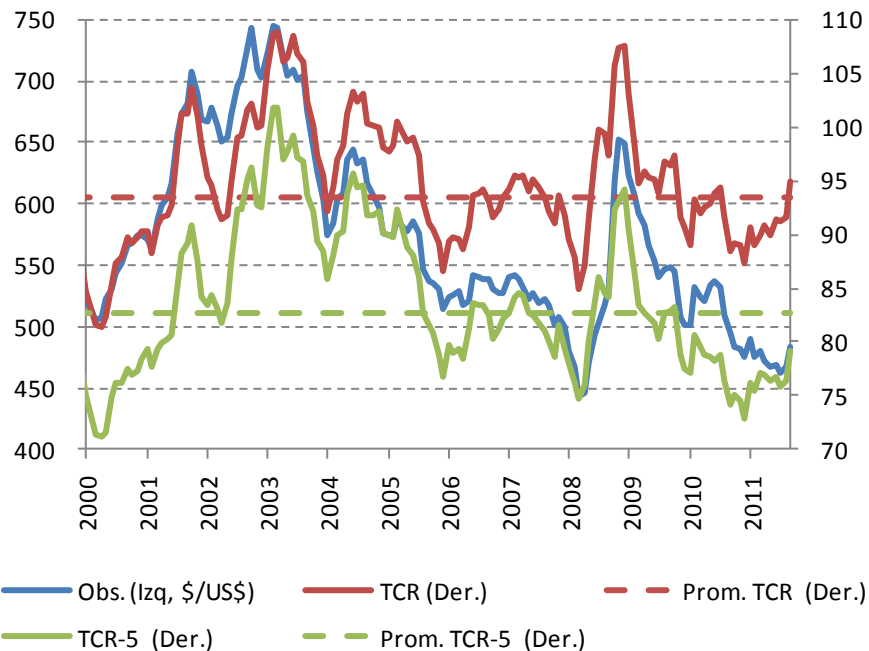
		TARGET											
		CLP	USD	EUR	JPY	GBP	BRL	PEN	MXN	COP	CAD	NZD	AUD
FONDEO	CLP		-2,3%	-1,6%	-2,0%	-2,2%	0,9%	-0,4%	-0,8%	-2,1%	-2,2%	-1,0%	-0,4%
	USD	2,3%		0,5%	-0,2%	0,4%	2,3%	8,7%	1,0%	1,2%	0,4%	0,8%	1,5%
	EUR	1,6%	-0,5%		-0,7%	-0,4%	2,6%	1,7%	0,8%	0,4%	-0,2%	0,6%	1,6%
	JPY	2,1%	0,2%	0,7%		0,5%	2,3%	3,3%	1,0%	1,0%	0,5%	0,9%	1,6%
	GBP	2,2%	-0,4%	0,4%	-0,5%		2,7%	2,8%	1,0%	0,8%	0,2%	0,8%	1,8%
	BRL	-1,0%	-2,3%	-2,6%	-2,3%	-2,7%		-1,2%	-2,2%	-2,0%	-2,7%	-1,9%	-1,5%
	PEN	0,4%	-8,7%	-1,7%	-3,3%	-2,8%	1,2%		-0,4%	-1,7%	-2,1%	-0,7%	0,0%
	MXN	0,8%	-0,9%	-0,8%	-1,0%	-1,0%	2,2%	0,4%		-0,4%	-1,0%	-0,3%	0,6%
	COP	2,1%	-1,2%	-0,4%	-1,0%	-0,8%	2,0%	1,7%	0,4%		-0,7%	0,2%	1,0%
	CAD	2,2%	-0,4%	0,2%	-0,5%	-0,2%	2,7%	2,0%	1,0%	0,7%		0,9%	2,3%
	NZD	1,0%	-0,8%	-0,6%	-0,9%	-0,8%	1,9%	0,6%	0,3%	-0,2%	-0,9%		1,2%
	AUD	0,4%	-1,5%	-1,6%	-1,6%	-1,8%	1,5%	0,0%	-0,6%	-1,0%	-2,3%	-1,2%	



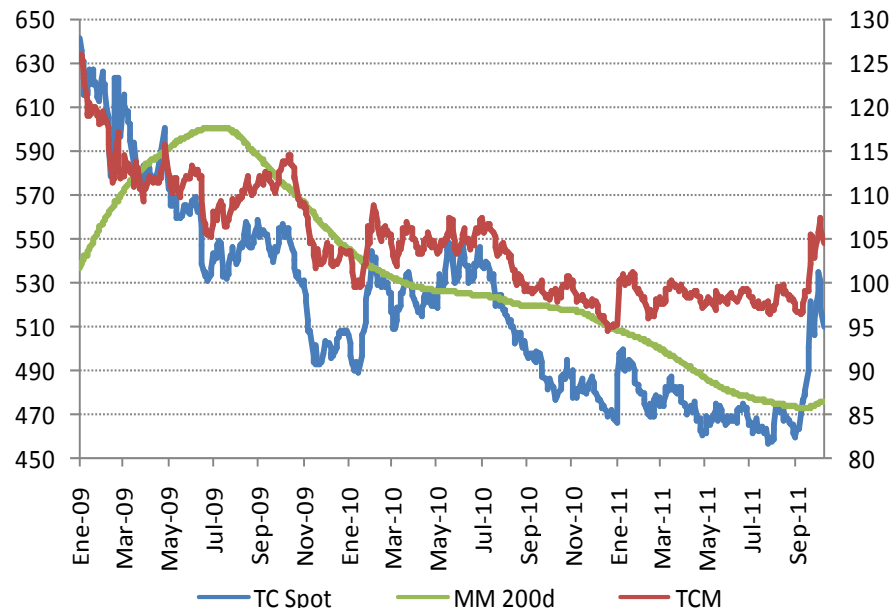
Nota: Se indica rentabilidad esperada (utilizando tasas de depósitos a 3 meses como las tasas relevantes para target y funding), ajustando por la desviación estándar anualizada de los últimos 3 meses.

Ultimo episodio depreciativo del peso lleva al TCR a elevarse marginalmente por sobre su promedio de 10 años. Esta vez el movimiento alcista de la paridad abarcó también a las monedas de los principales socios comerciales de Chile, lo que se refleja en el alza evidenciada por el TCM.

TIPO DE CAMBIO REAL Y PROMEDIOS HISTÓRICOS



TIPO DE CAMBIO MULTILATERAL Y SPOT (\$/US\$)

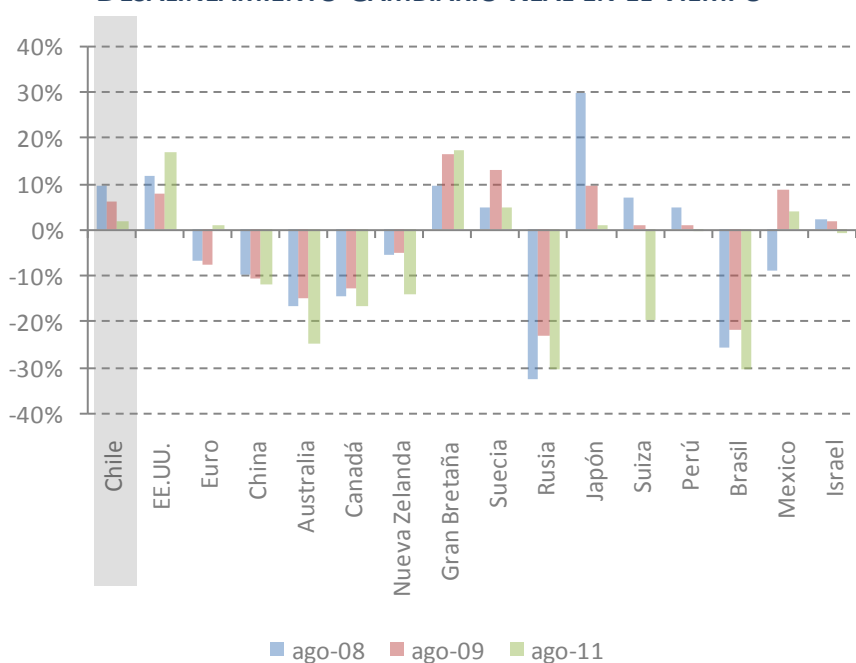


Nota: El índice de Tipo de Cambio Real (TCR) se define como el tipo de cambio nominal observado multiplicado por el cociente entre precios externo e internos relevantes. TCR de septiembre (último dato) estimado por BCI Estudios.

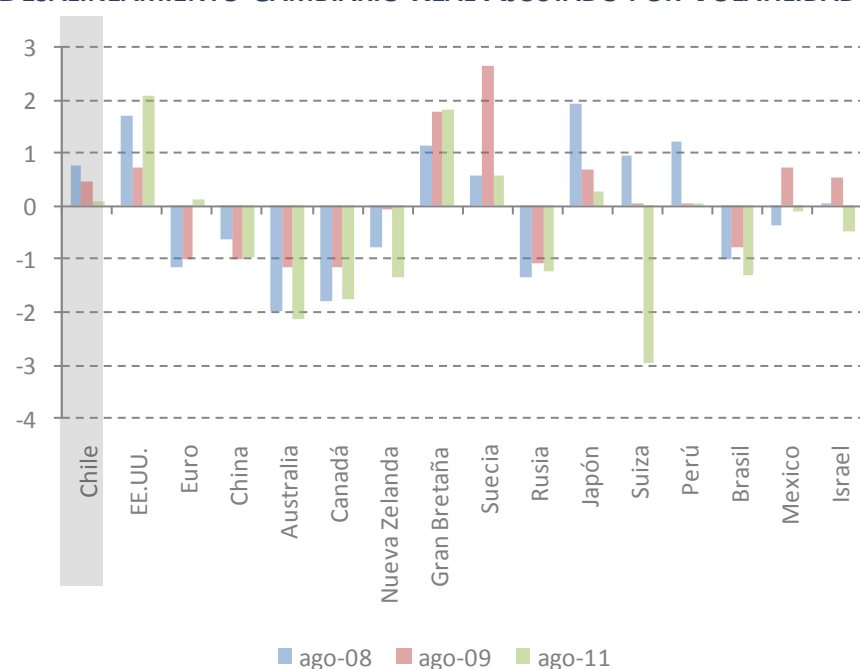
Nota: El índice de Tipo de Cambio Multilateral (TCM), representa una medida del valor nominal del peso chileno respecto de una canasta amplia de monedas extranjeras.

El TCR, incluso corrigiendo por volatilidad, se eleva por sobre su promedio histórico. TCR de suiza (sobre todo ajustado por volatilidad) se encuentra entre los mas apreciados junto con el real y rublo.

DESALINEAMIENTO CAMBIARIO REAL EN EL TIEMPO



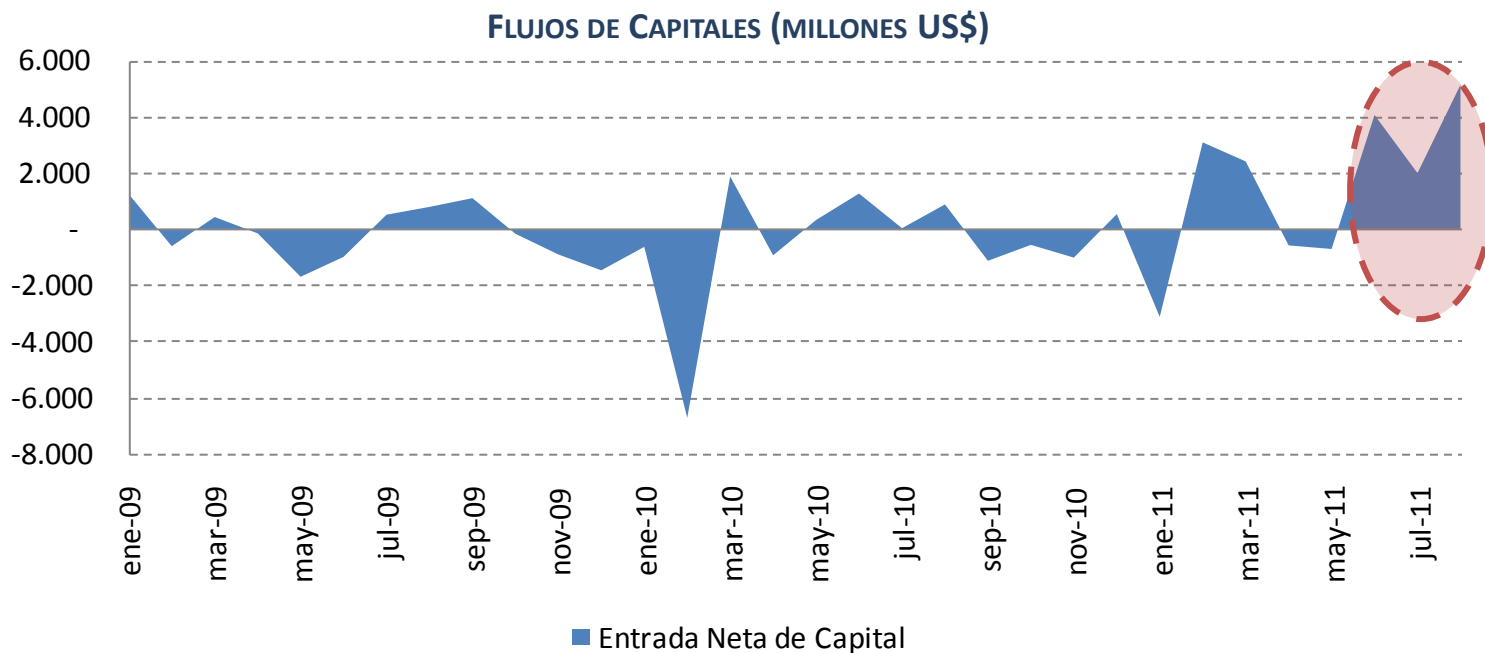
DESALINEAMIENTO CAMBIARIO REAL AJUSTADO POR VOLATILIDAD



Nota: Desalineamiento se produce por la diferencia del TCR vigente respecto al histórico.

Nota: Desalineamiento ajustado por volatilidad del TCR.

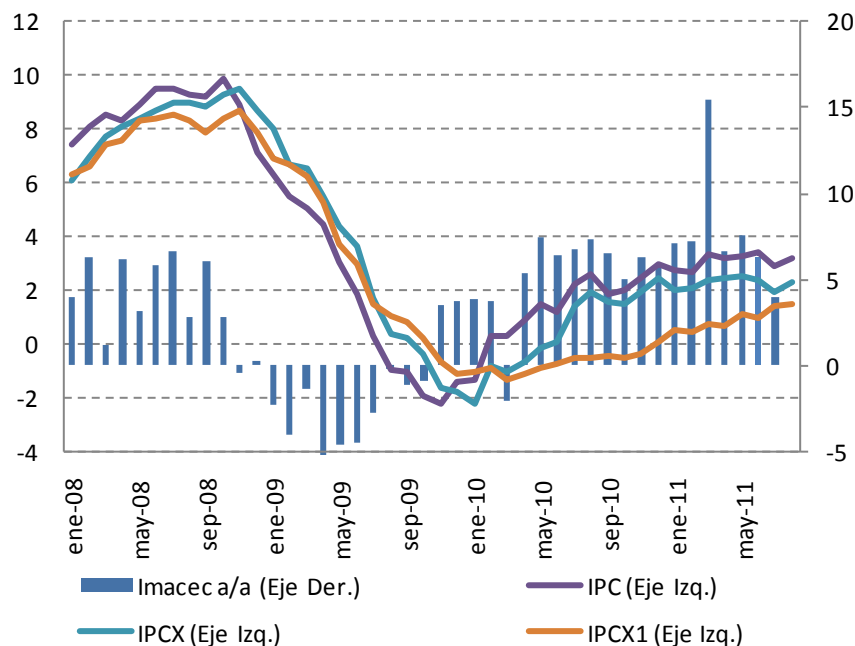
Las cuentas financieras dan cuenta de una aceleración en la entrada de capitales durante agosto, fuertemente influido por flujos de inversión de cartera por parte de AFPs, que mantienen su estrategia de reportfoleo desde el exterior hacia el mercado local, principalmente renta fija.



Nota: Cifras positivas indican entradas netas, mientras que negativas indican salidas netas.

Registro de Imacec de 4,6% en agosto e IPC de 0,5% de septiembre, en línea con nuestras expectativas. Mantenemos proyección PIB 2011 dentro de rango 6,25%-6,75% e inflación de 3,4%, cifras que en el escenario más probable mantendrán presión apreciativa estructural sobre la moneda local.

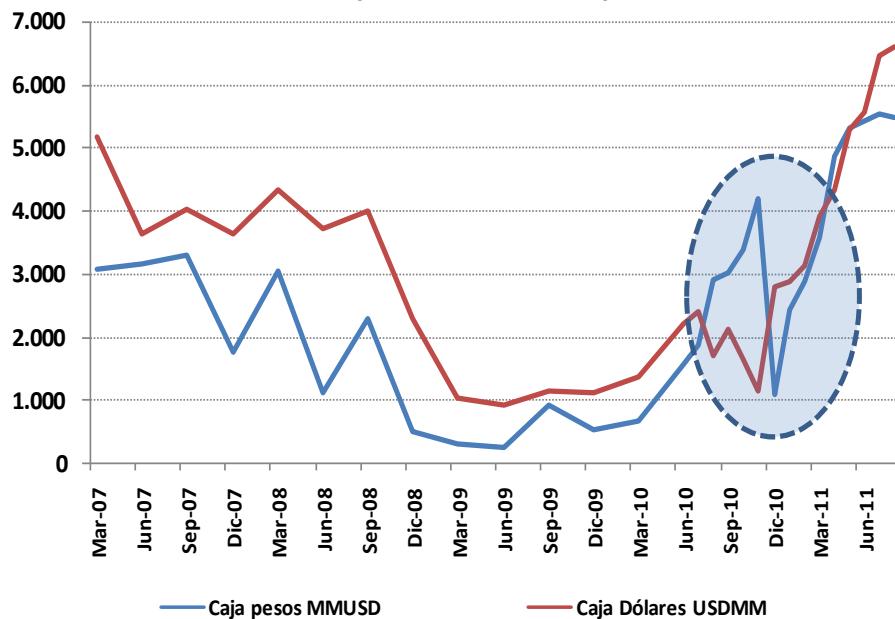
IMACEC E IPC (%)



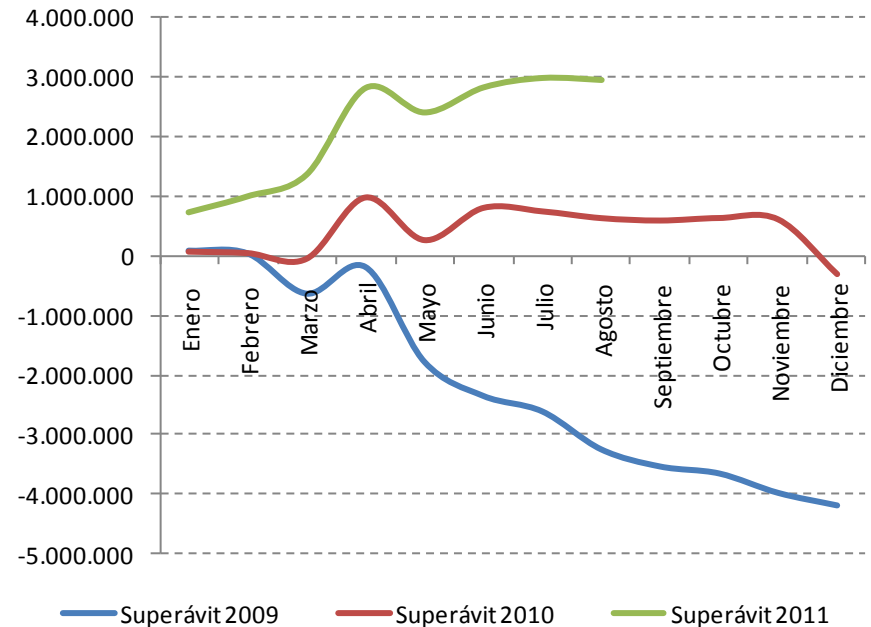
Fuente: Bloomberg, BCI Estudios.

Cuentas fiscales en pesos a agosto acusan estancamiento en su incremento ante presumible aceleración del gasto y efecto depreciativo del CLP (US\$5.500 millones). Lo anterior es sintomático de una aceleración en el gasto público financiado mayoritariamente con pesos, evitando en lo posible la liquidación de dólares. Dadas las actuales condiciones cambiarias y la necesidad de incrementar el ritmo de gasto para dar cumplimiento al presupuesto, reafirmamos con fuerza nuestra expectativa de liquidaciones de dólares que estimamos entre US\$1.500 y 2.000 millones.

SALDOS DE CAJA DE LA TESORERÍA EN PESOS Y DÓLARES
(MILLONES DE US\$)



SUPERÁVIT DEVENGADO GOBIERNO CENTRAL EN PESOS Y DÓLARES
(ACUMULADO, MILLONES DE PESOS)

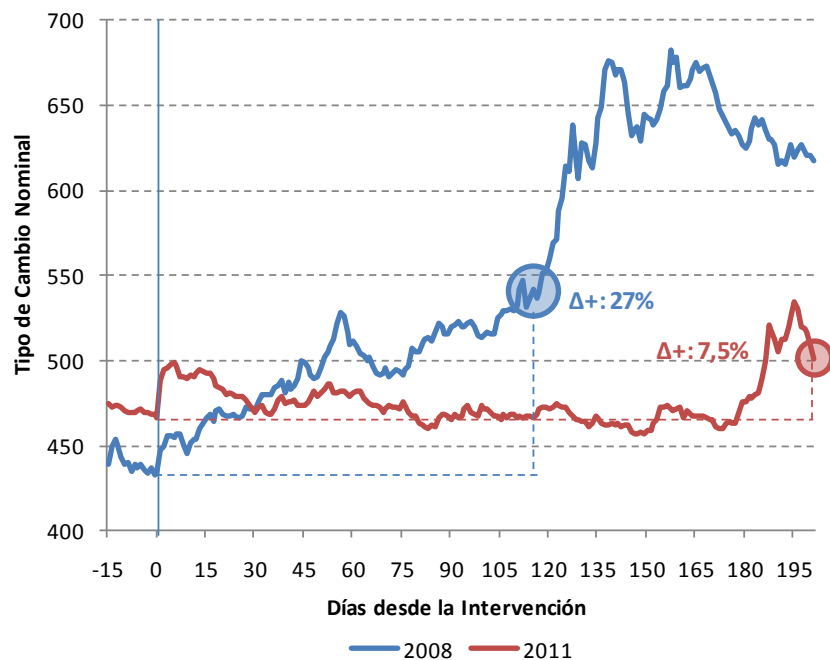


Fuente: Dipres, BCI Estudios.

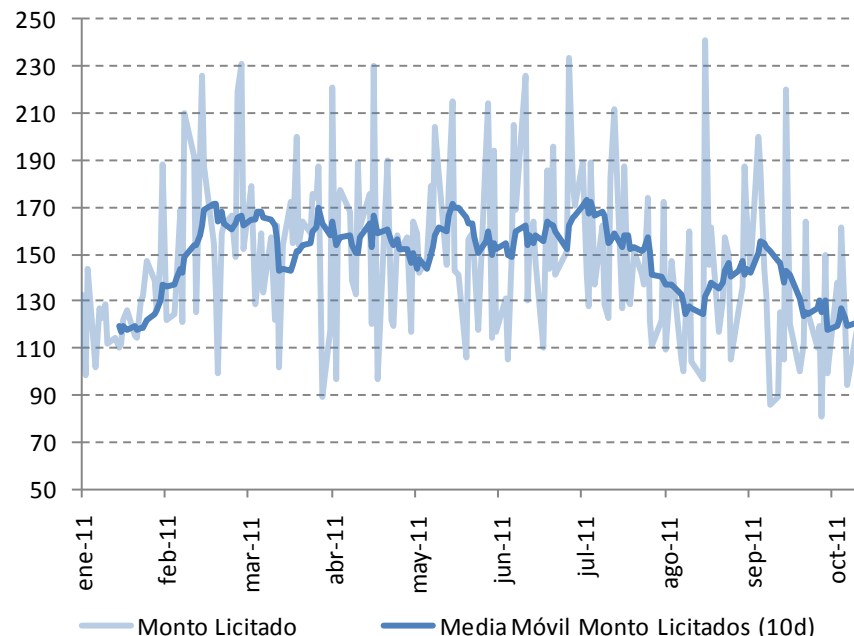
Fuente: Dipres, BCI Estudios.

Bajo el actual nivel del tipo de cambio vemos lejano un fin anticipado de la intervención cambiaria. Tomando como referencia el episodio de 2008, la actual depreciación acumulada del CLP –desde el momento de la intervención– sólo llega a 7,5%, muy lejano aun del 27% nominal alcanzado al momento de la interrupción de la intervención anterior. Aún así, y dado lo avanzado del programa actual, estimamos como marginal el efecto de un eventual final anticipado.

EVOLUCIÓN TIPO DE CAMBIO NOMINAL POST INTERVENCIONES



MONTO OFERTADO EN LICITACIÓN DEL BCCH (MMUS\$)

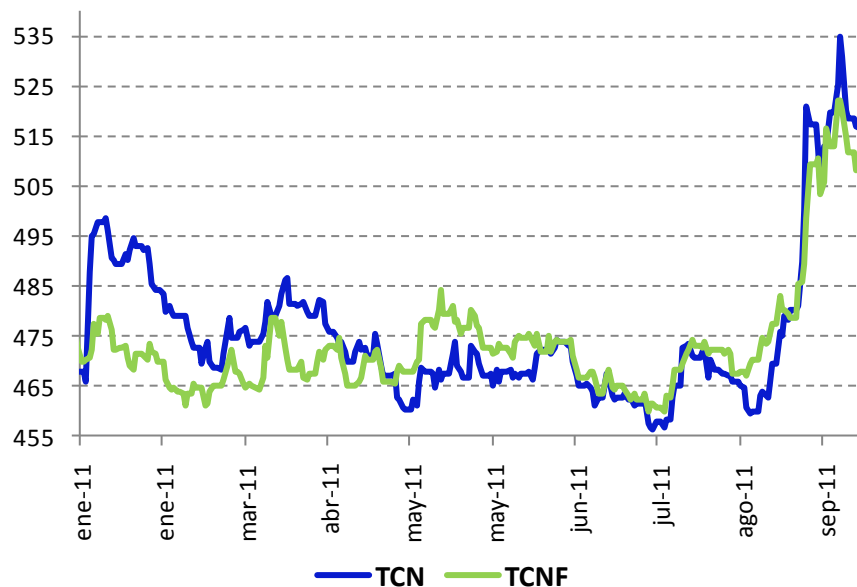


Nota: Luego de la intervención de 2008, el BCCh anunció la finalización del proceso de compras en un momento en que el tipo de cambio se había depreciado nominalmente más de un 27%. En la actualidad, el nivel del tipo de cambio nominal está prácticamente en el mismo valor que al momento de la intervención.

Casi nada queda de la intervención del BCCh en el tipo de cambio; entre 1% y 2% a lo sumo. Al programa de incremento de reservas aún le queda un 20% del monto total estipulado. Por otro lado, el diferencial de tasas dólar-pesos a dos años anota una significativa contracción de manera alineada con el repunte del tipo de cambio.

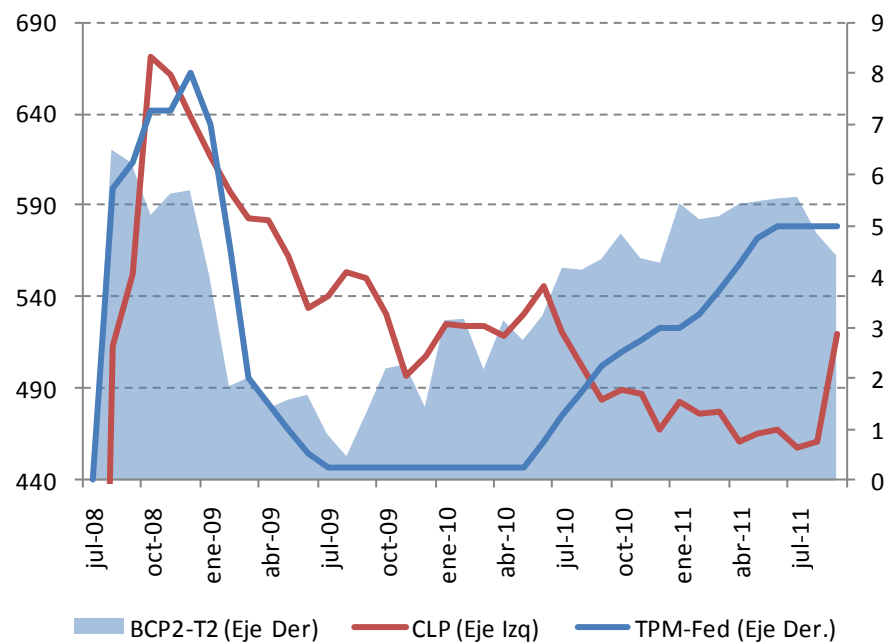
TIPO DE CAMBIO NOMINAL V/S FUNDAMENTAL (\$/US\$)

\$/US\$



Nota: Tipo de cambio fundamental nominal es una estimación de BCI Estudios del tipo de cambio en base a un modelo que incluye VIX, Dow, precio del cobre, petróleo, EMBI, entre otros.

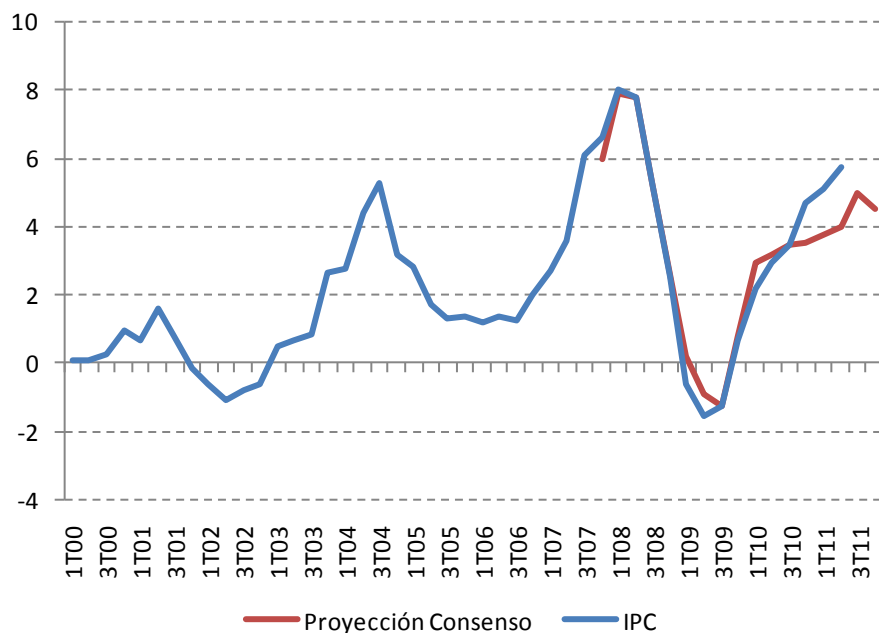
DIFERENCIAL DE TASAS Y TIPO DE CAMBIO OBSERVADO (\$/US\$, %)



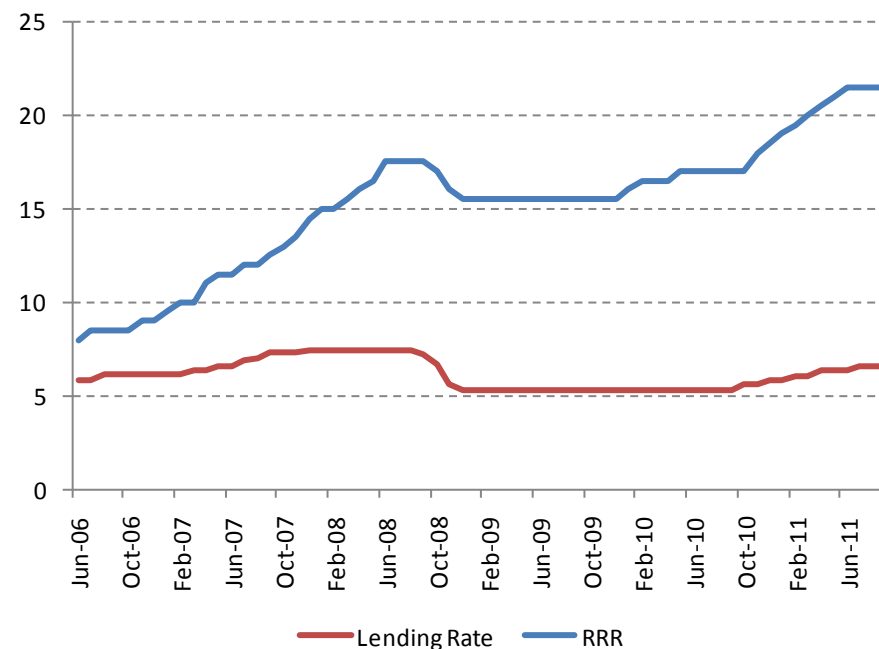
Nota: Corresponde a los valores de tasas y tipo de cambio al cierre de cada mes.

Tras sucesivos movimientos contractivos de política monetaria en China, cuyos efectos sobre el control de las expectativas inflación debiesen materializarse en lo próximo, esperamos prontamente el fin de estos, e incluso no descartamos incrementos en el estímulo sujetos al comportamiento futuro del consumo interno y de las exportaciones de este país.

INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS AGENTES (%)



LENDING RATE Y RRR (%)

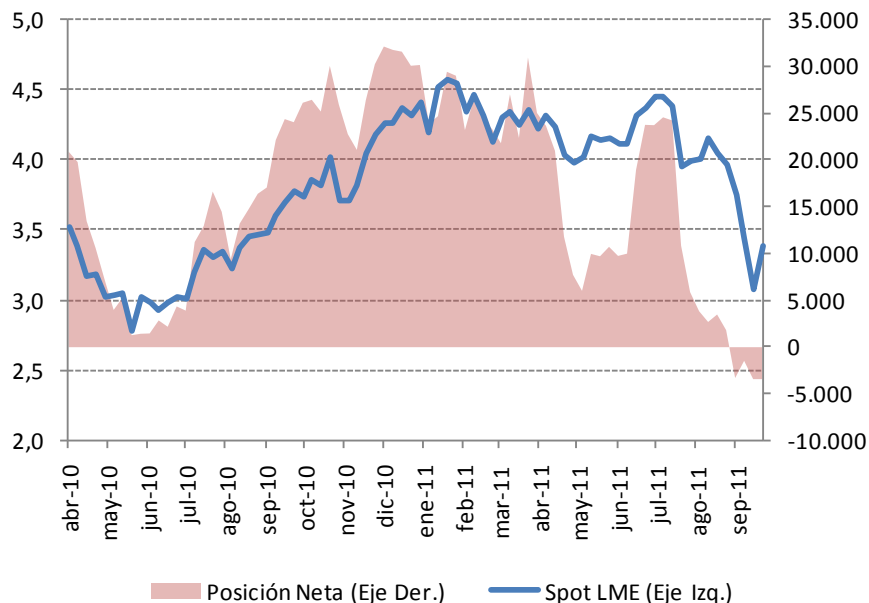


Fuente: Bloomberg, BCI Estudios.

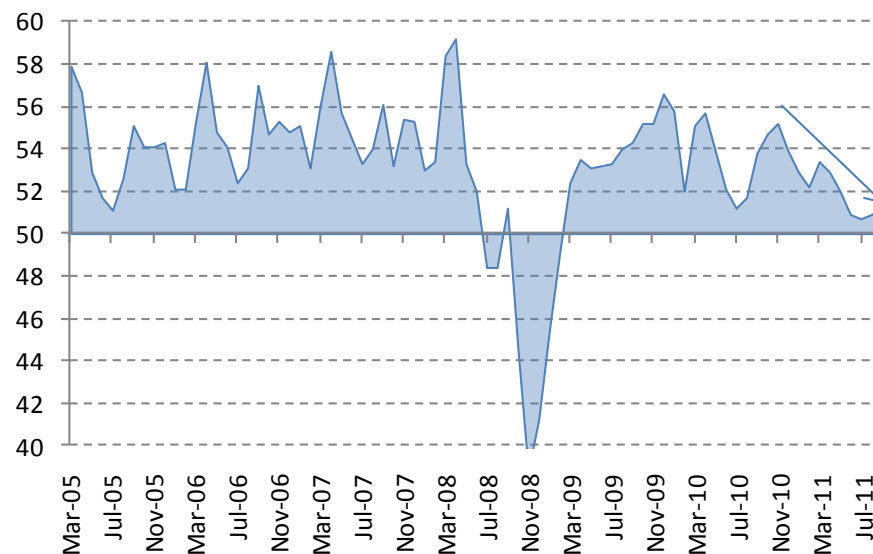
Fuente: Bloomberg, BCI Estudios.

Probable mantención de estrechez de oferta de cobre, sumado a una demanda que –bajo nuestro escenario base– se mantendrá dinámica, garantizan un piso mínimo del metal en torno a US\$3,0 la libra, con máximos que retornarían a precios por sobre los US\$4. Esto último da sustento para que el tipo de cambio retorne a niveles incluso por debajo \$500 en el mediano plazo.

PRECIO DEL COBRE (US\$/LIBRA) Y POSICIÓN NETA ESPECULADORES



PMI CHINA



Fuente: Bloomberg, BCI Estudios.

Fuente: Bloomberg, BCI Estudios.

USD/CLP

Tipo de cambio se mantendría presionado a la baja en el corto plazo, de la mano de un mayor apetito por riesgo que seguiría favoreciendo a las monedas de mayor riesgo en desmedro del dólar. Sin embargo, estimamos que esta caída estaría agotándose con piso probable en la zona de \$488 - \$490, donde se reanudarían las compras en un contexto de mediano plazo.

Rango de 10 días: \$490 - \$510.



Fuente: Bloomberg, BCI Estudios.

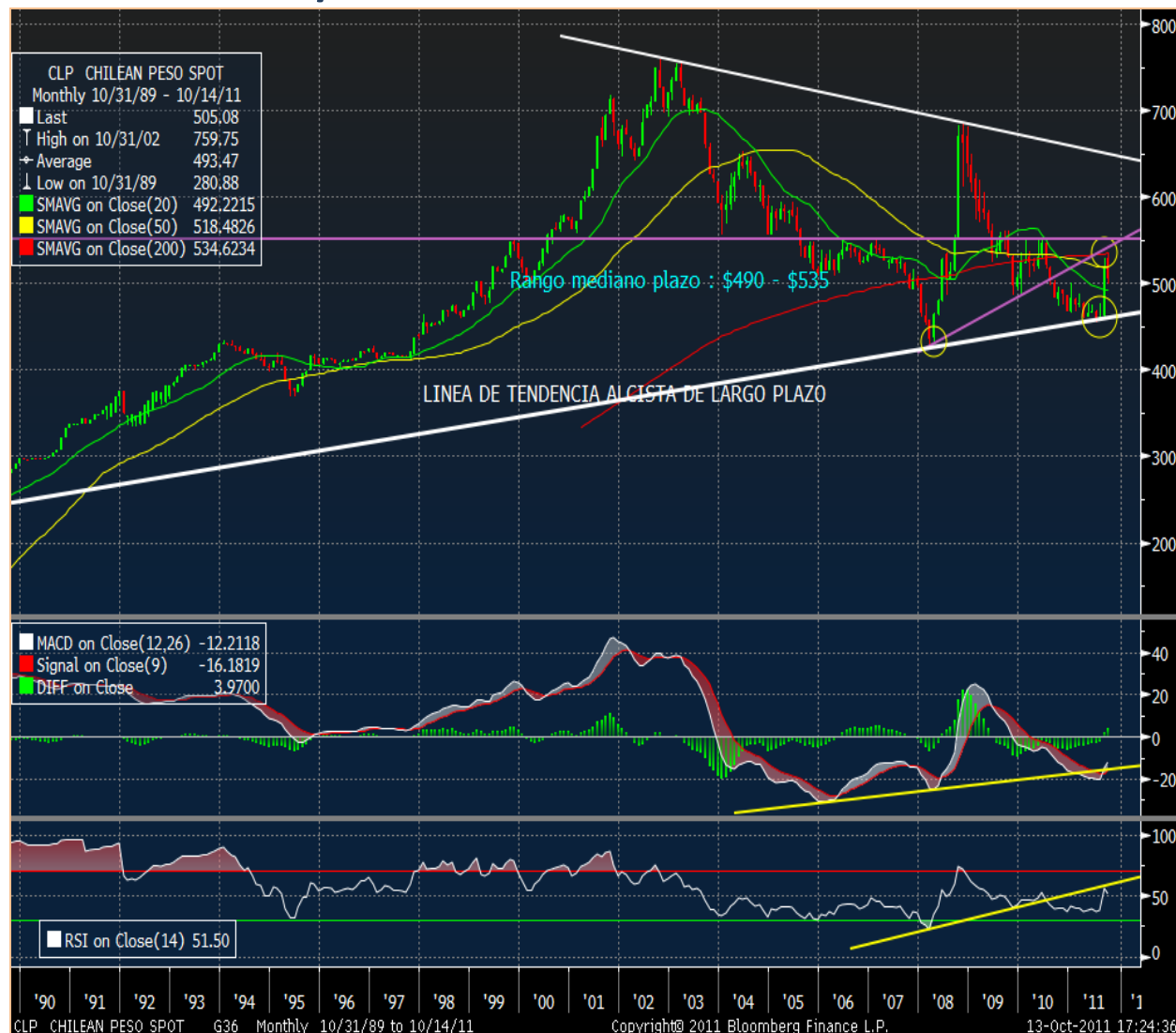
Estrategia Cambiaria, Octubre-2011

USD/CLP

En un contexto de mediano plazo, observamos que se ha comenzado a anular la inercia bajista que dominó el movimiento del tipo de cambio en estos últimos 2 años.

La recuperación por ahora ha marcado máximos en \$535, aunque no descartamos movimientos adicionales a la zona de \$550 de empeorar el escenario externo en las próximas semanas.

Por la parte baja, el tipo de cambio seguiría el recorrido de la tendencia alcista de largo plazo, por lo que futuras caídas estarían acotadas a la zona de \$470 - \$475.



Fuente: Bloomberg, BCI Estudios.

Estrategia Cambiaria, Octubre-2011

EUR/USD

El euro, después de consolidarse bajo US\$1,40, ha marcado mínimos en US\$1,31, por lo que mantenemos nuestras perspectivas de que la moneda única europea debería tender a valores más cercanos a la zona de US\$1,25 en el mediano plazo.

En el corto plazo hemos tenido un rebote importante, dado principalmente a la expectativa de un apoyo más decidido por parte de Europa hacia Grecia y la banca en general.

Estimamos que este rebote estaría agotándose, y cuando mucho iría encaminado a la zona de US\$1.41, donde se reanudarían las ventas en un contexto de mediano plazo.

Rango corto plazo: US\$1,41 con piso en US\$1,37.



A pesar de las presiones depreciativas externas, nuestra paridad se ha mostrado resiliente, evidencia de las fuerzas fundamentales y de flujos que presenta la economía. Entre ellas: (1) liquidaciones de dólares por parte de la Tesorería, a medida que el gasto fiscal comience a repuntar. Lo anterior es sólo reflejo de una expansión significativa del gasto público durante los próximos trimestres; (2) Eventual QE3 que presionará a la pérdida de valor del dólar respecto a monedas emergentes, y respecto al Euro en menor medida; (3) Relevante diferencial de tasas que será mayúsculo a pesar de bajas preventivas en la TPM en el corto plazo; (4) Términos de intercambios muy favorables en perspectiva histórica.

PROYECCIÓN PARIDADES RELEVANTES

	Spot	2s	1m	3m	6m	1a
CLP/US\$	501	490	515	515	490	480
US\$/EUR	1,39	1,41	1,35	1,35	1,30	1,25

GANANCIA/PÉRDIDA ESTIMADA DE COMPRA FORWARD A TÉRMINO

	Spot	2s	1m	3m	6m	1a
CLP/US\$	501	-10	13	10	-20	-37
US\$/EUR	1,39	0,02	-0,04	-0,04	-0,09	-0,14

Visión y Estrategia Cambiaria

Octubre de 2011

Pamela Auszenker Subgerente Renta Variable	Jorge Selaive Economista Jefe Corporación Bci	Luis Felipe Alarcón Subgerente Economía y Renta Fija
Marcelo Catalán Analista Senior <i>Eléctrico</i>		Rubén Catalán Analista Senior <i>Financiero, Economía y Renta Fija</i>
Christopher Baillarie Analista <i>Bebidas, Telecom y Transporte</i>	María Paz Merino Analista <i>Small Caps e Internacional</i>	Felipe Ruiz Analista <i>Recursos Naturales</i>
Oswaldo Cruz Analista <i>Economía y Renta Fija</i>	Verónica Pérez Analista <i>Retail</i>	Humberto Mora Analista <i>Análisis Técnico e Internacional</i>

Esta presentación ha sido preparada con el objeto de brindar información a los clientes de Bci Corporate & Investment Banking. No es una solicitud ni una oferta para comprar y vender ninguno de los instrumentos financieros que en él se mencionan. Esta información y aquella en la que está basado, ha sido obtenida en base a información pública de fuentes que estimamos confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las recomendaciones y estimaciones que emite este Departamento de Estudios respecto de los instrumentos financieros que analizan responden exclusivamente al estudio de los fundamentos y el entorno de mercado en que se desenvuelven las compañías que se transan en bolsa y apoyado en las mejores herramientas disponibles. No obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. Todas las opiniones y proyecciones emitidas en este informe pueden ser modificadas sin previo aviso. Bci Corporate & Investment Banking y/o cualquier sociedad o persona relacionada con éste, puede en cualquier momento tener una posición en cualquiera de los instrumentos financieros mencionados en esta presentación y puede comprar o vender esos mismos instrumentos. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.