

19 de agosto de 2011

Jorge Selaive
jselaiv@bci.cl
(56 2) 692 8915

Felipe Alarcón
lalarcg@bci.cl
(56 2) 383 5766

Rubén Catalán
rhatal@bci.cl
(56 2) 383 9010

Oswaldo Cruz
ocruz@bci.cl
(56 2) 383 9671

Renta Fija Local: La Niña Bonita del Barrio

Escenario Económico Base 2011: Crecimiento e Inflación **(pag. 2)**

Reducimos rango esperado de crecimiento para el 2011 a 6,25%/ 6,75%, que esperamos sea similar al próximo IPoM de septiembre del BCCh. Para 2012 esperamos un crecimiento del PIB entre 4,2% y 5,2%. Asimismo, reducimos expectativa de inflación IPC desde 3,9%/3,8% a 3,4% para el 2011, y esperamos registro entre 4% y 5% para el 2012. A nuestras proyecciones para el 2012 les incorporamos un sesgo bajista explicado por la eventual concreción de riesgos en el ámbito externo.

Trayectoria Esperada de TPM: Más Pausas en el Horizonte **(pag. 7)**

Con un escenario externo inestable, y considerando la mantención más de los estímulos monetarios en economías desarrolladas, nos inclinamos por mantención de la TPM durante los próximos meses, y no descartamos un último movimiento alcista de 25 pb en lo que resta del año en nuestro escenario base. Asimismo, las probabilidades de bajas en la TPM han dejado de ser nulas en el horizonte de política.

Mercado Monetario **(pag. 9)**

Tomando en cuenta el contexto actual de elevada volatilidad de los mercados, mantenemos la recomendación de tomar DAP pesos, particularmente a 12 meses. A esta recomendación incorporamos con fuerza las posiciones en depósitos en UF a no más de 2 años, cuyas tasas incorporan expectativas de inflación sumamente bajas.

Nuestros *swap fair value* se ubican en 5,30%, 5,30%, 5,40% y 5,50% a 3, 6, 9 y 12 meses, respectivamente. Recomendamos posiciones pagadoras a tasa fija de 3 a 12 meses teniendo en consideración que veremos nuevas oleadas de *flight to quality* que podrían mantener las tasas en niveles bajos.

Tasas Largas **(pag. 10)**

¿Es realista el actual escenario de tasas o el mercado ha sobrerreaccionado? Nos inclinamos definitivamente por lo segundo. Aunque más moderada, mantenemos nuestra visión alcista para las tasas largas. Estimamos que, con la sola excepción de UF hasta 2 años, las tasas se encuentran en niveles mínimos, y sumamente atractivas para posiciones cortas, en especial para emisiones o coberturas. Lo delicado del entorno nos obliga a recomendar cautela para posiciones de Trading y/o especulativas.

Break-Even de Inflación **(pag. 12)**

Tras una nueva y significativa corrección en los BEI el último mes, en el que la curva tiene un muy fuerte empinamiento, vemos un importante espacio para correcciones en el tramo más corto. Recomendamos tomar posiciones largas en inflación con especial énfasis en la parte corta de la curva –hasta 3 años–.

Bonos Benchmark Externos **(pag. 13)**

Resumen Recomendaciones Estrategia RF **(pag. 15)**

TABLA 1. ESCENARIO CRECIMIENTO 2011 - 2012

	Efectivo	BCI Estudios		IPoM Junio
	2010	2011E	2012E	2011
PIB	5,2%	6,25% - 6,75%	4,2% - 5,2%	6,0% - 7,0%
Demanda Interna	16,4%	8,5%	5,4%	8,5%
Demanda Interna (s/ex)	11,5%	9,1%	6,3%	9,2%
Consumo Total	9,3%	8,5%	4,0%	8,3%
FBCF	18,8%	11,1%	13,0%	11,9%
Exportaciones	1,9%	8,6%	7,6%	7,1%
Importaciones	29,5%	12,0%	8,0%	11,0%
Cuenta Corriente/PIB	1,9%	-0,5%	-0,3%	0,0%

Fuente: Banco Central de Chile, Bci Estudios.

TABLA 2. ESCENARIO EXTERNO 2011 - 2012

	Efectivo	BCI Estudios		IPoM Junio
	2010	2011E	2012E	2011
Términos de Intercambio	23,8%	-2,5%	1,3%	-1,6%
PIB Socios Comerciales	5,9%	4,1%	4,4%	4,3%
PIB Mundial	4,9%	3,9%	4,2%	4,1%
Cobre (US\$/libra)	3,42	3,95	3,90	4,15
Petróleo (US\$/barril)	79	92	90	99
Libor US\$ (% 90d)	0,30	0,30	0,30	0,30

Fuente: Banco Central de Chile, Bci Estudios.

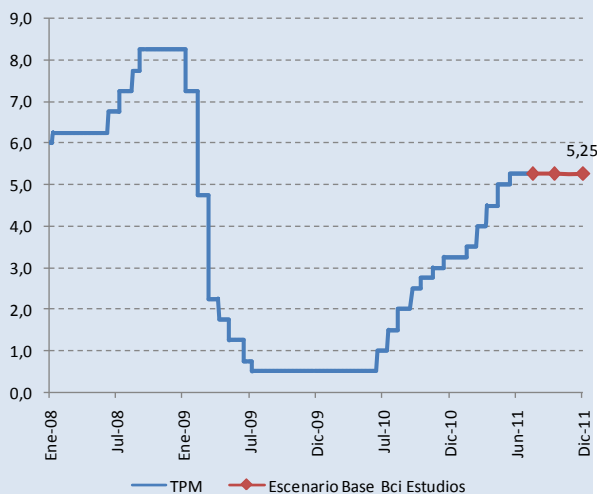
Escenario Económico Base 2011: Crecimiento e Inflación

Alto dinamismo del 1S11 valida estimación de crecimiento por sobre 6% para 2011. Hemos reducido el tamaño del rango esperado de crecimiento en el año a entre 6,25% y 6,75%, que esperamos sea similar al del BCCh en su próximo IPoM de septiembre (Tabla 1). La sorpresa positiva entregada en los últimos indicadores de crecimiento mensual, y el posterior ajuste al alza en las estimaciones del PIB de los dos primeros trimestres, nos lleva a esperar que la desaceleración en el consumo –que estamos seguros se acentuará en la segunda mitad del año– pueda ser menor a lo que originalmente anticipábamos. Luego del crecimiento de 8,4% a/a en el primer semestre, probablemente tendremos expansiones trimestrales entre 4,5% y 5,5% el último par de trimestres del año, con una demanda interna que irá perdiendo dinamismo de forma gradual. Esto es consistente con una expectativa de Imacec que se ubicaría en torno a 4,9% a/a en julio. Este escenario macro asume que el precio promedio del WTI se ubicará en torno a US\$92 y el del cobre en torno a 3,95 US\$/lb en 2011.

Estrenamos en este escenario nuestra proyección de crecimiento para 2012, con un rango estimado entre 4,2% y 5,2% (Tabla 2). Consideramos que Chile seguirá expandiéndose en torno a la tasa de crecimiento potencial, con una contribución relevante de gasto de gobierno e inversión. Consideramos que en el escenario central, la preocupación que ya permea a los agentes económicos respecto al devenir de la economía global –y que ha llevado a reducir las expectativas de crecimiento de forma generalizada en las últimas semanas–, decantará en un proceso de desacumulación de existencias, y de desaceleración en la industria manufacturera. No obstante, el gasto del gobierno llevará la delantera en los próximos meses, con un efecto multiplicador en el resto de los actores locales. En efecto, tanto personas como empresas seguirán enfrentando condiciones de crédito flexibles, situación opuesta a lo que sucede en los países desarrollados. Con todo, esperamos un avance de la demanda interna de 5,4% el próximo año. En lo que respecta al comercio exterior, una paridad que esperamos se mantenga apreciada en términos reales, seguirá favoreciendo una cuenta corriente marginalmente deficitaria.

Nuestro escenario base descuenta un entorno global desacelerado frente a lo que se esperaba a comienzos de año. Sin embargo, no esperamos que el mundo caiga en una nueva recesión (escenario de riesgo). Es claro que el riesgo de una recesión en las economías desarrolladas se ha incrementado, pero consideramos que el deterioro en los fundamentales aún no es lo suficientemente grave como para esperar derechamente una contracción. El aumento de las tensiones financieras en Europa y EE.UU., la volatilidad en los precios de las materias primas, y el deterioro en la confianza son desarrollos preocupantes, nos obliga a poner **riesgo bajista** a nuestras proyecciones del escenario base. Sin embargo, la caída de las tasas largas en las economías desarrolladas, y el espacio de maniobra que tienen las economías emergentes –tanto en términos fiscales como monetarios– probablemente permitirán combatir la desaceleración global en la medida que ello se vuelva necesario.

FIGURA 1. EXPECTATIVA DE TRAYECTORIA TPM



Fuente: Bloomberg, Bci Estudios.

TABLA 3. PROYECCIÓN INFLACIÓN IPC

15 DE ABRIL DE 2011

Semestre	Forward UF	Bci Estudios
1S11	2,5%	2,3%
2S11	2,0%	1,6%
Total	4,4%	3,9%

14 DE JULIO DE 2011

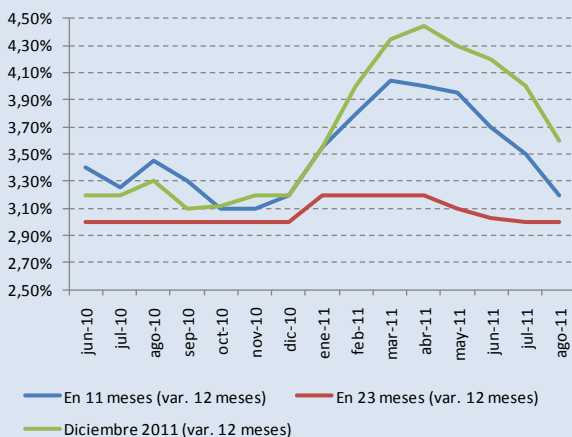
Semestre	Forward UF	Bci Estudios
1S11	2.2%	2.2%
2S11	1.4%	1.7%
Total	3.6%	3.9%

17 DE AGOSTO DE 2011

Semestre	Forward UF	Bci Estudios
1S11	2.2%	2.2%
2S11	0.9%	1.2%
Total	3.1%	3.4%

Fuente: Tradition, Bci Estudios.

FIGURA 2. EXPECTATIVAS INFLACIONARIAS SEGÚN LA ENCUESTA DE EXPECTATIVAS ECONÓMICAS



Fuente: BCCh, Bci Estudios.

Bajamos Expectativa de Inflación 2011 desde 3,9/3,8% hasta 3,4%.

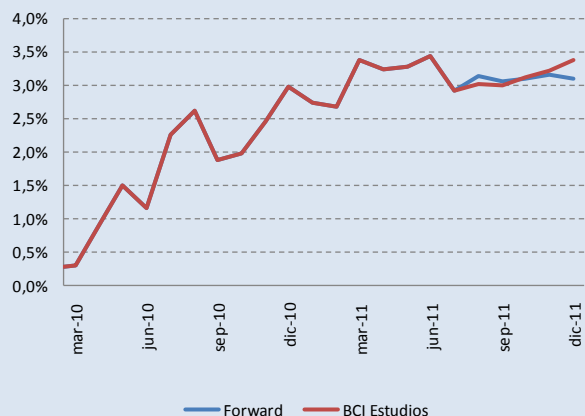
Las expectativas inflacionarias para el 2011 han continuado disminuyendo desde el último informe. En dicha ocasión señalamos que las expectativas de mercado según los *forwards* eran de 3,6%. Hoy las expectativas se encuentran en 3,1%, muy lejos del máximo del año de 4,7%. A pesar de esta disminución nosotros habíamos mantenido nuestra estimación en 3,9% desde septiembre 2010. En nuestro último informe de revisión de expectativas ([2011-08-01: "Nunca fue tanto antes, ni tan poco ahora"](#)) mantuvimos la proyección, pero destacamos riesgos a la baja. Desde esa fecha muchos de éstos se han concretado, entre los que destacamos:

- Combustibles.** El WTI ha sido uno de las principales víctimas luego del incremento de incertidumbre sobre las economías desarrolladas; se ubicó en torno a los US\$95/barril a principios de mes para luego llegar a un mínimo de US\$79/barril, por debajo de los valores vigentes previo al inicio de la crisis en Libia. En lo último se ha recuperado llegando hasta los US\$83/barril. Considerando que a principios de año los precios se ubicaron en torno a los US\$92/barril, estimamos que las presiones inflacionarias por el lado de los combustibles se han disipado e incluso revertido. A pesar de lo anterior, debemos destacar la incertidumbre que ha generado el SIPCO. El mecanismo ha sido poco transparente en sus cálculos, perjudicando la capacidad de la agentes para predecir la variación de los precios de los productos en las cuales influye. Esto último ha quedado en evidencia en la segunda semana de agosto donde la ENAP se retractó de la disminución de los precios anunciados inicialmente. A pesar de lo anterior, esperamos nuevas disminuciones durante las próximas semanas a medida que las medias móviles que este considera disminuyan con la permanencia de los actuales precios internacionales.
- Bajas en las expectativas de los agentes económicos tienen un componente de profecía autocumplida.** Las expectativas de mercado generan presiones bajistas en los precios. Las expectativas se derrumbaron, lo que disminuye en algo nuestra expectativa inflacionaria del 2S11.

A pesar de lo anterior no debemos olvidar factores que podrían presionar al alza los precios. Entre ellos destacamos:

- Vestuario.** Las bajas en los precios de los productos de esta división podrían estar llegando a su fin. Recordemos que en los últimos dos años los precios de esta división han disminuido en un 25% con una incidencia acumulada de nada menos que -1,1% en el IPC. Estas bajas no han sido registradas en igual magnitud en otros países reflejando una situación que muy probablemente no podrá mantenerse en el tiempo. El registro de julio podría ser el punto de quiebre que esperábamos. En los últimos dos años el mes de julio había registrado según el INE bajas en vestuario del orden del 7%, las cuales fueron explicadas básicamente por la estacionalidad que las afecta (liquidaciones de ropa de invierno). Este año la baja fue de solo 0,7%. De mantenerse este cambio de tendencia, no tendríamos a las vestimentas presionando a la baja al IPC durante el resto de este año.

FIGURA 3. INFLACIÓN 12 MESES: BCI ESTUDIOS VS MERCADO



Fuente: Bci Estudios.

TABLA 4. IPC DE AGOSTO: 0,0%

Producto o División	Estimación	
	Variación	Incidencia
Alza		
Alimentos y bebidas no alcohólicas	0.1%	0.02%
Gasolina	1.0%	0.04%
Prendas de Vestir	2.0%	0.07%
Servicio de Transporte aereo	5.0%	0.03%
Servicio de Transporte Multimodal	1.8%	0.05%
Baja		
Gas por Red	-1.1%	-0.01%
Gas Licuado	-1.1%	-0.02%
Electricidad	-2.3%	-0.06%
Automóvil Nuevo	-1.0%	-0.05%

Fuente: Bci Estudios.

- **Combustibles.** Recientemente la IEA proyectó una mayor demanda de petróleo en el 2S11, lo que podría presionar al alza los precios revirtiendo las recientes caídas. Sin embargo, en nuestras estimaciones no incorporamos estas expectativas de alza en los combustibles.
- **Electricidad.** Retraso en el traspaso de mejores condiciones hídricas a tarifas eléctricas de consumidores.
- **Alimentos.** Las recientes heladas, y el efecto de las bajas condiciones hídricas durante el 1S11, tendrán un efecto compensador alcista en la evolución del precio de los alimentos.
- **Transporte.** Según el Ministerio de Transporte, el precio de equilibrio (pasaje) para el Transantiago está en el orden de los \$800. No hemos incorporado nuevas alzas para este año dado la coyuntura social y política nacional, sin embargo, consideramos que este es un factor de riesgo al alza.

En resumen, considerando el fortalecimiento de presiones a la baja en la inflación (combustibles, tipo de cambio, expectativas de los agentes económicos y alimentos) hemos bajado nuestra expectativa de inflación IPC para este año desde 3,9/3,8% hasta 3,4%.

Expectativa de inflación IPC para agosto: 0,0%.

Hemos disminuido nuestra expectativa principalmente debido a las bajas que esperamos de los combustibles (disminución de los precios internacionales), electricidad (fin de reliquidación), automóviles (estacionalidad previo al cambio de año) y alimentos (frutas y verduras han registrado disminuciones más fuertes que los previstos anteriormente dado su estacionalidad). Estas probablemente se verán contrarrestados por alzas en las prendas de vestir (nueva temporada), servicio de transporte aéreo (vacaciones de septiembre) y transporte multimodal (pasaje de Transantiago subió \$10). Consideramos que los riesgos más importantes vienen por el lado de los combustibles (bajas podrían no ser consideradas por el SIPC), alimentos (de registrarse alzas en el resto del mes por bajas condiciones hídricas durante el 1S11 o heladas) y vestuario (aumento menor al esperado dado el bajo efecto de la estacionalidad en el mes anterior).

Esperamos una Inflación IPC 2012 entre 4 y 5%.

Estimamos inflación IPC para el 2012 entre 4% y 5% en un escenario base en el que reconocemos riesgos bajistas. Las razones para una estimación por sobre las expectativas de mercado:

- **La historia post-crisis financieras apunta a que los países quedan con poco espacio fiscal y monetario. Probabilidades de default en el mundo desarrollado se incrementan posteriores a crisis financieras como la del 2008, y sus impactos son a todas luces inflacionarios.**
- **La mejor manera de las economías desarrolladas de salir de la situación actual es permitir que la inflación corra, y lo haga más de lo usual.** La Fed ya acaba de realizar un acto de carácter relativamente histórico al

Considerando el fortalecimiento de presiones a la baja en la inflación (combustibles, tipo de cambio, expectativas de los agentes económicos y alimentos) hemos reducido nuestra expectativa de inflación para este año desde 3,9% hasta 3,4%.

Esperamos registro IPC de agosto en 0,0%, debido principalmente a las bajas en combustibles y automóviles, compensadas por Transantiago y Prendas de Vestir.

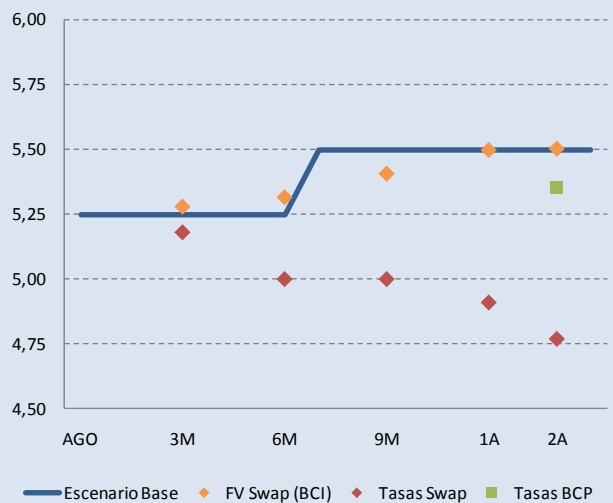
entregar una señal explícita respecto a su patrón de normalización (política monetaria expansiva se podría mantener por lo menos hasta mediados del 2013), sin colocar en la balanza los eventuales desarrollos inflacionarios futuros. Agregar un relajo cuantitativo adicional colocaría mayores presiones inflacionarias, alimentada por el anterior amarre del patrón de normalización; una combinación altamente combustible en términos inflacionarios. Por otra parte, el Banco Central Europeo se ha mostrado obtusamente anti-inflacionario. Eso podría cambiar ante la compleja situación de la Zona Euro y con Mario Draghi a la cabeza.

- **Esperamos menores shocks deflacionarios a nivel local.** En principio, detectamos eventuales caídas de precios en telecomunicaciones (nuevos operadores, eliminación larga distancia y portabilidad numérica) y tarifas eléctricas (por entrada de centrales a carbón y eliminación de costos marginales en método de indexación) con impactos que serán de una sola vez y en una parte reducida de la canasta de precios. Por otro lado, un elemento muy relevante que ha contribuido a la baja/contención de la inflación subyacente en lo reciente tiene que ver con el comportamiento de los precios de prendas de vestir y calzado que es recopilada por el INE y reflejada en el IPC. Muy probablemente veremos los precios de dichos productos converger a sus similares en el resto del mundo; las prendas de vestir han subido entre 5% y 10% en economías emergentes, en tanto han caído en torno a 25% en los últimos 2 años en Chile según el INE. Con todo estimamos que las prendas de vestir por lo menos no presionarán los precios a la baja como lo han hecho hasta ahora. Soluciones al problema de medición/recopilación deberán producir alzas en dicha categoría sólo por este concepto, eso sin siquiera considerar eventuales evoluciones en los precios de importación.
- **Las brechas en Chile están en el mejor de los casos cerradas.** Las presiones sobre precios comenzarán a sentirse con mayor fuerza, bastando que Chile crezca en torno a su crecimiento potencial el 2012.
- **Los márgenes de las empresas más vinculadas a la canasta de precios IPC están más contraídos de lo que aparentan las medidas tradicionales.** Nuestros exámenes a nivel de márgenes operacionales, netos, ROE y Ebitda evidencian que muchas empresas están igual o peor que el 2007/2008. La razón de aquello es el abultamiento de gastos financieros, el aumento de la inversión apalancada y el incremento en los costos salariales. Más allá de que veamos desaceleración en la demanda, las utilidades y los márgenes se mejorarán a través de aumentos de precios aceptando el sacrificio en cantidad que trae un escenario de crecimiento en torno a tendencia respecto al año corriente.
- **Los Bancos Centrales de economías emergentes, siguiendo a las economías desarrolladas, también serán más permisivos en los desarrollos inflacionarios.** Países en la posición de Chile no querrán colocar diferenciales de tasas de interés demasiado atractivos para especuladores, que a su vez los obligue a tomar medidas cambiarias posteriores.

- **Las economías emergentes mantienen espacio para estímulos fiscales, y Chile no es la excepción.** Preliminarmente se espera una expansión del gasto similar o menor a la expectativa de crecimiento del PIB. Sin embargo, las condiciones que estamos viendo a nivel internacional darán espacio político para colocar algunas decimas más a la expansión fiscal, con impacto sobre inflación de bienes no transables. Unido al punto anterior, el esperado espacio que debe dar la demanda privada para no generar inflación podría verse más mitigado que lo usual.
- **El tipo de cambio será una variable que permitirá absorber los shocks inflacionarios externos, pero es difícil que su capacidad acomodaticia se vea en plenitud, tanto por factores financieros como políticos.** Más aún, el cobre es uno de los pocos metales que presenta un muy favorable balance de oferta/demanda, que impedirá que el metal rojo baje sustancialmente respecto a los niveles actuales.
- **Los precios internacionales de alimentos se encuentran en torno a los máximos históricos y muy probablemente se mantendrán en estos niveles por un tiempo prolongado.** La necesidad de más alimentos y sin posibilidad, por ahora, de aumentar de manera considerable la productividad de las tierras cultivables, es algo que la FAO ha manifestado en numerosas oportunidades. En lo más reciente, no es casualidad que el petróleo haya retrocedido 13% en agosto, y los alimentos hayan subido a nivel internacional sobre 1%.

Así, prevemos que seguirán consolidándose las presiones inflacionarias locales y externas, lo que finalmente devenga en un riesgo inflacionario para la economía local por sobre el rango meta del BCCh durante 2012.

FIGURA 4. EXPECTATIVA DE TPM Y TASAS SWAP (%)



Nota: Fair Values y tasas swap al 18 de agosto de 2011.

Fuente: Bloomberg, Bci Estudios.

Con un escenario externo revolucionado, y considerando una mantención aun más prolongada de las tasas externas en mínimos, nos inclinamos por más pausas en las próximas RPM. No descartamos un último movimiento alcista de 25 pb en lo que resta del año.

Trayectoria Esperada de TPM: Más pausas en el Horizonte

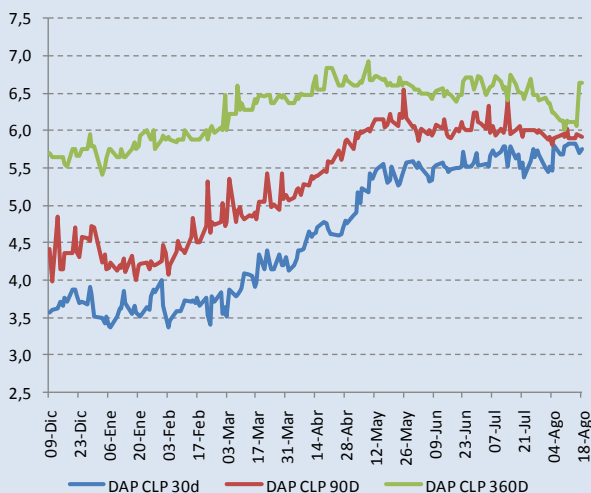
En línea con la expectativa tempranamente levantada por BCI Estudios, el BCCh decidió mantener nuevamente la TPM en 5,25%. En efecto, y en línea con nuestro escenario descrito en el informe de renta fija anterior, la decisión de política más probable para la reunión de agosto era la de mantener la tasa rectora en 5,25%, tasa que consideramos como neutral dada la actual coyuntura financiera. Tras la mantención de la tasa en la RPM de julio, en Bci Estudios nos inclinamos tempranamente por una mantención de la TPM y un cambio en el sesgo contractivo de la política monetaria, considerando que hasta ahora, el Consejo del BCCh mantenía un sesgo contractivo indicando que muy probablemente serían necesarias nuevas alzas. Al respecto, justificamos la mantención de la TPM y el cambio de sesgo por uno neutral y data dependiente por las siguientes razones: (1) La probabilidad de ver una caída significativa en la pendiente de recuperación del mundo desarrollado ha aumentado de manera importante. La probabilidad de ver un desenlace altamente disruptivo para el sistema financiero internacional ha aumentado exponencialmente; (2) El anclaje saludable de las expectativas inflacionarias se está transformando en labor del escenario externo más que del sesgo contractivo de la política monetaria; (3) Mantener el sesgo llevaría a perder la oportunidad de colaborar en la disminución de parte de las presiones apreciativas idiosincráticas ante una intervención cambiaria que aún está en ejecución. Consideramos muy significativas las presiones apreciativas sobre el peso chileno que se manifiestan, entre otros, en la asimetría de la respuesta de la paridad ante shocks externos; (4) Mantener el sesgo acompañado de una pausa, y condicionalidad contractiva a las cifras de coyuntura es una estrategia razonable si el próximo paso más probable es alza ¿Es ese el caso en este escenario con grados tan altos de incertidumbre, y con escenarios alternativos que pueden ser altamente deflacionarios para la economía nacional? Consideramos que no, particularmente cuando la probabilidad de baja en la TPM ha dejado de ser nula.

Con este escenario, y considerando una mantención aun más prolongada de las tasas externas en mínimos –estimamos que a la Fed y al BoE prontamente se le incorporará el BCE con un discurso más *dovish*–, nos inclinamos por más pausas en las próximas RPM, donde aun no es posible descartar que el BCCh realice un último movimiento alcista de 25 pb en lo que resta del año. Asimismo, y tal como ya lo señalamos, reconocemos también que las probabilidades de una baja de TPM han dejado de ser nulas dentro del horizonte de política, sin embargo diferimos del mercado respecto a que este sea el escenario base dado que: (1) prontamente veremos una significativa aceleración del gasto público, el cual es intensivo en bienes no transables, lo que presionará al alza los precios de la economía y probablemente llevará al BCCh a realizar algunos movimientos alcistas adicionales en la TPM. Estimamos que estos movimientos –necesarios para dar mayor espacio al consumo de gobierno en desmedro del privado– serán sumamente acotados, no olvidemos el delicado escenario internacional y el efecto sobre el tipo de cambio de una mayor ampliación y duración del diferencial de tasas; (2) una de las fuentes que originó el repentino incremento de las expectativas inflacionarias durante el 1T11 no ha desaparecido: los precios de los alimentos no han caído, incluso algunos –como el azúcar– continúan incrementándose. Paralelamente, el precio del

Asimismo, reconocemos que las probabilidades de una baja de TPM han dejado de ser nulas dentro del horizonte de política.

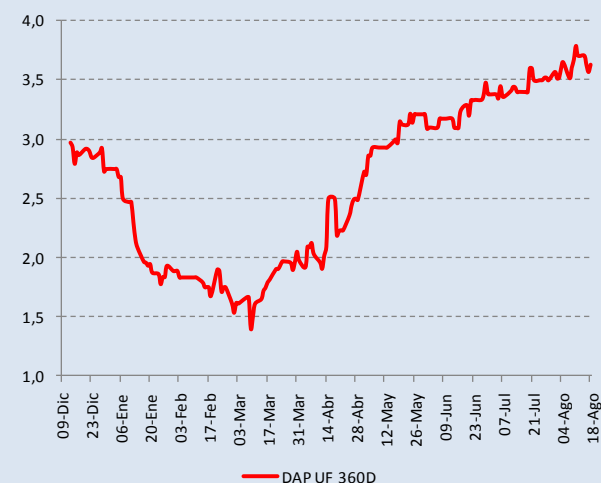
petróleo –otro de los elementos originadores en el cambio de las expectativas– se mantendrá oscilando entre US\$80 y US\$100 el barril; (3) las brechas de capacidad de la economía local ya se encuentran cerradas y difícilmente se volverán a abrir; y (4) Estimamos que una mayor apreciación cambiaria, que absorba mayor inflación, se encuentra acotada, (tipo de cambio sensiblemente por debajo de \$450). **Con todo, nuestra proyección de TPM contempla nuevas pausas para los meses venideros, con una TPM que se ubicará en el actual nivel –a lo sumo alcanzará a 5,50%– hacia fines de 2011. Finalmente, y en el escenario más probable, se necesitarán algunas inyecciones alcistas adicionales durante el 2012, las que serán muy dependientes del escenario externo, el cual no ha parado de deteriorarse, y nos ha llevado a corregir marginalmente a la baja nuestra expectativa de tasa de política.**

FIGURA 5. EVOLUCIÓN TASAS DEPÓSITOS PESOS (%)



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago, Bci Estudios.

FIGURA 6. EVOLUCIÓN TASAS DEPÓSITOS UF (%)



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago, Bci Estudios

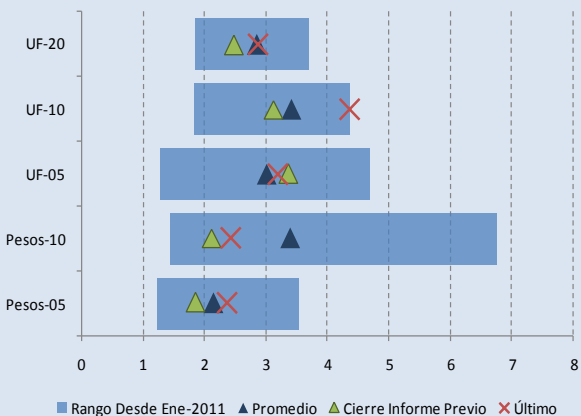
Mercado Monetario

Tasas de Depósitos CLP y UF se Mantendrán como Atractivos Instrumentos de Inversión en un Entorno Altamente Volátil. En efecto, en nuestros reportes anteriores ya vislumbrábamos el fin del ciclo alcista de tasas, junto con un entorno cada vez más incierto y volátil, por lo que de manera acertada recomendamos tomar posiciones a lo largo de toda la curva de depósitos nominales, y en particular en el plazo de 12 meses, tasa que estimábamos se encontraba algo elevada dadas las condiciones del mercado (Figura 5). De igual forma, recomendábamos cautela con las posiciones en depósitos en UF a un año (Figura 6), dado que contemplábamos algo más de trayectoria alcista en estas tasas dada la probabilidad de un bajo IPC de julio, lo que finalmente se dio. Ya despejada esta variable, estimamos sumamente atractivas las tasas de estos instrumentos, en especial bajo las actuales condiciones de incertidumbre, y sus efectos sobre otras alternativas de inversión (renta variable) o respecto de instrumentos de plazos superiores a dos años, cuyas valorizaciones ya se encuentran bastante acotadas (tasas muy bajas).

Con todo, y teniendo en cuenta nuestro escenario base, no vemos más alzas de tasa en lo que resta del año, por lo que estimamos que las tasas de depósitos nominales mantendrán su atractivo, en especial las a 12 meses cuyo *spread* respecto de la tasa *swap* equivalente se mantiene por sobre 100 pb. **En consecuencia, y tomando en cuenta el contexto actual de elevada volatilidad de los mercados, mantenemos la recomendación de tomar depósitos en pesos, particularmente a 12 meses. A esta recomendación incorporamos con fuerza las posiciones en depósitos en UF a no más de 2 años, cuyas tasas incorporan expectativas de inflación sumamente bajas.**

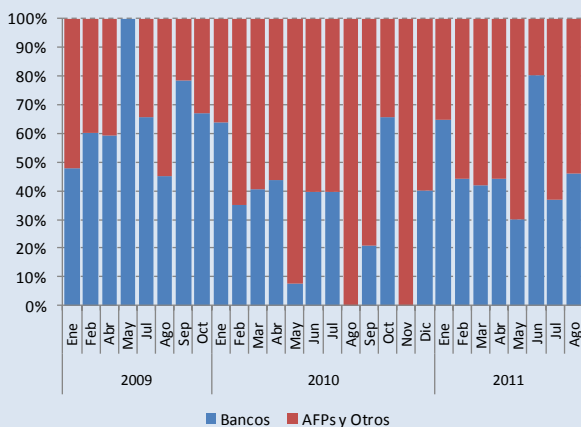
Finalmente, nuestras tasas *swap fair value*, consistentes con nuestro escenario base se ubican en 5,30%, 5,30%, 5,40% y 5,50% a 3, 6, 9 y 12 meses, respectivamente. Estas tasas se ubican abiertamente por sobre las de mercado –que ya descuenta dos bajas de 25 pb de aquí a fin de año– y reflejan diferenciales bastante atractivos para la toma de posiciones cortas. No obstante lo anterior, la delicada situación externa nos indica proceder con cautela. **En consecuencia, recomendamos posiciones pagadoras a tasa fija de 3 a 12 meses teniendo en consideración que veremos nuevas oleadas de *flight to quality* que podrían mantener las tasas en niveles bajos, en particular de nueve meses en adelante (Figura 8).**

FIGURA 7. BID TO COVER LICITACIONES RECIENTES (VECES LO OFRECIDO)



Fuente: BCCh, Bci Estudios.

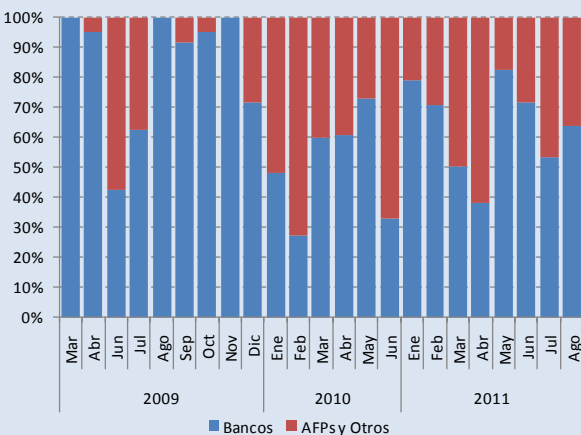
FIGURA 8. PARTICIPACIÓN INST. BANCARIAS / AFPs Y OTROS, LICITACIONES PAPELES REALES UF-10



Nota: Incluye licitaciones de BCU y BTU.

Fuente: BCCh, Bci Estudios.

FIGURA 9. PARTICIPACIÓN INST. BANCARIAS / AFPs Y OTROS, LICITACIONES PAPELES NOMINALES PESOS-10



Nota: Incluye licitaciones de BCP y BTP.

Fuente: BCCh, Bci Estudios.

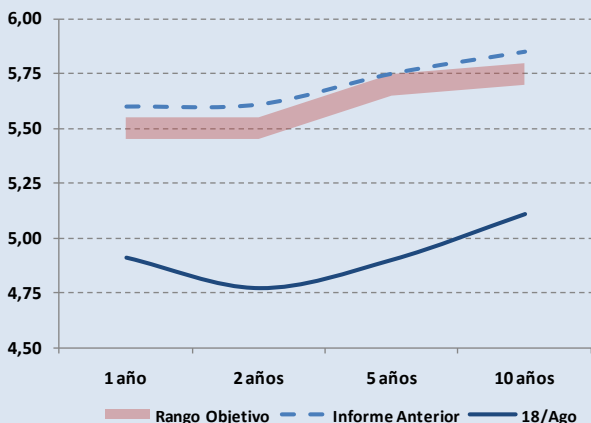
Tasas Largas

Mercado de renta fija acusa brusco empeoramiento de la situación externa y se transforma en *safe heaven*. En efecto, tras la presión alcista sobre las tasas UF, producto del rápido y significativo retiro de las expectativas inflacionarias para este año, observamos una violenta y rápida reversión a la baja en las tasas, que incluyó además a las nominales, en línea con el profundo deterioro en la percepción de la situación fiscal y financiera de la Zona Euro, junto con un importante ajuste a la baja en las perspectivas de crecimiento de EE.UU. La fuerza y magnitud de este movimiento ha llevado a un rápido e instantáneo *rally* bajista a las tasas locales, arrastrando a la baja no sólo a las tasas de bonos UF, particularmente de 5 años en adelante (clásicos instrumentos de refugio), sino que además ha arrastrado con inusitada fuerza a la baja a la curva *benchmark* nominal completa. Al cierre estadístico de este informe (18 de agosto), observamos retrocesos mensuales en las tasas *benchmark* UF entre 17 y 35 pb (BCU/BTU 5 en adelante), mientras que las nominales (BCP/BTP 2 en adelante) retroceden en torno a 60 pb de manera homogénea. Movimientos en la misma dirección, pero con aun mayor magnitud, observamos en ambas curvas *swap*, deteriorando de pasada los *swap spread* en UF y pesos, lo que da cuenta del profundo deterioro en las expectativas de crecimiento global y su eventual influencia negativa en la economía local, y en particular sobre el comportamiento futuro de instrumentos de renta variable. **Lo anteriormente descrito estaba claramente contemplado como escenario de riesgo en nuestro reporte anterior, escenario que finalmente se está manifestando con inusual fuerza.**

Nuestra visión plasmada en nuestro escenario base coloca paños fríos al actual *rally* de tasas, en el sentido de que estas reflejan un escenario que si bien no es catastrófico es muy pesimista: descuentan dos o más bajas de TPM de 25 pb en lo que resta del año, más una baja adicional durante el próximo. Tal como ya lo hemos señalado, las probabilidades aún se inclinan por un escenario donde la economía local crecerá a velocidad de tendencia, con renovadas presiones inflacionarias y con un Fisco que acelerará su actual velocidad de gasto. Ello probablemente inducirá puntuales ajustes al alza en la TPM, que ubicamos en un horizonte bastante extenso. La coyuntura financiera actual, con tasas externas sumamente bajas y por un tiempo aun más prolongado que lo estimado previamente, llevará a que la autoridad monetaria evite mayores incrementos en los diferenciales de tasas.

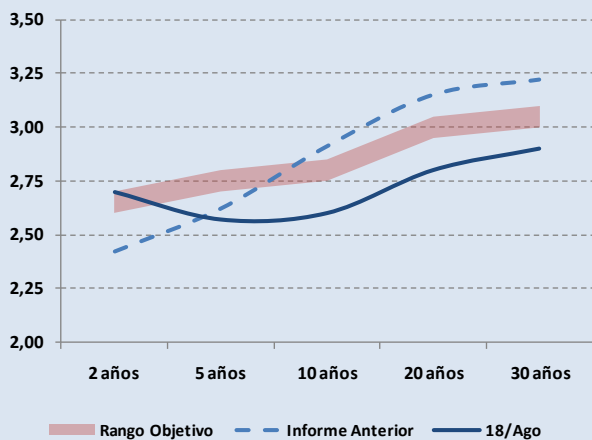
AFPs se refugian en renta fija local y observamos nuevos avances en la ponderación de instrumentos nominales respecto del total de la cartera de papeles libre de riesgo. AFPs mantienen el incremento en sus posiciones domésticas en renta fija. La última entrega de las carteras (a julio) da cuenta de un claro y significativo aumento en la participación de renta fija local, que se incrementó en US\$3.813 millones. Al igual que en el mes anterior, renta fija internacional fue el gran perdedor. Si bien la disminución de la tasa de interés en dólares impactó positivamente en la valorización, la cartera internacional disminuyó en US\$1.064 millones, lo que según nuestras estimaciones es resultado de ventas netas en torno a US\$3.000 millones en instrumentos extranjeros. Paralelamente, la disminución de las expectativas de inflación, y de nuevos incrementos en la

FIGURA 10. CURVA DE RENDIMIENTO SWAP PESOS (% , BASE 360 DÍAS)



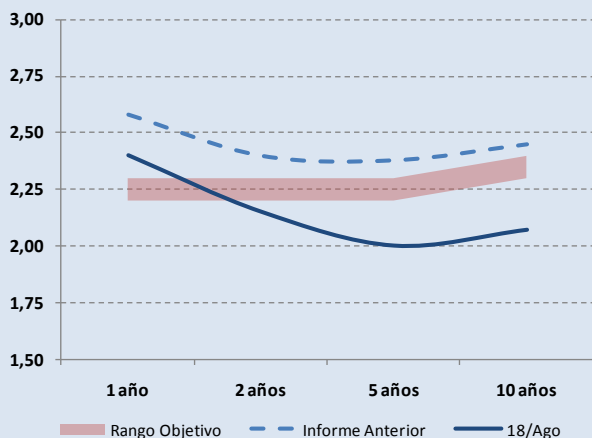
Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago; Bci Estudios.

FIGURA 11. CURVA DE RENDIMIENTO BCU/BTU (% , BASE 360 DÍAS)



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago; Bci Estudios.

FIGURA 12. CURVA DE RENDIMIENTO SWAP UF (% , BASE 365 DÍAS)



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago; Bci Estudios

TPM, volvieron a reforzar la tendencia a incrementar la importancia de los papeles nominales por sobre los reales, llegando a una participación histórica de estos del orden del 12% de la cartera. Las Figuras 8 y 9 dan cuenta del incremento en el apetito por instrumentos nominales y en UF (10 años) por parte de AFPs y otros, tendencia que creemos se mantendrá/accentuara en el resto de agosto y septiembre. Esto, causado por AFPs que han dejado de invertir en el exterior (incluso algunas han retornado inversiones) y con un progresivo aumento de afiliados que migrarán desde fondos más riesgosos a menos riesgosos. La consecuencia será incrementos en los *bid to cover* totales de las licitaciones del mercado primario (Figura 7).

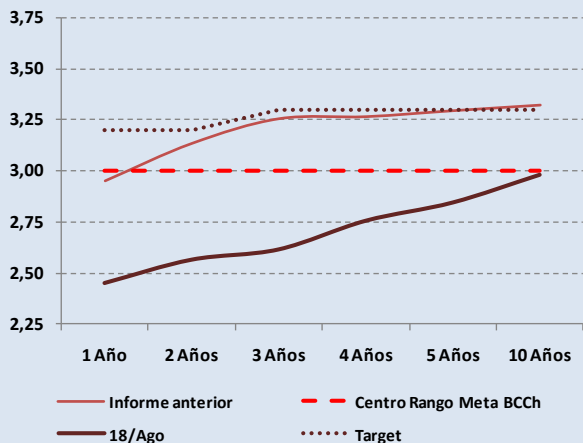
¿Es realista el actual escenario de tasas o estamos viendo una sobrereacción? Nos inclinamos definitivamente por lo segundo.

Aunque nuestra visión alcista de tasas del mercado de renta fija la hemos moderado de manera decisiva –es innegable el deterioro externo– estimamos que las actuales tasas, con la sola excepción de las tasas UF hasta 2 años, se encuentran en niveles mínimos, y sumamente atractivas para posiciones cortas, en especial para emisiones o coberturas. Lo delicado del entorno nos obliga a recomendar cautela para posiciones de *Trading* y/o especulativas. En efecto, la caída generalizada de las tasas se ha ensañado particularmente con las tasas nominales (Figura 10), observándose incluso una pendiente negativa en el tramo más corto, situación que estimamos exagerada y que abre atractivas oportunidades de posicionarse en esta zona, en especial de cobertura (fija por variable, o nominalización de posiciones en UF), emisiones (papeles) o que se encuentren calzadas en tasa: apostar a un aplanamiento de la curva nominal (*flattening*, corto 2 años/largo 1 año, o equivalentes).

Similar recomendación de posiciones cortas, aunque con matices, hacemos extensible a las tasas UF. La curva UF, tanto *swap* como *benchmark*, también presenta pendiente negativa en la parte corta, aunque por razones distintas que las nominales: retiro continuado de expectativas de inflación y desarme de posiciones largas en UF de bancos. Esto ha llevado a que el tramo corto de la curva UF se eleve de manera significativa, alcanzando niveles que consideramos atractivos para posiciones largas: a 2 años en el caso de la curva de papeles, y hasta 1 año en el caso de la curva *swap* (Figuras 11 y 12). **Para el resto de los plazos nuestra visión, consistente con inflaciones implícitas ubicadas dentro de rangos históricos, es alcista particularmente respecto de la curva *swap* UF.** Los papeles BCU/BTU a 5 y 10 años continuarán siendo instrumentos “*safe heaven*”, con lo que no recomendamos posiciones cortas sobre estos papeles, a pesar de que los fundamentos indiquen lo contrario.

En consecuencia, mantenemos visión alcista con tasas *fair value* nominales ubicadas en 5,50%, 5,70% y 5,75%, a 2, 5 y 10 años, respectivamente, con recomendación limitada a posiciones de cobertura y/o calce. Por su parte ubicamos nuestra tasas *fair value* BCU/BTU en 2,65%, 2,75%, 2,80% y 3,0% a 2, 5, 10 y 20 años, respectivamente, sólo con recomendación de posiciones largas a 2 años. Finalmente las tasas *fair value* para la curva *swap* UF las ubicamos en 2,25%, 2,25%, 2,25% y 2,35%, a 2, 5, 10 años, respectivamente y con recomendación de largo a 1 año.

FIGURA 13. CURVA DE INFLACIÓN COMPENSACIÓN INFLACIONARIA SPOT SPC (% , BASE 360 DÍAS)



Fuente: Bloomberg, Bci Estudios.

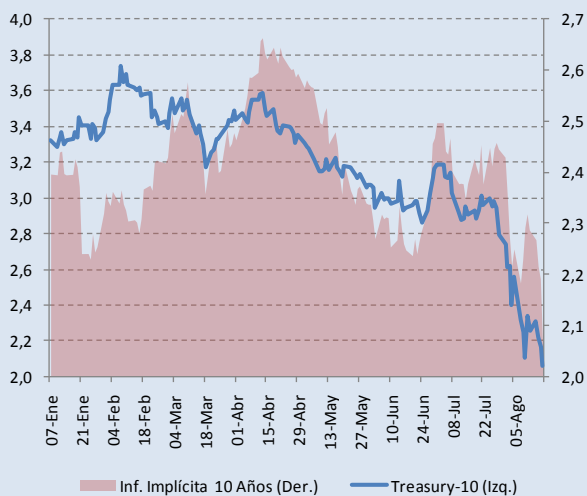
Break-Even de Inflación

Como consecuencia de la abrupta corrección en los mercados, los break-evens han caído a lo que estimamos serán sus niveles mínimos. Recomendamos la toma de posiciones largas en inflación, especialmente en la parte más corta de la curva. Tras una nueva y significativa corrección en los BEI el último mes, en el que la curva tiene un muy fuerte empinamiento, vemos un importante espacio para correcciones en el tramo más corto. Como se desprende de nuestro escenario base de crecimiento e inflación, no concordamos con una visión de alzas acotadas en precios en este y el próximo año. Por ello, consideramos que el *fair value* para la inflación breakeven se debiera mantener con un premio por sobre el rango meta del BCCh entre 20 y 30 pb en promedio en el horizonte relevante, lo que está en línea con la evolución histórica. Dado un mercado que incorpora compensaciones menores a 2,5% para los próximos 12 meses, y convergiendo a una compensación spot de 3% recién a una madurez de 10 años, la mayor oportunidad está en las compensaciones cortas.

Aunque en un escenario de contracción global efectivamente podríamos tener una inflación bastante deprimida en Chile, consideramos aún queda un trecho muy largo por recorrer para que ello ocurra. Una crisis de deuda desatada en Europa, con efectos sobre el sistema financiero global, puede tener efectos relevantes sobre los precios y expectativas en Chile, pero eso aún es sólo una posibilidad. Aparentemente el mercado ha incorporado una alta probabilidad de que ello pase, presionando a la baja a los breakevens en el corto plazo. Aunque este riesgo ha aumentado, consideramos aún el escenario implica con una mayor probabilidad sólo una desaceleración en las economías desarrolladas, lo que valida expectativas inflacionarias locales, bastante mayores a las actuales.

En definitiva, ajustamos levemente a la baja nuestros *targets* para madureces cortas a 3,20% a 1 y 2 años, y levemente al alza desde 3 en adelante, a 3,30%. Recomendamos tomar posiciones largas en inflación con especial énfasis en la parte corta de la curva –hasta 3 años–.

FIGURA 14. EVOLUCIÓN TREASURY-10 E INFLACIÓN IMPLÍCITA (%)



Fuente: Bloomberg, Bci Estudios

Bonos Benchmark Externos

Durante este mes hemos sido testigo de un hecho histórico: la baja de clasificación de riesgo por parte de S&P de los instrumentos de deuda del gobierno estadounidense. Durante meses se había amenazado con quitarle la clasificación máxima de no lograr una reducción sustantiva en el déficit fiscal. Los pobres resultados del acuerdo alcanzado en el Congreso terminaron defraudando a la clasificadora y dando un triste espectáculo frente al resto del mundo. El impacto del acuerdo para la reducción del gasto, y aumento en el límite de la deuda son claramente temporales. Por ello, S&P cumplió con sus advertencias reduciendo la clasificación hasta AA+. La clasificadora incluso anunció que podría bajarla nuevamente de no mejorar las perspectivas. Sin embargo, frente al convulsionado escenario de crecimiento, la escalada de la crisis en Europa y la misma degradación norteamericana empujó a refugiarse en los papeles norteamericanos. No existen muchos instrumentos AAA con mercados líquidos y profundos que podrían haber sido utilizados como refugio alternativo, por lo que la falta de instrumentos comparables llevó a caer estas tasas.

En el frente económico, las perspectivas tampoco son muy auspiciosas. Luego de una racha de bastante malos indicadores de empleo, manufactura y confianza, la Fed señaló en su último comunicado que mantendrá la tasa rectora en los niveles actuales hasta por lo menos mediados del 2013. Esto tuvo un impacto bajista inmediato sobre los Treasuries. Con todo, los de 2 años llegaron a un mínimo histórico de 0,15% el 9 de agosto (hoy se encuentran en torno a 0,19%). Los papeles de 5 años se encuentran también en niveles mínimos históricos (0,9% luego de alcanzar un mínimo de 0,8%). Si bien los de 10 años se encuentran en niveles cercanos a los alcanzados el 2008 (ambos mínimos históricos), en las transacciones intradía alcanzaron valores incluso bajo el 2%. Todo lo anterior, más los últimos indicadores económicos estadounidenses y la creciente debilidad que muestra la Zona Euro (gobiernos, sistema financiero e incluso el crecimiento alemán), estimamos que los actuales niveles de tasas se mantendrán por un tiempo prolongado. Ello, considerando especialmente que las soluciones a los actuales problemas que sufren ambos polos económicos requerirán de un tiempo considerable para producir efectos positivos (difícilmente se lograrán avances en la reducción del nivel de endeudamiento de los gobiernos mientras sus economías se encuentren al borde de una recesión).

El mayor riesgo alcista para las tasas externas viene dado de las expectativas de establecimiento de nuevos relajamientos cuantitativos. Estimamos que parte importante del mercado espera el anuncio de un nuevo QE en la reunión de Jackson Hole, a fines de la próxima semana. Probablemente la Fed necesitará ver nuevos desarrollos deflacionarios –efectivos, o en expectativas; hasta ahora ambos ausentes– para establecer dichos mecanismos. De todas maneras, cualquier brote alcista por este motivo esperamos sea sólo temporal. Las condiciones macroeconómicas –con o sin QE3– garantizan tasas bajas por un tiempo prolongado.

Las tasas nacionales no han sido inmunes a las bajas de tasas de los Treasuries, pero denotan un impacto algo menor. En el último mes los BCP de 10 años han bajado cerca de 70 pb hasta llegar a niveles en torno a los

5,6%. A pesar de esta disminución, el spread entre BCP10 y Treasury 10 se encuentra hoy en torno a 339 pb. Estos niveles sólo son superados por los 450 pb alcanzados en abril del 2008 cuando los registros de IPC se encontraban en 8,3% a/a y la TPM era de un 6,25%. Con todo, esperamos que los Treasuries se mantengan en los actuales niveles por un tiempo más prolongado de lo normal, lo que seguirá manteniendo a las tasas locales en niveles bajos. Estimamos que estos niveles se encuentran por debajo de lo que corresponde, dados los fundamentales económicos actuales.

Resumen Recomendaciones Estrategia RF
TABLA 5. RESUMEN RECOMENDACIONES INFORME RENTA FIJA

Instrumento	Trade (1)	Tasa Inicio	Tasa Objetivo	Status	Último Cierre	Rend. (2)
BCU/BTU-10	C	2,92	3,00	Cerrada	-	-32 pb
SPC CLP 1a	C	5,46	5,80	Cerrada	-	-55 pb
SPC CLP 2a	C	5,59	5,90	Cerrada	-	-82 pb
SPC CLP 5a	C	5,83	6,00	Cerrada	-	-93 pb
SPC CLP 10a	C	5,98	6,10	Cerrada	-	-87 pb
SPC UF 1a	C	2,44	2,55	Cerrada	-	-4 pb
SPC UF 2a	C	2,05	2,55	Cerrada	-	10 pb
SPC UF 5a	C	2,25	2,60	Cerrada	-	-25 pb
SPC UF 10a	C	2,44	2,70	Cerrada	-	-37 pb
SPC CLP 3m	C	5,18	5,30	Abierto	5,18	0 pb
SPC CLP 6m	C	5,00	5,30	Abierto	5,00	0 pb
SPC CLP 9m	C	5,00	5,40	Abierto	5,00	0 pb
SPC CLP 1a	C	4,91	5,50	Abierto	4,91	0 pb
BCU/BTU-2	L	2,70	2,65	Abierto	2,70	0 pb
SPC UF 1a	L	2,40	2,55	Abierto	2,40	0 pb
Comp. Inf. Swap 1a	L	2,45	3,20	Abierto	2,45	0 pb
Comp. Inf. Swap 2a	L	2,56	3,20	Abierto	2,56	0 pb
Comp. Inf. Swap 3a	L	2,61	3,30	Abierto	2,61	0 pb
Comp. Inf. Swap 4a	L	2,75	3,30	Abierto	2,75	0 pb
Comp. Inf. Swap 5a	L	2,84	3,30	Abierto	2,84	0 pb
Comp. Inf. Swap 10a	L	2,98	3,30	Abierto	2,98	0 pb

(1) L: Largo; C: Corto.

(2) Rendimiento es: al cierre del día anterior para posiciones abiertas, o al cierre de la posición, para trades que ya han sido cerrados.

(3) Para facilidad de comparación, las tasas target y de inicio de las CI Swap fueron transformadas desde Base365 (como fueron mostradas en informes anteriores) a 360.

(4) Actualizamos targets de trades de swaps nominales, papeles reales y compensación inflacionaria en informe de Estrategia RF de agosto.

Fuente: BCI Estudios.

Economista Jefe Corporación BCI

Jorge Selaive
jselaiv@bci.cl
(56 2) 692 8915

Subgerente Renta Variable

Pamela Auszenker
pauszen@bci.cl
(56 2) 692 8928

Subgerente Economía y Renta Fija

Luis Felipe Alarcón
lalarcg@bci.cl
(56 2) 383 5766

Analista Senior

Rodrigo Mujica
Internacional, Small Caps
rmujica@bci.cl
(56 2) 692 8922

Analistas

Christopher Baillarie
Bebidas, Telecom y Transporte
cbailla@bci.cl
(56 2) 692 8968

Marcelo Catalán

Eléctrico
mcatalg@bci.cl
(56 2) 383 5431

Rubén Catalán

Financiero, Economía
rhcatal@bci.cl
(56 2) 383 9010

Osvaldo Cruz

Economía
ocruz@bci.cl
(56 2) 383 9671

Verónica Pérez

Retail
vperlav@bci.cl
(56 2) 692 7688

Felipe Ruiz

Recursos Naturales
fruiz@bci.cl
(56 2) 692 7457

Recomendación	Definición
Sobreponderar	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero es superior en 2,5% o más respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
Neutral	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero se encuentra entre +/-2,5% respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
Subponderar	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero es inferior en 2,5% o más respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
S.R.	Sin Recomendación.
E.R.	Precio en Revisión.

Riesgo alto/medio/bajo de recomendación de inversión implica una alta/media/baja sensibilidad a cambios en las principales variables que determinan el *upside* potencial de la acción. Asimismo, el análisis respectivo contempla tanto factores cuantitativos como cualitativos.

Este informe ha sido preparado 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 este informe 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.