

20 de octubre de 2011

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

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

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

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

## TPM: Entre Mantener y Ultra-relajar

### Escenario Económico Base 2011/2012 (pag. 2)

Oferta se desacelera de manera rápida, pero demanda mantiene alto dinamismo. Absorción de importaciones a precios mayores –por efecto cambiario, subejecución presupuestaria y recuperación de márgenes sectoriales, particularmente en retail– mantiene escenario de presiones de precios en el corto plazo que se adicionan a las del mercado laboral y alimentos. Escenario externo ha traído por ahora mayor inflación de corto plazo y expansividad monetaria a través de mejores condiciones financieras. Seguimos pensando que se subestiman las múltiples presiones inflacionarias que presenta el escenario base. Sólo una concreción de riesgos externos podría colocar la inflación dentro del rango meta del BCCh. En caso contrario, seguimos esperando inflación IPC entre 4% y 5% el 2012.

### Trayectoria TPM: Cerca de nuestro escenario de riesgo (pag. 6)

El abanico de posibilidades para el BCCh se encuentra abierto. Mercado atrapado entre un escenario “benigno” que debiese implicar bajas muy acotadas de TPM, y uno catastrófico, que traería recortes de tasa al estilo de las vistas a inicios del 2009. Nos seguimos inclinando por el primero. Cualquier recorte preventivo de TPM es oportunidad de compra de inflación.

### Mercado Monetario (pag. 7)

Nuevamente recomendamos depósitos pesos y UF, particularmente a plazos de 12 meses. Estos instrumentos seguirán siendo un atractivo refugio ante un escenario volátil. Nuestras tasas *swap fair value* se ubican en 5,27%, 5,30%, 5,35% y 5,40% a 3, 6, 9 y 12 meses, respectivamente. Se mantiene el atractivo para posiciones pagadoras a tasa fija a 6 a 12 meses, con alta probabilidad de ver nuevas oleadas de *flight to quality*.

### Tasas Largas (pag. 8)

A diferencia de las tasas nominales, observamos en el mes incrementos moderados en las tasas BCU/BTU, las que se mueven en dirección hacia nuestros *fair values*. Observamos menor demanda en el mercado primario con *bid to cover* muy por debajo del promedio 2011, particularmente en los plazos de 5 y 10 años. Mantenemos *fair value* para la curva swap nominal en 5,30%, 5,50% y 5,70%, a 2, 5 y 10 años, respectivamente, aun con riesgo bajista y con recomendación limitada a posiciones de cobertura. Para la curva swap UF las ubicamos en 2,10%, 2,10%, 2,15% y 2,30%, a 1, 2, 5, y 10 años, respectivamente. Finalmente, los *fair value* BCU/BTU son 2,65%, 2,65%, 2,65% y 2,80% a 2, 5, 10 y 20 años, sólo con recomendación de emisiones.

### Breakeven de Inflación (pag. 10)

La curva está generando nuevas oportunidades de compra de inflación. Vemos oportunidades de corrección en las CI *swap* desde 1 a 5 años.

### Bonos Benchmark Externos (pag. 11)

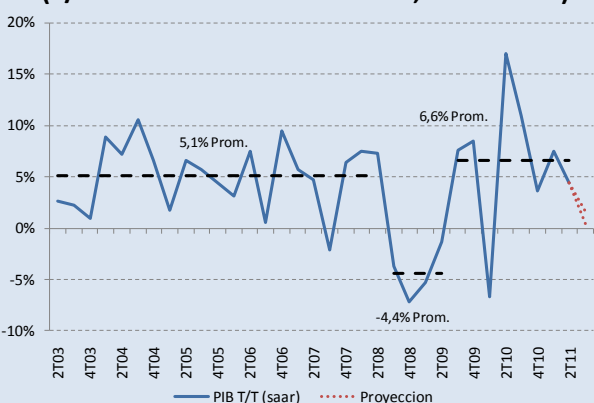
### Resumen Recomendaciones Estrategia RF (pag. 12)

TABLA 1. ESCENARIO CRECIMIENTO 2011 - 2012

	Efectivo	BCI Estudios	
		2010	2011E
PIB	5,2%	6,25% - 6,75%	4,2% - 5,2%
Demanda Interna	16,4%	8,3%	5,4%
Demanda Interna (s/ex)	11,5%	9,0%	6,3%
Consumo Total	9,3%	8,3%	4,0%
FBCF	18,8%	10,9%	13,1%
Exportaciones	1,9%	8,4%	3,7%
Importaciones	29,5%	11,9%	5,9%
Cuenta Corriente/PIB	1,9%	-0,5%	-0,3%

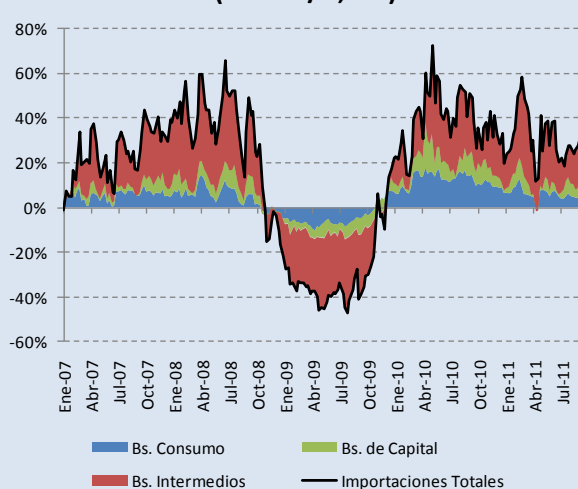
Fuente: Banco Central de Chile, Bci Estudios.

FIGURA 1. CRECIMIENTO DEL PIB (T/T AJUSTADO ESTACIONALMENTE, ANUALIZADO)



Fuente: BCCh, Bci Estudios.

FIGURA 2. IMPORTACIONES POR TIPO DE BIEN (CREC. A/A, CIF)



Fuente: BCCh, Bci Estudios.

## Escenario Económico Base 2011/2012

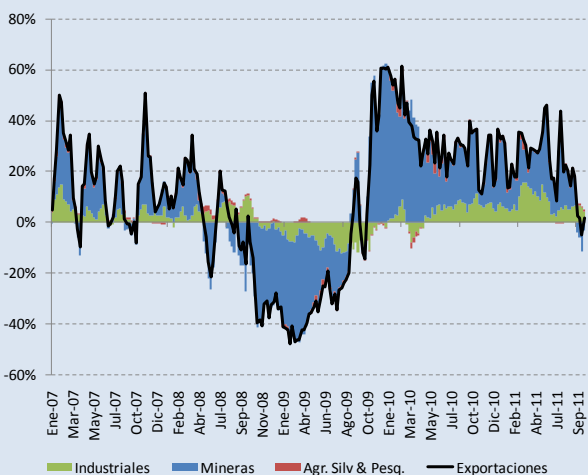
Se consolida escenario de crecimiento entre 6,25% y 6,75% durante 2011. Las cifras recientes han seguido confirmando que tendremos un crecimiento en torno a 6,5%. Aunque en el último par de meses las medidas desestacionalizadas dan cuenta de un crecimiento menor al potencial, es muy poco probable que tengamos un crecimiento por debajo de nuestro rango objetivo este 2011. De especial atención es la recuperación de la producción minera que pese a contar con una semana menos de producción en una de las faenas más significativas, logró recuperarse de forma importante. En el caso de la industria, también vimos un repunte en las medidas desestacionalizadas, con un avance de un 1,3% m/m, pese a que plantas en diversos sectores productivos se mantienen con faenas de mantención. En el frente de las ventas de comercio, hemos proseguido viendo una desaceleración, en línea con lo que ha ocurrido durante prácticamente todo el año, pero nos mantenemos en niveles muy elevados (9,1% 12m y 12% acumulado en 2011).

Pese a que el crecimiento para el año está asegurado, es claro que estamos en un proceso de desaceleración (¿Alguien pensó lo contrario alguna vez?). Dada la evolución reciente de las cifras, nuestra expectativa es que cerraremos el 3T11 con un crecimiento a/a entre 4,2% y 4,5%, bastante inferior al 10% del 1T11 y 6,8% del 2T11. Estas cifras se encuentran distorsionadas por la baja base de comparación durante 2010, y el impacto del terremoto. Sin embargo, si miramos cifras trimestrales desestacionalizadas (saar), es claro que este trimestre tendremos un avance bastante inferior al promedio desde la pasada recesión: por debajo de 2%, versus un promedio de 6,6%.

No está claro si en este proceso de desaceleración ha tenido influencia el reciente episodio de inestabilidad financiera, pero es probable que durante el último trimestre del año veamos con mayor claridad la magnitud del impacto. La reciente encuesta de crédito bancario da señales de una mayor restrictividad en las condiciones de financiamiento para prácticamente todos los sectores, así como una demanda más débil. En cualquier caso, en nuestro escenario central esperamos crecimiento –y no una contracción– para los próximos trimestres, especialmente apoyados por el mayor impulso que tendrá el gasto del gobierno en esta coyuntura, y por la expansión del erario fiscal –mayor al crecimiento esperado del producto– durante 2012.

Las partidas de comercio exterior se han continuado desacelerando en los últimos meses, pero con unas importaciones que, relativo a las exportaciones se mantienen bastante dinámicas. La caída en el precio del cobre, y por ende en los términos de intercambio locales, ha redundado en una fuerte caída en los montos exportados. En contraste, pese al alza en el tipo de cambio y la desaceleración en la demanda interna, las importaciones se han mantenido creciendo por sobre el 20% a/a. Ello ha significado una reducción en la balanza comercial, que pasó de US\$490 millones en agosto, a US\$320 millones en septiembre. Esto denota que la demanda, pese a estar desacelerándose, se mantiene exigiendo un flujo de bienes superior al que la economía interna es capaz de proveer. En otras palabras, luego del cierre

FIGURA 3. EXPORTACIONES POR INDUSTRIA (CREC. A/A, FOB)



Fuente: BCCh, Bci Estudios.

TABLA 4. EXPECTATIVAS INFLACIÓN IMPLÍCITAS (PORCENTAJE)



Fuente: Tradition, Bci Estudios.

de brechas en el 1S11, la demanda por importaciones es una señal de que podemos prever un aumento en las presiones inflacionarias locales hacia 2012 que sólo podría ser opacada de verse Europa y EE.UU. en recesión (¿Usted cree que ese será el caso?)

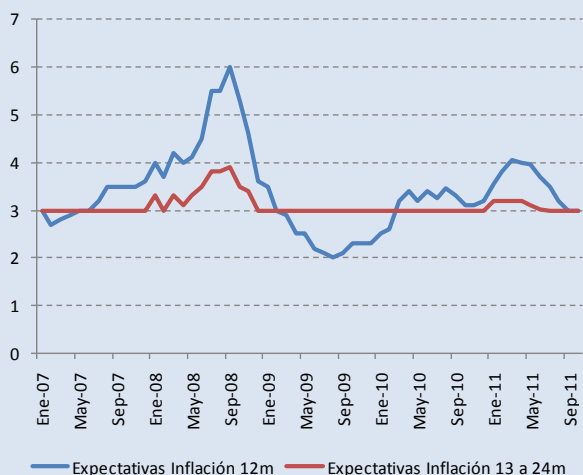
Hemos mantenido nuestra proyección de crecimiento para 2012, con un rango estimado entre 4,2% y 5,2%. Consideramos que, en nuestro escenario central, la economía chilena seguirá expandiéndose en torno a la tasa de crecimiento potencial, con una contribución relevante de gasto de gobierno e inversión. Consideramos que la preocupación que permea a los agentes económicos respecto al devenir de la economía global, decantará en un proceso de desacumulación de existencias, y de desaceleración en la industria manufacturera.

**Expectativas Inflacionarias siguen deprimidas.** Pese a la sorpresa inflacionaria que se llevó el mercado el pasado septiembre (0,5% m/m, exp: 0,4%), la inflación implícita en los distintos instrumentos financieros, así como la plasmada en las encuestas a analistas y operadores ha ido cayendo. Marzo ciertamente marcó el *peak*, pero en meses posteriores se redujeron las expectativas inflacionarias, especialmente luego del empeoramiento de las perspectivas de crecimiento global, a comienzos de agosto. En la actualidad los instrumentos financieros incorporan expectativas de 0,89% para los próximos 6 meses, y de 2,3% para los próximos 12.

**Consideramos que esta caída responde al aumento de la probabilidad implícita de un escenario recesivo.** En nuestra visión, la economía se está debatiendo entre dos escenarios altamente dispares y con implicancias para el precio de los activos radicalmente distintas.

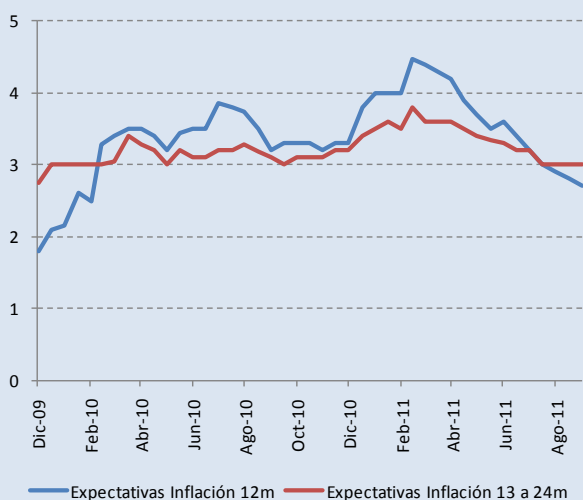
1. **Escenario “benigno” (escenario base):** es uno en que el problema europeo se dilucida mediante una salida ordenada al problema de deuda, las economías desarrolladas siguen con un crecimiento bajo pero positivo, y el mundo emergente vuelve a retomar un crecimiento de tendencia (o ligeramente por sobre tendencia). **Este escenario incorporaría un riesgo inflacionario no menor, que nace de:** (1) demanda interna que se mantiene por sobre el crecimiento del producto; (2) un incremento del gasto del gobierno, especialmente en bienes no transables; (3) el retorno de presiones en el precio de los *commodities* por estrechos balances de oferta y demanda; (4) costos salariales aumentando luego del cierre de brechas local; (5) el impacto de un tipo de cambio más depreciado en el costo de bienes importados; (6) políticas monetarias más permisivas, tanto en economías desarrolladas como emergentes; (7) márgenes estrechos por parte de las empresas locales, entre otros.
2. **Escenario pesimista:** uno en que el dilema europeo genera disminuciones permanentes en la confianza de inversionistas y consumidores, provocando una reducción en la demanda agregada propiciando una nueva recesión. Esto podría ser agravado por un eventual *default*, shocks a la liquidez y posibles problemas de solvencia en bancos europeos. El escenario vería una drástica

**FIGURA 5. EXPECTATIVAS INFLACIÓN, EEE (PORCENTAJE)**



Fuente: BCCh, Bci Estudios.

**FIGURA 6. EXPECTATIVAS INFLACIÓN, EOF (PORCENTAJE)**



Fuente: Bci Estudios.

reducción en la demanda agregada local, lo que –similar a 2009– implicaría un violento ajuste en las expectativas privadas, caídas rápidas en la tasa de instancia e inflación que probablemente se ubicaría en terreno negativo. Los canales son variados pero incluirían caídas en el precio de los *commodities*, el canal de expectativas, un aumento en el tamaño de la brecha de producto, entre otros.

**Así, en un ejercicio en el que estos dos escenarios son los únicos posibles, la caída en las expectativas inflacionarias responde principalmente al aumento en la probabilidad asociada al escenario negativo, algo razonable dados los últimos desarrollos en Europa.**

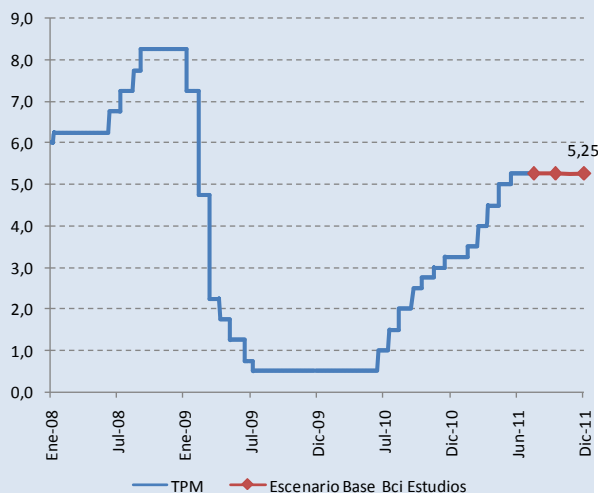
**Nuestras expectativas inflacionarias para lo próximo incorporan, en ciertos casos, mayor inflación que la esperada por el mercado, por lo que recomendamos compra selectiva de inflación.**

- **Para octubre esperamos una inflación de 0,3%, principalmente fundamentada en alzas en los alimentos.** Octubre tradicionalmente es un mes en que el precio de los alimentos se eleva, lo que se ha visto reflejado en productos de alta significancia dentro de la canasta, como los tomates. Estas alzas podrían verse exacerbadas en la medida que las heladas experimentadas en el invierno hubieran afectado las plantaciones de inicio de temporada, algo que hasta la fecha no se ha visto reflejado en nuestras mediciones de precios. El segundo componente importante en las alzas del mes es la división de transporte, que debido principalmente a las alzas en las gasolineras locales incidiría cerca de 0,1%, conducido principalmente por las alzas en el tipo de cambio. Por otra parte, caídas programadas para el mes en las cuentas de electricidad (al terminar reliquidaciones iniciadas en meses pasados), serían compensadas sólo parcialmente por el anuncio de aumentos en las tarifas recientemente (+1,2%). Con todo, nuestra proyección se ubica por sobre el 0,2% vigente en los *forward* de UF.
- **Para noviembre esperamos que el IPC se ubique entre 0% y 0,2%, al igual que para diciembre.** En noviembre, el inicio de un nuevo proceso de reliquidaciones elevaría la cuenta modelada por el INE en un 1,2%, bajo el supuesto que las reliquidaciones se programen por un total de 6 meses. En la medida que este período sea menor podríamos ver impactos mayores en el índice de precios. Por otra parte se espera que las alzas en gasolineras sean traspasadas a los clientes de Transantiago, con una nueva alza de \$10 (cuyo impacto podría darse durante noviembre o traspasarse hacia diciembre). También esperamos que el último par de meses del año se concreten las alzas causadas por la reducción en exportaciones de carnes paraguayas, que esperamos provoquen un alza de 1,5%. Finalmente, siguiendo la tendencia iniciada el 3T11, veremos estabilidad en los precios de las prendas de vestir por los próximos meses, lo que eliminaría uno de los factores tradicionalmente bajistas en noviembre y diciembre. En el último mes del año también incidirían al alza el aumento en el valor de las matrículas y de transporte en

microbuses. Actualmente el mercado incorpora un IPC de 0,1% para noviembre y de 0% para diciembre.

- **Consecuentemente, vemos valor acotado en la compra de inflación 2011 (esperamos 3,4%, versus un mercado que espera un 3,3%).** Sin embargo, existe riesgo alcista sobre nuestra estimación, dependiente especialmente de la evolución del tipo de cambio, tarifas eléctricas y vestuario.
- **Para 2012 esperamos una inflación entre 4% y 5%.** Además de los factores mencionados en los párrafos anteriores (cierre de brechas, presiones en salarios, tipo de cambio depreciado, gobierno demandando bienes no transables, etc.), hay ciertos factores específicos a considerar. Las tarifas del Transantiago seguirán representando un riesgo alcista (la tarifa de equilibrio estimada es de \$800), por lo que un proceso de convergencia probablemente acarreará presiones en precios que se reflejarán en el índice del INE. En el caso de los cigarrillos estimamos que restan algunos aumentos de precios para compensar el alza de impuesto, que podrían efectuarse durante 2012. **Las expectativas inflacionarias implícitas en los *forward* se ubican en 2,53%, por lo que generan una oportunidad de compra bastante atractiva, pero de alto riesgo dado el escenario externo.**

FIGURA 7. EXPECTATIVA DE TRAYECTORIA TPM



Fuente: Bloomberg, Bci Estudios.

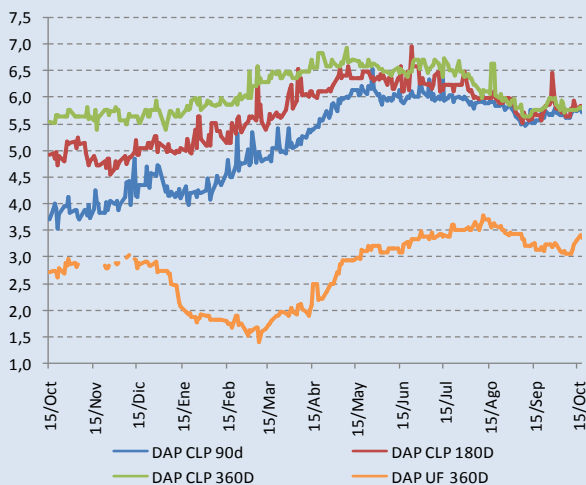
## Trayectoria TPM: Cerca de Nuestro Escenario de Riesgo

En línea con la expectativa tempranamente levantada por Bci Estudios, el BCCh decidió mantener por cuarto mes consecutivo la TPM en 5,25%. Se describe un escenario externo que ha sufrido un deterioro adicional, con alta volatilidad y con bancos centrales en vías de actuar o ya actuando con inyecciones de mayor impulso monetario. En el ámbito local, se continúa describiendo una economía que mantiene vigentes las presiones inflacionarias desde el lado de la demanda agregada y del mercado laboral. Si bien la mantención de la tasa en octubre era ampliamente esperada por BCI Estudios y por el consenso, la novedad vino esta vez desde el comunicado de la RPM. En este se mantiene formalmente intacto el sesgo neutral, pero se incluye un párrafo que definimos como “sesgo bajista encubierto”, el cual se encuentra dedicado al entorno externo, donde se reconoce la condición no inmune de la economía chilena de profundizarse las tendencias negativas observadas en la economía internacional. Algo obvio, pero que entendemos abre la puerta a eventuales bajas de TPM en los próximos meses, eso sí, condicional a los desarrollos externos. **Por otra parte, este nuevo párrafo del comunicado muestra innovación en la comunicación de la política monetaria por parte del Consejo del BCCh, y muy probablemente fue incorporado a petición de Consejeros con posturas menos agresivas.** Desde nuestra perspectiva, levanta más preguntas que las que responde, al indicar que la profundización de tendencias del escenario internacional puede tener implicancias sobre inflación y actividad, surge la pregunta natural respecto a cómo medirá aquello el Consejo ¿Tendencias de que variables? ¿Esperará impactos sobre variables locales o bastará ver peores variables financieras externas? ¿Aumentos de la aversión al riesgo, caídas bursátiles, correcciones adicionales en el crecimiento mundial, declaración de no pago parcial de Grecia, todas las anteriores o ninguna de ellas? **La concreción de la denominada “profundización” llama a que el Consejo especifique cómo medirá dicho aspecto de manera de guiar mejor las expectativas privadas.**

**Insistimos que la mejor opción por ahora es esperar –y consecuentemente llegar tarde en la visión de muchos–, pero acertar al camino necesario de la política monetaria. En ese momento, el BCCh podrá inyectar tanto estímulo monetario como estime necesario, incluso con tasas de política bastante más bajas que las internalizadas hoy en el precio de los activos.** Hoy por hoy, las justificaciones para optar por inyecciones inflacionarias son relevantes, pero no suficientes como para inclinar la balanza. Con todo, y en un contexto local aun dominado por indicadores dinámicos de demanda agregada, y particularmente por un mercado laboral muy estrecho, hacen que el BCCh aun se muestre reacio a bajar la tasa, más si consideramos el efecto que pueda tener sobre el IPC y las expectativas de inflación la reciente alza del tipo de cambio. ¿Se arriesgará el BCCh a bajar la tasa en un contexto alcista del tipo de cambio? Al menos desde la vigencia del actual sistema de metas de inflación y tipo de cambio flexible nunca lo ha hecho. **En definitiva, el abanico de posibilidades se encuentra sumamente abierto, con un mercado que se encuentra posicionado en el medio, atrapado entre un escenario benigno que debiese implicar tal vez algunas bajas de TPM –dependiendo de si la situación europea ya ha producido daño al entorno global–, y uno catastrófico, que traería recortes de tasa al estilo de las vistas a inicios de 2009. Nos seguimos inclinando por el primero (Figura 7).**

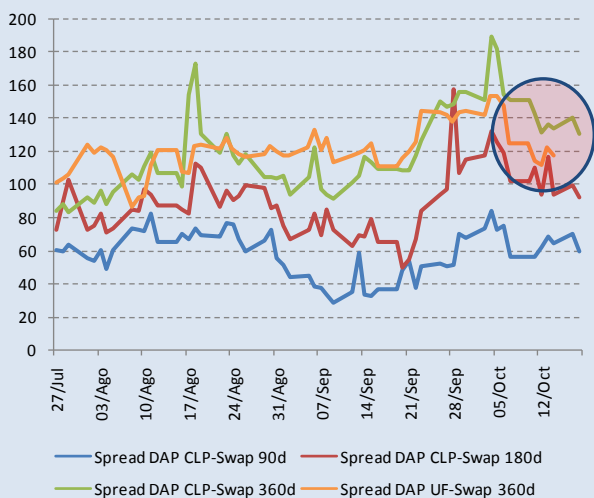
*Insistimos que la mejor opción por ahora es esperar –y consecuentemente llegar tarde en la visión de muchos–, pero acertar al camino necesario de la política monetaria. En ese momento (de concretarse), el BCCh podrá inyectar tanto estímulo monetario como estime necesario, incluso con tasas de política bastante más bajas que las internalizadas hoy en el precio de los activos.*

FIGURA 8. EVOLUCIÓN TASAS DAP CLP/UF (%)



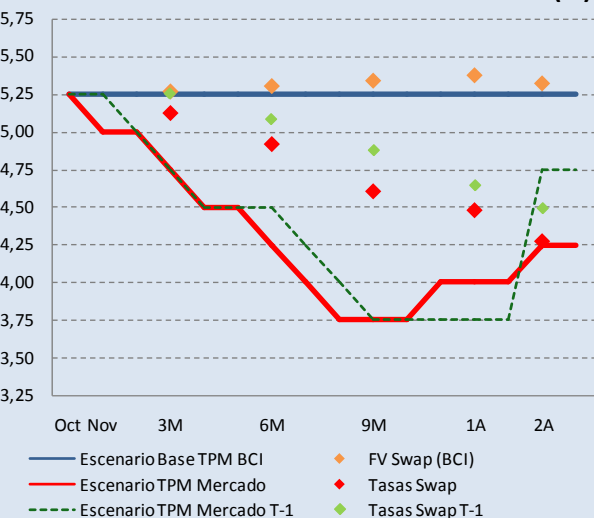
Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago, Bci Estudios.

FIGURA 9. SPREAD TASAS DAP CLP/UF-SWAP (%)



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago, Bci Estudios.

FIGURA 10. EXPECTATIVAS DE TPM Y TASAS SWAP (%)



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

Fuente: Bloomberg, Bci Estudios.

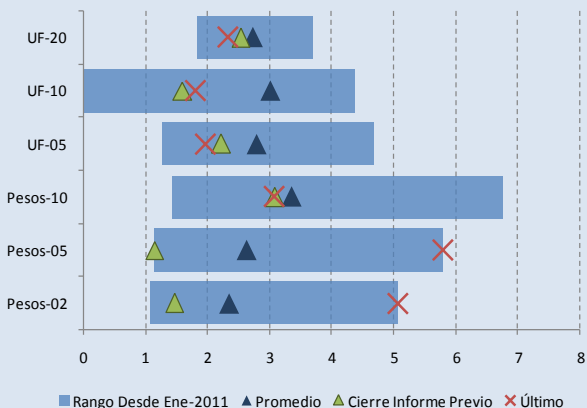
## Mercado Monetario: Preferencia por Mayor Liquidez de la Banca Impide Mayores Bajas en Tasas de Depósitos.

En efecto, hoy por hoy “la orden del día” de la banca es mantener una posición de mayor liquidez ante eventuales restricciones de financiamiento que podrían emanar desde el exterior, hecho que en definitiva le ha metido algo de presión alcista a las tasas de depósitos bancarios, impidiendo la materialización de bajas adicionales a las observadas algunas semanas atrás. Por su parte, las tasas de depósitos en UF mostraron algo más de tendencia alcista, influidas no solamente por lo anterior, sino que adicionalmente por el retroceso experimentado en lo último por las expectativas de inflación implícitas en *forwards* y *swaps* a 12 meses plazo (Figura 8). No obstante, mantenemos la recomendación de activarse en este tipo de instrumentos respecto de otras alternativas de inversión, ante un escenario que se mantiene altamente riesgoso. De igual forma, los *spread* de las tasas de depósitos respecto de lo swap se mantienen atractivos, particularmente a 12 meses plazo tanto pesos como UF (Figura 9).

**Con todo, nuevamente recomendamos tomar depósitos tanto en pesos como en UF, particularmente a plazos de 12 meses. Estos instrumentos seguirán siendo un atractivo refugio ante un escenario altamente volátil.**

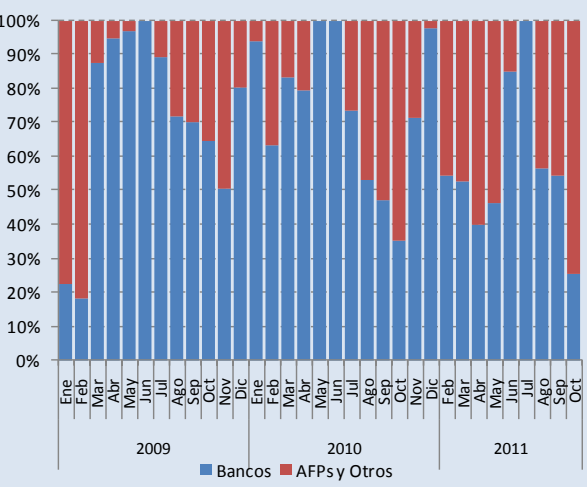
En tanto, las tasas del mercado *swap* se muestran altamente volátiles y siguiendo los movimientos de tasas externas. Respecto de un mes atrás, observamos nuevas disminuciones en estas tasas en línea con un sentimiento de mercado que en general continúa avanzando hacia terreno negativo. En efecto, las tasas durante el último mes móvil han incrementado significativamente su volatilidad, con un *peak* bajista a principios de octubre, donde el mercado alcanzó a internalizar una TPM en torno a 200 pb menos que la actual hacia mediados del año 2012. Posteriormente, han tendido a incrementarse, aunque cierran por debajo de lo que observábamos en nuestro reporte anterior, y descuentan una TPM mínima de 3,75% hacia junio 2012 (Figura 6). Al respecto, volvemos a insistir que el mercado se encuentra entre un escenario benigno y uno catastrófico, con una amplia variedad de posibilidades intermedias. De darse nuestro escenario base, los eventuales recortes de tasa serán sumamente acotados, por el contrario, de gatillarse nuestro escenario de riesgo, que considera una salida disruptiva a la actual crisis europea, la magnitud de los recortes de tasa a aplicar por parte del BCCh serán a toda luces superiores a los que internaliza el mercado. **En consecuencia, nuestras tasas *swap fair value*, consistentes con nuestro escenario base de TPM, no difieren significativamente de nuestro reporte anterior, y se ubican en 5,27%, 5,30%, 5,35% y 5,40% a 3, 6, 9 y 12 meses, respectivamente, y mantienen un atractivo diferencial con respecto a las de mercado, particularmente de 9 meses en adelante. En consecuencia, estimamos que se mantiene el atractivo para posiciones pagadoras a tasa fija a lo largo de la curva, si bien mantenemos nuestra advertencia de que nuevas oleadas de *flight to quality* podrían llevar rápidamente estas tasas a valores hacia mínimos (Figura 10).**

**FIGURA 11. BID TO COVER LICITACIONES RECIENTES (VECES LO OFRECIDO)**



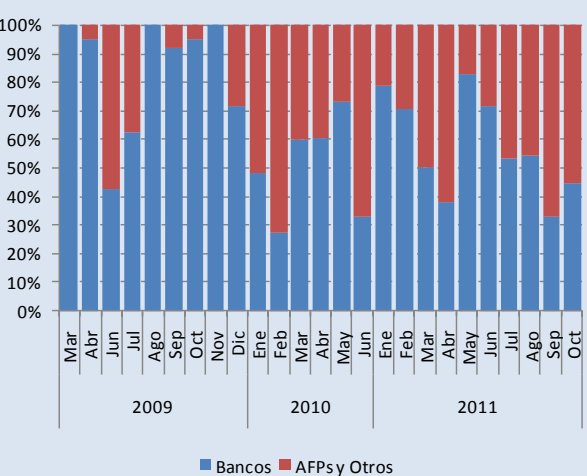
Fuente: BCCh, Bci Estudios.

**FIGURA 12. PARTICIPACIÓN INST. BANCARIAS / AFPs OTROS, LICITACIONES PAPELES NOMINALES PESOS-5**



Nota: Incluye licitaciones de BCU y BTU.  
Fuente: BCCh, Bci Estudios.

**FIGURA 13. PARTICIPACIÓN INST. BANCARIAS / AFPs OTROS, LICITACIONES PAPELES NOMINALES PESOS-10**



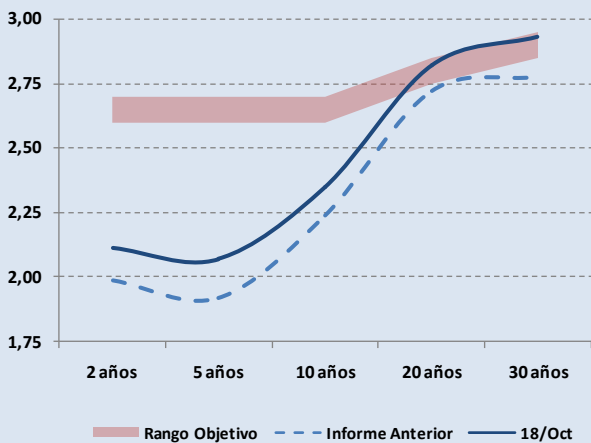
Nota: Incluye licitaciones de BCP y BTP.  
Fuente: BCCh, Bci Estudios.

**Tasas Largas: Instrumentos Nominales Continúan Bajo Fuerte Presión Compradora.**

En un mercado que internaliza rápidamente todo lo que sucede en el exterior, y que mantiene elevados niveles de volatilidad, las tasas de nominales continúan siendo la “niña bonita del barrio”. Último reporte de AFPs, junto con la información de las subastas de papeles del BCCh, dan cuenta del continuo e incremental apetito de institucionales por papeles nominales ¿El mercado ya se convenció que se avecinan recortes en la TPM? ¿Encuentra razonable descontar inflaciones implícitas sensiblemente por debajo de 3%? Vamos por parte, las licitaciones de papeles BCP de las últimas semanas han sorprendido por la elevada demanda de estas, particularmente por los papeles a 2 y 5 años (Figura 11), fenómeno que no es de común ocurrencia, dado que estos instrumentos generalmente son de difícil colocación producto que la banca es prácticamente la única demandante de estos. De la información de adjudicación de las subastas del mercado primario, y de las carteras de las AFPs reportadas al cierre de septiembre, concluimos que institucionales, principalmente AFPs (Figuras 8 y 9), continúan incrementando su apetito por instrumentos en pesos producto de: (1) Amplio diferencial de tasas favorable a los papeles locales respecto de instrumentos alternativos externos (incluye corrección por riesgo país); (2) Inversión en activos de renta variable con creciente volatilidad/migración de cotizantes desde fondos más riesgosos a menos riesgosos; (3) Convencimiento, tanto de la banca como de otros agentes, que próximos movimientos de tasas serán a la baja; y (4) Progresivo retiro de expectativas inflacionarias para este y el próximo año, factor que en BCI Estudios no compartimos. Respecto de esto último, debemos hacer una distinción entre lo implícito en las tasas swap y los papeles, particularmente en la parte de largo plazo de la curva. Si bien las expectativas a la baja en la inflación son coincidentes hasta 2 años, las compensaciones inflacionarias implícitas en los bonos de plazos superiores muestra caídas importantes en el mes (25 a 35 pb), las que se explican fundamentalmente por el continuo incremento en el apetito de las AFPs por instrumentos en pesos. **Esto último ha llevado a las AFPs a incrementar la ponderación de BCP/BTP, dentro del total de su cartera de papeles BCCh y Tesorería, desde un 5% en enero a un 18% al cierre de septiembre, consecuentemente observamos en el mes retrocesos en las tasas de bonos nominales a 5 y 10 años de 30 y 25 pb, respectivamente. De igual forma, los bancos llevaron los bid to cover de los papeles a 2 años a niveles históricamente altos, y con tasas de corte en mínimos del año (4,62%).** Estimamos que esta tendencia, al menos en el corto plazo, se mantendrá mientras no se observe una salida clara a la crisis financiera en desarrollo de Europa.

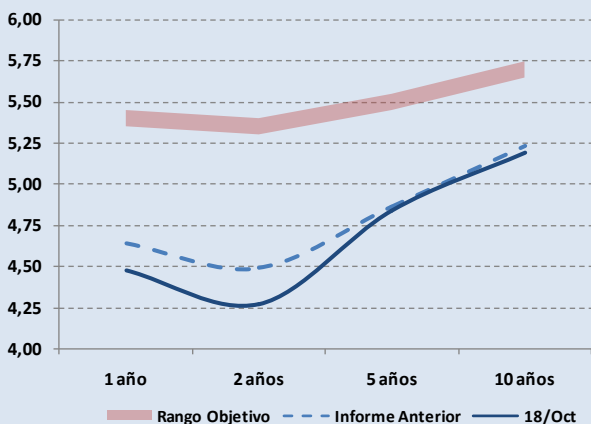
A diferencia de las tasas nominales, observamos en el mes incrementos moderados en las tasas BCU/BTU, las que se mueven en dirección hacia nuestros fair values. Observamos menor demanda en el mercado primario con bid to cover muy por debajo del promedio 2011, particularmente en los plazos de 5 y 10 años (Figura 11). En efecto, al cierre de este reporte la curva UF se eleva entre 10 y 13 pb, siguiendo más de cerca lo sucedido con los Treasuries norteamericanos, y acusan un menor apetito relativo respecto de los instrumentos en pesos. En línea con el sentimiento de mercado, que da

**FIGURA 14. CURVA DE RENDIMIENTO BONOS UF (% , BASE 365 DÍAS)**



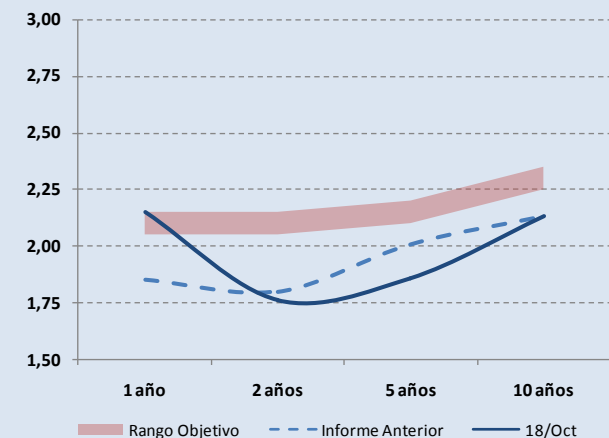
Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago; Bci Estudios.

**FIGURA 15. CURVA DE RENDIMIENTO SWAP PESOS (% , BASE 365 DÍAS)**



Fuente: Bloomberg, Bci Estudios.

**FIGURA 16. CURVA DE RENDIMIENTO SWAP UF (% , BASE 360 DÍAS)**



Fuente: Bloomberg, Bci Estudios.

cuenta de agentes bastante sobrecomprados en papeles UF, observamos un desplazamiento casi paralelo al alza de la curva UF (Figura 14), la que en el caso de los instrumentos más largos, a 20 y 30 años, ha alcanzado nuestros target fijados en el reporte anterior. No obstante lo anterior, y pese a que nuestra visión es aun alcista para estas tasas –particularmente de 2 a 10 años–, estimamos que por ahora el *upside* potencial de ellas continuará bastante limitado, sujeto a los desarrollos principalmente del exterior, y con un riesgo bajista dominante dado la característica de instrumento refugio de estos papeles. **Con todo, consideramos que los *fair value* para la curva bonos en UF se mantienen por sobre los niveles actuales, por lo que mantenemos la recomendación de emisiones corporativas que aprovechen tasas base en niveles atractivos, si bien –y en línea con lo ya observado– los *spreads* exigidos serán más elevados.**

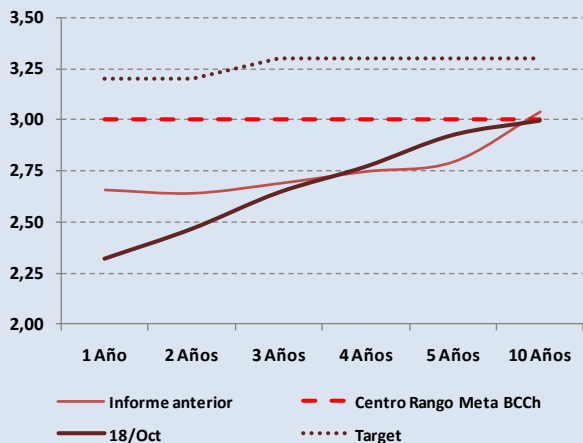
**Por su parte, las tasas *swap* pesos y UF muestran el último mes movimientos mixtos, donde los principales movimientos se concentran en la parte corta de ambas curvas (Figuras 15 y 16).** Pese a los movimientos alcistas de los últimos días, las tasas *swap* nominales no logran cerrar por sobre lo observado un mes atrás, particularmente en las tasas entre 1 y 4 años, con lo que el mercado acelera los recortes esperados de TPM implícitos en los precios de estos instrumentos. Insistimos en que el mercado se encuentra en un punto intermedio entre un escenario externo benigno, con mínimos efectos en el mercado local, y uno muy pesimista, que llevaría al BCCh a recortes abruptos en la tasa de política. Lo anterior implica que, dependiendo de la visión de cada agente, existen atractivas oportunidades para la toma de posiciones en uno u otro sentido. **Por nuestra parte, mantenemos como escenario más probable el primero, que implícitamente contiene una trayectoria de tasas a futuro no muy distintas de las actuales.** En consecuencia, **favorecemos posiciones pagadoras a tasa fija a lo largo de toda la curva nominal, particularmente en el tramo de 1 a 3 años, en especial si se trata de posiciones de cobertura (fija por variable, o nominalización de posiciones en UF).**

Similar recomendación de posiciones cortas para cobertura hacemos extensible a las tasas UF. Al igual que en el caso anterior, mantenemos nuestra visión alcista de tasas *swap* UF consistentes con nuestro escenario base de TPM y con expectativas de inflación definitivamente superiores a las descontadas por los precios financieros hoy. Durante el último mes móvil, sólo la tasa *Swap* UF a 1 año alcanzó nuestro target, el resto permanece bastante alejado y con espacio suficiente para alzas, las que en definitiva dependerán de hacia dónde decante la situación global.

En resumen, prácticamente mantenemos nuestros *fair value* para la curva *swap* nominal consistentes con nuestro escenario base de TPM. Estos se ubican en 5,30%, 5,50% y 5,70%, a 2, 5 y 10 años, respectivamente, aun con riesgo bajista y con recomendación limitada a posiciones de cobertura.

Por su parte, nuestras tasas *fair value* para la curva *swap* UF las volvemos a ubicar en 2,10%, 2,10%, 2,15% y 2,30%, a 1, 2, 5, y 10 años, respectivamente. Finalmente, situamos nuestra tasas *fair value* BCU/BTU en 2,65%, 2,65%, 2,65% y 2,80% a 2, 5, 10 y 20 años, respectivamente, sólo con recomendación para emisiones de deuda.

**FIGURA 17. CURVA DE INFLACIÓN COMPENSACIÓN INFLACIONARIA SPOT SPC (% , BASE 360 DÍAS)**



Fuente: Bloomberg, Bci Estudios.

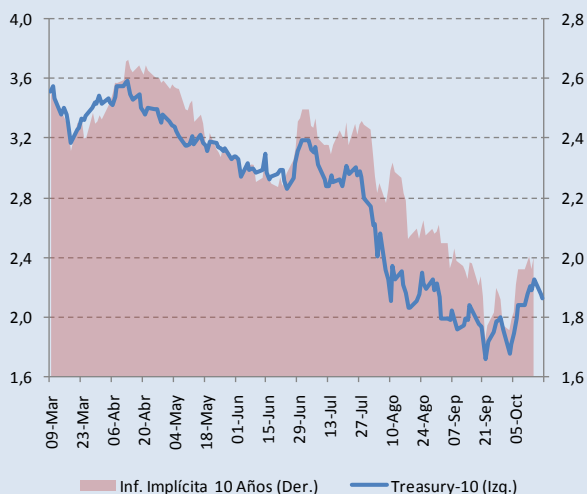
### Break-Even de Inflación

Las expectativas inflacionarias implícitas en los distintos instrumentos del mercado local han vuelto a retroceder (Figura 17). De la misma forma en que hemos levantado el *call* de comprar inflación en ocasiones anteriores, consideramos que en esta coyuntura los niveles prevalecientes no se condicen ni con las expectativas de inflación, ni con el premio histórico de estos registros. Según la evaluación histórica, el *fair value* para la compensación inflacionaria se debiera mantener en el largo plazo con un premio por sobre el rango meta del BCCh de entre 20 y 30 pb en promedio. En la práctica, la preocupación por los efectos deflacionarios de desencadenarse una recesión global, han presionado a la baja estas expectativas, lo que es poco probable que se ajuste en el corto plazo.

No obstante, el mercado puede haber excedido su visión deflacionaria en lo reciente. En nuestro [Informe de la Crisis Europea](#) planteamos tres escenarios. En los casos extremos esperamos inflación entre 4% y 5% (nuestro escenario base), y entre -0,5% y 0,5% en un escenario de *default* desordenado sin contención. Si consideramos estos casos como los únicos probables, el mercado estaría asignando una probabilidad de 48% al escenario de *default*, algo que consideramos excesivo. Tanto por ello, como debido a que el escenario más probable es uno de alta inflación, recomendamos la compra de inflación por medio de *break-evens* hasta 5 años.

Especialmente la parte más corta de la curva es la que incorpora mayor valor, y en donde es más probable que se den ajustes importantes. Mantenemos nuestros *fair values* para la CI swap en 3,2% a 1 y 2 años, y 3,3% entre 3 y 10 años. Ello significa *upsides* de 88, 73, 66, 53 y 37 pb respectivamente, para los *break-evens* entre 1 y 5 años.

**FIGURA 18. EVOLUCIÓN TREASURY-10 E INFLACIÓN IMPLÍCITA (%)**



Fuente: Bloomberg, Bci Estudios

## Bonos *Benchmark* Externos

La mejor disposición de las autoridades a atacar a gran escala los problemas de la crisis europea ha significado un *rally* importante en las tasas de papeles norteamericanos, retornando éstas por sobre el 2% (Figura 18). En estas alzas también pueden haber influido el flujo de noticias económicas no tan negativas –las cifras de confianza y otras encuestas en general han demostrado un retroceso importante, que no se ha visto reflejado en mayor medida en datos reales de producción o consumo–, y el efecto post-anuncio del QE3. De la misma manera como luego de anunciado el QE2, a fines de 2010, las tasas experimentaron un *rally* alcista impulsado por la toma de utilidades y la aparición de escasos brotes verdes, en este caso los mismos factores –algo compensados por el mayor riesgo del escenario externo– pueden estar impulsando las tasas a elevarse. No obstante, la continuación del dilema europeo probablemente hará que las tasas no se desapeguen mucho del entorno cercano al 2% en que se han transado en las últimas semanas.

**En Europa los frentes de la crisis han seguido deteriorándose.** Quizás la parte más compleja de esta situación consiste en el impacto que la crisis tenga en la banca de la zona, y por ende en la rapidez en que por medio de los mercados interbancarios se pueda contagiar hacia otras partes del globo. En una medida preventiva, el accionar de los mayores Bancos Centrales de restablecer líneas ilimitadas de *swaps* ha aliviado el temor de excesiva iliquidez en dólares en Europa, pero sin duda no soluciona los problemas de solvencia de largo plazo. Prueba de ello es que se han seguido rebajando las clasificaciones crediticias de bancos europeos, aumentando las tensiones en los mercados interbancarios, y manteniendo la presión en sus cotizaciones bursátiles. El factor que con mayor probabilidad afectará la dinámica externa sería la ampliación del tamaño del EFSF. Se ha especulado que podría verse elevado hasta €2 trillones, aunque algunos personeros han indicado que más probable es que se ubique cerca de €1 trillón. En la medida que estas expectativas se vean cumplidas –o excedidas– hay una alta probabilidad de que la demanda por papeles norteamericanos retorne a niveles normales, elevando las tasas de manera significativa. Por el contrario, una decepción en el mercado, puede recrudecer el temor de los agentes, impulsando a caer nuevamente las tasas largas norteamericanas por debajo de 2%. Lo que está más claro es que probablemente en el corto plazo tendremos mayor volatilidad en los papeles externos.

**A última línea, todos estos factores seguirán pesando sobre la dinámica de tasas locales.** Es alta la probabilidad de seguir viendo *flights-to-quality*, que localmente se reflejen en fuertes presiones bajistas sobre las tasas. Cada vez se hace más difícil y costoso para las autoridades prevenir una nueva crisis financiera global.

**Resumen Recomendaciones Estrategia RF**
**TABLA 2. RESUMEN RECOMENDACIONES INFORME RENTA FIJA**

Instrumento	Trade (1)	Tasa Inicio	Tasa Objetivo	Status	Último Cierre	Rend. (2)
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
BCU/BTU-2	L	2,70	2,65	Cerrada	-	21 pb
SPC UF 1a	L	2,40	2,25	Cerrada	-	15 pb
SPC CLP 3m	C	5,18	5,30	Abierto	5,25	7 pb
SPC CLP 6m	C	5,00	5,30	Abierto	5,08	8 pb
SPC CLP 9m	C	5,00	5,35	Abierto	4,88	-12 pb
SPC CLP 1a	C	4,91	5,40	Abierto	4,64	-27 pb
Comp. Inf. Swap 1a	L	2,45	3,20	Abierto	2,74	29 pb
Comp. Inf. Swap 2a	L	2,56	3,20	Abierto	2,70	14 pb
Comp. Inf. Swap 3a	L	2,61	3,30	Abierto	2,76	14 pb
Comp. Inf. Swap 4a	L	2,75	3,30	Abierto	2,79	3 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	3,05	7 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, en informe de Estrategia RF de octubre.

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

**Analistas Senior**

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

**Rubén Catalán**  
Financiero, Economía  
rhcatall@bci.cl  
(56 2) 383 9010

**Analistas**

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

**María Paz Merino**  
Small Caps e Internacional  
mpmerin@bci.cl  
(56 2) 383-9180

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

**Humberto Mora**  
Internacional, Análisis Técnico  
hmora@bci.cl  
(56 2) 383 5337

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

**Felipe Ruiz**  
Recursos Naturales  
fruizs@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.