



## VISIÓN DE MERCADO

### Actividad

Durante la primera semana de septiembre, el Banco Central de Chile (BCCh) presentó su Informe trimestral de Política Monetaria (IPoM), donde determinó un escenario de crecimiento económico con sesgo más positivo respecto del informe publicado en junio pasado, estimando que en 2017 la economía crecería entre 1,25% y 2,75% (en junio, el rango era de 1,0%-1,75%), y confirmando el positivo pronóstico para 2018, de un crecimiento entre 2,5% y 3,5%. No obstante, respecto de la inflación, asumió que seguiría oscilando por un tiempo más en torno al piso del rango meta, pero que en torno a los próximos meses se movería hacia el centro del mismo.

El escenario mostrado en el IPoM estima una recuperación importante de la economía en el segundo semestre de este año, el que fue refrendado por un IMACEC de julio de 2,8%, cifra que superó las expectativas del mercado, que se ubicaban más cerca del 2,2%. Además, al cierre de septiembre, el INE publicó las cifras sectoriales de actividad de agosto, donde el mercado fue sorprendido con un crecimiento de 9,2% (YoY) en la producción minera, de 1,4% (YoY) en la producción industrial, de 4,5% (YoY) en la producción de electricidad, gas y agua y de 6,0% en las ventas del comercio minorista, lo que decantó en un incremento en las expectativas de crecimiento del IMACEC para el mes, que a inicios del mismo se estimaban estarían más cercanas al 2,0% y que con la publicación de estas cifras sectoriales fue incrementada hasta niveles en torno a 2,5% y 3,0%.

Finalmente, el IMACEC efectivo para agosto, publicado en los primeros días de octubre, registró una expansión de 2,4%. Al interior de las cifras entregadas por el BCCh se confirma una fuerte expansión del IMACEC minero, de 9,2%, mientras que el IMACEC no minero crece 1,8%.

El desempleo se redujo en agosto desde 6,9% hasta 6,6%, cifra inferior a las expectativas de mercado, que se ubicaban en torno a 6,8%. Aunque las cifras son positivas y se evidencia una mejora en el trabajo asalariado, cabe destacar que un porcentaje alto del empleo generado está relacionado al sector público.

### Inflación

Septiembre se inició con la publicación del IPC de agosto de 0,2%, cifra en el límite inferior de las expectativas del mercado, que oscilaban entre 0,2% y 0,3%. Con esto, el IPC en 12 meses se incrementó hasta 1,9%, desde 1,7%. Medidas subyacentes de inflación, como el IPCX y el IPCX1 registraron variación nula en el mes. El IPC de NO transables cayó 0,1% mientras que el IPC de Transables subió 0,5%, apuntalado por el alza de precios en las bencinas y algunos alimentos perecibles.

La segunda lectura que hizo el mercado a estas cifras, de la mano de un fuerte sesgo a la apreciación del Peso Chileno respecto del Dólar, apuntó a un sesgo de menores presiones inflacionarias hacia los próximos meses. Así, las expectativas inflacionarias para septiembre se mantuvieron en torno a 0,2% durante todo el mes, cifra muy inferior a los niveles de 0,5% promedio de los últimos años.

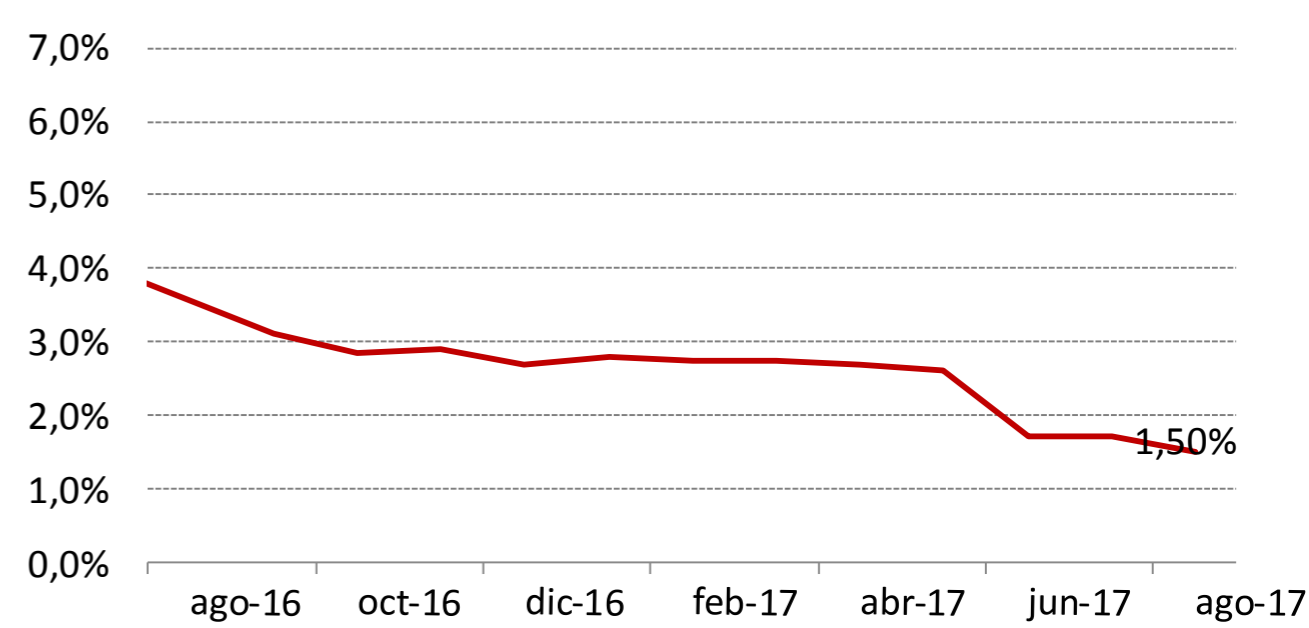
Finalmente, en los primeros días de octubre se publicó el IPC de septiembre, materializando una caída de 0,2%, lo que se convirtió en una sorpresa para el mercado. Con esto, el IPC acumula un alza en 12 meses de solamente 1,5%. La gran mayoría de las medidas subyacentes también registraron caídas relevantes. El IPCX cae 0,2%, IPCX1 lo hace en 0,1%, mientras que el IPC transables cae 0,4%. Solamente la inflación no transable registró alza, de 0,2%.

### TPM

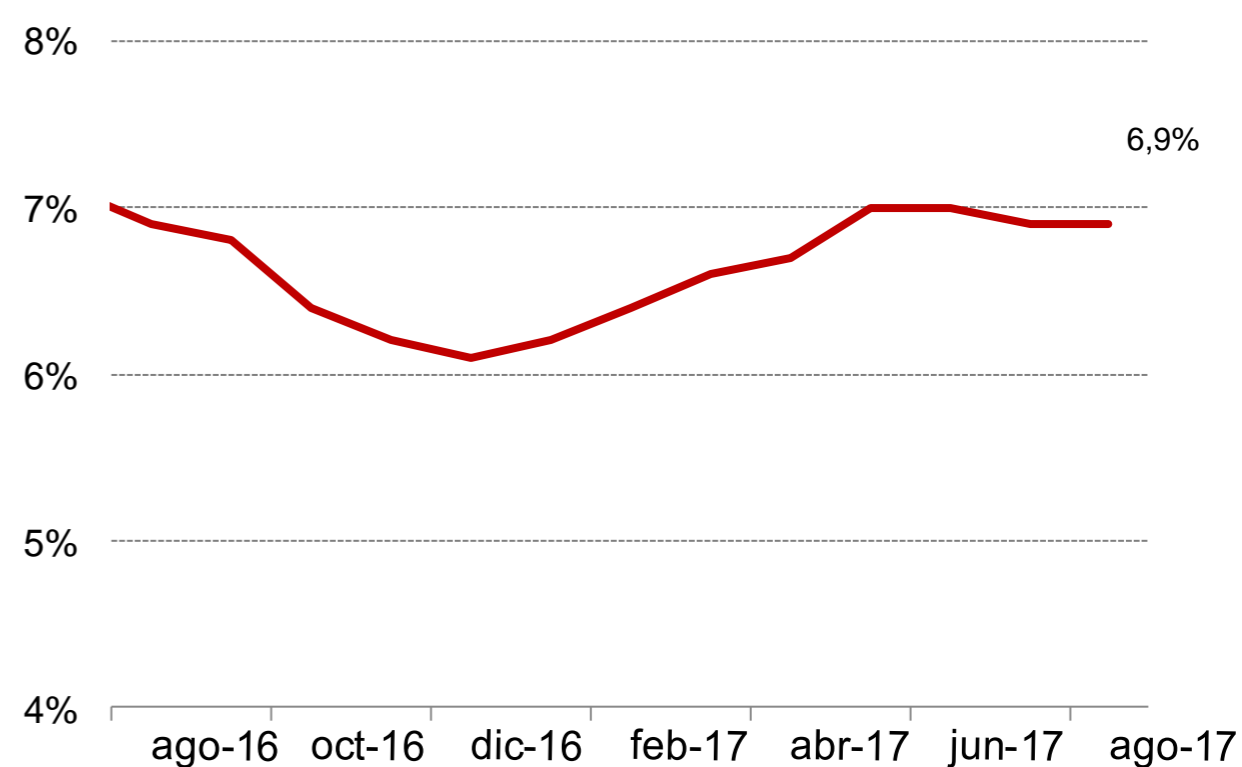
En el Informe de Política Monetaria de septiembre, el Banco Central dio la señal de que, en el escenario base, la tasa de interés se mantendrá inalterada en los actuales niveles de 2,5% por largo tiempo, incluso asumiendo que la inflación seguiría oscilando por un tiempo más en torno al piso del rango meta.

Así, el mercado diluyó absolutamente las expectativas que previamente existían de una probabilidad media de que el banco rebajara la TPM en algún momento antes de fin del 2017. Hoy parece ser que solamente una inesperada sorpresa de baja inflación, más allá de lo descontado, abriría el espacio para alguna reducción adicional de la tasa de interés.

### IPC CHILE (variación a 12 meses)



### TASA DE DESEMPLEO



### AGENDA CHILE OCTUBRE 2017

Jueves 5	Imacec (agosto)
Viernes 6	IPC (septiembre)
Miércoles 11	Encuesta Operadora Fin. 1ª quincena Encuesta de Expectativas Económicas (EEE)
Jueves 19	Reunión de Política Monetaria (RPM)
Martes 24	IPP (Agosto 2017)
Miércoles 25	Encuesta Operadores Financieros (2da. quincena)
Martes 31	Empleo (JAS 2017)

## COMPORTAMIENTO DE LAS TASAS

### Tasas en pesos

En el entorno local, continúa la volatilidad. Las tasas de largo plazo siguieron subiendo y el nodo de 10 años fluctuó entre 4,27% y 4,40%. Aumentó el empinamiento, que se encuentra en niveles altos en términos históricos. Lo anterior implica que el mercado estima aumentos de la TPM en el mediano plazo, que son coherentes con un escenario de crecimiento en el largo plazo por sobre el 3%.

Los Tesoros estadounidenses de 10 años siguen mostrando una volatilidad justificada en las cambiantes estimaciones sobre la velocidad del alza de tasas por parte de la FED y el riesgo geopolítico del conflicto con Corea del Norte.

El mercado de swaps y depósitos está incorporando que la tasa de interés (TPM) se mantendrá en 2,5% por un período prolongado, aunque no se descarta que el Banco Central pueda abrir de nuevo la discusión de alguna rebaja adicional, debido a que los datos observados de inflación abren este espacio. Sin embargo, en SAM consideramos que esta opción tiene baja probabilidad de ocurrencia, dada la dinámica del crecimiento esperada para 2018.

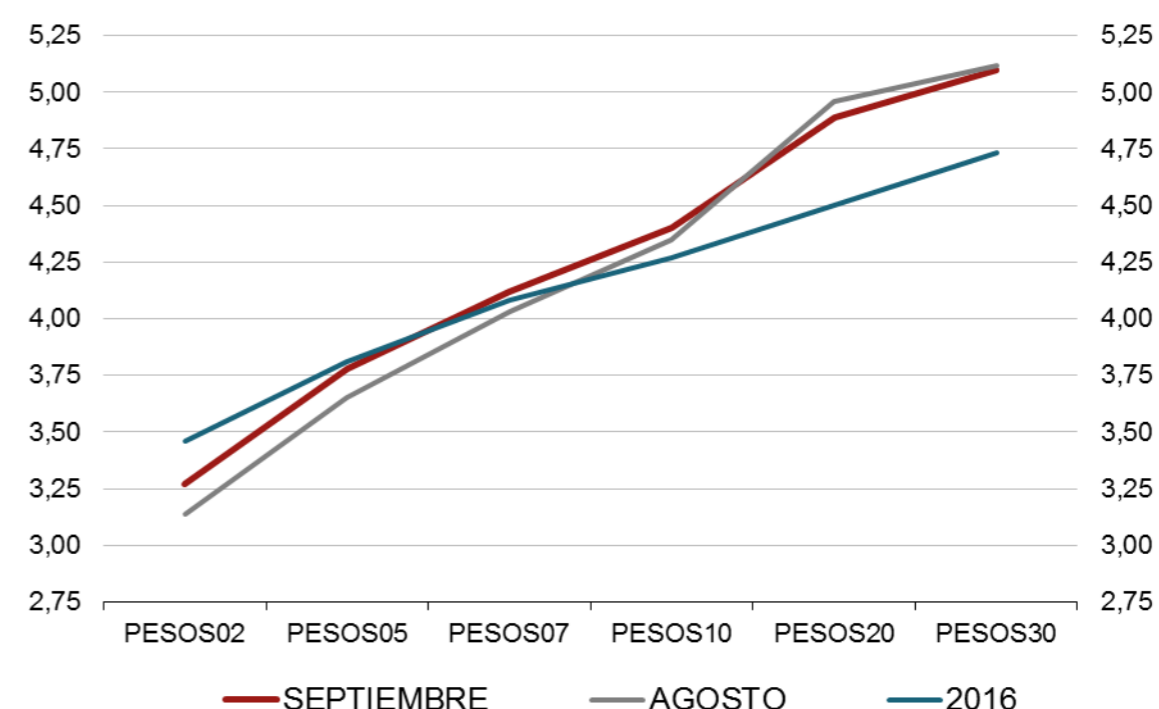
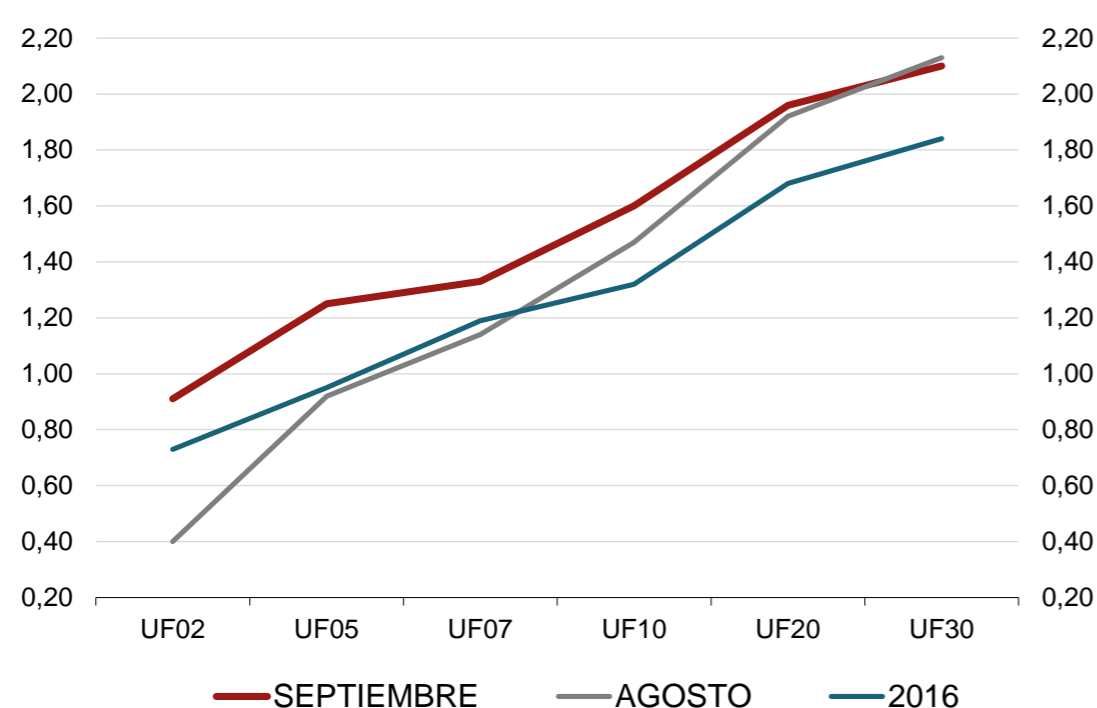
El precio del cobre en niveles superiores a USD 2,7-2,9/libra tendrá un impacto relevante de cara al crecimiento de 2018. Por otro lado, el escenario político, de acuerdo con las encuestas y que tendrá su desenlace en el último trimestre, podrían generar cambios relevantes en las perspectivas de la economía en el mediano y largo plazo, especialmente, en ítems como confianza empresarial e inversión.

La variable crítica a monitorear es cómo actuará al Banco Central durante el 2018. ¿Anticipará un ciclo positivo de crecimiento, ajustando la TPM anticipadamente o prolongará el estímulo monetario, esperando ver los efectos del crecimiento sobre la inflación? En SAM, estimamos que el Banco Central tomará la opción de anticiparse, tal como lo ha hecho en escenarios similares en el pasado y cambiará su sesgo durante el primer trimestre, generando así el correspondiente impacto en las tasas de corto plazo.

### Tasas en UF

Las compensaciones inflacionarias a 2 años se sitúan en niveles en torno a 2,4%. Éstas retrocedieron de manera significativa durante el último mes, debido a que el tipo de cambio estuvo algunos días por debajo los \$620, lo que presionaría la inflación futura a la baja. Sin embargo, estas tasas siguen siendo bajas frente al objetivo de inflación del Banco Central, que se sitúa en 3,0%. Para los próximos 3 meses de inflación, el mercado estima que la UF aumentará alrededor de 0,5%. Por lo anterior y teniendo en cuenta el empinamiento de la curva de UF, consideramos que existe valor al comprar las compensaciones inflacionarias entre 2 y 5 años.

La inflación tiene como riesgo fundamental a la baja el hecho de que niveles del precio del cobre por encima de USD 2,8/libra generan presión adicional a la apreciación del Peso Chileno. Sin embargo, parte de este efecto se ve compensado con una mejor dinámica de crecimiento de la economía. Mientras esas dos fuerzas se mantengan balanceadas, la inflación no parece ser una amenaza de corto plazo.



### Tasas del mercado de deuda

	30/09/2017	31/08/2017	Var. Mes (pb)	Var. Año (pb)	2016
BCP-02	3,27	3,14	13	-14	3,46
BCP-05	3,78	3,65	13	-6	3,81
BCP-07	4,12	4,03	9	-20	4,08
BCP-10	4,40	4,35	5	-9	4,27
BCU-02	0,91	0,40	51	-6	0,73
BCU-05	1,25	0,92	33	-6	0,95
BCU-07	1,33	1,14	19	-7	1,19
BCU-10	1,60	1,47	13	-5	1,32
BCU-20	1,96	1,92	4	-9	1,68
BCU-30	2,10	2,13	-3	-3	1,84

## ESTRATEGIA DEUDA MEDIANO PLAZO

### Duración: (=) Mantener exposición a la Duración en UF

Recomendamos mantener exposición a la duración en UF. Consideramos que los niveles de tasas actuales ya incorporan los escenarios de TPM de corto y mediano plazo, y actividad que son consistentes con nuestros escenarios.

La curva en pesos, de acuerdo a nuestras estimaciones, estaría cara en los vencimientos inferiores a 5 años. Comienza a verse atractiva para los plazos más largos.

### Moneda (UF): (=) Mantener exposición

Mantenemos nuestra recomendación a “mantener exposición”. Compensaciones inflacionarias cercanas al 2,4% a 2 años siguen siendo una alternativa de inversión razonable, en especial si se tiene en cuenta que la curva en pesos tiene muy poco valor remanente, en especial en la parte corta de la curva.

### Spread: (-) Disminuir exposición

Cambiamos nuestra recomendación a “llevar a neutral exposición”. Los niveles de spread en UF comienzan a corregir de a poco, debido al aumento en los tesoros y la correspondiente presión alcista en los bonos de Gobierno. Los bonos corporativos devolvieron la compresión en spread vistos en el último mes. Esto ha llevado, en especial, a las duraciones de 3 años en adelante a tener una TIR en UF absoluta que comienza a verse atractiva en relación a lo observado durante el año corrido.

### Resumen Estrategia



Fuente: Equipo de Deuda de Santander Asset Management Chile.

La información que contiene este documento procede de fuentes que consideramos fiables, no garantizamos la corrección ni la integridad de su contenido y su inclusión no constituye ni representación ni garantía de su exactitud, y los inversionistas deben tener en cuenta que esa información puede ser incompleta o condensada. Todas las opiniones expresadas pueden ser cambiadas sin previo aviso. El lector asume toda la responsabilidad por las consecuencias de confiar en el contenido de este documento (o por cualquier omisión en su contenido). Este documento se ha entregado solamente con carácter informativo y no constituye un prospecto, o una oferta de venta o una solicitud de compra o venta de un valor, o de un fondo de inversión o de un interés en un producto de inversión.

Ninguna información contenida en este documento debe considerarse como un seguro o garantía del rendimiento futuro de la cuenta. Los inversionistas deben ser conscientes de que una inversión en esta cuenta conlleva riesgos, incluyendo la posible pérdida de capital según las condiciones prevalecientes en el mercado y otros factores. Los inversionistas deben ser conscientes de que una inversión en la cuenta no constituye una obligación ni tampoco conlleva garantía de Santander Asset Management Administradora General de Fondos S.A. ni de cualquier entidad o miembro del Grupo Santander. Las inversiones de la cuenta tampoco están aseguradas o garantizadas por ningún gobierno o entidad gubernamental o privada alguna. El inversionista debe considerar si los productos de inversión son adecuados a su cuenta teniendo en mente factores tales como los objetivos de su inversión y su tolerancia al riesgo entre otros.