

## INFORME SEMANAL

### BOLSAS MUNDIALES (moneda local)

	Cierre	P/U	Semana	M o M	YTD
IPSA	4.178	16,9	-0,4%	0,4%	-15,2%
IGPA	20.124	0,0	-0,2%	0,2%	-12,4%
Dow Jones	12.277	12,7	-0,1%	1,9%	6,0%
S&P500	1.263	13,3	-0,2%	1,3%	0,4%
Nasdaq	2.614	22,4	-0,2%	-0,2%	-1,5%
INCA	101	-	0,2%	-1,5%	-21,5%
COLCAP	1.572	17,9	-1,8%	0,7%	-13,8%
Merval	2.463	-	-0,2%	-3,9%	-30,1%
Bovespa	56.754	9,2	-1,6%	-0,2%	-18,1%
Mexbol	37.290	18,7	0,7%	1,3%	-3,3%
UKX	5.572	9,9	1,1%	1,2%	-5,6%
DA X	5.898	9,9	0,3%	-3,1%	-14,7%
CAC	3.135	9,2	1,1%	-0,6%	-17,6%
IBEX	8.496	9,0	-0,5%	0,5%	-13,8%
Nikkei	8.455	16,6	0,7%	0,2%	-17,3%
Kospi	1.826	26,3	-2,2%	-1,2%	-11,0%
Hang Seng	18.434	8,3	-1,0%	2,5%	-20,0%
SHComp	2.199	11,5	-0,2%	-5,7%	-21,7%

### MAYORES VARIACIONES

Alzas	Cierre	Var. Anual (%)	Bajas	Cierre	Var. Anual (%)
Aguas-A	298,0	21,6%	Melon	1,8	-98,9%
Entel	9.650,0	21,6%	La Polar	290,0	-91,5%
CCU	6.800,0	20,3%	Vapores	101,0	-82,6%
E-CL	1.383,0	18,0%	Paz	203,0	-61,3%
Almendral	68,3	15,5%	Hites	322,0	-53,0%
Gener	275,0	10,9%	Socovesa	180,5	-50,8%
SM Chile-B	156,0	10,4%	Cementos	750,0	-47,2%
IAM	798,0	9,5%	lansa	37,0	-46,7%
Sonda	1.245,0	7,8%	Campos	39,9	-46,1%
SQMB	27.980,0	5,4%	Invermar	172,8	-39,4%

### PRINCIPALES INDICADORES

	Cierre	1 Sem.	1 Mes	1 Año
Dólar (\$/US\$)	519,7	520,0	515,7	468,0
Cobre (US\$)	3,43	3,42	3,58	3,22
Petróleo (US\$)	100,2	100,0	100,3	91,6
Cel. NBSK (US\$)	833,7	838,6	874,9	948,9
A acero (US\$)	635,0	635,0	625,0	515,0
A azúcar (US\$)	602,0	608,8	613,6	761,3
BCP-10	5,21%	5,33%	5,44%	6,18%
BCU-10	2,57%	2,65%	2,73%	2,93%
GT-10	1,88%	2,03%	2,07%	3,37%

### PROYECCIONES BICE INVERSIONES

	Bice 11	Bice 12	Bcentral 11	Bcentral 12
PIB (Var.%)	6,2	4,4	6,2	3,75/4,75
Demanda Interna (Var.%)	9,1	4,9	9,5	2,5
Balanza Comercial (MMUS\$)	7.780	13.024	10.400	4.800
Cuenta Corriente / PIB (%)	-0,5	0,7	-1,5	-3,3
TRM (fdp)	5,25	4,50	-	-
IPC (Var.%)	2,8	2,8	3,9	2,7
	Bice	Consenso		
Imacec - Nov YoY	3,6%	4,1%		
IPC - Dic MoM	0,2%	0,2%		

**Economía Global: Lo bueno del año 2011.** Luego de la recuperación mostrada durante el año 2010, los desafíos de las economías emergentes para este año se centraban en la habilidad que tuvieran sus respectivos bancos centrales y gobiernos para retirar los estímulos otorgados. Esto último, tenía por finalidad generar una suave convergencia de las economías hacia tasas de crecimiento de tendencia, para evitar un presión innecesaria sobre los indicadores de inflación. Así, si bien dicho proceso se vio acompañado inicialmente por una fuerte alza en precios de alimentos y combustibles, los institutos emisores no se vieron en la necesidad de restringir sus economías para evitar brotes inflacionarios. Asimismo, y en gran parte explicado por el desempeño de la primera parte del año, la economía nacional exhibirá durante el ejercicio 2011 uno de los mayores avances que se tengan registros en la última década.

**Economía Global: Lo malo del año 2011.** A pesar del elevado dinamismo de las economías emergentes, los países desarrollados mostraron un importante rezago, al mismo tiempo que se transformaron en el principal riesgo para la evolución de la actividad mundial. De hecho, los problemas fiscales que enfrentó la Zona Euro, y sus potenciales consecuencias sobre el sistema financiero, pusieron nuevamente en discusión las posibilidades de observar una recesión global. Si bien dicha situación presenta una baja probabilidad de ocurrencia, las tensiones registradas llevarán de todos modos a que el mundo se desacelere de forma adicional durante el año venidero. Asimismo, los daños provenientes de un mayor precio de los combustibles a causa de la primavera árabe y el terremoto en Japón, derivaron en un estancamiento de la economía estadounidense durante el primer semestre, a lo que se sumaron de forma posterior las tensiones generadas por los inusuales desacuerdos de la clase política de dicho país, derivando en la pérdida de la máxima clasificación de riesgo por parte de S&P.

**Perspectivas 2012:** Los problemas fiscales que enfrentó la Zona Euro y la incertidumbre que dicha situación ocasionó, llevará a la economía global a presentar una desaceleración el próximo año. En particular, las perspectivas para el ejercicio venidero parecieran dividirse en dos etapas, en donde por un lado, el menor dinamismo global será observado con mayor claridad en la primera parte del año, mientras que por otro, el estímulo que otorgarían los bancos centrales a sus demandas en dicho momento, generarían las bases para el inicio de una recuperación hacia la segunda mitad del ejercicio venidero. No obstante, debemos notar que la gravedad de las complicaciones que enfrenta la Zona Euro hace necesario precisar que la recuperación mencionada se observaría sólo en el caso de que la situación fiscal no presente un deterioro adicional.

De esta manera, los activos más riesgosos podrían continuar en los niveles de valorización actuales, debido en gran medida a la incertidumbre asociada a los problemas ya mencionados. Sin embargo, en la medida que la incertidumbre disminuya y los resultados corporativos reflejen las mejores expectativas, se abrirá espacio para una nueva apreciación de múltiplos.

**Estimamos un IPSA 2012 en 4.800 puntos.** Tal como mencionamos en nuestro informe *“Introducing New Market Upside”* enviado el día 29 de septiembre de 2011, consideramos que el escenario actual esta más allá de la valorización del mercado, por lo que al menos durante el año 2012 no sería una restricción activa. Es importante destacar que la bolsa local aun se encuentra en valorizaciones que están por debajo de sus promedios históricos, lo cual se arrastra hace varios meses. Sin embargo, consideramos que la situación antes descrita no debería cambiar de manera significativa, al menos en el corto plazo, debido en gran medida al mal desempeño esperado en la Zona Euro y una moderación en el crecimiento esperado para el primer trimestre en la economía estadounidense, lo que en nuestra opinión atentaría contra una recuperación de las valorizaciones actuales.

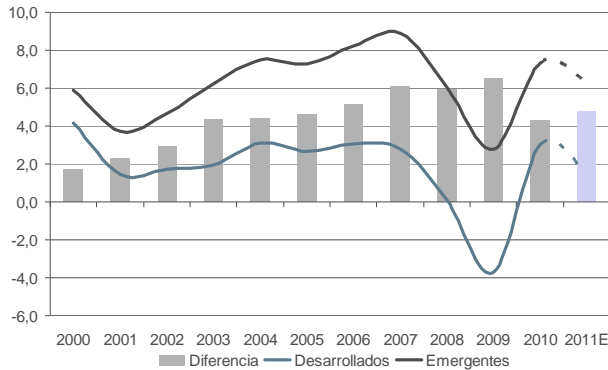
Como ya comentamos, a pesar de que los altos niveles de incertidumbre han golpeado los múltiplos a los cuales se transan los activos de renta variable, no es menos cierto que en este escenario también se puedan encontrar oportunidades interesantes. En el caso particular de la bolsa local, podemos observar que el premio que tradicionalmente ha tenido en relación a sus pares de la Región, hoy se encuentra por debajo de sus niveles históricos (con excepción de Brasil), señalando así una valorización relativa más atractiva. Si a esto sumamos las condiciones superiores que posee Chile en relación a sus comparables para enfrentar un escenario internacional más adverso, entre las que se encuentran los espacios suficientes tanto en política fiscal como a través de política monetaria y el sano crecimiento que deberían experimentar las utilidades corporativas durante el año 2012, se hace evidente que Chile destaca como una interesante alternativa de inversión.

Con todo, creemos que si bien durante la primera mitad del año 2012 el flujo de noticias provenientes principalmente del mundo desarrollado evitará una apreciación de múltiplos, el potencial del mercado dependerá del crecimiento de las utilidades de las compañías para las que estimamos un crecimiento cercano al 20,0%. Sin embargo, en la medida que el escenario internacional vaya calmándose de cara al segundo semestre, la menor incertidumbre permitiría una apreciación de múltiplos lo que sumado al punto anterior permitirían alcanzar los 4.800 puntos, destacando que esta apreciación aún se encontraría por debajo de su promedio histórico.

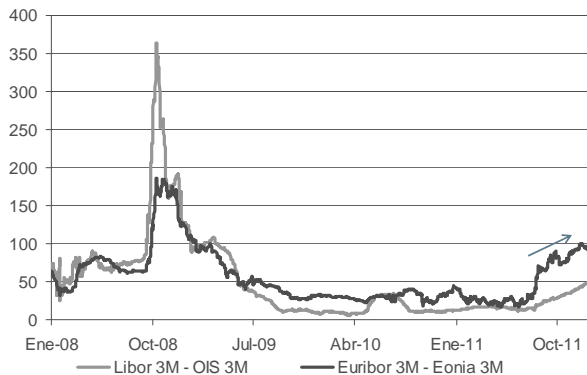
**¿Cuál es nuestra visión respecto al dólar?:** A comienzos del año que finaliza, las perspectivas para las divisas mundiales se centraban en el desacople existente entre el buen desempeño esperado para los países emergentes y los problemas que enfrentaban las economías desarrolladas. Así, dicha situación delineó un escenario consistente con una apreciación de las monedas emergentes, en donde incluso algunos organismos centrales de dichos países se vieron en la necesidad que intervenir sus mercados cambiarios. Sin embargo, la trayectoria de las monedas presentó un giro en el segundo semestre, en donde la aversión al riesgo se convirtió en la principal variable que guiaba sus trayectorias. De este modo, y en vista de las tensiones fiscales de la Zona Euro, el mayor refugio de los inversionistas condujo a una apreciación del dólar en la segunda parte del año, en desmedro de un menor valor de las pertenecientes a sus pares emergentes, y entre ellas el peso chileno.

Al igual que lo anterior, las perspectivas de la moneda local para el próximo año se basan principalmente en la evolución esperada para el frente externo, en donde la desaceleración que enfrentaría el mundo en el primer semestre entregará espacios para observar una apreciación de las monedas utilizadas como refugio financiero. No obstante, en la medida que los problemas fiscales de la Zona Euro sean contenidos y el Banco Central Europeo pueda estabilizar la economía de la Región, el mejor desempeño que seguirán mostrando las economías emergentes se convertirá en el principal argumento para esperar un aumento en el valor de sus divisas hacia fines del ejercicio venidero. En este contexto, y luego de que se mantenga en torno a \$520 durante los próximos meses, la moneda nacional se apreciaría a niveles de \$500 hacia fines del año 2012.

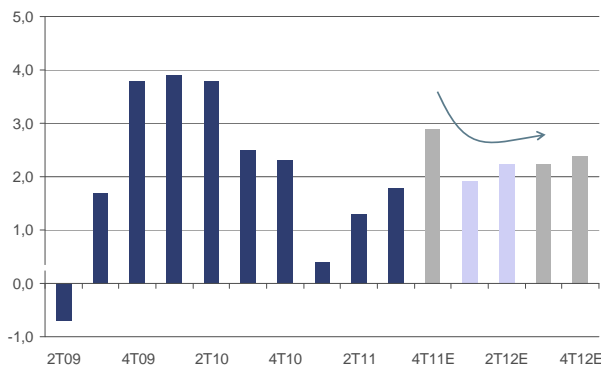
### Evolución PIB Bloques Económicos (%)



### Evolución Indicadores de Tensión Financiera



### Proyección PIB EE.UU.



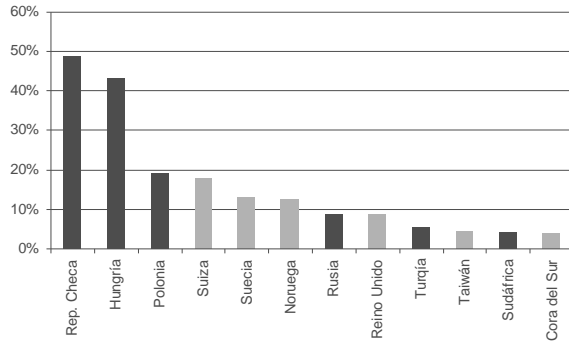
El ejercicio 2011 contaba inicialmente con favorables perspectivas de crecimiento, donde se estimaba que las economías emergentes convergerían hacia su potencial, al mismo tiempo que las naciones desarrolladas mostrarían un mejor desempeño.

Sin embargo, la visión antes descrita difiere de la que finalmente observamos para el año que termina. Lo anterior, se debe a que si bien la actividad mundial se vio contenida por efectos adversos de los que posteriormente mostró una recuperación, como el incremento en los precios de combustibles y del desastre natural ocurrido en Japón, la profundización y extensión de los problemas fiscales en la Zona Euro condujeron a un empeoramiento en las condiciones financieras internacionales. Dicha situación, se tradujo en una moderación del sector real, mediante el mayor resguardo de parte de los agentes privados en sus decisiones de consumo e inversión y un menor dinamismo del comercio internacional.

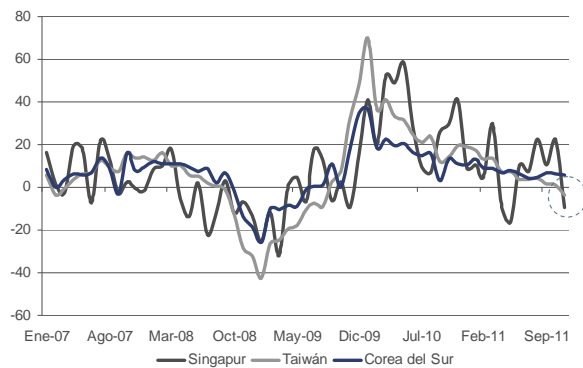
En función de lo anterior, las perspectivas de actividad para la Zona Euro se han ido deteriorando. De hecho, y a pesar de los programas de ayuda financiera e integración fiscal anunciados por las autoridades, la actividad enfrentará un proceso recesivo durante el primer semestre del próximo ejercicio, caracterizado por una caída en la actividad de las naciones de la periferia y un bajo dinamismo de las economías centrales. Así, es de esperar que el Banco Central Europeo continúe entregando un mayor estímulo económico mediante programas que fomenten la liquidez, al mismo tiempo que no sería descartable observar nuevos recortes en su tasa de interés, con el fin de acotar la baja en la actividad e impulsar la recuperación posterior. No obstante, aún existen eventos de riesgo a considerar, dado que las naciones bajo asistencia deben encauzar sus indicadores fiscales a niveles de solvencia de largo plazo, proceso que tendría un importante impacto a la baja en el desempeño de sus economías.

En el caso de EE.UU., la actividad mostraría una moderación concentrada en la primera mitad del próximo año, en vista de los problemas que enfrentará la Zona Euro, para luego evidenciar una reaceleración. Esto último se concretaría en la medida que el viejo continente registre una recuperación, al mismo tiempo que la economía estadounidense cuenta con elementos para reacelerar su crecimiento, en donde su principal actor sería el sector privado mediante una potencial reinversión de las utilidades de las compañías, estimulando así el gasto privado. De todos modos, lo antes expuesto estaría condicionado por los riesgos a la baja que presenta la actividad, en caso de un deterioro adicional que pueda presentar la Zona Euro y por los propios desafíos fiscales que evidencia EE.UU. En ésta línea, destaca la discusión en el Congreso de extender los beneficios laborales que expiran a finales del mes de febrero y la reducción ordenada del déficit público a partir del año 2013. Así, de no prolongarse los beneficios laborales o una disminución programada del déficit público, se observaría un impacto a la baja en el crecimiento del PIB.

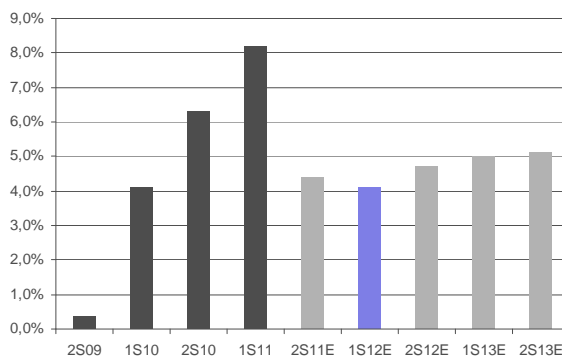
## Exportaciones a la Zona Euro (% PIB)



## Producción Industrial Países Asia Industrializada (YoY)



## Evolución Esperada PIB Nacional (YoY)



En base al bajo crecimiento proyectado para las economías desarrolladas, los países emergentes se verán expuestos a un escenario externo que determinaría un comercio internacional menos dinámico, con efectos negativos sobre los precios y volúmenes de sus bienes exportados, y un acceso al crédito externo más restrictivo. Así, innegablemente éstos enfrentarán una desaceleración en su ritmo de expansión, el cual se enfocaría en gran medida en sus sectores exportadores. Asimismo, el menor desempeño mencionado y la estabilización observada en los precios de alimentos, derivaría en una trayectoria de inflación más acotada para el año 2012, lo que entregaría espacios para que sus respectivos bancos centrales puedan decretar recortes en sus tasas de interés.

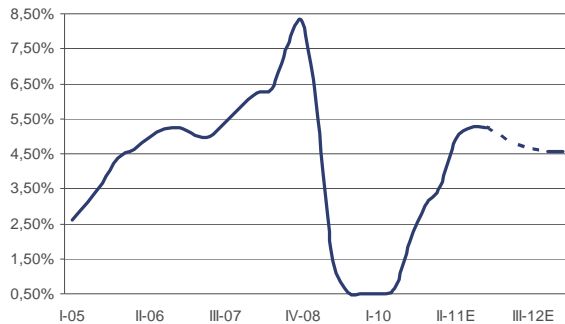
De todos modos, debemos mencionar que, en base a los diversos canales de contagio de la situación europea, la Región de Europa Emergente es aquella que podría enfrentar una mayor presión en los trimestres venideros respecto de sus pares en desarrollo. De hecho, los países que componen dicho bloque muestran una alta exposición de sus exportaciones hacia los países de la Zona Euro, mientras que sus sistemas financieros exhiben una mayor dependencia a la banca europea. Con esto, tanto sus sectores exportadores como su gasto interno mostrarían un impacto a la baja, en vista de la menor demanda desde los países europeos y la mayor cautela por parte del sector financiero. En este punto, destaca la débil posición que mantendrían países como Hungría y República Checa.

Para el caso de los países de Asia Emergente, debemos distinguir aquellos que exportan bienes de alto valor agregado, de los que serán impulsados por su demanda interna. Así, en lo que respecta a los primeros, los países industrializados de la Región, tales como Corea del Sur y Taiwán, verán una baja importante en sus sectores manufactureros, mientras que en los segundos, como es el caso de China, la evolución de su consumo privado e inversión pública permitirá que sus economías evidencien una suave desaceleración.

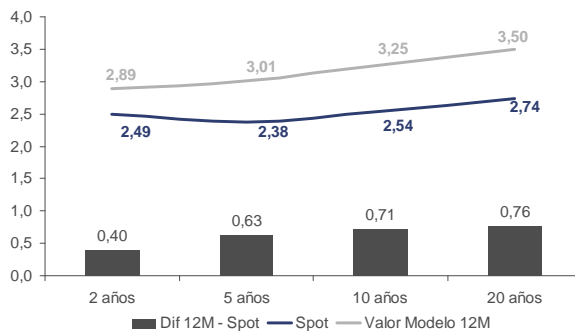
Finalmente, en vista de que los países de Latinoamérica poseen un acotado endeudamiento externo, posiciones fiscales adecuadas, niveles de inflación contenidos y un sano comportamiento del sector privado, sus economías serán probablemente las menos afectadas entre sus pares emergentes. No obstante, y con distintos matices, éstas presentarán un menor avance, en donde en base a las condiciones globales, destacaría el alto crecimiento de Perú y los problemas de actividad e inflación de Brasil.

En lo que respecta a la economía nacional, y al igual que sus pares latinoamericanos, ésta enfrentará un proceso de desaceleración enfocada en la primera parte del año 2012. Así, los problemas del frente externo condicionarán el avance de las exportaciones, mientras que el potencial resguardo que tomaría el sector privado se encargarían de desacelerar la demanda interna, entregando espacios para que el PIB se expanda sólo un 4,4% en dicho momento.

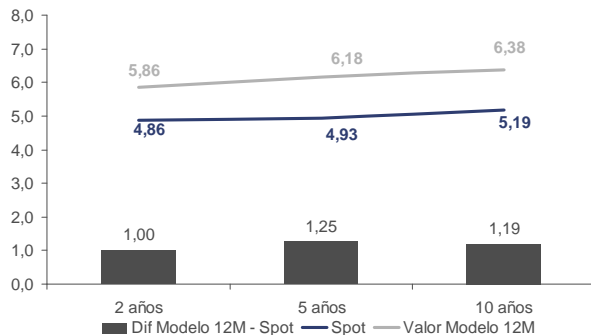
### Evolución Esperada TPM (Regla de Taylor)



### Tasas Renta Fija Nacional en UF Projectadas 12 meses



### Tasas Renta Fija Nacional Pesos Projectadas 12 meses



A partir de los problemas que han presentado los países desarrollados, las perspectivas para la economía global se perciben como más débiles para el año venidero (ver sección Economía). De este modo, con una alta probabilidad el producto mundial presentará una desaceleración, la cual creemos estará focalizada en la primera parte del año.

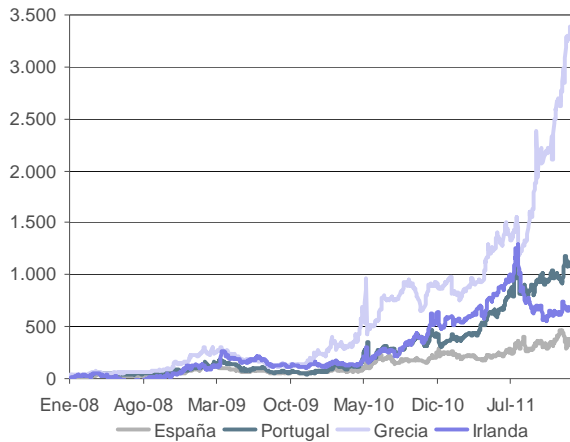
En línea con lo anterior, debemos notar que los países emergentes no estarán exentos de dicha situación, por lo que los espacios para que sus bancos centrales den inicio (o incluso continuidad en algunos casos), a un proceso de recortes de tasas se han elevado de forma considerable. En este punto, creemos importante precisar que según nuestras estimaciones el Banco Central de Chile no estará exento de dicha perspectiva. De hecho, y luego de decretar aumentos por 200Pb en la TPM y llevarla a niveles neutrales de 5,25% en este ejercicio, estimamos que los problemas del escenario externo llevarán a dicha tasa a presentar una trayectoria contraria en el año venidero.

Así, y si bien nos oponíamos a que el Banco Central decretara recortes de tasas durante este año, en vista de la evolución mostrada por la demanda interna y la evidencia de una mayor cautela en el gasto en respuesta a la incertidumbre externa, creemos que se abren espacios al Banco Central para estimular el desempeño de la economía nacional. De este modo, estimamos que a partir de la próxima reunión de enero, el Instituto Emisor dará inicio a un proceso gradual de recortes en la TPM, en donde esperamos bajas sucesivas de 25Pb hasta niveles cercanos de 4,50%.

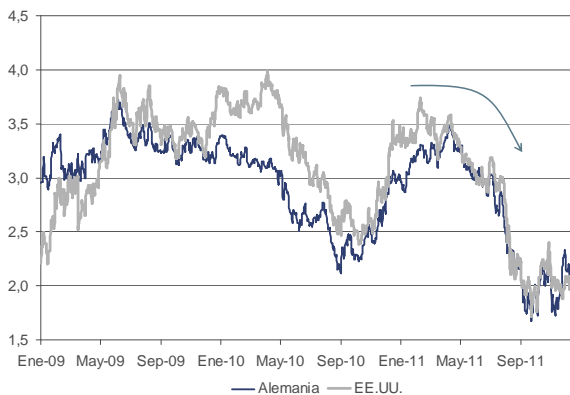
En vista de las complicaciones del escenario externo y el pronto inicio de un proceso de recortes en la TPM, las tasas de renta fija del mercado nacional de 10 años plazo presentaron retrocesos en torno a 100Pb a niveles de 5,19% desde fines del ejercicio anterior, mientras que a dos años finalizaron sin variación en 4,86%. En este punto, debemos notar que si bien los problemas globales mantendrían las tasas locales presionadas a la baja principalmente durante el primer semestre, estimamos que los tipos de interés de mayores duraciones se sitúan en niveles excesivamente bajos en comparación a nuestras proyecciones. Así, creemos que de observar una mayor claridad respecto de la situación de la Zona Euro, dichas tasas de interés podrían presentar importantes aumentos. De todos modos, el proceso de bajas en la TPM derivará en que las tasas de menores plazos presenten importantes caídas, por lo que estimamos que se observaría un importante aumento en la pendiente de la curva de rendimiento nominal durante el año 2012.

En lo que respecta a las compensaciones inflacionarias, creemos que se encuentran en niveles bajos respecto de sus fundamentos, lo que se explica por los actuales problemas globales. Sin embargo, y si bien éstos no entregarían espacios para observar cambios importantes en el corto plazo, creemos que las medidas de mayores plazos finalizarían el año 2012 en torno al centro del rango meta.

**Evolución Spreads Soberanos Zona Euro a 10 años (Pb)**



**Trayectoria Tasas de Renta Fija a 10 años (%)**



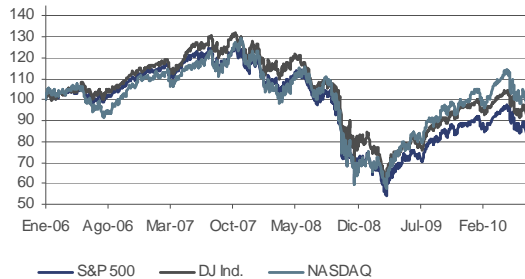
En cuanto al mercado de renta fija europea, en vista del proceso recesivo que enfrentará la Zona Euro en el primer semestre, los tipos de interés de bonos del gobierno alemán se mantendrían contenidos en los bajos niveles que actualmente exhiben. En consecuencia, los *spreads* de economías de la periferia podrían continuar en rangos elevados en la primera mitad del año, debido a la débil posición fiscal que dichas economías registran.

No obstante, es de esperar una reversión en el comportamiento de las tasas de bonos del gobierno alemán durante la segunda mitad del año, en la medida que la Zona Euro experimente una recuperación económica, en respuesta al mayor estímulo que ha comenzado a entregar el Banco Central Europeo. Por otro lado, de observarse una mejora en la situación fiscal de las naciones de la periferia europea, lo que podría deberse a una mayor integración fiscal mediante la creación de organismos reguladores y la aplicación de sanciones a los países que no cumplan con presupuestos balanceados, el diferencial de tasas de bonos gubernamentales con Alemania se tendería a moderar durante la segunda mitad del próximo año. Así, se estima un nivel cierre para el año 2012 de los tipos de interés de deuda gubernamental alemán a 10 años en niveles en torno al 2,4%.

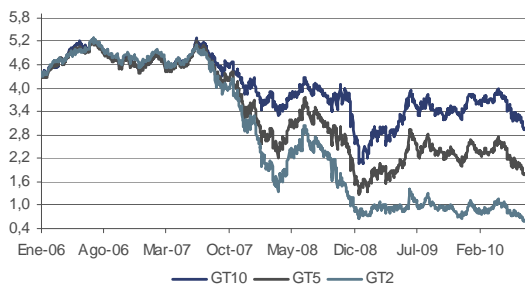
Con respecto a las tasas de interés en dólares, éstas mostrarían un comportamiento similar al de bonos de gobierno de Alemania en el primer semestre, tanto por las débiles perspectivas económicas de la Zona Euro como por factores propios de la economía estadounidense. En primer lugar, destaca el actual proceso de incremento en la duración del balance de la Reserva Federal (Twist) hasta mediados del año venidero, programa que contribuye a presionar a la baja las tasas de bonos del Tesoro de mayores plazos. Al mismo tiempo, no debemos olvidar los eventos de riesgo asociados a los desafíos fiscales, ya que de no alcanzarse un acuerdo en el Congreso para renovar los beneficios laborales por el resto del año 2012, se observaría un impacto a la baja en el crecimiento económico.

De todos modos, las tasas de bonos del Tesoro cuentan con espacios para presentar aumentos durante el segundo semestre, en la medida que se presente una recuperación económica en la Zona Euro, se solucionen los problemas fiscales en EE.UU. y continúe la mejora en la actividad de dicha economía. De concretarse lo anterior, creemos que la probabilidad de implementación de medidas de estímulo monetario adicionales por parte de la Reserva Federal (QE3), se vería cada vez más acotada. De esta forma, se proyecta un valor cierre para el ejercicio 2012 en las tasas de bonos *treasury* a 10 años en niveles cercanos a 2,50%.

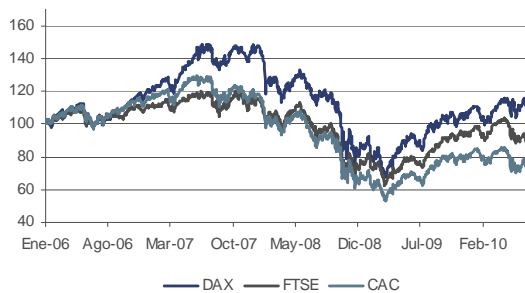
### Mercados EE.UU. (Base 100 = Ene 06)



### Tasas EE.UU.



### Mercados Europeos (Base 100 = Ene 06)



Al revisar los retornos de los principales índices a nivel global se observa un retroceso de las bolsas de los países desarrollados respecto al cierre del 2010, donde los mercados más relevantes registraron descensos afectados por la crisis fiscal en la Zona Euro y la desaceleración económica de EE.UU.. De esta forma, durante el año 2011, el índice MSCI mundial registró una caída de 9,8%, mientras que el S&P500 de EE.UU. anotó un leve variación de 0,4%. Las principales noticias del año fueron:

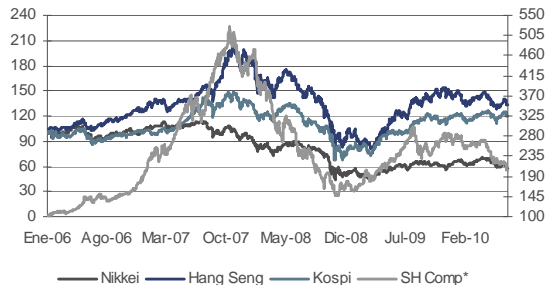
En EE.UU., destacaron las aperturas en bolsa de las compañías tecnológicas LinkedIn y Groupon, que recaudaron US\$352,8 millones y US\$700,0 millones respectivamente. A su vez, impactó la renuncia y posterior muerte de Steve Jobs, socio y fundador de Apple, y los problemas que afectaron el funcionamiento de Research in Motion (RIM) y su dispositivo BlackBerry en el mundo. Por otro lado, causó noticia la fallida fusión de AT&T y T-Mobile, en base a la oposición de los organismos antimonopolio, y finalmente la quiebra (solicitud de capítulo 11) de American Airlines.

En Europa, los problemas fiscales y de deuda de la Zona Euro repercutieron en la quiebra y posterior nacionalización de la división bancaria del Banco Franco-Belga Dexia por parte del gobierno de Bélgica, en vista de la fuerte exposición que presentaba Dexia a la deuda griega. Por otro lado, se dio a conocer un fraude en el Banco de inversión UBS asociado a operaciones fraudulentas realizadas por un ex empleado, por un monto de US\$2.300 millones.

Finalmente, tanto en Europa como en EE.UU. el sector bancario se vio fuertemente castigado, afectado por continuas bajas en las clasificaciones de riesgo y endurecimientos regulatorios, lo que provocó que la mayoría de las compañías reportara pérdidas durante el año, teniendo que anunciar planes de reestructuración involucrando recortes de empleo y venta de activos.

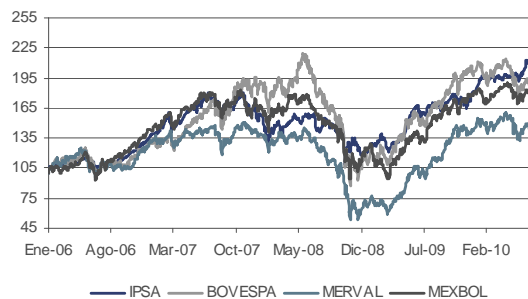
Por el lado de Asia, el desempeño anual fue determinado por el terremoto de marzo en Japón, el cual ocasionó importante pérdidas materiales e interrupciones de cadenas de producción y suministros, lo cual fue exacerbado luego por las inundaciones en Tailandia, afectando en particular a los fabricantes automotores como Toyota, Nissan y Honda. Asimismo, el desastre nuclear en la planta Fukushima, provocó que su operador TEPCO registrara pérdidas record de US\$15.700 millones en el año fiscal, derivando en que su acción cayera 91,2% en el año. Por otro lado, se destapó el fraude del fabricante de cámaras Olympus, que utilizó fondos de operaciones polémicas de M&A para encubrir pérdidas por US\$1.500 millones, que se arrastraron por 13 años. Finalmente, las bolsas de valores japonesas Tokyo Stock Exchange (TSE) y Osaka Securities Exchange Co Ltd (OSE) alcanzaron un acuerdo para fusionarse, conformando así la tercera bolsa más grande del mundo, luego de las estadounidenses NYSE y Nasdaq.

## Mercados Asiáticos (Base 100 = Ene 06)

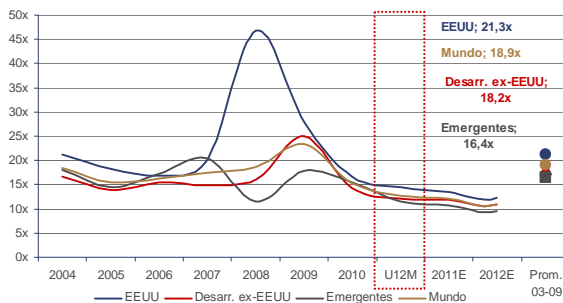


\*Eje Derecho

## Mercados Latinoamericanos (Base 100 = Ene 06)



## Evolución y Proyección P/U por Zona Geográfica

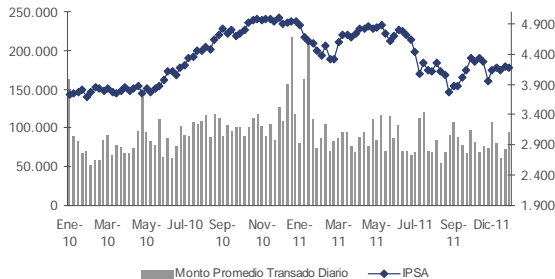


En Latinoamérica, el año estuvo marcado por una intensa actividad en fusiones y adquisiciones. En Brasil, destacó la fusión de la cadena minorista Pan de Azúcar con la francesa Casino, creando así el mayor operador en la industria minorista del país. Asimismo, la aprobación de la fusión de las avícolas Sadia y Perdigao dio paso a la creación de Brasil Foods, el mayor productor de alimentos de América Latina, aunque bajo ciertas condiciones impuestas por el CADE (organismo regulador local). En México, las embotelladoras Arca y Grupo Continental finalizaron su proceso de fusión, creando Arca Continental, la segunda embotelladora de Coca-Cola más grande de Latinoamérica después de FEMSA. En esta misma línea, FEMSA anunció diversos acuerdos de adquisición con embotelladoras locales, como Grupo Tampico, Grupo CIMSA y Grupo Querentano, en el marco de su estrategia de consolidación a nivel regional.

A su vez, en junio se iniciaron las primeras transacciones del MILA, Mercado Integrado Latinoamericano, conformado por Chile, Perú y Colombia. Por un lado, el mercado de Colombia caracterizó por el gran número de colocaciones, donde destacaron las aperturas de Avianca Taca, el aumento de capital de Grupo Aval, Éxito y Grupo Sura, la venta de acciones del gobierno en Ecopetrol, entre otros, totalizando cerca de US\$7.000 millones. A su vez, el país logró el tan ansiado grado de inversión, ya que S&P, Moody's y Fitch elevaron su calificación a BBB- en marzo, mayo y junio, respectivamente. Finalmente, destacó también el proceso de internacionalización de compañías como Almacenes Éxito, y la compra por parte de Grupo Suramericana de las operaciones de ING Group en Latinoamérica. En Perú, el año 2011 estuvo marcado por la elección presidencial a mediados de año que generó una fuerte caída en la bolsa local, que luego fue revertida al conocerse el gabinete y el respaldo de las agencias de rating como S&P y Fitch que elevaron su clasificación hasta BBB. A su vez, destacaron los conflictos laborales y mineros, y a final del año, el primer cambio de gabinete del gobierno.

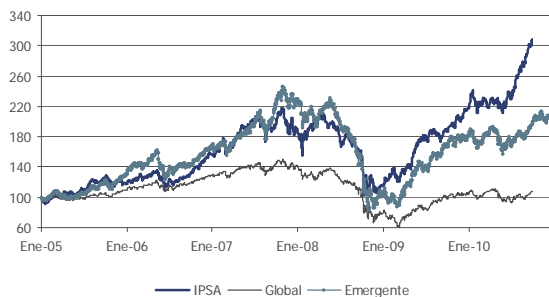
En cuanto a las proyecciones para el año 2012, al consolidar el consenso de los analistas para aproximadamente 9.300 empresas a nivel global se observa que se espera una razón P/U de 10,9x, lo que se ubica bajo el promedio del período comprendido entre los años 2003 y 2009 de 19,0x. De la misma manera, al revisar la proyección del múltiplo EV/EBITDA global para el año 2012, éste se transaría en 7,1x, lo que se ubica bastante por debajo del promedio de 11,0x para el mismo período antes señalado. Por su parte, al realizar el mismo ejercicio para las acciones en EE.UU. se observa que el consenso de mercado espera múltiplos P/U de 12,3x y EV/EBITDA de 7,7 x para el año 2012 respectivamente, los cuales se ubican muy por debajo de los promedios históricos para el período antes señalado de 21,3x y 11,0x respectivamente y se explican principalmente por la mejora esperada en los resultados de los sectores consumo, financiero e industrial.

### IPSA y Volúmenes Transados



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago

### IPSA vs MSCI Global y Emergente



### Desempeño IPSA por Sectores

	Semana	Diciembre	YTD	2010
BANCA	0,8%	6,4%	-6,6%	70,8%
COM & TEC	-0,6%	-4,5%	20,5%	25,2%
COMMODITIES	-1,1%	2,6%	-16,0%	33,6%
CONST.&INMOB.	-5,0%	-7,5%	-32,1%	115,3%
CONSUMO	1,3%	1,9%	-3,1%	40,2%
INDUSTRIAL	-1,6%	-1,4%	-26,0%	60,1%
RETAIL	-0,6%	-4,9%	-27,7%	83,2%
SALMON	-1,3%	2,9%	-10,1%	-
UTILITIES	0,9%	1,5%	-3,4%	3,3%

Contrario a lo que planteamos a inicios de este año, cuando esperábamos que la bolsa local alcanzara un nivel de 5.200 puntos, la plaza local terminó el año 2011 en los 4.200 puntos señalando así una caída de 15,2% en pesos (23,6% en dólares).

Dentro de los factores que marcaron este desempeño, destaca en primer lugar el evidente deterioro experimentado por el escenario internacional, donde los problemas experimentados tanto por EE.UU. como por la Zona Euro terminaron por impactar de manera negativa a los activos más riesgosos como la renta variable. Frente al escenario antes descrito, se observó una búsqueda de activos más seguros como los bonos del tesoro americano, que paradójicamente se han transformado en el principal refugio de los inversionistas llevando sus tasas a mínimos históricos.

En segundo lugar, destaca la delicada situación que experimentaron las acciones del *Retail* a propósito del caso La Polar (acción que no recomendamos por lo riesgoso que nos parecía su negocio), que en su peor momento arrastró a la baja a todos los actores del sector, y cuya consecuencia más directa son los potenciales cambios regulatorios que se introducirían para evitar que se generen nuevamente situaciones como la anteriormente expuesta, entre los que se encuentran cambios en la tasa máxima convencional, información de deudores consolidada y seguros son las más relevantes, las que marcarán la pauta del año 2012.

Adicionalmente a los eventos antes planteados, la situación en Chile se vio reforzada por un importante monto de operaciones de apertura a bolsa y aumentos de capital, como también grandes ofertas secundarias que el mercado chileno tuvo que digerir. Así, destaca el hecho de que, con la sola excepción de la venta secundaria de Banco Santander por parte de Banco Santander España, la gran mayoría de estas operaciones se concentró dentro de los primeros siete meses del año. Dados los altos montos involucrados, no podemos dejar de mencionar las ofertas secundarias de E-CL, Aguas Andinas y Banco Santander, todas ellas en torno a los US\$1.000 millones, en tanto que a nivel de ofertas públicas iniciales y aumentos de capital, las operaciones más relevantes fueron CFR, AquaChile, el aumento de capital de Banco de Chile, las aperturas bursátiles de Cruz Blanca y Australis y los aumentos de capital de Vapores, Corpbanca, Salfacorp, Grupo Security y Parque Arauco.

Entre los hechos más relevantes del año en el mercado bursátil local y nuestras perspectivas para el año 2012, cabe destacar lo siguiente:

El año 2011 para LAN fue bastante más difícil de lo esperado, con altos precios de combustible que mermó los resultados, cancelación de vuelos por cenizas volcánicas, otros pagos no operacionales, el *turn over* de la operación en Colombia, y principalmente atrasos en la concreción de la fusión con TAM. Aunque se lograron grandes hitos como son la firma de un acuerdo vinculante, la definición de la estructura de la asociación, la aprobación del Tribunal de Libre Competencia (TDLC) y del Consejo Administrativo de Defensa Económica (CADE) de Brasil con medidas de mitigación y la junta extraordinaria de accionistas de LAN. Ahora resta, la junta de accionistas de TAM para votar el acuerdo en el canje de acciones, además de listar LATAM en las bolsas de EE.UU., Brasil y Chile, la resolución de la Corte Suprema y el *exchange offer*, por lo que dicha fusión podría concretarse a mediados del próximo año, dando un fuerte impulso en los resultados de la compañía. A su vez, el plan de expansión con la llegada de 20 aviones (13,4% de la flota actual), en conjunto de cifras positivas en Colombia, y el buen desempeño de los mercados actuales nos llevan a continuar estimando positivos retornos en la acción. Por otra parte, Vapores vivió su año más difícil y con grandes cambios, partiendo por la entrada de Quiñenco con la compra del 18% de la propiedad en marzo y abril, un nuevo plan de fortalecimiento financiero, para hacer frente a las malas condiciones de mercado y revertir las significativas pérdidas, que comprende la creación de operaciones conjuntas, el cierre de operaciones ineficientes, un aumento de capital por US\$1.200 millones a US\$0,2045 por acción y la separación de SAAM, estas dos últimas a concretarse en enero. De esta forma el año 2012 la compañía espera que continúen las dificultades para la industria naviera mundial en la primera mitad del año.

El sector Salud estuvo activo este año con la apertura en bolsa de CFR Pharmaceuticals en mayo, recaudando US\$353 millones para financiar el crecimiento orgánico, y Cruz Blanca en junio con una recaudación total cercana a US\$169 millones. Para el 2012 esperamos más visibilidad para ambas compañías, con posibilidad de entrada al índice IPSA, y que continúen su proceso de expansión, centrado en compras en el extranjero en el primer caso, y para Cruzblanca la apertura de nuevos centros de Integramédica en Chile, inicio de la construcción del proyecto clínico en Santiago y su internacionalización con adquisiciones en Perú.

En tanto, las compañías eléctricas el año 2011 enfrentaron fuertes desafíos como fueron: (i) las nuevas normas de emisión para termoeléctricas, que limitan las emisiones e implican importantes inversiones para las compañías, (ii) la firma y extensión de un decreto de racionamiento preventivo vigente desde febrero hasta el 30 de abril de 2012, restringiendo la generación hidroeléctrica, entre otros; (iii) cortes de energía por fragilidad en el sistema de transmisión y; (iv) las recomendaciones de la Comisión Asesora de Desarrollo Eléctrico (CADE) al gobierno para el desarrollo de la matriz energética del país para los próximos años. De igual manera, la demanda eléctrica en el SIC creció en el 2011 cercana a un 7,0%, por sobre lo esperado, con costos marginales cercanos US\$200 por MWh, lo cual es explicado por menores condiciones hidrológicas dado el fenómeno de La Niña, que repercutió en mayores costos de combustibles y compras al spot para algunas empresas. En tanto, en el SIC la demanda creció cerca de 5,0%, con costos marginales de alrededor de US\$94,5 por MWh, caracterizado por la entrada de Central Andina, Hornitos y Angamos, cerca de 760 MW a carbón. Para el próximo año, las condiciones hidrológicas podrían continuar siendo malas en la primer parte del año, pero proyectamos un año hidrológico medio, que repercutía en una mejora de márgenes para las compañías que se vieron afectadas en el 2011. A su vez, la entrada de nuevos proyectos a carbón impulsaría a la baja a los costos marginales, lo que en conjunto con menores precios de licitaciones, podría contener el crecimiento en los ingresos del sector.

En el sector *Commodities*, CAP presentó importantes crecimientos en el EBITDA agregado, en especial durante el primer semestre del año, dado que la consolidación de su división minera con la fusión de Compañía Minera del Pacífico y Compañía Minera Huasco fue efectuada en mayo de 2010, por lo que las bases de comparación se encontraban sesgadas hasta el 2T11. No obstante, destacamos que la compañía se benefició de incrementos significativos en el precio del hierro internacional, en respuesta a una restricción de oferta mundial, junto a la reactivación de sus operaciones siderúrgicas, que estuvieron paralizadas gran parte del año 2010 debido al terremoto. Así, estimamos que el próximo año, los precios del mineral se mantendrían elevados, aunque descendiendo de los niveles que observamos en 2011, lo cual debería ser compensado por el ingreso de nueva capacidad en CMP. En tanto, SQM exhibió un positivo desempeño durante el 2011, impulsado por un destacado balance en sus principales líneas de negocios, en particular, potasio y yodo. Lo anterior está en línea con el crecimiento mundial, las nuevas aplicaciones para sus productos, las importantes alzas en precios internacionales y la estrecha oferta en algunos casos, todo lo cual debería potenciarse aún más en el 2012, por lo que mantenemos buenas perspectivas operacionales para la compañía.

En el sector Bebidas y Viñas, observamos resultados más discretos, donde la pauta fue marcada por las presiones de costos. Por un lado, Andina mostró caídas en márgenes y volúmenes planos durante todo el año, afectada por importantes alzas en costos de azúcar, resina PET y concentrado, a la vez que condiciones climáticas desfavorables a inicios de año y mayores impuestos a los bebestibles en Brasil desincentivaron el consumo, deprimiendo aún más los volúmenes vendidos. Asimismo, la compañía hizo noticia por la demanda ingresada por la FNE y los fabricantes de

“Marcas B”, donde acusaban prácticas anticompetitivas y abuso de posición dominante por parte de las embotelladoras de Coca-Cola, Andina y Embonor. No obstante, luego de casi 8 meses de litigio, ambas partes alcanzaron un acuerdo conciliatorio, donde Andina deberá eliminar los programas de descuentos e incentivos con los distribuidores, así como otorgar a las “Marcas B” el 20% de sus vitrinas de refrigeración en los puntos de venta. Al mismo tiempo, CCU reportó un desempeño más favorable, gracias a su modelo multicategoría y su diversificación de ingresos, donde en particular los segmentos Cervezas, tanto en Chile como en Argentina, impulsaron el balance consolidado mediante incrementos en volúmenes y precios promedio. No obstante, la compañía se vio presionada por mayores costos de materias primas como azúcar y cebada, siendo su filial Viña San Pedro Tarapacá especialmente afectada por el mayor costo de la uva, la mano de obra y la apreciación del peso chileno. Por último, Concha y Toro tuvo un año especialmente difícil, donde los mayores costos de la uva, mano de obra y la fuerte apreciación del peso chileno afectaron el resultado de la vitivinícola nacional durante todo el 2011. Cabe destacar que desde abril del presente año, se comenzaron a consolidar las operaciones de Fetzer Vineyards en EE.UU., las que constituyen aproximadamente el 12% de las ventas totales, y donde sin su consolidación, la caída en el EBITDA interanual habría sido mucho más pronunciada. Con todo, esperamos una recuperación pausada en los márgenes de este sector, donde las presiones de costos de materias primas deberían comenzar a disiparse en el 2012, y los eventos puntuales que perjudicaron el desempeño de este año, como la vendimia cara, el verano más frío y la duplicidad de GAV por la nueva planta en el caso de Andina, no deberían replicarse para el siguiente ejercicio.

En el sector Bancario, los aspectos que marcaron el año estuvieron ligados principalmente a aumentos de capital en Banco de Chile, Corpbanca y Grupo Security, a lo que se sumó durante el mes de febrero la venta por parte de Banco Santander España de un paquete de aproximadamente US\$290 millones de la propiedad que posee en Banco Santander Chile correspondiente al 1,9% de su patrimonio, lo cual se replicó durante diciembre cuando realizó la venta de un 7,8% en aproximadamente US\$1.000 millones. Por último, destacó Corpbanca con la compra de Banco Santander Colombia transformándose en el primer banco chileno con una filial en el exterior. En el ámbito regulatorio, la discusión de cambios en la tasa máxima convencional y la introducción de nuevas reglas en el negocio de corretaje de seguros serán desafíos importantes que enfrentará el sector durante el año 2012.

En el sector de Tecnologías de la Información, el año 2011 se caracterizó por el proceso de consolidación de las adquisiciones realizadas por Sonda durante el año 2010. Adicionalmente, la compañía concretó la adquisición de la segunda empresa del sector TI en Chile, QUINTEC en línea con su plan estratégico que contempla la inversión de aproximadamente US\$250 millones en adquisiciones de los cuales aún restan en torno a US\$90. La sorpresa negativa estuvo asociada al pago adicional de impuestos territoriales en Brasil, lo que perjudicó su resultado no operacional. Sin embargo, este efecto debería ser por una sola vez.

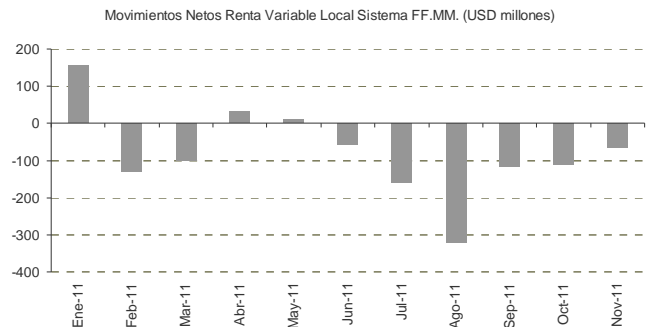
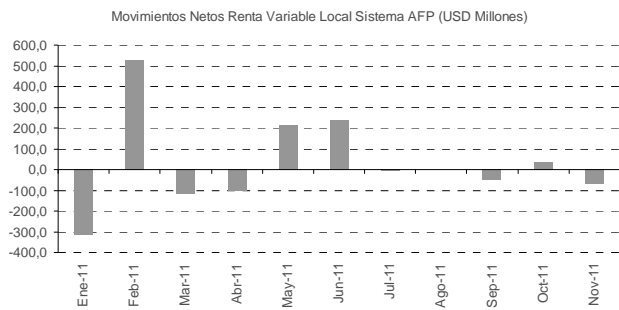
El sector Retail, estuvo marcado durante el año 2011 por el caso La Polar, en donde la empresa hizo público que durante años se habían realizado repactaciones unilaterales, que no habían sido contabilizadas dentro de las provisiones de cartera, teniendo que reconocer de una vez \$474.822 millones por dicho concepto, provocando pérdidas que a Septiembre alcanzaban los \$412.766 millones. Sin lugar a dudas, el hecho anterior afectó seriamente el desempeño bursátil de las compañías del sector, a través de un efecto de “asociación”, pérdida de credibilidad, etc., impulsando la discusión de una serie de cambios regulatorios como la baja en la Tasa Máxima Convencional (TMC) y el proyecto de deuda consolidada. En tanto, en términos de resultados el 2011 fue un año en donde las compañías evidenciaron en general altas bases de comparación, debido a hechos puntuales como el terremoto y Mundial de Fútbol, que instigaron las ventas y márgenes durante el 2010 y que no se repitieron durante este año, sumado a la evolución de la demanda interna, que si bien sigue creciendo, se observa una desaceleración hacia finales de año. Por otro lado, durante este año destacó la compra de Prezunic y la consolidación de Bretas por parte de Cencosud, el crecimiento de Ripley en Perú, la vuelta al plan de expansión de Hites, el aumento de capital por US\$170,0 millones de Parque Arauco y la continuación del plan de expansión orgánico de Falabella en la Región. Finalmente, para el próximo año esperamos que el sector continúe con la ejecución de los planes de expansión en la Región, apoyado por el buen dinamismo que debiera mostrar la demanda interna en los distintos países, lo que podría verse en parte compensado por cambios regulatorios.

En el sector Construcción, el 2011 fue un año marcado por la reconstrucción tras el terremoto de 2010, y a su vez el retraso en el programa de subsidios por parte del gobierno. Según la Cámara Chilena de la Construcción, el IMACON acumula una expansión de 8,2% entre enero y octubre de 2011, lo que se compara con la expansión de 7,1% que presentó en igual período de 2010, reflejando el mayor dinamismo en términos de crecimiento que se evidenció durante el presente año. En términos corporativos, destacó Salfacorp con las adquisiciones del 100% de Tecsa, 80% de ICEM, 80% de Intercoastal Marine y la venta de la totalidad de la propiedad que mantenía en Metalúrgica Revesol. En tanto, Besalco también hizo noticia por la compra del 68% de Kipreos. Para 2012, esperamos que el sector continúe su proceso de consolidación y planes de expansión, así como también la apertura en bolsa de la constructora Ingevec.

Por último, el sector Sanitario a pesar de ser reconocido por su estabilidad, este año 2011 no estuvo ajeno a la importante actividad del mercado de capitales. En este sentido, Aguas Andinas fue una de las colocaciones más importantes del año tras la oferta de un 30,0% de la propiedad realizada por la CORFO conservando un 5,0% de participación para mantener su derecho a voto y que logró recaudar cerca de US\$1.000 millones.

En lo que se refiere a los flujos de inversionistas institucionales en renta variable local, las AFPs comenzaron el año siendo vendedoras netas, aunque influenciadas en enero por la venta realizada para participar de la colocación de E-CL, lo cual se revirtió con fuerza en el mes de febrero debido a que la compra de dicha acción se contabilizó durante ese mes. En tanto, a partir de marzo se observa un retroceso en términos de tenencia debido a un cambio de expectativas, pero más importante aún debido al gran número de aumentos de capital, ofertas primarias y secundarias que finalmente tuvieron lugar durante mayo y junio, destacando en estos meses las aperturas en bolsa de CFR, AquaChile, Cruz Blanca y Australis, junto a los aumentos de capital de Banco de Chile, Vapores, Corpbanca, Salfacorp, Grupo Security y Parque Arauco, además de la venta secundaria de Aguas Andinas, lo cual tuvo un impacto positivo en los flujos de los institucionales. Por último, en noviembre se realizó la venta de Banco Santander, por casi US\$1.000 millones lo cual debería verse reflejado en el mes de diciembre. De esta manera, en términos anuales las AFPs acumulan compras netas por US\$511 millones en los últimos 12 meses, en línea con el dato agregado del año anterior, en el cual se registraron compras netas por US\$490 millones. Los papeles que registraron las mayores compras netas anuales durante el año (valorizadas a dólar cierre de noviembre) fueron: E-CL (US\$589 millones), BSantander (US\$289 millones), Ripley (US\$267 millones) y LAN (US\$211 millones); por otro lado, las mayores ventas del año fueron Entel (US\$402 millones), Endesa (US\$261 millones), Copec (US\$186 millones) y Enersis (US\$181 millones). Finalmente, al cierre de noviembre las AFPs en conjunto presentan holgura para seguir invirtiendo en renta variable local en todos los fondos.

Respecto a los Fondos Mutuos, estos registran a noviembre ventas netas por US\$741 millones (UDM), dato bastante importante si se le compara con los MMUS\$1.305 comprador de 2010, en general la tendencia alcanzó su *peak* en agosto para ir moderando en la salida de flujos de manera constante hasta el mes de noviembre, aunque todavía en el terreno negativo.



## CARTERA BICE INVERSIONES

### CARTERAS BICE Inversiones (\*)

CARTERA DE 5 ACCIONES		CARTERA DE 10 ACCIONES	
LAN	25%	LAN	15%
E-CL	25%	E-CL	15%
Cencosud	20%	Cencosud	12,5%
Sonda	15%	Sonda	12,5%
Ripley	15%	Ripley	10%
		Gener	9%
		SQM-B	8%
		Habitat	7%
		Aguas-A	6%
		CruzBlanca	5%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>
IPSA Semana	-0,5%	IPSA Semana	-0,5%
Cartera 5 Acciones	1,0%	Cartera 10 acciones	1,0%
IPSA (Acumulado)*	-15,2%	IPSA (Acumulado)*	-15,2%
Cartera 5 Acciones*	-2,2%	Cartera 10 Acciones*	1,0%

(\*) Datos considerados desde el 30-12-2010 a la fecha. La cartera está diseñada considerando un horizonte de inversión de mediano y largo plazo.

El año 2011 concluyó con una caída de 15,2% en la plaza local, acoplándose a las principales bolsas mundiales, las que fueron afectadas por diversos episodios de índole global, como la crisis de deuda soberana en la Zona Euro, la desaceleración económica de EE.UU., los temores de un *hard landing* en China y las consecuencias de los desastres naturales en Asia. Por el contrario, nuestra cartera de 5 acciones recomendadas registró una baja de 2,2% en igual período, mientras que nuestra cartera de 10 acciones exhibió una expansión de 1,0% en el período señalado.

Al hacer un análisis del IPSA por sectores, observamos que Telecomunicaciones ha sido la única división con rentabilidad positiva en el año, exhibiendo un importante alza de 20,5%. De esta forma, capturamos el retorno del sector mediante Sonda, presentando una rentabilidad anual de 7,8% gracias a la consolidación de las adquisiciones más recientes y el buen desempeño de las filiales extranjeras, especialmente en Brasil.

A la vez, el sector Utilities se encuentra entre los de mejor desempeño en el 2011, obteniendo una rentabilidad promedio de 11,8% sobre el indicador local. En este sentido, nuestras apuestas en el sector Eléctrico fueron E-CL y Gener, las que presentaron retornos anuales de 18,0% y 10,9%, beneficiándose de un año seco y de la entrada en operación de nuevas centrales a carbón. Asimismo, Aguas-A lidera el ranking de las acciones más rentables dentro de las que componen el IPSA, gracias al positivo ajuste en precios tras la colocación del 30% de CORFO y su carácter defensivo en un período de alta incertidumbre en el mercado, reportando así un incremento de 17,8% desde su incorporación a nuestra cartera de 10 acciones en junio pasado.

En tanto, SQM-B también finalizó el año con un balance positivo de 5,4%, logrando desmarcarse de la tendencia del sector *Commodities* que se contrajo un 16,0% en igual período. Lo anterior respondería al destacado desempeño operacional de la compañía, impulsado por fuertes alzas en los precios en sus principales productos, en particular Fertilizantes y Yodo, junto a aumentos sostenidos en los volúmenes demandados, lo que deberíamos continuar viendo en los próximos períodos.

Revisando los *top picks* que no cumplieron con nuestras expectativas, observamos que LAN se alineó a la rentabilidad de la bolsa local, en un año marcado por presiones de costos, con alzas en combustible y remuneraciones, junto a gastos asociados al inicio de la operación en Colombia. A lo anterior se sumó el retraso en la materialización de la fusión con TAM, aunque cierra el año con importantes avances como son la aprobación tanto en Chile como en Brasil, con leves medidas de mitigación, algunas siendo cuestionadas en la Corte Suprema de Chile. Adicionalmente, continúan las operaciones de *spread trading* con las acciones de TAM, donde los inversionistas mantienen su preferencia por la aerolínea brasileña como puerta de ingreso a la fusión. No obstante, la compañía mantiene las positivas perspectivas operacionales que sustentan su liderazgo regional, y estimamos que el próximo año, cuando se concrete finalmente la fusión, deberíamos ver un importante repunte en los resultados de la aerolínea nacional.

Por último, debemos mencionar la medida estratégica que adoptamos el día 20 de junio removiendo de nuestro portafolio a las acciones de Retail, en vista de que el fraude de La Polar hecho público en los días previos, introdujo ruidos generalizados al sector y escepticismo por parte de los inversionistas. Así, evitamos las caídas de 13,2% y 2,5% que presentaron Cencosud y Ripley, desde la fecha de dicho cambio hasta sus respectivas reincorporaciones a nuestras carteras en septiembre y noviembre, respectivamente, cuando consideramos que el escenario se había normalizado.

## ANEXO ESTADÍSTICO

### Tabla Resumen Valoración Empresas Locales (Cierre 30- Dic 11)

% IPSA	Empresa / Sector	52 Semanas			Desempeño (%)			Datos Operacionales (U12M) (MMUS\$)				Crec. Acum. YoY			Ratios Valoración					
		Precio	Min	Max	Mkt Cap MMUS\$	1 Mes	1 Año	YTD	Ventas	EBITDA	Ut. Neta	ROE	EBITDA/Act.	Ventas	EBITDA	Utilidad	P/U	EV / EBITDA	P/V L	Div. Yield
2,5%	<b>Bebidas</b>				8.009	5,2	12,5	11,6	4.185	863	472	20,2%	19,1%	10,8%	-1,9%	-7,2%	17,0	10,6	3,4	
1,1%	Andina-B	2.270	1.780	2.458	3.014	-4,7	2,6	2,6	1.831	343	191	24,7%	25,9%	10,0%	-6,3%	-6,4%	15,8	9,0	3,9	4,3%
1,4%	Cervezas	6.800	4.720	6.800	4.169	14,2	23,7	22,0	1.741	419	221	20,9%	17,9%	11,3%	7,1%	5,3%	18,9	12,5	3,9	3,4%
0,0%	Embonor-B	850	800	998	826	-3,7	-8,3	-8,3	613	101	60	12,0%	11,9%	11,5%	-18,3%	-35,5%	13,8	9,7	1,6	6,5%
1,2%	<b>Viñas</b>				1.948	-2,2	-10,1	-10,1	1.252	177	109	7,9%	7,3%	8,9%	-1,9%	-10,6%	17,8	14,1	1,4	
0,6%	Concha y Toro	975	842	1.296	1.402	-2,0	-11,2	-11,2	764	113	69	9,4%	7,7%	8,3%	-5,1%	-18,4%	20,2	15,9	1,9	2,3%
0,0%	San Pedro	3,50	3,35	4,61	269	-5,4	-10,1	-10,1	257	37	20	5,5%	7,2%	1,2%	20,3%	n.a.	13,7	8,4	0,8	7,1%
0,0%	Santa Rita	139	139	150	277	0,0	-4,8	-4,8	231	28	20	7,1%	6,0%	22,0%	-16,1%	-24,2%	13,5	14,3	1,0	2,5%
2,3%	<b>Construcción</b>				2.768	-5,3	-32,5	-32,5	3.763	342	22	1,1%	6,2%	14,2%	-10,6%	-152,2%	124,4	14,5	1,4	
0,6%	Socovesa	181	156	424	425	-7,2	-49,0	-49,0	553	40	12	2,8%	3,2%	17,4%	-10,6%	n.a.	36,8	26,0	1,0	1,8%
0,5%	Besalco	690	540	1.109	756	-8,0	-28,6	-28,6	572	82	37	13,0%	10,7%	26,3%	9,3%	20,8%	20,5	12,1	2,7	2,0%
0,0%	Cementos	750	550	1.455	381	10,5	-46,6	-46,6	592	72	-60	-14,5%	6,7%	8,7%	-34,7%	1992,3%	-6,4	10,9	0,9	0,5%
0,2%	Paz	203	165	599	110	-23,3	-59,2	-59,2	121	9	11	7,2%	1,8%	19,6%	n.a.	n.a.	10,1	38,0	0,7	2,0%
1,0%	Salfacorp	1.300	1.220	1.984	1.095	-6,3	-21,2	-21,2	1.614	103	44	8,7%	6,8%	27,7%	57,2%	5,1%	25,1	17,1	2,2	1,3%
18,0%	<b>Eléctricas</b>				37.138	1,6	-3,3	-3,3	26.428	7.643	2.242	10,3%	12,8%	7,0%	-7,7%	-17,3%	16,6	8,8	1,7	
0,0%	E-CL	1.383	1.050	1.400	2.804	5,4	22,1	22,1	1.225	325	154	9,6%	12,0%	14,4%	-4,8%	-30,1%	18,2	10,5	1,7	4,1%
6,3%	Enersis	183,0	169,0	219,3	11.500	2,5	-10,5	-10,5	12.669	4.034	891	11,9%	15,4%	0,4%	-9,9%	-6,8%	12,9	6,5	1,5	4,1%
6,6%	Endesa	765	700	908	12.076	-0,9	-8,5	-8,5	4.600	1.823	885	18,7%	14,8%	-2,4%	-15,6%	-20,9%	13,6	10,9	2,6	4,3%
2,7%	Colbún	133,0	103,0	148,5	4.489	0,0	-0,4	-0,4	1.273	198	-12	-0,4%	3,6%	34,6%	n.a.	n.a.	-364,9	29,0	1,3	0,0%
1,0%	CGE	2.490	2.100	3.100	1.997	11,8	-13,4	-13,4	4.524	573	93	4,3%	7,9%	22,2%	3,6%	-35,1%	21,5	10,3	0,9	4,2%
1,4%	Gener	275	220	296	4.271	0,4	16,1	16,1	2.136	689	231	9,4%	12,4%	27,5%	63,1%	36,5%	18,5	8,9	1,7	5,2%
16,2%	<b>Forestal</b>				26.139	5,3	-21,2	-21,2	24.769	3.452	1.722	9,2%	10,0%	59,7%	12,3%	1,3%	15,2	10,0	1,4	
5,6%	CMPC **	1.909	1.580	2.598	8.084	7,1	-20,1	-20,1	4.774	1.189	598	7,7%	9,1%	19,5%	7,4%	-7,6%	13,5	8,8	1,0	3,1%
10,2%	Copec **	6.965	5.700	9.393	17.426	4,9	-21,2	-21,2	18.818	2.063	1.037	10,7%	10,8%	76,5%	17,2%	4,8%	16,8	11,2	1,8	2,2%
0,4%	Masisa **	47	41,5	80	630	-7,0	-34,2	-34,2	1.177	200	88	6,9%	8,4%	23,2%	-4,9%	n.a.	7,2	6,4	0,5	3,5%
0,8%	<b>Industrial</b>				5.499	0,1	-9,1	-9,1	5.890	1.086	523	16,2%	13,9%	24,4%	35,5%	3,8%	10,5	8,1	1,7	
0,0%	Cristales *	4.750	4.649	6.500	585	0,8	-19,4	-19,4	518	106	67	11,1%	9,0%	9,9%	-6,4%	-74,2%	8,8	8,1	1,0	5,2%
0,0%	Gasco	3.250	2.750	3.400	1.051	3,8	10,0	10,0	1.769	286	114	15,6%	12,2%	49,5%	24,6%	37,6%	9,2	8,1	1,4	4,8%
0,0%	Enelpa	725	725	863	158	-5,6	-7,4	-7,4	95	19	11	16,1%	17,1%	3,3%	-9,8%	-13,0%	13,9	8,9	2,2	7,6%
0,0%	Enaex	5.400	4.950	5.900	1.278	4,9	-2,0	-2,0	512	128	75	17,9%	17,8%	36,4%	23,6%	-2,4%	17,0	12,0	3,0	3,3%
0,0%	Madeco	23,5	18,0	30,0	335	3,0	-17,1	-17,1	444	41	-5	-1,0%	5,4%	10,0%	19,8%	95,3%	-69,5	12,2	0,7	0,0%
0,4%	Iansa	37,0	30,5	77,9	282	-2,6	-44,0	-44,0	605	41	30	10,8%	7,5%	30,0%	-8,0%	n.a.	9,6	9,9	1,0	2,7%
0,4%	SK	874	652	1.250	1.808	-5,4	-15,0	-15,0	1.947	464	230	36,8%	21,7%	10,0%	75,7%	143,7%	7,8	6,7	2,9	3,1%
14,1%	<b>Mat.Primas</b>				21.016	-3,3	-4,3	-4,3	6.214	2.236	1.079	24,3%	21,9%	32,1%	64,1%	3,1%	19,5	12,2	4,7	
6,2%	CAP *	18.980	14.200	26.123	5.460	1,8	-20,7	-20,7	2.771	1.174	489	29,3%	24,8%	60,9%	97,3%	-21,0%	11,2	7,8	3,3	2,7%
2,3%	Molymet	6.750	6.690	11.938	1.651	-11,8	-36,0	-36,0	1.351	169	102	11,8%	10,2%	6,9%	26,6%	15,6%	16,2	8,9	1,9	2,3%
5,5%	Soquimich	27.980	23.000	31.280	13.905	-4,4	6,0	6,0	2.093	892	488	25,5%	23,4%	21,3%	41,6%	40,0%	28,5	16,8	7,3	0,5%
0,2%	<b>Pesquero</b>				1.301	1,9	-9,2	-9,2	734	162	104	17,5%	13,6%	37,8%	n.a.	n.a.	12,6	9,2	2,2	
0,0%	Aquachile	400	259	500	891	0,1	n.a.	n.a.	462	91	71	18,2%	12,2%	30,7%	119,5%	435,7%	12,5	11,0	2,3	0,0%
0,2%	Multifoods	151	115	240	410	5,7	-29,1	-29,1	272	71	32	16,0%	16,0%	50,6%	115,5%	4,6%	12,7	6,9	2,0	0,7%
14,5%	<b>Retail</b>				35.782	-5,9	-19,7	-19,7	27.563	3.159	1.760	12,8%	9,1%	19,5%	14,6%	9,1%	20,3	16,3	2,6	
6,2%	Cencosud	2.990	2.450	3.745	13.030	-5,2	-17,6	-17,6	13.853	1.136	554	10,3%	8,4%	22,9%	16,8%	-4,5%	23,5	15,2	2,4	1,2%
0,2%	Hites	322	241	750	234	-13,9	-50,2	-50,2	413	43	23	12,8%	12,1%	25,7%	20,4%	15,4%	10,2	7,7	1,3	2,8%
4,4%	Falabella *	4.040	3.699	5.341	18.704	-7,1	-20,8	-20,8	9.570	1.464	866	16,7%	10,4%	17,4%	11,9%	15,0%	21,6	19,4	3,6	2,2%
0,0%	Forus	1.380	1.100	1.800	687	-4,8	-4,4	-4,4	258	66	50,0	28,5%	30,4%	14,6%	54,2%	49,4%	13,7	9,5	3,9	5,1%
1,6%	La Polar	290	289	3.459	139	-23,2	-79,1	-79,1	1.075	135	62	8,9%	7,8%	17,3%	4,3%	59,0%	2,2	6,8	0,2	12,4%
1,1%	Parauco	846	780	1.165	1.144	-5,6	-19,8	-19,8	159	112	89	11,8%	6,8%	18,8%	16,9%	-9,8%	12,8	16,0	1,5	4,6%
1,0%	Ripley	495	389	670	1.845	3,3	-20,6	-20,6	2.235	204	116	8,4%	6,8%	8,0%	10,4%	39,3%	15,9	14,6	1,3	2,6%
0,0%	<b>Salud</b>				3.857	-3,0	-0,6	-0,6	2.721	336	206	16,4%	12,2%	15,1%	9,9%	28,7%	18,8	12,1	3,1	
0,0%	CFR	122	84	134	1.978	-2,3	n.a.	n.a.	479	92	82	13,0%	11,1%	36,6%	-3,9%	35,1%	24,1	18,8	3,1	0,0%
0,0%	CBS	509	348	530	625	0,3	n.a.	n.a.	783	83	39	12,4%	10,0%	14,6%	56,5%	178,2%	15,9	8,9	2,0	0,0%
0,0%	Banmedica	810	720	1.037	1.255	-5,8	-1,7	-1,7	1.459	161	84	27,7%	14,7%	9,8%	3,0%	-1,6%	14,9	10,0	4,1	4,1%
0,8%	<b>Sanitarias</b>				4.958	4,3	23,9	23,9	1.355	831	310	10,3%	13,5%	9,6%	7,6%	5,6%	16,0	10,4	1,6	
0,0%	Aguas	298	220	305	3.422	4,6	27,4	27,4	677	416	208	17,6%	14,8%	9,6%	7,9%	5,4%	16,5	11,9	2,9	5,8%
0,8%	IAM	798	647	810	1.536	3,5	16,0	16,0	677	415	102	5,6%	12,5%	9,6%	7,2%	5,8%	15,0	8,0	0,8	6,5%
3,0%	<b>Telecom</b>				6.241	-4,4	22,4	22,4	3.339	1.155	443	21,9%	29,4%	18,4%	20,0%	15,4%	14,1	6,1	3,1	
2,1%	Entel	9.650	7.135	10.450	4.393	-4,7	27,7	27,7	2.318	988	381	26,4%	34,7%	15,0%	20,2%	20,2%	11,5	5,1	3,0	6,2%
0,9%	Sonda	1.245	1.000	1.350	1.848	-3,6	9,7	9,7	1.021	167	61	10,6%	15,5%	27,2%	19,0%	-6,3%	30,2	12,3	3,2	1,9%
9,1%	<b>Transporte</b>				9.688	-1,9	-24,6	-24,6	11.09											

**PROYECCIONES ECONÓMICAS BICE INVERSIONES**

	2007	2008	2009	2010	2011E
<b>Actividad Local</b>					
PIB	4,6%	3,7%	-1,5%	5,2%	6,4%
Demanda Interna	7,6%	7,6%	-5,9%	15,8%	9,2%
FBCF	11,2%	18,6%	-15,3%	18,4%	19,1%
Consumo	7,0%	4,0%	1,8%	9,3%	6,8%
Consumo Privado	7,0%	4,6%	0,9%	10,7%	7,1%
Consumo Gobierno	7,1%	0,5%	6,8%	2,2%	5,0%
Exportaciones	7,6%	3,1%	-5,6%	2,6%	5,9%
Importaciones	14,5%	12,2%	-14,3%	28,2%	12,6%
PIB (MMUS\$)	164.378	170.608	163.838	206.081	248.170
PIB per cápita (US\$)	9.903	10.177	9.678	12.056	14.388
<b>Precios</b>					
Inflación IPC (YoY)	7,8%	7,1%	-1,4%	3,0%	4,2%
Inflación IPCX (YoY)	6,5%	8,6%	-1,1%	2,5%	3,9%
Inflación IPCX1 (YoY)	6,3%	7,8%	-1,1%	0,1%	2,9%
Inflación Importada (Pesos, Prom)	5,5%	14,8%	1,7%	-6,1%	2,0%
Tipo de Cambio Nominal (fdp)	499	648	503	474	480
Tipo de Cambio Nominal (Prom)	522	523	559	507	476
Tipo de Cambio Real (Prom, Año 1986)	93,8	96,2	95,7	90,4	85,5
Salarios Nominales	7,5%	8,5%	6,1%	4,5%	5,4%
Costos Laborales Unitarios	5,7%	7,8%	6,9%	4,2%	3,1%
<b>Tasas de Interés y Agregados Monetarios</b>					
Tasa de Política Monetaria (fdp)	6,00%	8,25%	0,50%	3,25%	5,75%
BCU-10 (fdp)	2,95%	3,15%	3,30%	2,86%	3,15%
BCE-10 (fdp)	6,20%	6,32%	6,25%	6,07%	6,30%
M1 Nominal	17,4%	11,2%	15,0%	27,9%	12,4%
Colocaciones (Nominales)	18,1%	19,1%	5,2%	7,9%	15,6%
<b>Mercado Laboral</b>					
Tasa de Desempleo (Prom)	7,0%	7,7%	9,6%	8,2%	7,6%
Empleo	2,8%	3,0%	-0,7%	7,4%	3,8%
Fuerza de Trabajo	2,1%	3,7%	1,3%	4,2%	3,2%
Salarios Reales	2,5%	-0,1%	5,0%	2,0%	1,6%
Productividad Media	1,7%	0,7%	-0,8%	0,4%	2,2%
<b>Sector Externo</b>					
Balanza Comercial (MMUS\$)	23.941	8.848	13.982	11.581	15.735
Exportaciones	67.972	66.465	53.735	69.850	84.562
Importaciones	44.031	57.617	39.754	58.269	68.826
Cuenta Corriente (%PIB)	4,4%	-2,0%	2,6%	-0,5%	-0,7%
Cobre (US\$/lb) (Prom)	327	311	242	346	415
Petróleo (US\$/barril) (Prom)	73	100	62	81	90

Fuente: Banco Central de Chile, Estimaciones Bice Inversiones.

**Rodrigo Jacob G.**

Gerente de Estudios

rjacob@bice.cl

**Cristóbal Doberti D.**

Economista Jefe

cdoberti@bice.cl

**Carla Rojas R.**

Analista de Viñas, Bebidas

y Materias Primas

cmosquera@bice.cl

**Mabel Weber A.**

Analista Senior Sector Eléctrico,

Forestal y Transporte

mweber@bice.cl

**Aldo Morales E.**

Analista Sector Retail

amoralese@bice.cl

**Sebastián Senzacqua B.**

Analista, Economía y Renta fija

ssenzacqua@bice.cl

Este informe ha sido elaborado sólo con el objeto de proporcionar información a los clientes de BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. Este informe no es una solicitud, ni una oferta para comprar o vender acciones, bonos u otros instrumentos mencionados en el mismo relacionados con las empresas o el mercado que en él se mencionan. Esta información y aquella en que está basada han sido obtenidas en base a información pública de fuentes que en nuestro mejor saber y entender parecen confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ellas sean exactas ni completas. Las proyecciones y estimaciones que se presentan en este informe han sido elaboradas con las mejores herramientas disponibles pero ello no garantiza que las mismas se cumplan. Todas las opiniones y expresiones contenidas en este informe, pueden ser modificadas en cualquier tiempo sin previo aviso. BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. y cualquiera sociedad o persona relacionada con ella y sus accionistas controladores pueden en todo momento tener inversiones a corto o largo plazo en cualquiera de los instrumentos mencionados en este informe o relacionados con la o las empresas o el mercado que en él se mencionan y pueden comprar o vender esos mismos instrumentos. BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. puede recomendar eventualmente compras y/o ventas de acciones incluidas en los portafolios recomendados para posiciones de trading. Las proyecciones y estimaciones presentadas en este informe no deben ser la única base para la adopción de una adecuada decisión de inversión y cada inversionista debe efectuar su propia evaluación en función de su situación personal, estrategia de inversión, tolerancia al riesgo, situación impositiva, etc. El resultado de cualquiera operación financiera realizada con el apoyo de este informe es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza. Los valores y emisores extranjeros a que se pueda hacer referencia en este informe no se encuentran inscritos en el Registro de Valores a cargo de la Superintendencia de Valores y Seguros de nuestro país y no le son aplicables las leyes y normativa que regulan el mercado de valores nacional. En consecuencia es responsabilidad exclusiva de los inversionistas informarse previamente respecto de dichos valores y emisores extranjeros antes de adoptar cualquier decisión de inversión. La frecuencia de la publicación de los informes, si la hubiere, queda a discreción de BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. Se prohíbe citar o reproducir en forma total o parcial este informe sin la autorización expresa previa de BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A.

- **Fondos Mutuos**
- **Fondos de Inversión**
- **APV**
- **Administración de Activos**
- **Acciones**
- **Moneda Extranjera**
- **Renta Fija**
- **Asesorías Financieras**

Visítenos en [www.biceinversiones.cl](http://www.biceinversiones.cl).

Para una asesoría personalizada, contacte a su Ejecutivo de Inversión llamando al **600 400 4000**