

## ESTRATEGIA Informe Mensual

Dirección de Estrategia  
(56 2) 450 1600  
[estrategia@imtrust.cl](mailto:estrategia@imtrust.cl)  
Apoquindo 3721 / Piso 9  
Las Condes / Santiago

El tipo de cambio que logra llevarnos a la competitividad promedio de los últimos 10, 15 y 20 años es bien cercano al actual (entre 490 y 500).

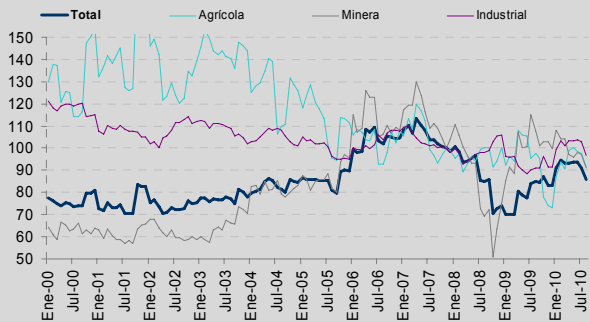


Figura 1: Evolución de índices de competitividad de los sectores exportadores y de la economía. Fuente: IM Trust en base a Banco Central

Hay importantes diferencias entre sectores: a la minería le basta un dólar de aproximadamente 450, mientras que la agricultura y minería necesitan 650 y 550, respectivamente.

	Agrícola	Minero	Industrial	Total Sectores
Fines del 2007 cuando TCN=Hoy (500)	539	564	515	583
Promedio 15 años	655	452	554	487
Hace 12 Meses	532	590	472	496
Para volver a fines del 2005 (5 años)	607	523	491	523

Tabla 1: Tipo de cambio nominal necesario para alcanzar el nivel de competitividad de cada sector respecto de distintos momentos.

## Dólar a \$500: ¿Cómo está la competitividad de nuestras exportaciones?

Matías Braun

### Competitividad en línea con la histórica

La competitividad de un país muchas veces se mide en función del tipo de cambio nominal, el valor del dólar en pesos. Dado que las exportaciones son pagadas en dólares, un menor valor de éste implica una pérdida de competitividad si todo lo demás se mantiene constante. Pero las cosas no son tan simples puesto que la competitividad se ve alterada también por la evolución de los precios internacionales de los bienes exportados y por la eficiencia de la economía. Y todos éstos están interrelacionados. Cuando los precios internacionales suben y los productores son capaces de mantener los costos en pesos en línea, el país se puede dar el lujo de tener un tipo de cambio más bajo sin dañar la competitividad. O, dicho de otra manera, todas las ganancias de productividad se traducen en una mayor riqueza relativa al resto del mundo mediante el fortalecimiento de la moneda.

Contando ya con los datos de precios al cierre del segundo trimestre, y tomando el tipo de cambio nominal actual, podemos calcular la competitividad de nuestras exportaciones. Y ésta es prácticamente la misma que la que tuvimos en promedio los últimos 10, 15 y 20 años y la de hace doce meses. Los precios en dólares de las exportaciones son mucho mayores a lo normal (56% respecto de los del pasado y 12% sobre los del año anterior) y los costos han logrado mantenerse a raya y crecer menos que los ingresos (unos 10 puntos porcentuales que aquellos). Esta mayor eficiencia de la economía es un aumento efectivo de la riqueza (o del valor de los recursos productivos nacionales), lo que se refleja en un valor de la moneda más apreciada. De muy cercano al actual (entre 490 y 500).

### El sector minero muy bien y el agrícola muy mal, pero revirtiéndose

Pero esto no quiere decir que todos tengan ese nivel normal de competitividad. El sector minero está claramente mejor a su historia gracias a un crecimiento fantástico de sus ingresos y la mantención a raya de los costos. De manera que esta industria podría incluso soportar un valor del dólar de alrededor de 450 y aún así sería tan competitivo como en esos 10 a 20 años. Una eficiencia 20% mayor en el sector es la que explica casi totalmente que nuestra moneda esté alrededor de un 8% más apreciada que lo normal.

Pero los sectores exportadores fuera de la minería, la industria y la agricultura, son hoy bastante menos competitivos que lo normal. Por lo que requerirían un dólar a 554 y 655 respectivamente para volver a ser lo que fueron en promedio en los últimos 20 años. O, lo que es lo mismo, que es como si tuvieran un tipo de cambio no a 500 sino a 450 y 380. La razón detrás de esto, en especial en el sector agrícola, más que la apreciación de la moneda, es una disminución dramática de la eficiencia (de cerca de 25%) explicada por un aumento muy importante en los costos, especialmente su componente nacional. La industria, que vio crecer sus ingresos en línea con los de la agricultura, ha logrado en algo paliar la apreciación de la moneda con la contención de los costos.

Lamentablemente los aumentos de eficiencia que logró el cobre en el pasado han ido desapareciendo en los últimos 5 años. En este tiempo los ingresos en dólares (y en pesos, dado que el dólar estaba en los mismos 500) han subido aproximadamente un 5% anual y los costos al 6.5%. Hemos llegado al punto que hoy es la minería la que necesita un tipo de cambio bastante más alto (entre 20 y 60 pesos) para recuperar su competitividad de hace 5 años, hace doce meses y de Abril del 2008, momento en que el Banco Central intervino en el mercado. Este proceso es reversible en la medida que los costos locales se mantengan en línea. Si esto no se logra, ciertamente que el dólar subirá para reflejar nuestra menor riqueza.

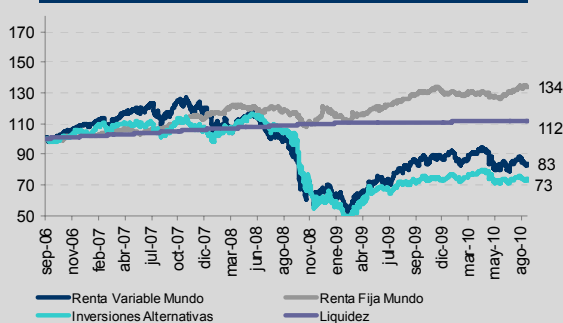
## Evolución de los Mercados

Renta Variable - Internacional (US\$, %)	Mes	2010
Mundo	-3.7	-6.8
Mercados Desarrollados	-3.9	-7.5
NorteAmerica	-4.4	-5.5
Europa	-4.2	-12.6
Asia Desarrollada	-2.4	-4.1
Mercados Emergentes	-2.2	-2.0
EM America Latina	-2.5	-3.6
Chile	7.2	27.3
EM Asia	-1.7	-1.7
EM Europa y Otros	-3.5	-3.6

Renta Fija - Internacional (US\$, %)	Mes	2010
Mundo	1.4	5.6
Mercados Desarrollados	1.3	4.4
NorteAmerica	1.8	8.7
Europa	0.2	-3.4
Asia Desarrollada	2.8	12.5
Mercados Emergentes	2.3	12.3
EM America Latina	1.9	12.8
Chile	2.4	8.1
EM Asia	3.7	14.8
EM Europa E y otros	2.0	10.2

Moneda (USD / Local, %)	Mes	2010
Mundo	-0.9	-2.5
Mercados Desarrollados	-0.9	-2.8
NorteAmerica	-0.3	-0.1
Europa	-2.6	-9.9
Asia Desarrollada	1.8	8.1
Mercados Emergentes	-0.9	-1.6
EM America Latina	-0.8	-4.3
Chile	3.7	0.9
EM Asia	-0.6	0.4
EM Europa E y otros	-1.8	-3.8

### Rentabilidad por clase de activo (US\$)



La renta variable internacional tuvo una fuerte caída durante el mes de Agosto (-3,7% en dólares), llegando a un acumulado de -6,8% en lo que va del año. Los desarrollados cayeron 3,9%, destacando la baja de 4,4% del mercado norteamericano. En lo que va del 2010, el mercado europeo ha sido el con peores resultados acumulando un retorno de -12,6%, que se explica en parte importante por la incertidumbre sobre la crisis fiscal de los países "Piigs" (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España) y la depreciación del euro. Por su parte, los mercados emergentes mostraron una variación bastante menos correlacionada con los mercados globales que la acostumbrada. La caída de 2,2% de éstos es bien menor considerando su alta ciclicidad. Así, el retorno acumulado durante el año 2010 para estos mercados es de -2%. En este contexto, Chile tuvo una rentabilidad sobresaliente durante Agosto (7,2%), acumulando 27,3% durante el año (en dólares).

La renta fija internacional tuvo un alza de 1,4% durante el mes, acumulando una rentabilidad de 5,6% en el año. Los mercados desarrollados subieron 1,3%, destacándose el alza de 2,8% del mercado asiático. Destaca la asimetría entre los papeles de bajo y alto riesgo durante el año: los desarrollados llevan una subida de 4,4%, mientras que los emergentes acumulan un alza de 12,3%. El mercado chileno tuvo una rentabilidad de 2,4% durante el mes, llegando así a un retorno de 8,1% en lo que va del año.

En cuanto a las monedas, durante el mes de Agosto los mercados desarrollados tuvieron una depreciación contra el dólar de 0,9%. Aumenta así el nivel de la depreciación acumulada que traían durante el 2010 (2,8%), debido a la inestabilidad de la economía europea. Las monedas de los mercados emergentes se depreciaron en el mismo nivel de los mercados desarrollados frente al dólar. Sin embargo el peso chileno tuvo una apreciación bastante fuerte (3,7%).

En un contexto más de largo plazo, las rentabilidades de la renta variable global y las inversiones alternativas tendieron a estabilizarse algo después de la fuerte alza del 2009. Se encuentran, sin embargo, aún un 35% bajo los niveles de fines del 2007 y son 17% menores a los del momento anterior al colapso de Lehman Brothers. Por su parte, la renta fija global sigue muy por encima de lo normal, aunque ha moderado la tendencia al alza que traía el año 2009.

## Renta Fija y Variable Global

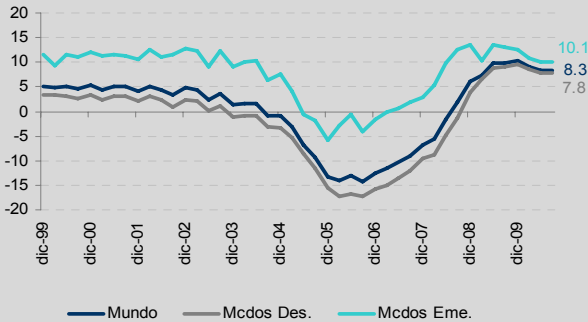


Figura 3.1: Variación producción industrial  
(Fuente: Bloomberg, IM Trust)

	P/U		P/B	
	Hoy	03 - 07	Hoy	03 - 07
Mundo	14.9	18.3	1.7	2.3
Mercados Desarrollados	15.3	19.9	1.6	2.1
NorteAmerica	14.3	18.5	1.9	4.9
Europa	14.1	18.8	1.3	3.4
Asia Desarrollada	20.6	26.4	1.3	4.7
Mercados Emergentes	13.9	14.0	2.0	2.0
EM Latin America	13.7	12.6	1.8	1.6
EM Asia	15.1	14.9	2.2	5.6
EM Europa E y otros	11.1	13.1	1.6	0.7

Tabla 3.1: Valorización  
(Fuente: Bloomberg, IM Trust)

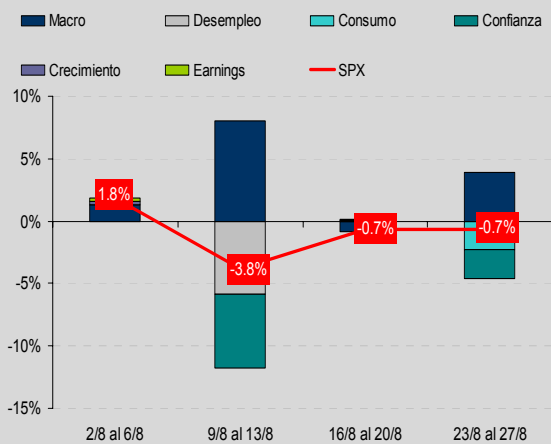


Figura 3.2: Interpretación del mercado de las variaciones del S&P500  
(Fuente: Bloomberg, IM Trust)

Por el lado fundamental, en el mes de Agosto la actividad económica mundial tuvo una pequeña corrección a la baja aunque se pueda ver en la figura 3.1 que la tasa de crecimiento de la producción industrial (indicador líder del PIB) ha recuperado completamente la caída en su crecimiento sufrida durante la crisis financiera, llegando a niveles por encima de los normales. Dado que esto es en gran medida un rebote sobre los bajísimos niveles que se vieron durante la crisis, es de esperar que continúe la tendencia pero que se modere en lo que viene. Aún así, esta evolución significa muy buenas noticias.

En valorización, los ratios Precio/Utilidad (P/U) y Precio/Libro (P/B) (y casi todas las demás medidas de valorización) se encuentran en niveles inferiores a su valor histórico (ver Tabla 3.1), en especial si nos abstraemos de la tradicional anomalía japonesa. Esto da un margen interesante de crecimiento.

Agosto fue un mes con mucho movimiento para el índice accionario Norteamericano, que tuvo un retorno de -4,74%, principalmente debido a la baja de confianza de los operadores de mercados y a los resultados no muy convincentes de los índices manufactureros. El sentimiento de mercado partió positivo en la primera semana, con una rentabilidad de 1,82%, explicada por los medios especializados por los resultados positivos de algunas compañías, especialmente farmacéuticas. En la segunda semana, el índice S&P 500 rebotó cayendo un 3,8%, debido a un aumento del desempleo y una consiguiente crisis de confianza sobre una recuperación pronta de la economía. En la tercera semana se vió otra baja (-0,7%), explicada por los medios por lo malos datos de desempleo y del índice manufacturero de Estados Unidos. En la cuarta semana el índice tuvo otra caída de 0,7%, causada principalmente por los negativos datos sobre la venta de casas, que causó una disminución de la confianza de los operadores financieros.

## Renta Fija y Variable Local

Índices Locales	Agosto	YTD
IPSA	3.7%	26.3%
IPSA Small	9.6%	56.3%
IPSA Large	3.3%	25.4%
Transable	5.8%	35.0%
No Transable	4.2%	37.8%

Tabla 4.1: Renta Variable Local  
(Fuente: Bloomberg, IM Trust)

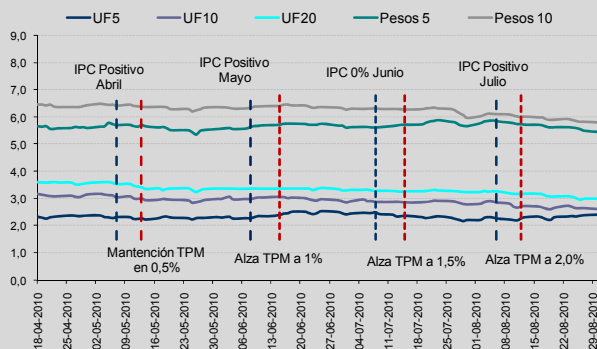


Figura 4.2: Evolución de las tasas de interés.  
(Fuente: Bloomberg, IM Trust)

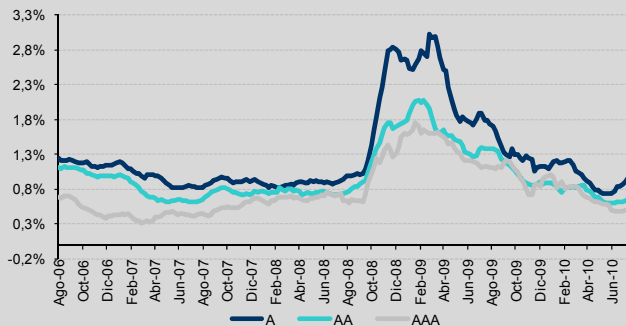


Figura 4.2: Evolución Spreads Corporativos.  
(Fuente: Bloomberg, IM Trust)

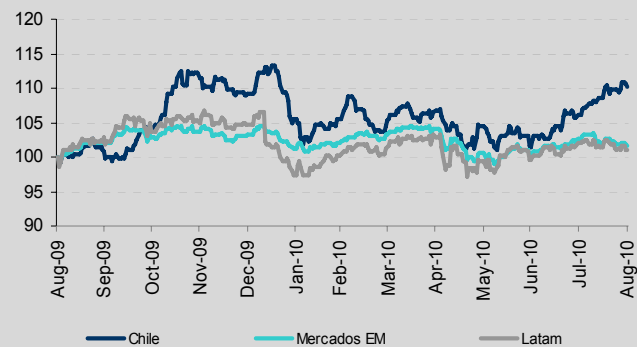


Figura 4.3: Evolución Monedas.  
(Fuente: Bloomberg, IM Trust)

En Agosto el mercado accionario local rentó un 3,7% en pesos, llegando a un acumulado de 26,3% en lo que va del año. El IPSA tuvo un desempeño sobresaliente con respecto al resto del mundo que exhibió una variación negativa. El alza del IPSA se explica principalmente por la subida de las acciones de menor capitalización (9,6%), algo que viene sucediendo hace meses y, en menor grado, por el alza de las grandes (3,3%). Al observar los distintos sectores de la economía, el sector Transable (ligado a las exportaciones) rentó un 5,8%, bastante similar a lo del sector no Transable (que obtuvo un 4,2%). Esto es consistente con la evolución económica de estas industrias.

La variación del IPC de Mayo fue de 0,6%, un poco menor de lo que esperaba el mercado (0,7%). El Banco Central decidió aumentar la tasa de interés de política monetaria (TPM) en 50 puntos base, hasta 2,0% anual. La decisión consideró que, a pesar que ha aumentado la incertidumbre sobre la recuperación de la economía mundial y la volatilidad en los mercados financieros producto de la situación económica en Europa se mantiene elevada, el entorno externo que enfrenta la economía chilena sigue siendo favorable. Además, los precios de los productos básicos continúan elevados. En el plano interno, la información disponible de actividad y demanda muestra un dinamismo mayor al esperado, y el desempleo ha seguido disminuyendo. Por lo tanto, el Consejo consideró apropiado continuar reduciendo el estímulo monetario prevaleciente, reiterando la intención de continuar con el proceso de normalización de la política monetaria, y de utilizar sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se mantenga en torno al 3%.

Las tasas nominales (Peso5 y Peso10) disminuyeron durante el mes. Por su parte, las tasas reales de corto plazo (UF5) aumentaron levemente, no así las de largo plazo (UF10 y UF20), que tuvieron una pequeña caída. Por último, los spreads corporativos se mantuvieron relativamente estables, en niveles similares a los históricos.

El peso chileno tuvo una significativa apreciación frente al dólar durante el mes de Agosto. Las monedas de los mercados emergentes y latinoamericanos no mostraron una variación tan amplia como la del Peso chileno.

## Estrategias y cartera recomendada

Para las carteras recomendadas hemos decidido mantener en general la estrategia de dar preferencia a la renta fija local por sobre la internacional y a la renta variable global sobre la local.

La inversión local baja respecto de la posición anterior. Pese a ello, y comparado con nuestra cartera neutral, seguimos sobre-ponderando la inversión local frente a la global, pero en menor medida que el mes anterior.

En cuanto a la posición total en renta fija, se decidió bajarla marginalmente respecto de la del mes pasado, con lo cual seguimos sobre-ponderando la renta variable sobre la fija respecto de la posición neutral.

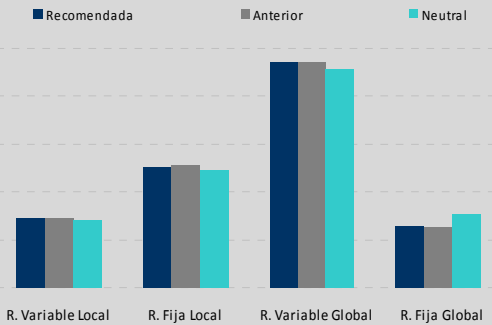


Figura 5.a.: Cartera Recomendada IM Trust

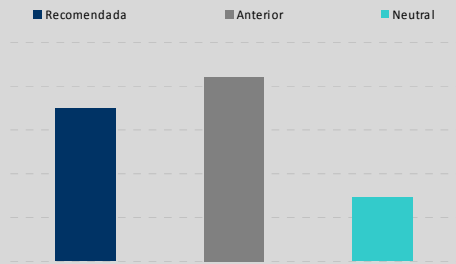


Figura 5.b: Porcentaje de inversión en moneda local cartera recomendada IM Trust

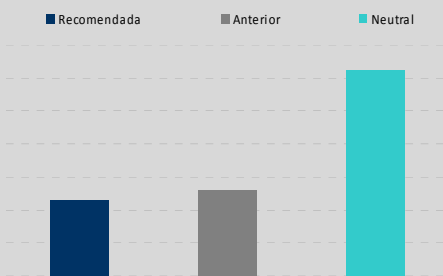


Figura 5.c: Porcentaje de inversión en renta fija cartera recomendada IM Trust

## Equipo de Estrategia

Matías Braun : Director de Estrategia

Juan Carlos Hurtado : Analista ([jhurtado@imtrust.cl](mailto:jhurtado@imtrust.cl))

Luca Fedele : Analista ([lfedele@imtrust.cl](mailto:lfedele@imtrust.cl))

## Anexo Macroeconómico\*

Crecimiento GDP (%)	YoY	12M	03 - 07
<b>Mundo</b>	4.0 ▲	-2.9	3.9
<b>Mercados Desarrollados</b>	2.5 ▲	-4.5	2.5
NorteAmerica	3.1 ▲	-4.1	2.7
Europa	1.8 ▲	-5.0	2.2
Asia Desarrollada	2.8 ▲	-4.5	2.6
<b>Mercados Emergentes</b>	7.6 ▲	1.1	7.2
EM America Latina	7.2 ▲	-3.8	4.6
EM Asia	9.3 ▲	5.0	8.7
EM Europa E y otros	3.6 ▲	-3.7	6.0

Tabla A1.1: Crecimiento PIB por tipo de mercado

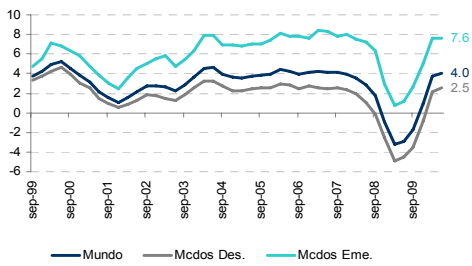


Figura 1.1: Crecimiento PIB por tipo de mercado

Producción Industrial (%)	YoY	12M	03 - 07
<b>Mundo</b>	8.3 ▲	-7.9	4.2
<b>Mercados Desarrollados</b>	7.8 ▲	-11.7	2.2
NorteAmerica	7.1 ▲	-9.1	2.2
Europa	6.3 ▲	-13.3	1.9
Asia Desarrollada	14.1 ▲	-14.2	3.1
<b>Mercados Emergentes</b>	10.1 ▲	1.2	10.9
EM America Latina	10.6 ▲	-5.7	6.4
EM Asia	12.9 ▲	6.4	14.3
EM Europa E y otros	-3.5 ▲	-4.8	7.6

Tabla A1.2: Variación producción industrial por tipo de mercado

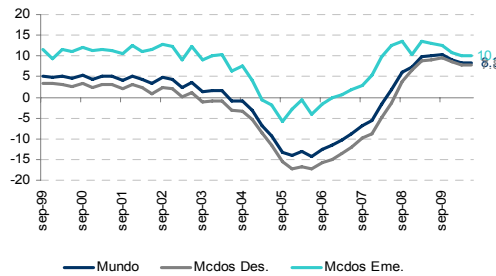


Figura 2.1: Variación producción industrial por tipo de mercado

Inflación CPI (%)	YoY	12M	03 - 07
<b>Mundo</b>	2.4 ▲	0.6	3.1
<b>Mercados Desarrollados</b>	1.2 ▲	-0.8	2.1
NorteAmerica	1.3 ▲	-1.4	2.9
Europa	1.8 ▲	0.2	2.0
Asia Desarrollada	-0.1 ▲	-1.5	0.5
<b>Mercados Emergentes</b>	5.3 ▲	4.0	5.5
EM America Latina	6.9 =	6.7	7.1
EM Asia	4.8 ▲	1.7	4.0
EM Europa E y otros	4.9 ▼	7.1	7.8

Tabla A1.3: Inflación por tipo de mercado

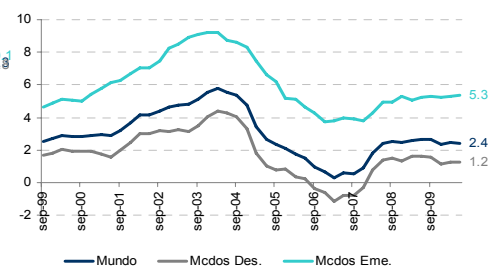


Figura 3.1: Inflación por tipo de mercado

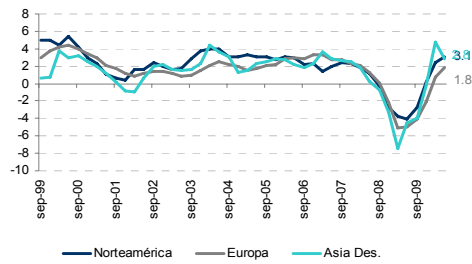


Figura 1.2: Crecimiento PIB zona desarrollada

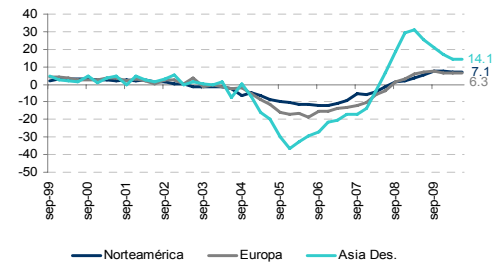


Figura 2.2: Variación producción industrial zona desarrollada

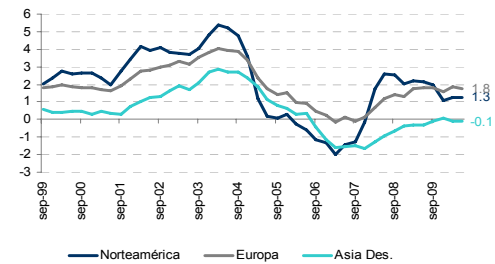


Figura 3.2: Inflación zona desarrollada

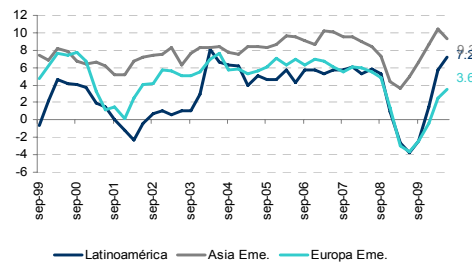


Figura 1.3: Crecimiento PIB zona emergente

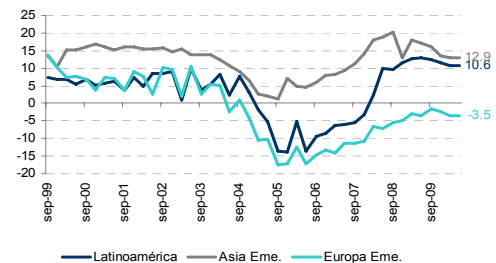


Figura 2.3: Variación producción industrial zona emergente

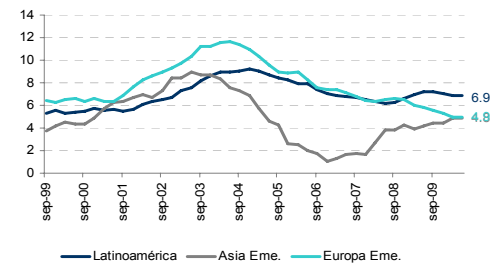


Figura 3.3: Inflación zona emergente

## Anexo de Renta Variable Internacional\*

Figura A1.1: Evolución de los precios (US\$) de la renta variable por tipo de mercado

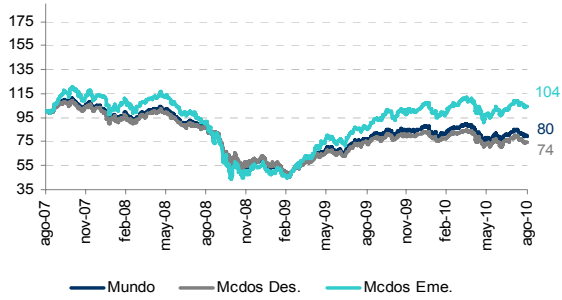


Figura A3.2: Evolución del ratio precio/utilidad de la renta variable por zona desarrollada

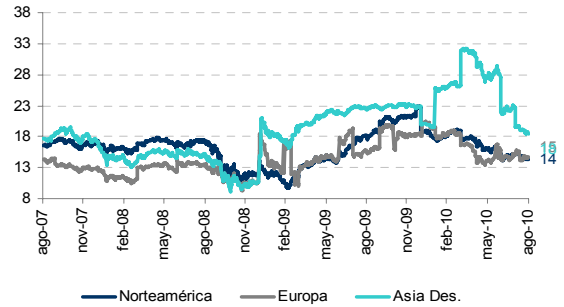


Figura A2.1: Evolución de los precios (US\$) de la renta variable por zona desarrollada

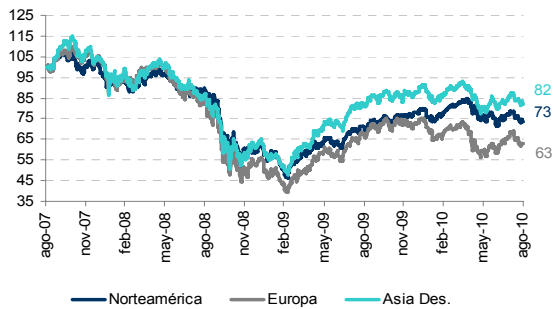
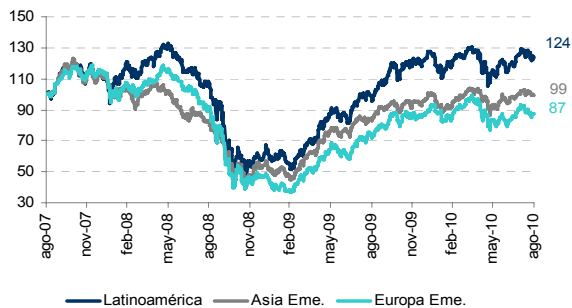


Figura A2.2: Evolución de los precios (US\$)



\* Fuente: IM Trust en base a datos de Bloomberg

## Anexo Renta Variable Local

### ACCIONES IPSA

Sector	Precio Cierre	Rentabilidad			P/U		P/U Relativo Sector			
		MTD	YTD	12 Meses	Hoy	Media 5 a.*	Hoy	Media 5 a.*		
<b>Banca</b>										
BANCO DE CREDITO E INVERSION	27397	0.1	68.1	84.5	14.2	▲	12.2	0.92	▲	0.84
BANCO SANTANDER CHILE	41.76	0.4	35.8	53.9	16.8	▲	15.2	1.10	▲	1.05
BANCO DE CHILE	67.8	4.6	50.7	69.6	14.4	▲	13.6	0.94	=	0.94
SM-CHILE SA-B	123	0.5	83.8	122.6	14.2	▼	21.5	0.93	▼	1.48
CORPBANCA	6.059	2.7	47.8	87.8	14.5	▲	11.4	0.95	▲	0.78
<b>Commodities</b>										
CAP SA	19835	3.5	32.7	49.5	10.7	▼	13.9	0.53	▼	0.61
EMPRESAS CMPC SA	23428	-2.5	16.2	49.2	18.5	▼	25.3	0.91	▼	1.12
EMPRESAS COPEC SA	8737.5	2.4	14.6	33.1	17.0	▼	21.5	0.84	▼	0.95
SOC QUIMICA Y MINERA CHILE-B	21506	8.7	11.7	11.5	32.4	▲	26.5	1.60	▲	1.18
<b>Com. &amp; Tec.</b>										
EMPRESA NACIONAL DE TELECOM	8099.5	8.7	10.4	15.1	20.6	▲	12.5	0.90	▲	0.85
SONDA SA	893.1	-1.1	13.1	18.5	28.9	▲	21.1	1.27	▼	1.42
<b>Const. &amp; Inmob.</b>										
SALFACORP SA	1308.3	2.1	50.6	76.8	4.5	▼	10.5	1.00	=	1.00
<b>Consumo</b>										
EMBOTELLADORA ANDINA-PREF B	2308.5	1.2	32.9	46.7	16.8	▲	14.6	0.85	▼	0.93
CIA CERVECERIAS UNIDAS SA	5849.5	6.5	46.7	61.9	18.6	▲	14.2	0.94	▲	0.90
VINA CONCHA Y TORO SA	1172.8	-6.0	6.0	6.7	28.0	▲	21.3	1.41	▲	1.35
<b>Industrial</b>										
MASISA SA	81.91	4.3	9.2	13.0	16.2	▼	31.0	1.50	▼	2.43
MADECO SA	30	4.3	-6.2	-17.8	0.0	▲	0.0	0.00	▲	0.00
LAN AIRLINES SA	13455	8.1	55.3	104.1	12.9	▼	13.6	1.20	▲	1.07
SIGDO KOPPERS SA	745	-3.2	60.9	49.0	0.0	▼	0.0	0.00	▲	0.00
CIA SUDAMERICANA DE VAPORES	652.64	19.3	76.3	69.2	7.1	▼	9.0	0.65	▼	0.71
<b>Retail</b>										
CENCOSUD SA	3011.2	13.5	75.1	110.1	30.3	▲	22.0	1.21	▲	0.94
S.A.C.I. FALABELLA	4190.1	2.8	39.8	81.8	22.8	▼	23.5	0.91	▼	1.01
EMPRESAS LA POLAR SA	3447.7	8.9	19.5	47.4	17.7	▲	16.9	0.71	=	0.72
RIPLEY CORP SA	636.07	12.2	49.5	61.4	20.7	▼	36.2	0.83	▼	1.55
PARQUE ARAUCO S.A.	812.66	3.5	40.1	65.7	20.1	▲	17.4	0.80	▲	0.74
<b>Utilities</b>										
CIA GENERAL DE ELECTRICIDAD	3380	2.1	-0.2	-6.6	17.3	▲	15.4	0.33	▼	1.01
COLBUN SA	139.59	-1.6	7.7	11.7	0.0	▼	0.0	0.00	▼	0.00
E.CL SA	1189	6.6	31.9	75.0	3.0	▼	3.3	0.06	▼	0.22
EMPRESA NACIONAL DE ELECTRIC	862.21	0.6	-0.1	1.9	47.5	▲	24.0	0.91	▼	1.57
ENERSIS SA	222.02	2.5	-3.8	15.4	106.2	▲	18.6	2.02	▲	1.22
AES GENER SA	277.87	2.3	21.3	16.5	0.0	▼	0.0	0.00	▼	0.00
<b>Soc. de Inversion</b>										
ALMENDRAL SA	59	2.6	12.4	20.4	26.9	▲	9.5	0.51	▼	0.62
ANTARCHILE SA	10400	-0.5	11.9	19.5	0.0	▼	0.0	0.00	▼	0.01
SOC INV PAMPA CALICHERA-A	969.99	16.9	10.3	12.8	6.6	▼	16.3	1.65	▼	3.23
SOC INVERSIONES ORO BLANCO	8.6	9.7	12.9	-1.3	0.0	▼	0.0	0.01	▼	0.01
INVERSIONES AGUAS METROPOL	729.57	5.7	19.8	19.2	29.0	▲	17.8	7.21	▲	3.54
<b>Salud</b>										
A.F.P. PROVIDA S.A.	1798.5	4.9	17.7	51.1	12.0	▲	8.4	1.00	=	1.00

\*: Corresponde a la media del ratio Precio/Utilidad diario de los últimos 5 años.

Fuente: IM Trust en base a datos de Bloomberg