

ESTRATEGIA Informe Mensual

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

La razón principal para colocar los bonos es el contribuir a una mayor integración del mercado de capitales local con el global

Las nuevas tasas tienen implícito un riesgo país menor, una caída de inflación esperada a largo plazo y un peso de equilibrio más fuerte. Signos tradicionales de una mayor confianza en la economía de parte de los

El bono de fin de año

Matías Braun

La colocación de los bonos internacionales de la semana pasada fue todo un éxito. Las tasas de interés terminaron siendo bastante menores a las esperadas y se verificó que el interés de los inversionistas globales por papeles chilenos es muy alto. Con esto la autoridad tiene prácticamente su bono de fin de año (no monetario) asegurado, al menos en el ámbito del desarrollo e integración financiera. Pero, como siempre, cumplir con creces las metas de un año implica que podemos celebrar pero no descansar porque las metas futuras aumentan. Para alcanzar un éxito similar el próximo año deben implementarse una serie de medidas que constituyen la siguiente etapa en este importante proceso de integración financiera.

Más que para simplemente levantar recursos para financiar el programa de gobierno y la reconstrucción, la razón principal para colocar los bonos es el contribuir a una mayor integración del mercado de capitales local con el global. Y, en consecuencia, disminuir el costo del capital financiero. La existencia de estos bonos facilita importantemente el arbitraje entre las tasas de interés internas y las externas. Lo cual es bien relevante porque **las tasas largas en Chile han sido estructuralmente mayores** a las que cabría esperar en virtud de las perspectivas futuras y de la incertidumbre respecto de éstas. Los nuevos bonos permiten cubrir posiciones y así aumentar el premio para el arbitrador, lo que finalmente deriva en la caída de las tasas locales a los niveles de las internacionales. El bono en pesos elimina el riesgo cambiario y el bono en dólares permite proveer seguros de no pago a costo inferior, es decir, bajar el riesgo país.

La colocación fue un éxito no sólo porque la tasa a la que se colocó fue históricamente baja y, por lo tanto, el financiamiento salió barato. Sino especialmente porque redujo los tipos de interés locales respecto a los que hubieran habido sin la colocación. Las tasas en UF y en dólares bajaron algo, mientras que las denominadas en pesos cayeron en forma importante. Sumando y restando las nuevas tasas tienen implícito un riesgo país menor, una caída de inflación esperada a largo plazo y un peso de equilibrio más fuerte. Signos tradicionales de una mayor confianza en la economía de parte de los inversionistas globales.

Si la mayor confianza reduce el costo del financiamiento, aumenta el valor neto de costos financieros de las inversiones que hago hoy y que generan flujos en el futuro. Esto afecta en forma importante el valor de las compañías y de los factores productivos chilenos. Una estimación

Si la mayor confianza reduce el costo del financiamiento, aumenta el valor neto de costos financieros de las inversiones que hago hoy y que generan flujos en el futuro.

muy gruesa apunta a un aumento instantáneo de riqueza en torno al 4%, equivalente a casi 20 mil millones de dólares o tres veces la utilidad anual de Codelco. Esta es una apreciación conservadora puesto que no considera que la menor tasa induce una mayor inversión que se traduce flujos futuros más altos. Seguramente que parte de las mayores ganancias que ha exhibido la bolsa local respecto de las mundiales y de la reciente caída del dólar tienen su origen aquí.

¿Cómo se consigue el bono del próximo año? La colocación de los bonos es el primer paso solamente. Prueba de ello es que la tasas de los bonos internacionales son aún menores que la de sus equivalentes locales. **Debemos avanzar decisivamente** en hacer operativa la eliminación del impuesto a las ganancias de capital de los nuevos bonos locales, incluir en el beneficio a los emitidos antes de esta nueva norma, destrabar los necesarios acuerdos con instituciones internacionales que permiten transar fluidamente bonos locales en el exterior y, lo más importante, lograr que el peso sea una moneda convertible.

Debemos avanzar decisivamente en hacer seguir integrando nuestro mercado de capitales con el internacional.

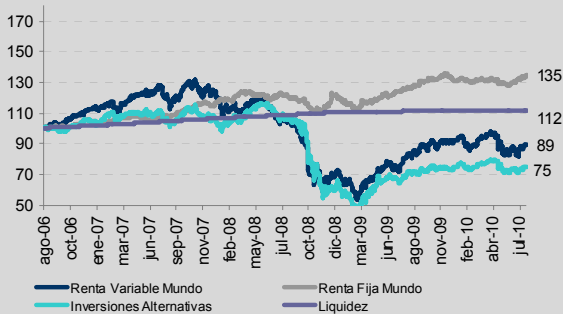
Evolución de los Mercados

Renta Variable - Internacional (US\$, %)	Mes	2010
Mundo	8.0	-3.2
Mercados Desarrollados	8.0	-3.7
NorteAmerica	6.9	-1.1
Europa	11.6	-8.7
Asia Desarrollada	5.9	-1.7
Mercados Emergentes	8.0	0.2
EM America Latina	11.8	-1.1
Chile	12.7	18.7
EM Asia	5.1	-0.1
EM Europa y Otros	13.2	-0.1

Renta Fija - Internacional (US\$, %)	Mes	2010
Mundo	3.6	4.1
Mercados Desarrollados	3.8	3.0
NorteAmerica	0.9	6.8
Europa	6.9	-3.7
Asia Desarrollada	3.4	9.5
Mercados Emergentes	4.1	9.7
EM America Latina	4.4	10.7
Chile	1.3	5.6
EM Asia	4.6	10.7
EM Europa E y otros	3.9	8.0

Moneda (USD / Local, %)	Mes	2010
Mundo	2.9	-1.6
Mercados Desarrollados	3.3	-2.0
NorteAmerica	0.3	0.2
Europa	6.4	-7.5
Asia Desarrollada	3.0	6.1
Mercados Emergentes	1.9	-0.7
EM America Latina	2.2	-3.4
Chile	4.8	-2.6
EM Asia	0.6	0.9
EM Europa E y otros	5.1	-2.1

Rentabilidad por clase de activo (US\$)



La renta variable internacional tuvo un fuerte rebote durante el mes de Julio (+8% en dólares), recuperando las pérdidas del inicio de año. Los desarrollados subieron 8%, destacando el aumento de 11,6% del mercado europeo. En lo que va del 2010, el mercado europeo ha recuperado su pérdidas de inicio año, debido a la mayor confianza de los inversionistas -en el mes de julio los países europeos lograron a vender sus bonos de gobierno sin subir las tasas de interés. Aproximadamente la mitad de este avance se debe a la variación del índice en euros y el resto a la apreciación de éste.

Los mercados emergentes mostraron una variación bastante correlacionada con los globales, subiendo de 8% en el mes. Así, acumulan durante el año un 0,2%. En este contexto, Chile tuvo una rentabilidad sobresaliente durante julio (12,7%), quedando un 18,3% arriba en el 2010 (en dólares).

La renta fija internacional tuvo un alza de 3,6% como consecuencia de las bajas de tasas de los bonos de gobierno. Los mercados desarrollados subieron 3,8%, destacándose el alza de 6,9% del mercado europeo. Esta última debido casi completamente a la apreciación de su moneda. Destaca la asimetría entre los papeles de bajo y alto riesgo durante el año: los desarrollados llevan un aumento de 3%, mientras que los emergentes acumulan un alza de 9,7%. El mercado chileno tuvo una rentabilidad relativamente baja de 1,3%, llegando así a un retorno de 5,6% en lo que va del año.

En cuanto a las monedas, durante el mes de Julio los mercados desarrollados recuperaron una parte significativa de sus pérdidas acumuladas frente al dólar, apreciándose un 3,3%. Las monedas de los emergentes siguieron la misma tendencia, aunque en magnitudes menores. Destaca la fuerte apreciación del peso chileno y de las monedas de los países de Europa emergente.

En un contexto más de largo plazo, las rentabilidades la renta variable global y las inversiones alternativas tendieron a estabilizarse algo después de la fuerte alza del 2009 y las caídas de los últimos meses. Se encuentran, sin embargo, aún un 35% aproximadamente por debajo de los niveles de fines del 2007 y son un 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 trayectoria al alza que traía el año 2009.

Renta Fija y Variable Global

Por el lado fundamental, en el mes de Julio la actividad económica mundial siguió fortaleciéndose. Se puede 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.

Julio fue un mes con mucho movimiento para el índice accionario Norteamericano, que tuvo un retorno de +6,85%, principalmente debido al mejoramiento del sentimiento respecto de la crisis europea. El sentimiento de mercado partió positivo en la primera semana, con una rentabilidad de 4,6%, explicada por los medios especializados por un mejoramiento de la confianza y un aumento del crecimiento esperado y de la producción industrial. En la segunda semana, el índice S&P 500 rebotó cayendo un 1,2%, debido a resultados de los bancos por bajo de lo esperado y una consiguiente crisis de confianza. En la tercera semana se vio otra alza importante (3,5%) que fue explicada por los medios en base a los buenos datos de las utilidades de las empresas retail en Estados Unidos y a un mejoramiento de la confianza. En la cuarta semana el índice cerró al mismo nivel del de la semana precedente.

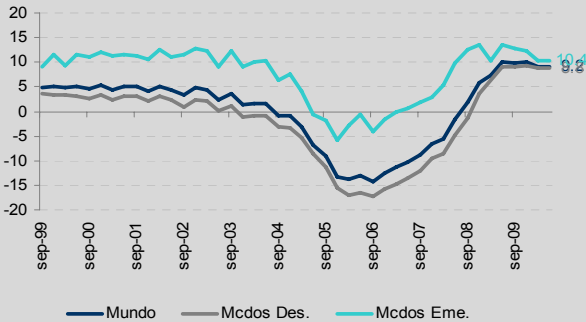


Figura 3.1: Variación producción industrial
(Fuente: Bloomberg, IM Trust)

	P/U		P/B	
	Hoy	03 - 07	Hoy	03 - 07
Mundo	16.1	18.3	1.8	2.3
Mercados Desarrollados	16.6	19.9	1.6	2.1
Norte America	15.0	18.5	2.0	4.9
Europa	14.5	18.8	1.4	3.4
Asia Desarrollada	25.5	26.4	1.4	4.7
Mercados Emergentes	15.0	14.0	2.0	2.0
EM Latin America	14.1	12.6	1.9	1.6
EM Asia	16.4	14.9	2.3	5.6
EM Europa E y otros	12.6	13.1	1.6	0.6

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

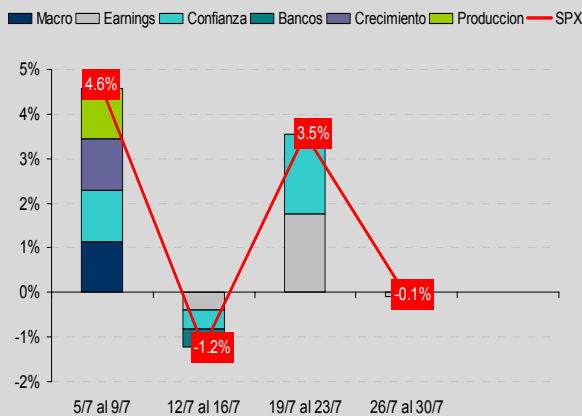


Figura 3.2: Interpretación del mercado de las variaciones del S&P500
(Fuente: Bloomberg, IM Trust)

Renta Fija y Variable Local

Índices Locales	Junio	YTD
IPSA	7.4%	21.9%
IPSA Small	10.3%	42.6%
IPSA Large	7.4%	21.5%
Transable	9.9%	27.2%
No Transable	9.4%	32.2%

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

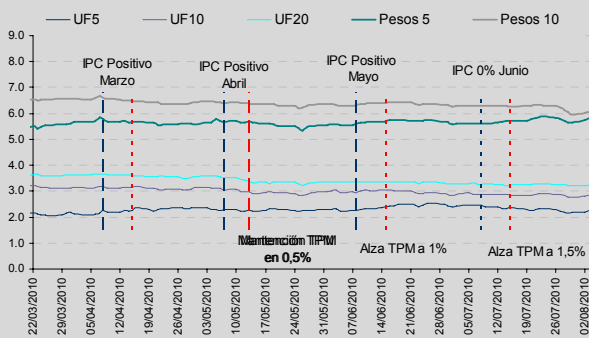


Figura 4.1: Evolución de las tasas de interés
(Fuente: Bloomberg, IM Trust)

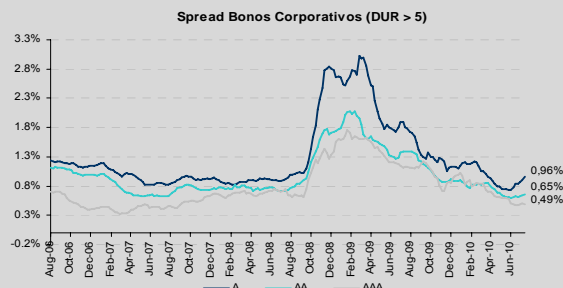


Figura 4.2: Evolución Spreads Corporativos.
(Fuente: Bloomberg, IM Trust)

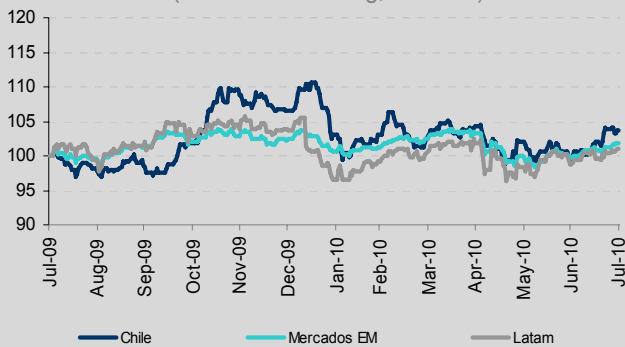


Figura 4.3: Evolución Monedas.
(Fuente: Bloomberg, IM Trust)

En Julio el mercado accionario local rentó un 7,4% en pesos, llegando a un acumulado de 21,9% en lo que va del año. El IPSA tuvo un desempeño sobresaliente con respecto al resto del mundo que exhibió una variación positiva pero bastante más baja. El alza del IPSA se explica principalmente por la subida de las acciones de menor capitalización (10,3%), algo que viene sucediendo hace meses y, menor grado, por el alza de las grandes (7,4%). Al observar los distintos sectores de la economía, el sector Transable (ligado a las exportaciones) rentó un 9,9%, bastante similar a lo del sector no Transable (que obtuvo un 9,4%). Esto es consistente con la evolución económica de estas industrias.

La variación del IPC de Julio fue de 0,4%, un poco mayor de lo que esperaba el mercado (0,3%). El Banco Central decidió aumentar la tasa de interés de política monetaria (TPM) en 50 puntos base, hasta 1,50% anual. La decisión consideró que, a pesar que la volatilidad en los mercados financieros producto de la situación económica en Europa se mantiene elevada, el efecto de dichas turbulencias se espera que sea acotado y las perspectivas de crecimiento global siguen siendo favorables. Por su parte, los precios de los productos básicos como el cobre y el petróleo se han mantenido elevados. En el plano interno, la información disponible de actividad muestra que los efectos inmediatos del terremoto se disiparon rápidamente y la economía retomó la senda de recuperación. Los indicadores de demanda muestran un dinamismo significativo y el desempleo ha seguido disminuyendo. Por lo tanto, el Consejo consideró apropiado iniciar comenzar con el retiro del significativo 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 a corto plazo (UF5 y Peso5) disminuyeron durante el mes. Por su parte, las tasas a largo plazo, tanto reales como nominales (UF10, UF20 y Peso10) subieron, lo que se explica principalmente por las mejores perspectivas sobre la economía mundial. Por último, los spreads corporativos mostraron una subida, recuperándose del nivel muy bajo logrado en los últimos meses.

El peso chileno tuvo una significativa apreciación frente al dólar durante el mes de Julio. 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, aunque aún sobre-ponderada, baja respecto de la posición anterior. Con esto realizamos una parte de las importantes ganancias obtenidas tanto en las inversiones locales. 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 elevarla marginalmente respecto de la del mes pasado. Esto nos permite aprovechar el que su precio relativo a la renta variable cayó en forma importante. A pesar de ello, seguimos sobre-ponderando decididamente la renta variable sobre la fija respecto de la posición neutral.

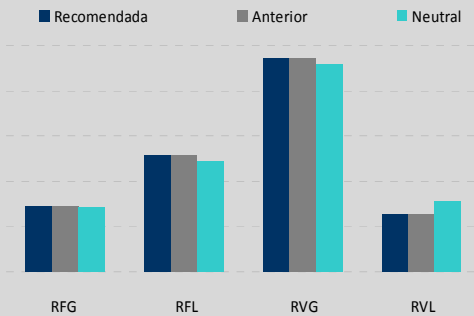


Figura 5.a.: Cartera Recomendada IM Trust

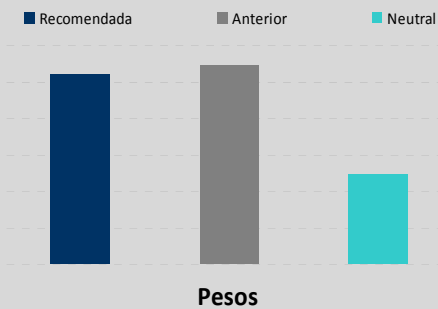


Figura 5.b: Porcentaje de inversión en moneda local cartera recomendada IM Trust

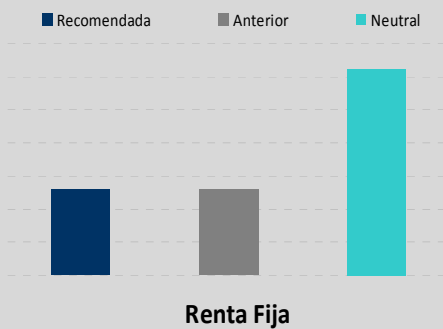


Figura 5.c: Porcentaje de inversión en renta fija cartera recomendada IM Trust

Equipo de Estrategia

Matías Braun : Director de Estrategia

Juan Carlos Hurtado : Analista (jchurtado@imtrust.cl)

Luca Fedele : Analista (lfedele@imtrust.cl)

Anexo Macroeconómico*

Crecimiento GDP (%)	YoY	12M	03 - 07
Mundo	3.9 ▲	-2.9	3.9
Mercados Desarrollados	2.5 ▲	-4.5	2.5
NorteAmerica	3.3 ▲	-4.1	2.7
Europa	0.9 ▲	-5.0	2.2
Asia Desarrollada	4.8 ▲	-4.5	2.6
Mercados Emergentes	7.1 ▲	1.1	7.3
EM America Latina	5.7 ▲	-3.7	5.0
EM Asia	9.4 ▲	4.9	8.6
EM Europa E y otros	2.6 ▲	-3.7	6.0

Tabla A1.1: Crecimiento PIB por tipo de mercado

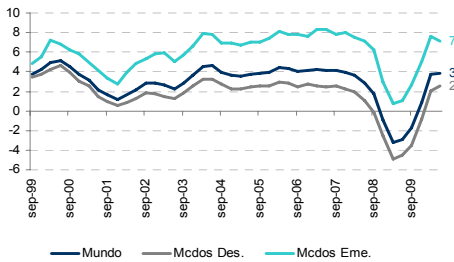


Figura 1.1: Crecimiento PIB por tipo de mercado

Producción Industrial (%)	YoY	12M	03 - 07
Mundo	9.2 ▲	-9.2	4.2
Mercados Desarrollados	8.8 ▲	-13.1	2.2
NorteAmerica	7.5 ▲	-11.1	2.2
Europa	7.4 ▲	-13.4	1.9
Asia Desarrollada	16.6 ▲	-17.2	3.2
Mercados Emergentes	10.4 ▲	0.4	10.9
EM America Latina	9.9 ▲	-6.2	6.4
EM Asia	13.5 ▲	5.5	14.3
EM Europa E y otros	-1.2 ▲	-6.1	7.5

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

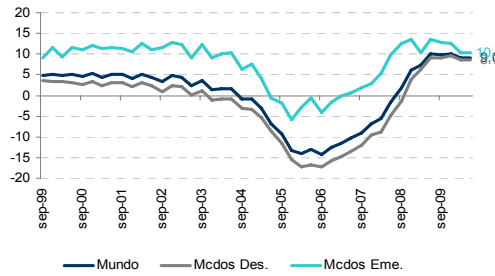


Figura 2.1: Variación producción industrial por tipo de mercado

Inflación CPI (%)	YoY	12M	03 - 07
Mundo	2.4 ▲	0.3	3.1
Mercados Desarrollados	1.2 ▲	-1.2	2.1
NorteAmerica	1.1 ▲	-2.0	2.9
Europa	1.7 ▲	-0.2	2.0
Asia Desarrollada	0.1 ▲	-1.6	0.5
Mercados Emergentes	5.2 ▲	3.8	5.5
EM America Latina	7.0 =	6.9	7.2
EM Asia	4.5 ▲	1.3	3.9
EM Europa E y otros	5.2 ▼	7.3	7.8

Tabla A1.3: Inflación por tipo de mercado

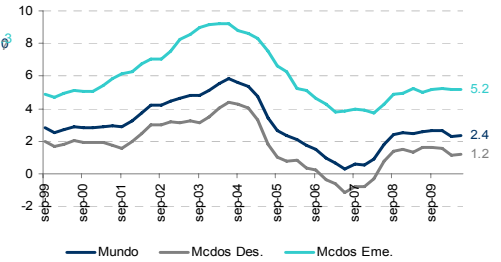


Figura 3.1: Inflación por tipo de mercado

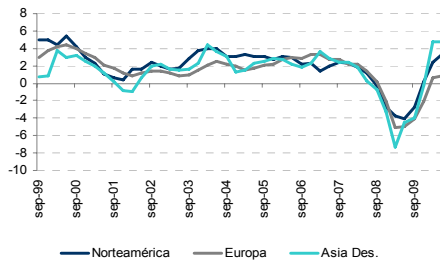


Figura 1.2: Crecimiento PIB zona desarrollada

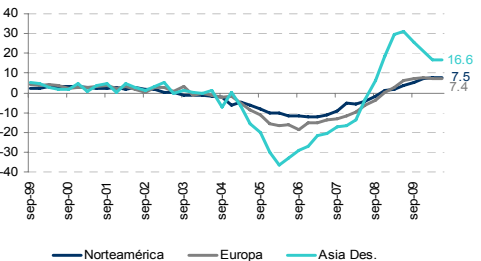


Figura 2.2: Variación producción industrial zona desarrollada

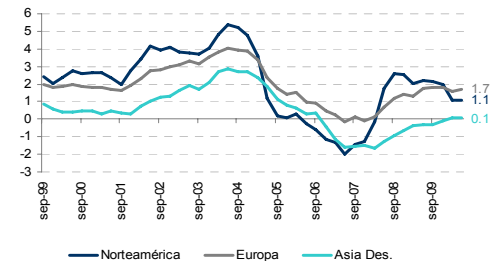


Figura 3.2: Inflación zona desarrollada

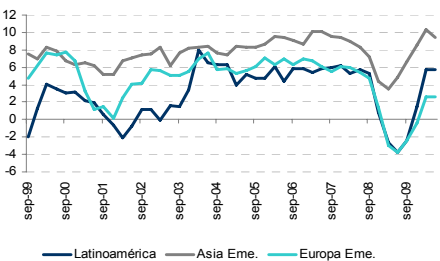


Figura 1.3: Crecimiento PIB zona emergente

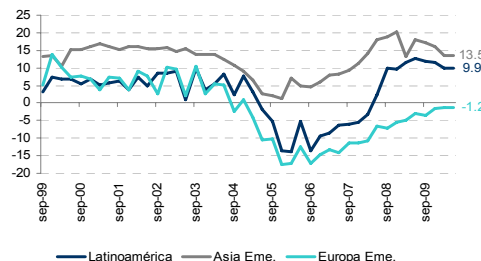


Figura 2.3: Variación producción industrial zona emergente

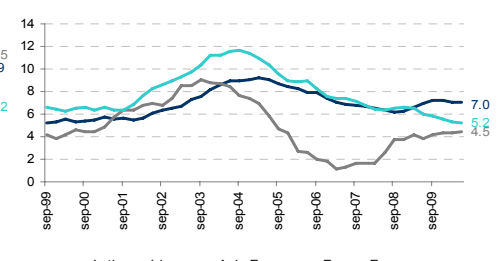


Figura 3.3: Inflación zona emergente

Anexo de Renta Variable Internacional*

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

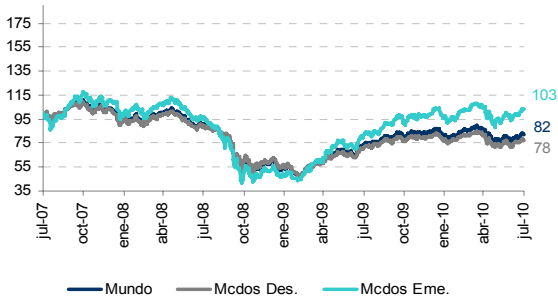


Figura A3.2: Evolución del ratio precio/utilidad de la renta variable por zona desarrollada

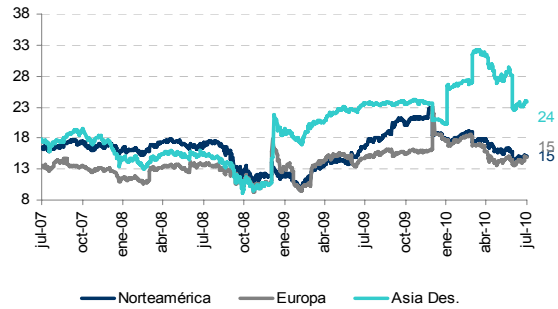


Figura A2.1: Evolución de los precios (US\$) de la renta variable por zona desarrollada

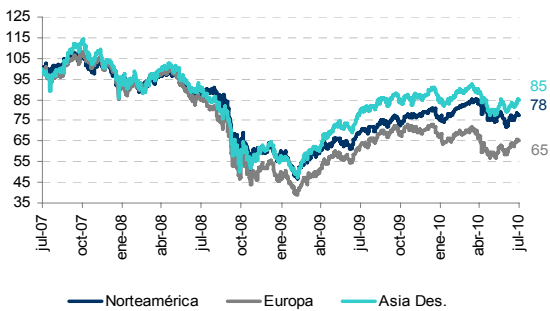
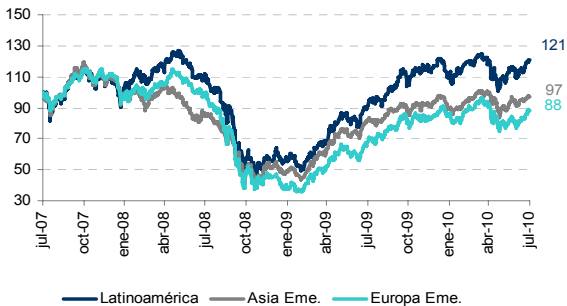


Figura A2.2: Evolución de los precios (US\$)



* 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.*		
Banca										
BANCO DE CREDITO E INVERSION	27356	22.3	67.8	85.5	13.7	▲	12.2	0.92	▲	0.85
BANCO SANTANDER CHILE	41.58	16.6	35.3	63.0	15.8	▲	15.2	1.06	=	1.06
BANCO DE CHILE	64.79	17.2	44.0	61.9	14.5	▲	13.6	0.97	▲	0.94
SM-CHILE SA-B	122.4	18.3	82.9	135.4	14.2	▼	19.8	0.95	▼	1.37
CORPBANCA	5.9	11.3	43.9	80.7	14.7	▲	11.4	0.99	▲	0.79
Commodities										
CAP SA	19169	13.5	28.2	52.3	10.7	▼	13.8	0.52	▼	0.62
EMPRESAS CMPC SA	24032	0.6	19.2	52.6	18.4	▼	25.1	0.89	▼	1.12
EMPRESAS COPEC SA	8533.5	-0.3	11.9	24.3	17.4	▼	21.3	0.84	▼	0.95
SOC QUIMICA Y MINERA CHILE-B	19793	10.7	2.8	2.5	34.5	▲	26.5	1.66	▲	1.18
Com. & Tec.										
EMPRESA NACIONAL DE TELECOM	7450	1.5	1.6	0.3	24.0	▲	12.6	0.95	▲	0.84
SONDA SA	903.42	3.9	14.4	19.2	28.9	▲	21.2	1.14	▼	1.40
Const. & Inmob.										
SALFACORP SA	1281.7	8.2	47.5	70.4	4.5	▼	10.4	1.00	=	1.00
Consumo										
EMBOTELLADORA ANDINA-PREF B	2281	11.2	31.3	42.8	18.2	▲	14.6	0.81	▼	0.92
CIA CERVECERIAS UNIDAS SA	5492	15.5	37.7	50.2	20.5	▲	14.2	0.91	▲	0.89
VINA CONCHA Y TORO SA	1247.8	10.6	12.8	11.4	33.4	▲	21.5	1.49	▲	1.35
Industrial										
MASISA SA	78.5	8.7	4.7	10.3	17.7	▼	30.8	1.43	▼	2.43
MADECO SA	28.75	-2.1	-10.1	-20.1	0.0	▲	0.0	0.00	▲	0.00
LAN AIRLINES SA	12442	21.8	43.6	87.6	15.1	▲	13.6	1.22	▲	1.07
SIGDO KOPPERS SA	770	24.2	66.3	65.9	0.0	▼	0.0	0.00	▼	0.00
CIA SUDAMERICANA DE VAPORES	547	11.4	47.8	48.2	7.7	▼	8.8	0.62	▼	0.70
Retail										
CENCOSUD SA	2654.1	7.8	54.3	80.5	31.0	▲	22.0	1.19	▲	0.94
S.A.C.I. FALABELLA	4077.7	15.4	36.0	82.8	24.6	▲	23.5	0.94	▼	1.01
EMPRESAS LA POLAR SA	3167.1	6.6	9.7	44.0	18.5	▲	16.9	0.71	=	0.73
RIPLEY CORP SA	566.96	-3.5	33.3	38.3	20.7	▼	36.0	0.79	▼	1.55
PARQUE ARAUCO S.A.	785	3.6	35.3	54.8	21.4	▲	17.5	0.82	▲	0.75
Utilities										
CIA GENERAL DE ELECTRICIDAD	3310	0.9	-2.3	-9.1	15.7	=	15.4	0.29	▼	0.99
COLBUN SA	141.83	0.8	9.4	5.1	0.0	▼	0.0	0.00	▼	0.00
E.CL SA	1235	24.5	#VALUE!	#VALUE!	3.0	▼	3.2	0.06	▼	0.21
EMPRESA NACIONAL DE ELECTRIC	857	1.8	-0.7	-3.0	49.3	▲	24.3	0.92	▼	1.57
ENERSIS SA	216.63	0.0	-6.2	4.7	108.9	▲	19.0	2.03	▲	1.23
AES GENER SA	271.6	13.5	18.6	11.2	0.0	▼	0.0	0.00	▼	0.00
Soc. de Inversion										
ALMENDRAL SA	57.5	9.5	9.5	8.5	30.1	▲	9.5	0.56	▼	0.61
ANTARCHILE SA	10451	2.4	12.4	16.1	0.0	▼	0.0	0.00	▼	0.01
SOC INV PAMPA CALICHERA-A	830	-3.1	-5.7	0.5	7.4	▼	16.3	1.85	▼	3.46
SOC INVERSIONES ORO BLANCO	7.84	5.9	2.9	-8.4	0.0	▼	0.0	0.01	▼	0.01
INVERSIONES AGUAS METROPOL	690	1.9	13.3	16.8	29.0	▲	18.1	7.27	▲	3.84
Salud										
A.F.P. PROVIDA S.A.	1715	10.3	12.2	69.7	11.3	▲	8.5	1.00	=	1.00

diario de los últimos 5 años.

Fuente: IM Trust en base a datos de Bloomberg