

ESTRATEGIA

Informe Mensual

Dirección de Estrategia
(56 2) 450 1600

estrategia@imtrust.cl

Apoquindo 3721 / Piso 9
Las Condes / Santiago

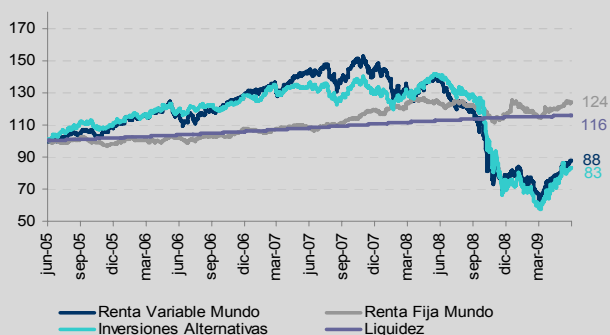
Resumen de los mercados al 29 de mayo 2009

| RV - Internacional (US\$, %) | Mes | 2009 |
|------------------------------|------|------|
| Mundo | 9,5 | 8,3 |
| Mercados Desarrollados | 8,6 | 5,4 |
| NorteAmerica | 6,5 | 4,5 |
| Europa | 11,2 | 6,0 |
| Asia Desarrollada | 11,0 | 6,1 |
| Mercados Emergentes | 16,7 | 36,3 |
| EM America Latina | 20,4 | 46,5 |
| Chile | 20,2 | 49,1 |
| EM Asia | 14,7 | 35,3 |
| EM Europa y Otros | 23,0 | 40,9 |

| RF - Internacional (US\$, %) | Mes | 2009 |
|------------------------------|------|------|
| Mundo | 3,4 | 0,4 |
| Mercados Desarrollados | 2,9 | -0,9 |
| NorteAmerica | -0,3 | -3,2 |
| Europa | 5,4 | 2,0 |
| Asia Desarrollada | 3,8 | -3,1 |
| Mercados Emergentes | 4,8 | 4,2 |
| EM America Latina | 10,2 | 15,1 |
| Chile | -1,0 | 16,1 |
| EM Asia | 1,8 | 0,3 |
| EM Europa E y otros | 5,4 | 1,3 |

| Moneda (USD / Local, %) | Mes | 2009 |
|-------------------------|-----|------|
| Mundo | 4,2 | 1,8 |
| Mercados Desarrollados | 4,3 | 1,6 |
| NorteAmerica | 0,8 | 1,0 |
| Europa | 7,3 | 3,2 |
| Asia Desarrollada | 4,5 | -1,5 |
| Mercados Emergentes | 4,0 | 2,4 |
| EM America Latina | 6,6 | 8,7 |
| Chile | 3,5 | 13,6 |
| EM Asia | 1,8 | 1,2 |
| EM Europa E y otros | 5,9 | -1,4 |

Rentabilidad por clase de activo (US\$)



Comentario Global

El comportamiento de los precios de los activos financieros durante estos últimos meses entrega algunas claves de cómo entiende el mercado que será el nuevo equilibrio mundial luego de la gran crisis financiera. Respecto del crecimiento, el efecto permanente habrá sido relativamente pequeño. Los analistas de acciones esperan que las utilidades de las compañías recuperen alrededor de un tercio de las pérdidas de esta crisis durante los próximos doce meses. Si esto sucede y los precios aumentan en concordancia con lo que esta implícito en las tasas de los bonos de alto riesgo, es decir en torno al 11.5%, ya para el 2010 la razón de precio bolsa a precio libro se ubicará en niveles normales. Y la razón de precio a utilidades reflejará tasas de crecimiento de las ganancias consistentes con un crecimiento del PIB mundial de largo plazo de casi 3%. Es decir, no las altas tasas a las que estábamos empezando a acostumbrarnos, pero casi en línea con lo que el mundo ha crecido históricamente durante periodos largos. O a lo más un cuarto de punto menor.

Consistente con esta visión, las tasas reales de largo plazo de los gobiernos de países desarrollados no han colapsado sino que se mantienen solo ligeramente más bajas de lo normal. Un mundo creciendo mucho más lento demandaría una menor inversión y, por ende, implicaría tasas reales menores.

Los precios de los commodities, y en especial el del cobre que tradicional barómetro del crecimiento mundial futuro, muestran un panorama esperado similar. Luego de un alza acumulada en el año cuatro veces mayor a la del resto, el cobre perdió su sesgo negativo y ya recobró la paridad respecto de los demás commodities. De manera que volvió a los niveles que tenía alrededor del 2005 cuando se creía que el mundo crecería levemente más que el tradicional 3%.

La composición de este crecimiento que está implícita en los precios sería también bastante similar a la de los últimos años en el sentido que los países emergentes seguirán creciendo más rápido. En efecto, las valoraciones relativas de las acciones indican que si algo, esta ventaja de los emergente respecto de los desarrollados será incluso mayor que antes. Algo que se confirma al observar que las tasas reales largas de estos países se mantienen en niveles similares a los de antes una vez descontado el mayor riesgo de no pago implícito en todos los papeles de mayor riesgo.

Será nuevamente el comercio internacional el que tire el carro de la economía mundial. A pesar de que el volumen de comercio se desplomó en alrededor de un 45% en el punto más bajo y aún es un tercio menor del de hace doce meses, los sectores ligados a productos transables internacionalmente volverán a su gloria pre-crisis. Los precios accionarios relativos así lo indican en todas las regiones del mundo, pero especialmente en los países desarrollados. Si esto es así, las monedas de los países emergentes no deben depreciarse con el objeto de generar mayores incentivos a los sectores de exportación ya que esto no sería necesario, sino volver a niveles parecidos a los que tenían antes de la crisis. Consistente con esto, las monedas emergentes se encuentran ya en los niveles que tenían en promedio en el 2006.

Por el lado de la demanda estará el rápido crecimiento del consumo privado en los países emergentes y especialmente en el Asia y la ausencia de un desplome de éste en los países ricos. El cuadro que pintan los precios relativos de las acciones es, por lo tanto, bastante similar a la situación que se esperaba tener a estas alturas antes de la crisis, tal vez incluso en mayor medida y habiendo llegado más rápidamente.

La inflación en los países desarrollados, por su parte, luego de tomar valores negativos este año y mantenerse en torno al 1.5% los próximos dos, volverá a los tradicionales niveles del 2.5%. De manera que, basados en las diferenciales de tasas de los bonos nominales y reales de gobierno, tampoco habría grandes modificaciones en cuanto a la variación esperada de los precios. En los países emergentes se retomará la tendencia a la caída de la inflación, que fue brevemente interrumpida el 2007 y parte del 2008, y se terminará más o menos un punto más abajo que la que existía a mediados de esta década.

Esta vuelta a los niveles normales de crecimiento e inflación mundial es más o menos consistente con lo que el consenso de los economistas proyecta. En efecto, ya para el segundo semestre del 2010 se espera que las tasas de crecimiento estén en alrededor del 2 a 2.5% para los desarrollados y en torno al 6% para los emergentes. También para el caso de la inflación los economistas proyectan valores similares a los implícitos en las tasas de los bonos.

El mundo es y seguirá siendo cíclico por lo que el desplome de la actividad eventualmente cesará y se retomarán tasas más normales de crecimiento. Pero no es evidente que, como piensa tanto el mercado como los analistas, esto vaya a suceder con rapidez y que la crisis no vaya a tener consecuencias en el crecimiento e inflación de la próxima década. El camino no se encuentra tan despejado como el optimismo reinante nos lleva a creer. Esto, por las características propias de esta crisis y por los efectos que debiesen tener las masivas respuestas fiscales y monetarias con que se logró detenerla.

En efecto, a las crisis ligadas a problemas en el sector financiero típicamente le siguen recuperaciones bastante más lentas. El crédito, necesario transversalmente para todos los sectores productivos y para el consumo de durables, normalmente no se recupera con facilidad. Y hoy no lo está haciendo. De hecho, los préstamos en Estados Unidos durante los últimos tres meses van cayendo a tasas cercanas al 6% anualizado, muy por debajo del crecimiento de cerca del 9% anual al que estábamos acostumbrados. Y mientras los precios hipotecarios sigan cayendo a un ritmo de casi 20% anual, es difícil que la oferta se reactive. Por el lado de la demanda, el gran ahorro que el sector privado debe generar y la confianza perdida mantendrán a raya las solicitudes. Tampoco la más estricta regulación financiera que ya está viniendo no será precisamente una ayuda en un plazo menos inmediato.

Pero probablemente lo más relevante sea el efecto de largo plazo de las intervenciones estatales sin precedentes en la economía. Sin éstas la crisis no se hubiera detenido, y por tanto eran totalmente necesarias. Pero esto no es lo mismo que decir que no tendrán efectos permanentes. Los más obvios son que la necesidad de financiar los enormes impulsos fiscales desplazará en alguna medida la capacidad del sector privado de obtener financiamiento a bajas tasas. Dado que existe la percepción de que ya se están enfrentando problemas en el financiamiento fiscal, los bancos centrales han tenido que correr al rescate emitiendo para comprar los papeles de deuda gubernamental. Y esta monetización de los déficits evidentemente debiese generar mayores tasas de inflación. Salvo que la mayor emisión se retire muy rápidamente en el momento en que haya un poco más certeza de que la actividad se está recuperando. Algo poco probable luego de haber estado tan cerca de un colapso mayor.

El efecto más indirecto pero potencialmente mucho más importante es el que la percepción sobre el rol del Estado en la economía y, especialmente en el ámbito financiero, cambie. Porque no hay que olvidar que el último cuarto de siglo ha habido un sesgo bastante marcado hacia limitar al Estado y potenciar al mercado. Con un desempleo mundial rozando los dos dígitos el 2010 las presiones a cambios en el enfoque de las políticas económicas debieran ser importantes. A lo menos el que el Estado se mantenga "cuidando al mercado" durante un tiempo no será visto con ojos tan críticos.

Impacto de las noticias en el S&P500

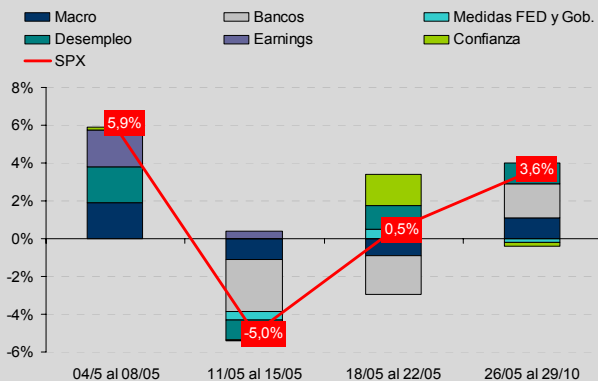


Figura 1: Impacto de las noticias en el S&P500
Fuente: Bloomberg, IM Trust

Durante la primera semana del mes de mayo el S&P500 tuvo una rentabilidad de 5.9%, que se explica por una serie de noticias positivas. La primera de ellas mostró un aumento en la confianza de los consumidores que se complementó con una subida en las ventas de las casas. A mitad de semana se observó un pequeño descenso del mercado accionario, dadas las especulaciones de una mayor necesidad de capital por parte de los bancos. La semana terminó en forma positiva, conforme con los anuncios del gobierno acerca del menor desempleo observado, en relación a lo estimado por los economistas.

La segunda semana fue bastante negativa para el índice, completando un descenso de 5%. La semana comenzó con anuncios de los bancos con respecto a la venta de más acciones para recaudar capital. A mitad de semana se vio una leve recuperación, dados los comentarios de menores costos en los préstamos de los bancos. La semana finalizó con números bastante negativos, luego de los comunicados de la federación de seguros a depósitos, donde su presidente estimó que muchos de los altos ejecutivos bancarios serían sustituidos.

La tercera semana comenzó en forma positiva, luego de los anuncios de ganancias mejores a las esperadas y una recuperación del precio del petróleo. A mitad de semana se observaron descensos en el índice, producto de la predicción de la FED con respecto a una recesión más profunda. A esto se le sumó la preocupación con respecto a las consecuencias de nuevas medidas restrictivas para los deudores de tarjetas de crédito. En los últimos días de la semana se observaron nuevos descensos en el mercado, explicados por el alto desempleo y los elevados costos de préstamos para el gobierno. Con todo lo anterior, el índice subió 0,5%.

El comienzo de la cuarta semana estuvo marcado por un aumento de confianza y optimismo en el mercado, teniendo resultados positivos en su rentabilidad. A pesar de esto, la inquietud con respecto a la eficiencia de las medidas del gobierno para bajar las tasas de interés provocó un descenso en el mercado a mitad de semana. Durante los últimos días del mes el mercado mostró un alza importante, impulsado por la recuperación en el mercado de commodities, petróleo, financiero y de energía, apoyando una sensación de recuperación de la economía. En esta semana el S&P500 subió un 3,6%.

| RV - Internacional (US\$, %) | MTD | YTD | 12M | 03 - 07 |
|------------------------------|------|------|-------|---------|
| Mundo | 9,5 | 8,3 | -36,4 | 25,0 |
| Mercados Desarrollados | 8,6 | 5,4 | -36,4 | 18,0 |
| Norte America | 6,5 | 4,5 | -34,4 | 12,2 |
| Europa | 11,2 | 6,0 | -41,3 | 23,8 |
| Asia Desarrollada | 11,0 | 6,1 | -33,0 | 16,3 |
| Mercados Emergentes | 16,7 | 36,3 | -36,1 | 44,6 |
| EM America Latina | 20,4 | 46,5 | -40,9 | 47,0 |
| Chile | 20,2 | 49,1 | -13,2 | 34,6 |
| EM Asia | 14,7 | 35,3 | -29,8 | 43,5 |
| EM Europa y Otros | 23,0 | 40,9 | -55,4 | 44,5 |

| | Moneda Local (%) | | US\$ (%) | | 03 - 07 | 98 - 07 |
|----------------|------------------|------|----------|-------|---------|---------|
| | MTD | YTD | MTD | YTD | | |
| Estados Unidos | 5,3 | 1,8 | 5,3 | 1,8 | 10,8 | 4,2 |
| Canada | 11,2 | 15,4 | 21,8 | 28,6 | 27,2 | 11,5 |
| Austria | 13,0 | 20,3 | 20,8 | 20,3 | 40,7 | 16,7 |
| Belgium | 6,0 | 8,5 | 13,3 | 9,8 | 23,1 | 8,4 |
| Denmark | 6,9 | 15,0 | 14,3 | 15,2 | 30,3 | 12,5 |
| Finland | 3,3 | 7,2 | 10,4 | 7,2 | 23,0 | 16,6 |
| France | 3,7 | 1,9 | 10,9 | 3,1 | 20,5 | 9,5 |
| Germany | 3,6 | 2,7 | 10,7 | 2,8 | 31,4 | 9,8 |
| Greece | 13,3 | 30,3 | 21,1 | 31,8 | 32,7 | 16,6 |
| Ireland | 3,8 | 16,2 | 11,0 | 17,6 | 19,2 | |
| Italy | 3,6 | 4,3 | 10,8 | 4,3 | 18,7 | 8,7 |
| Netherlands | 7,8 | 5,5 | 15,2 | 6,8 | 17,3 | 5,1 |
| Norway | 15,0 | 27,0 | 19,7 | 40,9 | 43,5 | 16,2 |
| Portugal | 8,5 | 21,4 | 16,0 | 22,9 | 28,9 | 10,9 |
| Spain | 4,3 | 2,5 | 11,5 | 2,5 | 28,7 | 10,7 |
| Sweden | 1,7 | 17,2 | 7,3 | 19,7 | 24,5 | 8,3 |
| Switzerland | 2,4 | -3,3 | 9,5 | -4,4 | 17,7 | 5,8 |
| United Kingdom | 4,1 | -0,4 | 13,8 | 10,4 | 15,1 | 4,2 |
| Japón | 7,9 | 7,5 | 11,6 | 1,6 | 13,4 | 1,5 |
| Australia | 1,8 | 4,2 | 11,8 | 18,3 | 27,6 | 12,7 |
| Hong Kong | 17,1 | 26,3 | 17,0 | 26,3 | 24,4 | 10,0 |
| New Zealand | 0,8 | 1,4 | 13,4 | 10,1 | 17,3 | 6,0 |
| Singapore | 21,3 | 32,2 | 24,0 | 31,4 | 26,3 | |
| Argentina | 24,5 | 47,0 | 23,3 | 35,3 | 34,1 | -0,1 |
| Brasil | 12,5 | 41,7 | 24,2 | 68,1 | 62,4 | 14,4 |
| Chile | 16,1 | 30,5 | 20,2 | 49,1 | 34,6 | 10,2 |
| Colombia | 11,2 | 22,5 | 19,2 | 29,0 | 56,0 | |
| Mexico | 11,1 | 8,7 | 16,7 | 14,8 | 35,6 | 15,4 |
| Peru | 36,3 | 92,8 | 36,5 | 102,2 | | |
| Venezuela | -2,5 | 22,9 | -2,5 | 22,9 | 25,1 | 0,3 |
| China | 14,8 | 32,1 | 14,8 | 32,1 | 51,9 | 17,8 |
| India | 28,7 | 55,4 | 37,0 | 60,5 | 47,5 | 20,2 |
| Indonesia | 11,3 | 41,4 | 15,4 | 50,5 | 43,7 | 15,5 |
| Korea | 1,9 | 24,1 | 4,3 | 28,2 | 31,0 | 23,2 |
| Malaysia | 5,4 | 19,1 | 7,3 | 18,0 | 20,8 | 11,7 |
| Pakistan | 1,0 | 18,5 | 0,3 | 15,7 | 41,7 | |
| Philippines | 15,9 | 30,2 | | | | |
| Sri Lanka | 20,5 | 47,4 | 26,0 | 45,0 | 22,7 | 7,3 |
| Taiwan | 15,0 | 50,1 | 16,8 | 50,9 | 15,3 | 0,4 |
| Thailand | 14,0 | 24,5 | 17,1 | 26,1 | 25,3 | 12,3 |
| Czech Republic | -1,8 | 0,7 | 4,5 | -0,7 | 45,7 | 21,5 |
| Hungary | 16,0 | 22,0 | 26,1 | 15,6 | 34,3 | 14,4 |
| Poland | 1,0 | 7,7 | 6,1 | 0,0 | 43,4 | 18,4 |
| Russia | 30,6 | 72,1 | 30,6 | 72,1 | 44,9 | 19,2 |
| Turkey | 10,6 | 30,3 | 15,0 | 30,4 | 50,1 | 10,9 |
| Egypt | 12,7 | 27,4 | 12,9 | 24,9 | 70,5 | 16,4 |
| Israel | 8,5 | 34,6 | 13,5 | 28,0 | 35,4 | 13,7 |
| Jordan | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 34,7 | 16,1 |
| Morocco | 0,5 | -0,3 | 6,1 | 0,9 | 40,3 | |
| South Africa | 11,3 | 6,0 | 18,2 | 24,9 | 30,5 | 14,1 |

Renta Variable Internacional

Durante el mes de mayo la renta variable tuvo un alza de 9,5%, completando así tres meses consecutivos de rentabilidad positiva.

Recuperación de los Mercados Desarrollados

Los mercados desarrollados tuvieron una rentabilidad de 8,6%, donde lideró, por segundo mes consecutivo, Europa con un alza de 11,2%. El mercado Asiático rentó un 11%, mientras que Norte América rentó un 6,5%. Estos positivos resultados están permitiendo una rentabilidad de 5,4% en lo que va del año.

Dentro de Norte América, EE.UU. rentó un 5,3%, explicado principalmente por la rentabilidad del mercado (beta), con un 11,3% y una rentabilidad propia (alfa) de -6%. Canadá tuvo una destacada alza de 21,8% en dólares.

La rentabilidad de Europa se explica por el alza en las bolsas mundiales (beta), con una rentabilidad de 9,2%, a lo que se resta el desempeño propio del mercado europeo (alfa) de -3,2%. Este mes el euro aportó un 5,7% a la rentabilidad en dólares.

Las bolsas que componen la región del Asia Desarrollada siguieron de cerca la tendencia del resto de los mercados desarrollados, subiendo un 11%. Japón mostró una rentabilidad de 11,6% en dólares (un 6,7% por la rentabilidad del mercado (beta), en un 2,2% por la apreciación del yen y en un 2,7% por la rentabilidad del propio mercado (alfa)).

Mercados Emergentes con retornos sobresalientes en lo que va del año

Los mercados emergentes mostraron un alza de 16,7%, siguiendo con la tendencia positiva del resto de los mercados del mundo. Dado este resultado, la rentabilidad acumulada en el año alcanza el 36,3%. América Latina tuvo una rentabilidad de 20,4%. Los mercados emergentes de Asia rentaron un 14,7%, mientras que los de Europa del Este fueron, al igual que el mes anterior, los más sobresalientes, con una ganancia de 23%.

La rentabilidad de los emergentes se explica por alza del 10,3% asociada al mercado mundial, un 3,0% por la apreciación de las monedas locales respecto del dólar y una ganancia de 3,2% por la rentabilidad propia de los mercados.

Dentro de América Latina, Perú se destacó en forma positiva con la rentabilidad más alta de la región, con un 36,5%, seguido por Brasil, que obtuvo una rentabilidad de 24,2% en dólares. Chile logró nuevamente una rentabilidad positiva, esta vez de 20,2% en dólares. La rentabilidad que obtuvieron los países de Latinoamérica se puede explicar en un 17,3% por rentabilidad del mercado (beta), un 5,9% por la apreciación cambiaria y en un -2,8% por la rentabilidad propia de cada mercado (alfa).

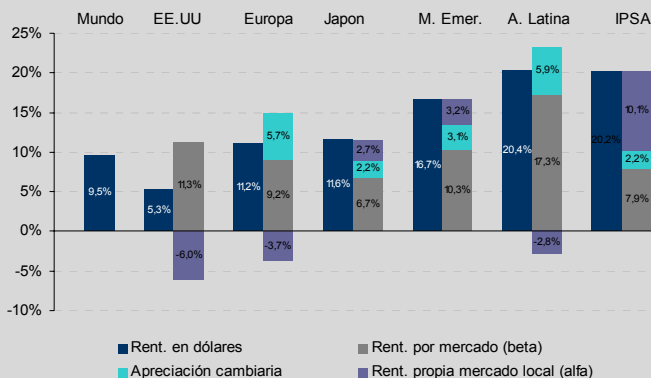


Figura 2: Descomposición de las rentabilidades

Fuente: Bloomberg, IM Trust

| Índices Locales | MTD | YTD |
|--------------------------|-------|-------|
| IPSA | 16.1% | 30.5% |
| IPSA Small | 15.5% | 5.2% |
| IPSA Large | 17.9% | 1.5% |
| Banca | 11.5% | 22.8% |
| Commodities | 20.4% | 50.0% |
| Telecom | 9.0% | 10.5% |
| Consumo | 8.4% | 13.6% |
| Industrial | 20.3% | 21.3% |
| Retail | 24.3% | 47.0% |
| Utilities | 11.7% | 20.4% |
| Const & Inmob | 24.9% | 67.4% |
| Transable | 14.7% | 15.9% |
| No Transable | 16.9% | 36.9% |

TOP 5 IPSA Mes

| Ganadores Mes | MTD | YTD |
|------------------|-------|-------|
| Vapores | 35.4% | 14.4% |
| CAP | 31.6% | 84.8% |
| Masisa | 31.4% | 68.1% |
| Salfacorp | 30.6% | 37.3% |
| Ripley | 30.3% | 51.7% |

| Perdedores Mes | MTD | YTD |
|----------------|-------|-------|
| Provida | -1.6% | 56.9% |
| CCU | 4.7% | 1.1% |
| Sonda | 5.2% | 25.4% |
| Colbun | 5.7% | 22.6% |
| Andina | 5.9% | 11.7% |

Renta Variable Nacional

Mayo 2009: Renta Variable Local sube un 16,1%

Durante mayo el mercado de renta variable chilena tuvo un alza de 16,1% en pesos, manteniendo así la tendencia positiva de los últimos 4 meses. El IPSA se alineó con la tendencia mundial, mostrando una rentabilidad similar a la del resto de los mercados emergentes.

Las acciones ganadoras del mes fueron Vapores (35,4%) y CAP (31,6%); mientras que las perdedoras fueron Provida (-1,6%) y CCU (4,7%) (ver tabla).

Sectores Construcción y Retail primeros en rentabilidad

Las acciones de mayor capitalización bursátil rentaron un 17,9%, mientras que las de menor tamaño un 15,5%. Al observar los distintos sectores de la economía, el Transable tuvo una rentabilidad de 14,7% y el No Transable de un 17,4%.

La rentabilidad del IPSA se puede explicar por el alza generalizada de todos sectores, destacando las subidas en el sector Construcción e Inmobiliario con una rentabilidad de 24,9% y el sector Retail con una rentabilidad de 24,3%.

Volatilidad y Beta se mantienen

La volatilidad del IPSA prácticamente se mantuvo en el mismo nivel observado durante abril. Este valor es similar a la volatilidad del IPSA observada en septiembre de 2008, antes de iniciarse la crisis parte más grave de la crisis (ver figura 3).

Se observa también que la sincronicidad del IPSA con respecto al resto del mundo (beta) se ha mantenido muy baja (beta = 0,4, ver figura 4) por segundo mes consecutivo.

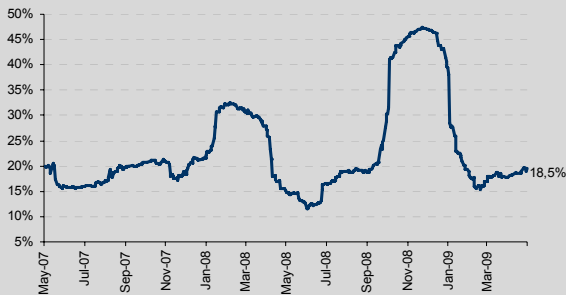


Figura 3: Evolución de la volatilidad del IPSA. La volatilidad fue calculada como la desviación estándar de los retornos diarios en período mensuales

Fuente: Bloomberg

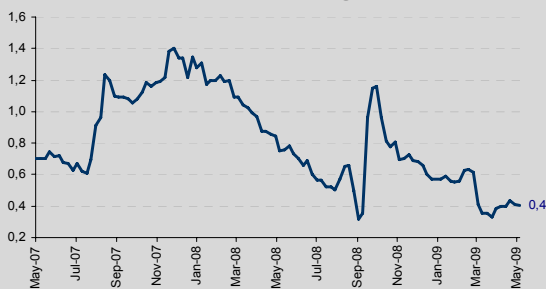


Figura 4: Evolución del beta para el IPSA versus MSCI World en pesos

Fuente: Bloomberg, IM Trust

Renta Fija Local

Las tasas de interés aumentaron levemente, tanto en pesos como en UF, mientras que los spreads se mantuvieron relativamente constantes durante mayo.

La variación del IPC de abril (dato que se conoce en mayo) fue de -0,2%, mientras que el mercado esperaba que ésta fuera positiva en 0,2%. A pesar de lo anterior, el Banco Central (BC) decidió disminuir nuevamente la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 0,5%, quedando en 1,25%, 25pb menos de lo que esperaba el mercado. La decisión se fundamentó en la estabilización del crecimiento esperado para este año, y a los descensos observados en la inflación en el último tiempo. Con lo anterior, el BC concluye que no descarta nuevas reducciones de la TPM, reafirmando su compromiso a lograr una inflación en torno al 3%.

Las tasas nominales mostraron un comportamiento dispar, la tasa a 5 años se mantuvo relativamente constante, mientras que la tasa a 10 años mostró una tendencia al alza. Con esto, la tasa a 5 años cerró en el mismo nivel que a principio del mes, mientras que la tasa a 10 años cerró cercana al 6% (0,5% superior que al inicio).

Las tasas reales mostraron un alza. La tasa a 20 años aumentó en 54, mientras que las tasas a 5 y 10 años subieron 74pb y 70pb respectivamente (ver figura 5).

La compensación inflacionaria mostró una disminución de 54pb a 5 años, quedando en 1,87%, y un cambio de 10pb en a 10 años, quedando en 2,74%.

Los cambios en los spreads de los bonos corporativos variaron de acuerdo a su clasificación de riesgo. Los bonos AAA disminuyeron sus spreads en 23pb, los AA lo hicieron en 45pb y los A en 21pb. Con estos cambios, los spreads promedio para los bonos AAA, AA y A terminaron siendo 91pb, 104pb y 161pb por sobre los del BC (ver figura 7).

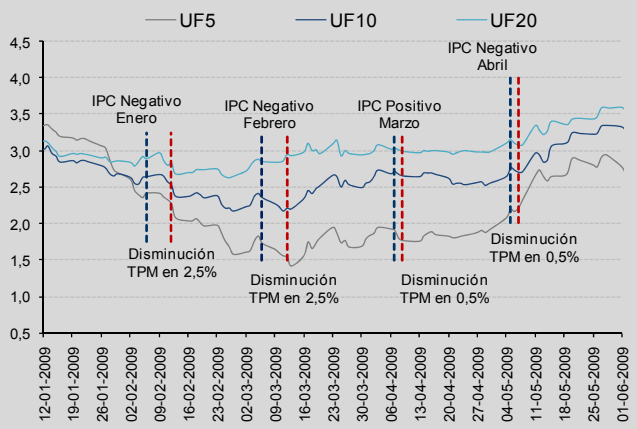


Figura 5: Evolución tasas de interés reales
Fuente: IM Trust

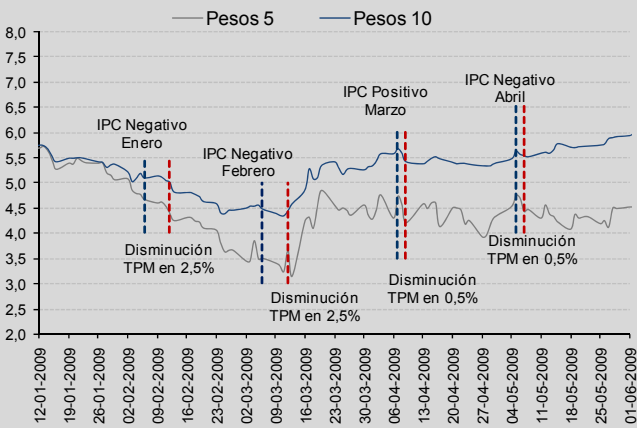


Figura 6: Evolución tasas de interés nominales
Fuente: IM Trust

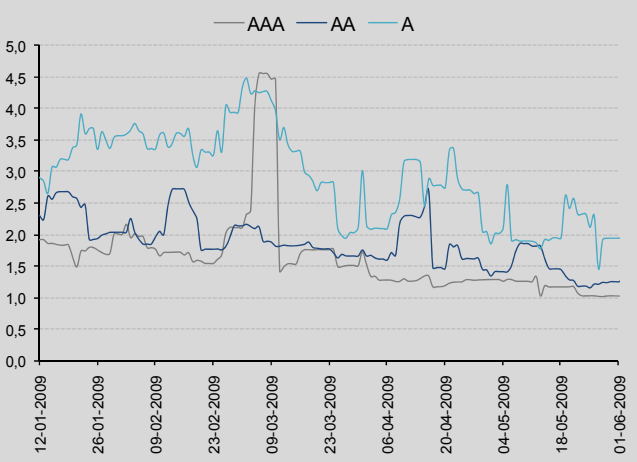


Figura 7: Evolución de los spreads corporativos.
Calculados sobre una venta móvil de una semana.
Fuente: IM Trust

Estrategias y cartera recomendada

Para las carteras de mayo hemos decidido disminuir el riesgo que tomamos, para situarlo levemente bajo el de la cartera neutral. Es así como estamos recomendando disminuir la posición en renta variable local para llegar prácticamente a la posición neutral. Continuamos disminuyendo la renta variable global, manteniéndonos levemente bajo la posición neutral. Los movimientos anteriores buscan tomar progresivamente las ganancias generadas durante estos tres últimos meses.

Estos cambios provocarán que se aumente la inversión en renta fija local, activo que ha disminuido su precio en forma importante este último mes, producto del alza significativa en las tasas de interés de los papeles de gobierno.

Estas variaciones generarán una mayor ponderación que la neutral a las inversiones locales o en pesos.

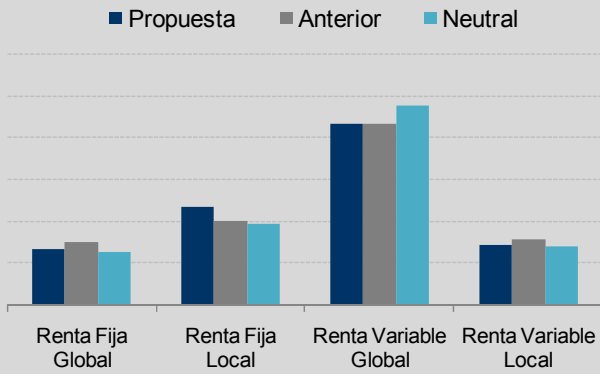


Figura 8.a: Cartera Recomendada IM Trust

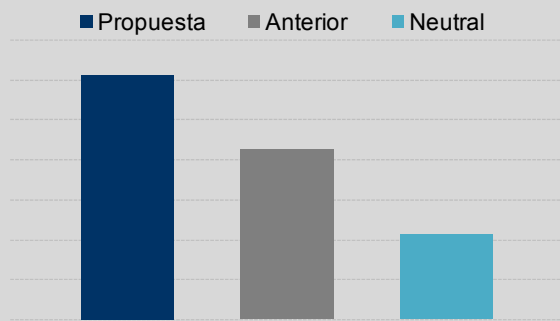


Figura 8.b: Porcentaje de inversión en moneda local cartera recomendada IM Trust

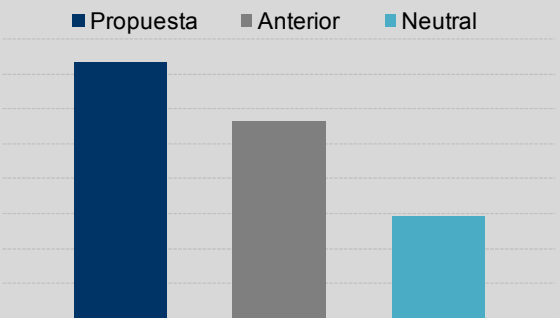


Figura 8.c: Porcentaje de inversión en renta fija cartera recomendada IM Trust

Equipo Informe Mensual de Estrategia

Matías Braun : Director de Estrategia

David Schindlower : Analista (dschindlower@imtrust.cl)

Anexo Macroeconómico*

| Crecimiento GDP (%) | YoY | 12M | 03 - 07 |
|-------------------------------|---------------|------------|------------|
| Mundo | -2,8 ▼ | 3,0 | 2,9 |
| Mercados Desarrollados | -3,9 ▼ | 1,7 | 1,7 |
| NorteAmerica | -2,3 ▼ | 2,0 | 2,2 |
| Europa | -4,0 ▼ | 1,5 | 1,5 |
| Asia Desarrollada | -8,0 ▼ | 1,1 | 1,3 |
| Mercados Emergentes | 0,3 ▼ | 6,6 | 6,1 |
| EM America Latina | -1,7 ▼ | 5,2 | 4,3 |
| EM Asia | 2,8 ▼ | 7,9 | 7,5 |
| EM Europa E y otros | -3,1 ▼ | 5,3 | 5,1 |

| Producción Industrial (%) | YoY | 12M | 03 - 07 |
|-------------------------------|----------------|-------------|-------------|
| Mundo | -13,8 ▼ | 1,0 | 1,3 |
| Mercados Desarrollados | -16,3 ▼ | -0,5 | -0,4 |
| NorteAmerica | -11,6 ▼ | -0,1 | -0,3 |
| Europa | -16,9 ▼ | -1,1 | -0,7 |
| Asia Desarrollada | -29,3 ▼ | 0,3 | 0,5 |
| Mercados Emergentes | -3,4 ▼ | 5,1 | 8,4 |
| EM America Latina | -6,7 ▼ | 2,8 | 4,4 |
| EM Asia | 3,0 ▼ | 8,1 | 12,7 |
| EM Europa E y otros | -14,8 ▼ | 1,1 | 4,5 |

| Inflación CPI (%) | YoY | 12M | 03 - 07 |
|-------------------------------|---------------|-------------|------------|
| Mundo | 1,4 ▼ | 5,1 | 3,7 |
| Mercados Desarrollados | 0,1 ▼ | 3,5 | 2,4 |
| NorteAmerica | -0,6 ▼ | 4,0 | 2,7 |
| Europa | 0,7 ▼ | 3,5 | 2,5 |
| Asia Desarrollada | 0,4 ▼ | 2,1 | 1,3 |
| Mercados Emergentes | 5,1 ▼ | 9,4 | 7,2 |
| EM America Latina | 7,4 ▼ | 7,6 | 6,9 |
| EM Asia | 2,3 ▼ | 9,2 | 6,4 |
| EM Europa E y otros | 8,4 ▼ | 11,3 | 9,2 |

Figura 1.1: Crecimiento PIB por tipo de mercado

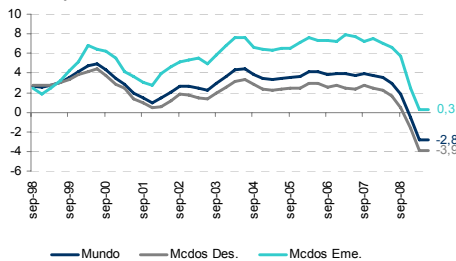


Figura 2.1: Variación producción industrial por tipo de mercado

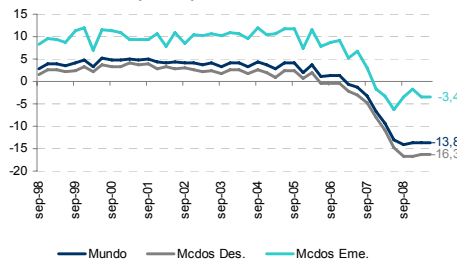


Figura 3.1: Inflación por tipo de mercado

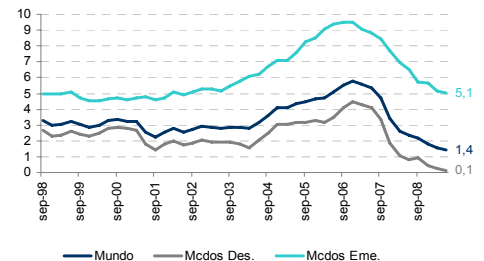


Figura 1.2: Crecimiento PIB zona desarrollada

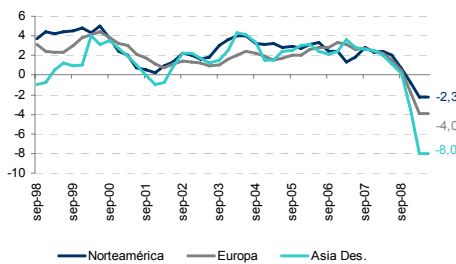


Figura 2.2: Variación producción industrial zona desarrollada

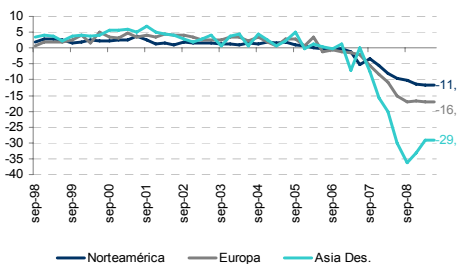


Figura 3.2: Inflación zona desarrollada

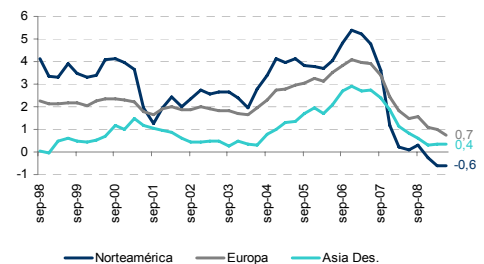


Figura 1.3: Crecimiento PIB zona emergente

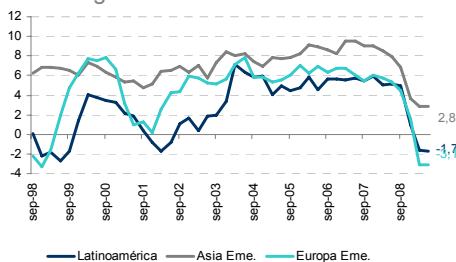


Figura 2.3: Variación producción industrial zona emergente

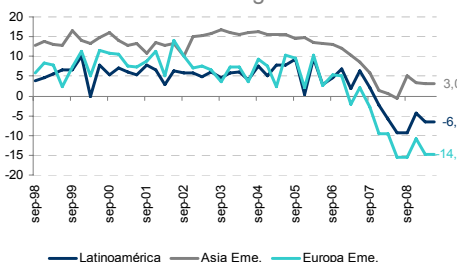
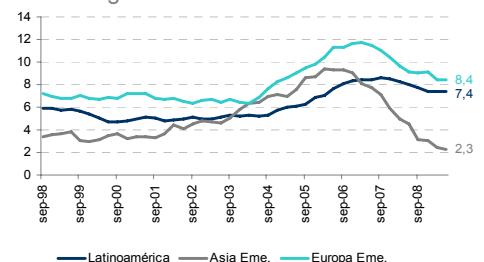


Figura 3.3: Inflación zona emergente



* Fuente: IM Trust en base a datos de Bloomberg

Anexo Renta Variable Internacional*

Figura 1.1: Evolución de los precios (US\$) por tipo de mercado

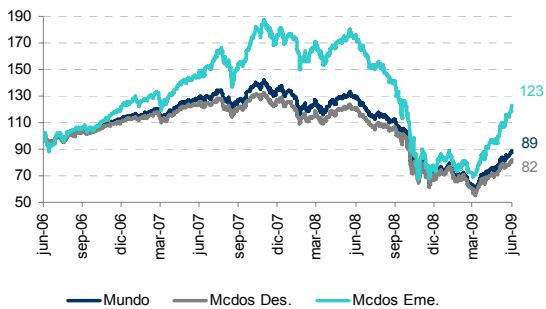


Figura 1.2: Evolución de los precios (US\$) zona desarrollada

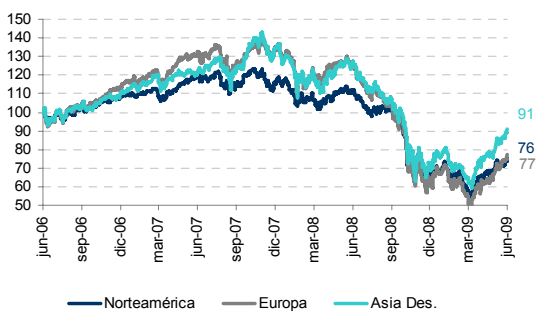


Figura 1.3: Evolución de los precios (US\$) zona emergente

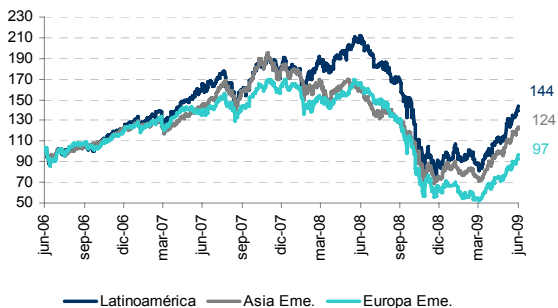


Figura 2.1: Evolución del ratio precio/utilidad por tipo de mercado

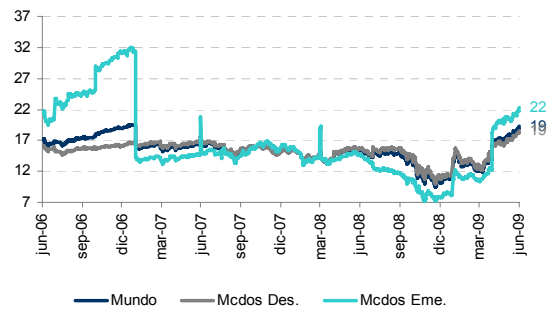


Figura 2.2: Evolución del ratio precio/utilidad zona desarrollada

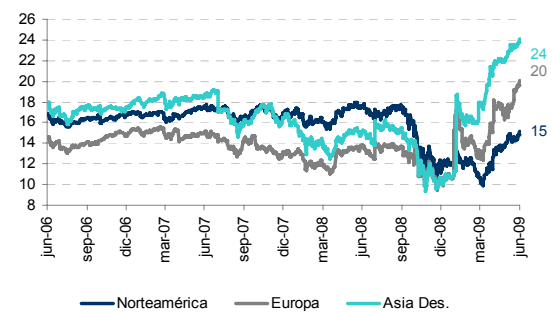
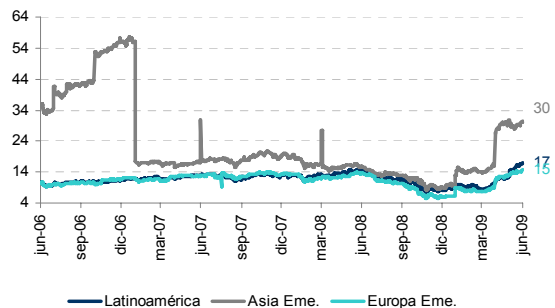


Figura 2.3: Evolución del ratio precio/utilidad zona emergente



* Fuente: IM Trust en base a datos de Bloomberg

Anexo Renta Variable Local

| Sector | Precio Cierre | Rentabilidad | | | P/U | | P/U Relativo Sector | | P/U Sector Rel. IPSA | |
|----------------------------|---------------|--------------|-------|----------|---------|-------------|---------------------|-------------|----------------------|-------------|
| | | MTD | YTD | 12 Meses | Hoy | Media 5 a.* | Hoy | Media 5 a.* | Hoy | Media 5 a.* |
| Banca | | | | | | | | | 0.64 ▼ | 0.72 |
| BCI | 13850 | 29.4 | 27.8 | -2.1 | 9.6 ▼ | 13.0 | 0.79 ▼ | 0.91 | | |
| Santander | 22.65 | 18.3 | 10.5 | -3.7 | 13.0 ▼ | 15.4 | 1.07 = | 1.07 | | |
| Banco de Chile | 38.5 | 14.9 | 18.9 | 0.0 | 12.2 ▼ | 13.9 | 1.01 ▲ | 0.97 | | |
| SM Chile-B | 50.5 | 11.0 | 9.8 | -17.2 | 166.5 ▲ | 12.7 | 13.68 ▲ | 0.89 | | |
| CorpBanca | 3.08 | 26.7 | 22.2 | 4.4 | 11.9 ▼ | 12.3 | 0.98 ▲ | 0.86 | | |
| Commodities | | | | | | | | | 1.22 ▲ | 1.03 |
| CAP | 12901 | 46.1 | 93.4 | -19.9 | 14.0 ▲ | 13.3 | 0.60 ▼ | 0.66 | | |
| CMPC | 14900 | 23.1 | 48.3 | -11.6 | 23.0 ▲ | 17.8 | 0.99 ▲ | 0.88 | | |
| Copec | 7150 | 37.4 | 47.5 | -1.8 | 27.9 ▲ | 19.3 | 1.20 ▲ | 0.95 | | |
| Minera | 15000 | 10.3 | 15.4 | 3.4 | 0.0 ▼ | 0.0 | 0.00 ▼ | 0.00 | | |
| SQM-B | 20900 | 35.0 | 36.5 | 27.7 | 18.8 ▼ | 25.6 | 0.81 ▼ | 1.26 | | |
| Com. & Tec. | | | | | | | | | 0.75 ▼ | 0.86 |
| Entel | 7340 | 13.3 | 9.4 | 3.8 | 11.5 ▼ | 15.6 | 0.80 ▼ | 0.91 | | |
| Sonda | 755 | 12.1 | 25.4 | 2.3 | 22.8 ▲ | 21.4 | 1.59 ▲ | 1.25 | | |
| Const. & Inmob. | | | | | | | | | 1.00 ▲ | 0.43 |
| Salfacorp | 727 | 65.2 | 39.8 | -22.2 | 19.1 ▲ | 8.4 | 1.00 = | 1.00 | | |
| Consumo | | | | | | | | | 0.77 ▼ | 0.93 |
| Emb. Andina | 1570 | 14.1 | 13.5 | 12.2 | 12.2 ▼ | 14.0 | 0.83 ▲ | 0.76 | | |
| CCU | 3660 | 14.3 | 2.5 | 8.1 | 13.8 ▼ | 17.1 | 0.93 = | 0.93 | | |
| Concha y Toro | 1050 | 7.2 | 9.3 | 15.4 | 20.0 ▼ | 27.1 | 1.35 ▼ | 1.47 | | |
| Industrial | | | | | | | | | 0.74 ▲ | 0.69 |
| Masisa | 82 | 64.0 | 72.0 | -21.0 | 32.7 ▲ | 27.7 | 2.32 ▲ | 2.03 | | |
| Madeco | 36 | 27.5 | -19.1 | -32.7 | 2.1 ▼ | 16.1 | 0.15 ▼ | 1.18 | | |
| Lan Airlines | 6535 | 35.8 | 19.2 | 11.7 | 12.8 = | 12.8 | 0.91 ▼ | 0.94 | | |
| Sigdo Koppers | 425.1 | -0.4 | 13.4 | 10.4 | 8.5 ▲ | 0.0 | 0.60 ▲ | 0.00 | | |
| Vapores | 488 | 59.5 | 17.6 | -35.9 | 6.7 ▼ | 9.9 | 0.48 ▼ | 0.72 | | |
| Retail | | | | | | | | | 1.82 ▲ | 1.19 |
| Cencosud | 1490 | 54.3 | 64.6 | -18.8 | 21.1 ▼ | 21.7 | 0.61 ▼ | 0.92 | | |
| D&S | 225 | 0.0 | -12.2 | 25.7 | 55.7 ▲ | 34.2 | 1.60 ▲ | 1.45 | | |
| Falabella | 2230 | 23.7 | 33.6 | -14.1 | 27.5 ▲ | 22.0 | 0.79 ▼ | 0.93 | | |
| La Polar | 2035 | 59.1 | 88.4 | -23.1 | 9.5 ▼ | 17.2 | 0.27 ▼ | 0.73 | | |
| Ripley | 435 | 64.1 | 58.2 | 1.3 | 119.3 ▲ | 27.7 | 3.43 ▲ | 1.18 | | |
| Parque Arauco | 460 | 46.0 | 58.6 | -6.3 | 16.8 ▼ | 19.2 | 0.48 ▼ | 0.82 | | |
| Utilities | | | | | | | | | 0.58 ▼ | 1.33 |
| CGE | 3580 | 24.5 | 33.6 | 3.8 | 12.7 ▼ | 16.3 | 1.14 ▲ | 0.62 | | |
| Colbun | 124.5 | 12.2 | 24.7 | 24.8 | 9.7 ▼ | 11.4 | 0.00 ▼ | 0.43 | | |
| Edelnor | 710 | 24.6 | 47.7 | -1.1 | 5.0 ▼ | 16.2 | 0.45 ▼ | 0.61 | | |
| Endesa | 838.11 | 15.1 | 14.2 | 1.9 | 13.0 ▼ | 32.3 | 1.16 ▼ | 1.22 | | |
| Enersis | 194.5 | 11.3 | 18.7 | 6.1 | 9.7 ▼ | 30.7 | 0.87 ▼ | 1.16 | | |
| Gener | 252 | 18.0 | 33.7 | 22.8 | 21.3 ▲ | 17.7 | 1.90 ▲ | 0.67 | | |
| Soc. de Inversion | | | | | | | | | 0.99 ▲ | 0.17 |
| Almendral | 51 | 12.7 | 13.2 | 8.7 | 9.5 = | 9.7 | 0.50 ▼ | 2.86 | | |
| Antarchile | 9000 | 34.3 | 46.7 | -11.3 | 21.1 ▲ | 0.0 | 1.11 ▲ | 0.01 | | |
| Calichera | 710 | 34.0 | 26.1 | 25.0 | 26.6 ▼ | 44.1 | 1.40 ▼ | 13.03 | | |
| Oro-B | 8.49 | 37.2 | 37.6 | 19.1 | 13.3 ▼ | 20.3 | 0.70 ▼ | 6.01 | | |
| IAM | 610 | 11.9 | 24.1 | 16.9 | 15.4 ▼ | 18.9 | 0.81 ▼ | 5.59 | | |
| Salud | | | | | | | | | 0.77 ▲ | 0.74 |
| Banmedica | 555 | 27.6 | 29.1 | -0.9 | 14.7 = | 14.7 | 1.00 = | 1.00 | | |
| Provida | 910 | 30.0 | 56.9 | -11.7 | 0.0 | - | - | - | | |

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

Fuente: IM Trust en base a datos de Bloomberg