

## ESTRATEGIA

### Informe Mensual

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

## Mercados: ¿Quién compra y quién vende?

Matías Braun

Durante los últimos meses los mercados de renta variable en todo el mundo se han venido abajo con gran fuerza. Los inversionistas se han puesto muy nerviosos y han dejado de lado los activos de mayor riesgo. Como hemos comentado anteriormente, creemos que se está reaccionando exageradamente. De manera que gran parte de los movimientos recientes de las bolsas responde a elementos relacionados con el sentimiento. Afortunadamente, esto determina los precios sólo en el corto plazo y es por eso que, por ejemplo, sin grandes cambios en los fundamentos, durante octubre se vieron altos retornos positivos. El problema es que, dado que el sentimiento tiene una correlación positiva con los retornos pasados, los inversionistas que toman decisiones basados en él normalmente venden cuando las acciones están baratas y compran cuando están caras. Esto los deja en una posición mucho peor que si siguieran una estrategia pasiva de inversión y rebalancearan su portafolio periódicamente. Las restricciones de liquidez que enfrentan algunos inversionistas empeora aún más las cosas.

Ahora, no todos pueden estar vendiendo al mismo tiempo. Alguien debe estar comprando. Los inversionistas institucionales están normalmente al otro lado de la transacción. Esto se debe a que no enfrentan problemas de liquidez porque sus pasivos son típicamente de largo plazo y porque hacen esfuerzos explícitos para controlar los sesgos naturales en las decisiones de inversión. Es por esto que típicamente obtienen mejores resultados que los inversionistas retail.

Los otros actores que tienen más altos retornos promedio son aquellos que están al interior de las compañías: la administración y, sobre todo en mercados menos desarrollados, los accionistas controladores. En efecto, ellos parecen concentrarse mucho más en el largo plazo, dando así más peso a factores relacionados con valorizaciones y, en especial, a los fundamentos. También tienen mayor información respecto de los posibles flujos futuros. No necesariamente sobre el estado de la economía, pero sí en relación al impacto que tendrá en su empresa.

Lo anterior aplica no sólo a las decisiones de inversión, sino también a la forma en que financian sus compañías. En la práctica, las corporaciones aumentan su capital cuando las acciones están caras con respecto a los bonos y viceversa. De hecho, uno de los determinantes más importantes de los niveles de apalancamiento efectivos se relaciona con este tipo de estrategia de timing de mercado.

Si todo esto es así, observar las decisiones de cada grupo –inversionistas retail, inversionistas institucionales y accionistas controladores- debería ser muy informativo y útil. Lo que ha pasado últimamente es que las OPA y aumentos de capital están en niveles muy bajos, mientras que las emisiones

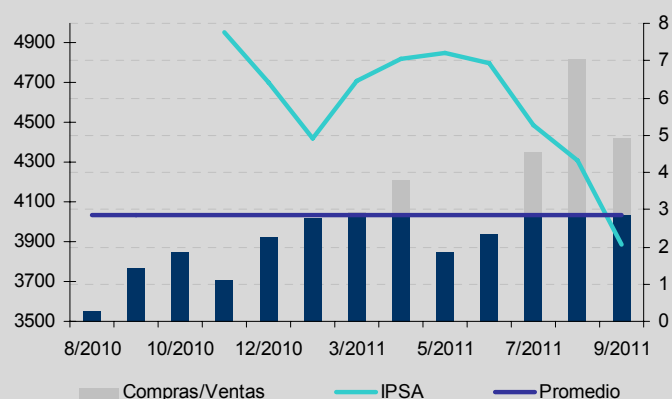


Figura 1: Transacciones Internas, Número de Compras/Ventas e IPISA.  
(Fuente: IM Trust, Bloomberg)

de bonos están en niveles récord. Los inversionistas retail han movido grandes montos desde los fondos mutuos y de pensiones que invierten principalmente en acciones hacia fondos menos riesgosos. Además, los internos han estado comprando acciones de sus compañías. Esto es cierto tanto en los mercados globales como en el local. La Figura 1 muestra que el número de compras llevadas a cabo por internos ha aumentado significativamente en los últimos tres meses a septiembre en relación al número de ventas. Por otra parte, prácticamente no se han realizado ofertas primarias o secundarias de acciones. Estos cambios están muy correlacionados con el nivel general del mercado. Durante mayo y junio, cuando el IPSA estaba alrededor de 5.000, se alcanzó el máximo de emisión de acciones y el mínimo de actividad de compra por parte de los internos. Los inversionistas institucionales –principalmente las AFP- no parecen estar comportándose como sus pares de mercados desarrollados. Esto se debe, al menos en parte, al comportamiento de los aportantes mencionado más arriba.

## Evolución de los Mercados

Renta Variable - Internacional (US\$, %)	Mes	2011
Mundo	10.6	-6.1
Mercados Desarrollados	10.3	-4.9
NorteAmerica	10.8	-1.3
Europa	11.8	-7.6
Asia Desarrollada	5.2	-11.2
Mercados Emergentes	13.0	-13.6
EM America Latina	17.1	-15.2
Chile	17.9	-16.3
EM Asia	12.0	-12.2
EM Europa y Otros	14.4	-14.9

Renta Fija - Internacional (US\$, %)	Mes	2011
Mundo	1.5	7.0
Mercados Desarrollados	0.8	7.8
NorteAmerica	-0.4	8.0
Europa	2.2	7.9
Asia Desarrollada	0.3	7.1
Mercados Emergentes	4.5	7.8
EM America Latina	4.7	10.5
Chile	1.1	8.3
EM Asia	4.4	8.1
EM Europa E y otros	4.8	4.5

Moneda (USD / Local, %)	Mes	2011
Mundo	2.1	1.0
Mercados Desarrollados	1.7	2.1
NorteAmerica	0.5	0.0
Europa	3.6	3.6
Asia Desarrollada	0.3	3.5
Mercados Emergentes	2.9	-1.2
EM America Latina	5.9	-3.6
Chile	6.0	-4.5
EM Asia	1.2	1.0
EM Europa E y otros	4.4	-4.6

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

Tabla 1: Rentabilidad Renta Variable, Renta Fija y Monedas  
(Fuente: Bloomberg, IM Trust)

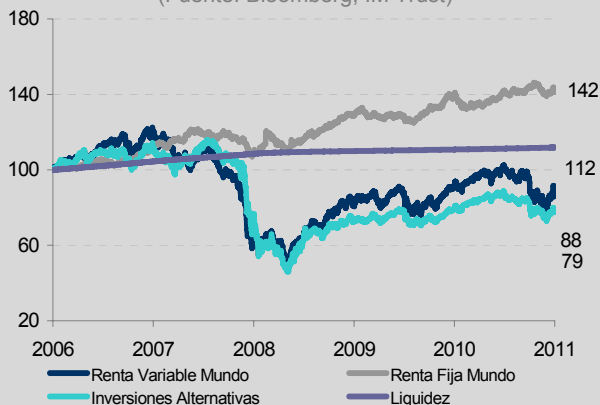


Figura 2: Rentabilidad Renta Variable, Renta Fija, Liquidez e Inversiones Alternativas  
(Fuente: Bloomberg, IM Trust)

### Renta Variable Internacional

- Luego de cinco meses consecutivos de caídas, las bolsas mundiales tuvieron rendimientos positivos durante el mes de Octubre. Estas se vieron impulsadas por la expectativa y posterior confirmación de que los líderes de la Zona Euro anunciarían un plan de coordinación conjunto para controlar la crisis de la deuda de esa región y por datos económicos en Estados Unidos mejores a los esperados por el mercado y que son consistentes con un escenario no recesivo.
- Los mercados emergentes avanzaron 13%, destacándose el buen rendimiento de las plazas Latinoamericanas (+17%) las que se vieron afectadas positivamente por el avance que tuvieron las materias primas durante el mes (el cobre avanzó 15,2%, mientras que el petróleo subió 17,7%). Por otra parte, los mercados desarrollados subieron 10,3%, siendo Europa la región que lideró las alzas. Esto se explica en parte por el fortalecimiento que experimentó el Euro luego de los anuncios realizados por los líderes Europeos.

### Renta Fija Internacional

- La rentabilidad de instrumentos de renta fija a nivel global fue de 1,3%, impulsado principalmente por la positiva rentabilidad de los bonos corporativos en la mayoría de las regiones.
- La positiva evolución durante octubre de la situación en Europa y los datos económicos en Estados Unidos, guiaron el interés de los inversionistas a activos más riesgosos. Lo anterior se reflejó en un rendimiento negativo de la deuda soberana de Estados Unidos.

### Monedas

- Rompiendo la tendencia de los últimos meses, y en consistencia con los desarrollos más positivos en Europa y los mejores datos en Estados Unidos, el euro se apreció fuertemente respecto del dólar. Esto se vio replicado en el resto del mundo: las monedas de prácticamente todos los países también se apreciaron a medida que los inversionistas volvían a tomar posiciones en los activos de riesgo. En América Latina las monedas mostraron la mayor apreciación entre todos los bloques. Esto estuvo bien relacionado con el excelente desempeño de las materias primas. En Chile, el peso volvió a caer bajo los 500 a medida que el cobre se empujaba a entre tres cincuenta y tres sesenta dólares la libra.

### Resumen Clases de Activos Globales

- Aunque recuperó bastante terreno en las últimas semanas, la renta variable mundial aún se encuentra cerca de un 12% bajo su nivel de hace 5 años (ver Figura 2). Si los precios hubiesen seguido la tendencia respecto a la renta fija que mostraron en los últimos 10 años, 20 años y en los dos últimos ciclos económicos completos, éstos estarían entre un 60 y un 110% de más arriba de los actuales, aproximadamente.
- A pesar de la extraordinaria evolución de la renta variable durante este mes, la renta fija no se vio afectada e igualmente aumentó de valor. Eso sí, el segmento correspondiente a mercados emergentes mostró el mejor desempeño. Algo esperable dada su calidad de activo de riesgo.
- Las inversiones alternativas (*commodities*, *hedge funds*, inversiones inmobiliarias y *private equity*) no se encuentran entre los niveles de la renta fija y los de renta variable, como normalmente están, sino bastante más abajo.

Índices Locales (\$)	Mes	YTD
IPSA	11.3	-12.2
IGPA Small	3.8	-9.8
IGPA Large	10.3	-10.8
Transable	13.6	-17.7
No Transable	8.6	-6.8

Tabla 2: Renta Variable Local  
(Fuente: Bloomberg, IM Trust)

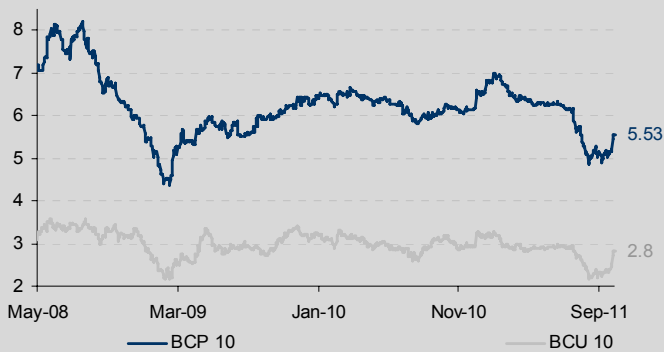


Figura 3: Evolución de las tasas en Chile

## Renta Variable Local

- En línea con los mercados internacionales y en un contexto de alta volatilidad, el IPSA tuvo un retorno de 11,3% en moneda local. Vale la pena destacar que, medida en dólares, la rentabilidad de la plaza estuvo por sobre las demás de la región (+17,8%), a excepción de Brasil que avanzó 25% en el mes. No sólo la menor aversión al riesgo global impulsó a la bolsa chilena, sino también el que se reportaran datos económicos que confirman la solidez de la economía local (desempleo en el mínimo desde junio de 1998 e inflación moderada que abre las puertas para una baja de los tipos de interés por parte del Banco Central).
- Los avances también se dieron en las empresas de pequeña capitalización cuyos índices representativos IGPA Small Cap. y MSCI Chile Small Cap. avanzaron 3,8% y 11,3%, respectivamente. Cabe señalar que el peor rendimiento del IGPA Small Cap. no es del todo representativo debido a la mayor iliquidez de los papeles que lo componen.

## Renta Fija Local

- En octubre, el Banco Central mantuvo la TPM en 5,25%, lo cual era esperado por el mercado. En su comentario, el BC reiteró su estado de atención con respecto a la situación internacional y la disposición a actuar con recortes de tasa conforme se necesite.
- La expectativa de inflación del mes de octubre se encuentra en 0,2%. Esto se vio reflejado en una caída de las tasas reales de duración menor a 10 años y también de las tasas nominales en todos sus plazos durante la primera parte del mes. Esta baja terminó revirtiéndose al final del mes, en línea con lo ocurrido con la tasas de menor riesgo de las economías desarrolladas.

## Peso-dólar

- Como estábamos esperando, el dólar en Chile retrocedió en forma relevante a medida que los datos de crecimiento mundiales terminaban siendo mejores a los esperados, lo que se manifiesta directamente en un cobre más fortalecido.

## Determinantes de los Resultados

### Fundamentos

- Las expectativas de crecimiento mundial para el 2012 siguieron disminuyendo, especialmente en los bloques desarrollados. En promedio los analistas esperan hoy que el PIB se expanda en 3,1%, lo que es algo menor a lo normal. Los datos macro, sin embargo, en Estados Unidos y en China terminaron siendo más positivos durante este mes. Esto debiese llevar a que la tendencia negativa en las proyecciones, al menos, se detenga. Especialmente porque la producción industrial, clásico indicador líder, está aumentando su tasa de crecimiento y ha llegado ya a los niveles considerados normales.

### Valorización

- Las razones Precio/Utilidad (P/U) y Precio/Libro (P/B) -y casi todas las demás medidas de valorización- aumentaron respecto del mes pasado. Aún así, los niveles son bastante menores a los normales. Y no sólo en Europa, sino también en los mercados emergentes. Esperamos que disminuyan en los meses que siguen. No porque vayan a caer los precios sino que a medida que las compañías terminan de anunciar sus resultados. A nivel mundial, las utilidades debiesen estar creciendo a tasas del orden del 13 a 14%.
- El IPSA se mantiene en valorizaciones superiores a los de las demás bolsas, pero esto es algo normal. Si comparamos el precio-utilidad con su promedio del último ciclo al alza, vemos que, al igual que los demás países, estamos más abajo que los promedios de largo plazo.

### Sentimiento

- El sentimiento durante el mes se volcó completamente y desde un pesimismo exacerbado pasamos a un gran optimismo. Esto es normal porque, casi por definición, el sentimiento es el determinante más volátil de los precios, pero sólo de corto plazo.

### Mercado

- Aunque marginalmente, los analistas redujeron los precios objetivos de las empresas a nivel global. Esto, junto al alza importante de los precios, redundó en que las rentabilidades esperadas cayeran casi a la mitad, desde niveles cercanos al 30% a alrededor de 15.

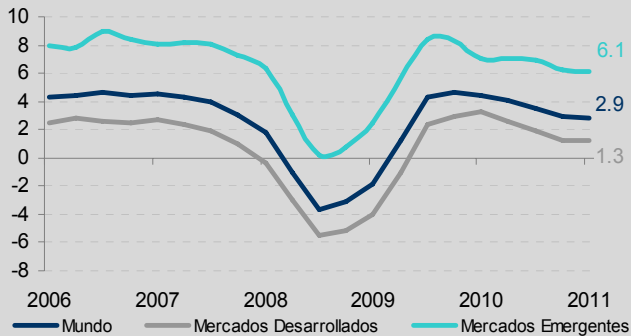


Figura 4: Crecimiento del PIB  
(Fuente: Bloomberg, IM Trust)

	P/U		P/B	
	Hoy	03 - 07	Hoy	03 - 07
Mundo	12.2	18.1	1.6	2.3
Mercados Desarrollados	12.9	20.0	1.5	2.3
Norte America	13.5	18.5	2.0	5.2
Europa	10.7	18.8	1.2	3.6
Asia Desarrollada	16.6	26.5	1.2	5.2
Mercados Emergentes	10.8	14.0	1.6	2.0
EM Latin America	10.8	12.6	1.5	1.5
EM Asia	11.3	15.0	1.7	5.3
EM Europa E y otros	9.2	12.9	1.3	0.6
Chile	15.9	20.3	2.2	1.9

Tabla 3: Indicadores de valorización  
(Fuente: Bloomberg, IM Trust)

## Estrategias de Inversión

### Rentabilidades esperadas

- Esperamos que la rentabilidad para las acciones mundiales sea levemente menor a la de equilibrio en los próximos 12 meses y lo mismo para la renta fija global. Lo anterior se explica básicamente por la mantención del sentimiento negativo reinante en el mercado y a pesar de las atractivas valoraciones. La baja esperada de la relación peso-dólar contribuye a lo mismo.
- La renta fija local debiese mostrar retornos levemente por sobre los normales en la medida que los *spread* de riesgo de los bonos corporativos vuelvan a niveles más razonables. Las acciones chilenas comparten el mal sentimiento mundial y, aunque los fundamentos son atractivos, en relación al mundo, las valorizaciones no ayudan mucho.
- El peso debiese apreciarse levemente y ubicarse en torno a los 490 o 495, especialmente por un sentimiento a la baja y por los mejores fundamentos provenientes del precio de los *commodities*.

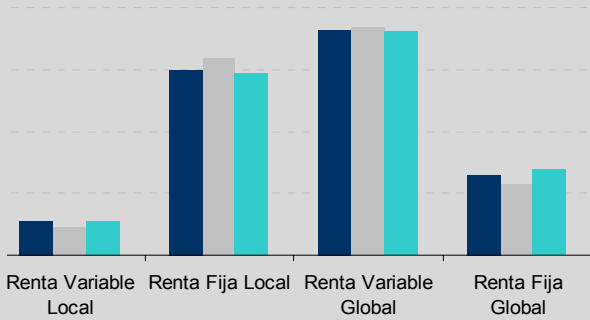


Figura 4.a: Porcentaje de inversión por clase de activo recomendada por IM Trust para un inversionista promedio

### Carteras Recomendadas

- Hemos decidido, al igual que en los últimos tres meses, mantener una posición neutral en el margen renta variable-renta fija. Seguimos sobreponderando la renta fija local sobre la global, pero ahora estamos más balanceados en lo que es renta variable.

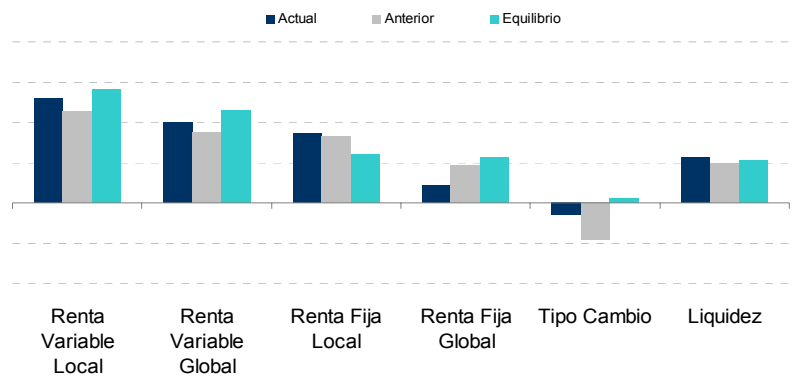


Figura 4.d: Evolución rentabilidades esperadas por clases de activos

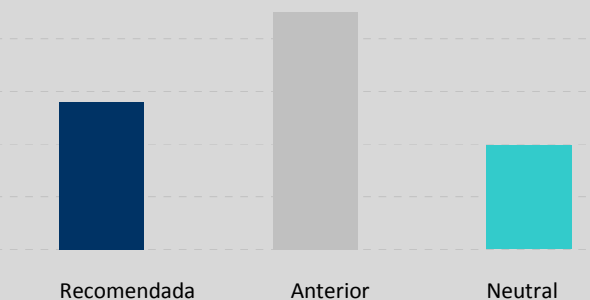


Figura 4.b: Porcentaje de inversión en moneda local en cartera recomendada por IM Trust

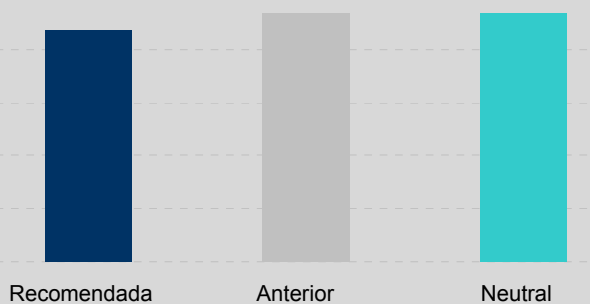


Figura 4.c: Porcentaje de inversión en renta fija en cartera recomendada por IM Trust

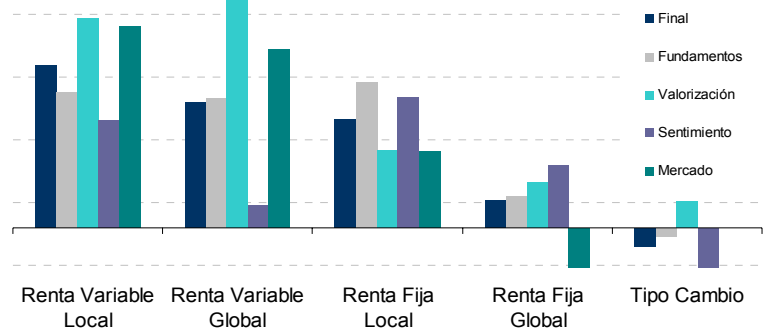


Figura 4.e: Rentabilidades esperadas por clases de activos, según Fundamentos, Valorización, Sentimiento y Mercado.

## Equipo de Estrategia

Matías Braun	:	Director de Estrategia	
Damián Gelerstein	:	Analista	(dgelerstein@imtrust.cl)
Jose Ignacio Villarroel	:	Analista	(jivillarroel@imtrust.cl)
Gonzalo Reyes	:	Analista	(greyes@imtrust.cl)

## Anexo 1: Renta Variable Internacional\*

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

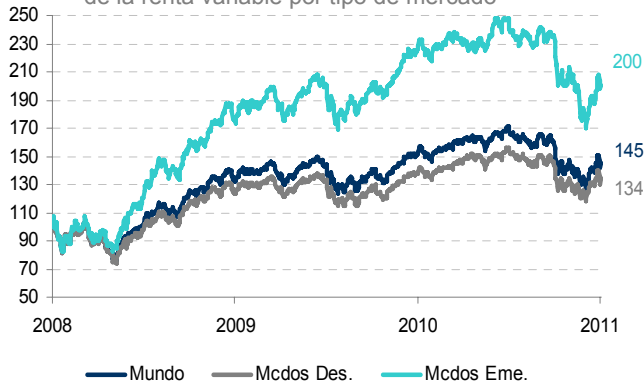


Figura A1.2: Evolución del ratio precio/utilidad de la renta variable por zona desarrollada

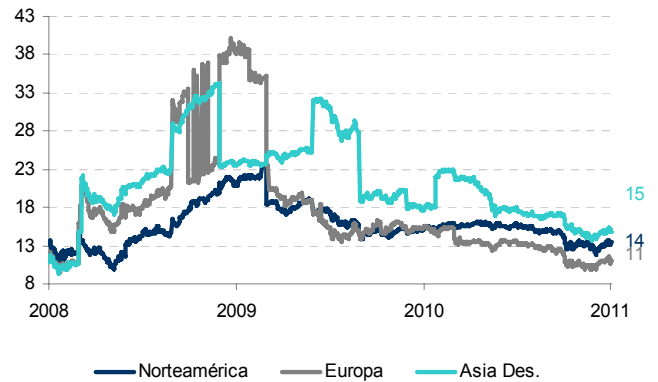


Figura A1.3: Evolución de los precios (US\$) de la renta variable por zona desarrollada

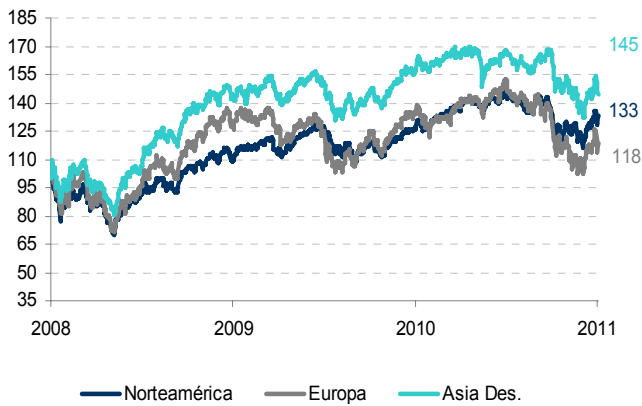
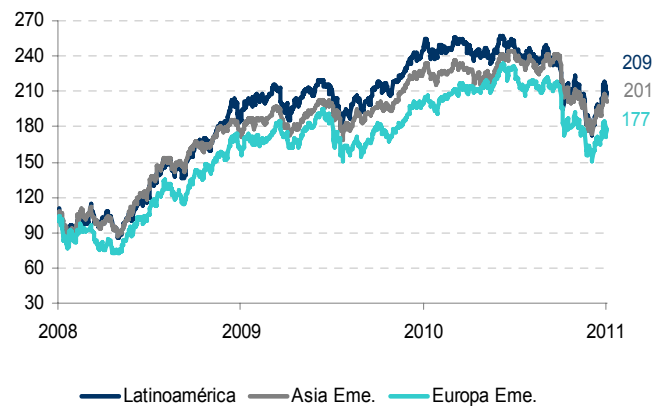


Figura A1.4: Evolución de los precios (US\$) de la renta variable por zona emergente



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

## Anexo 2: Renta Fija Internacional\*

Figura A2.1: Evolución de la TPM por tipo de mercado

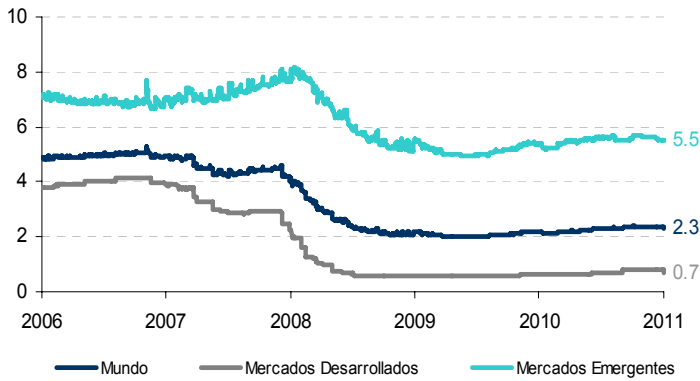


Figura A2.2: Evolución de la tasa a 10 años por tipo de mercado

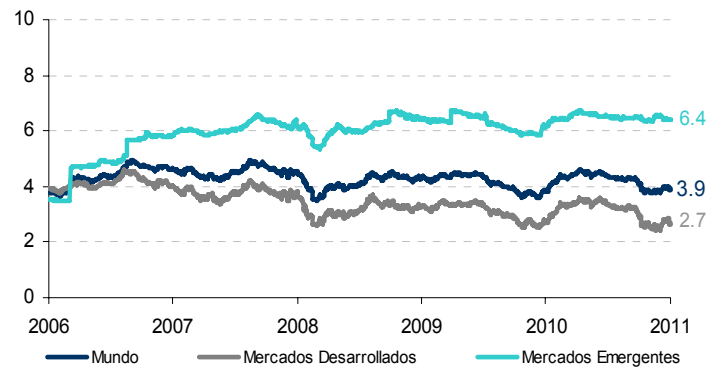
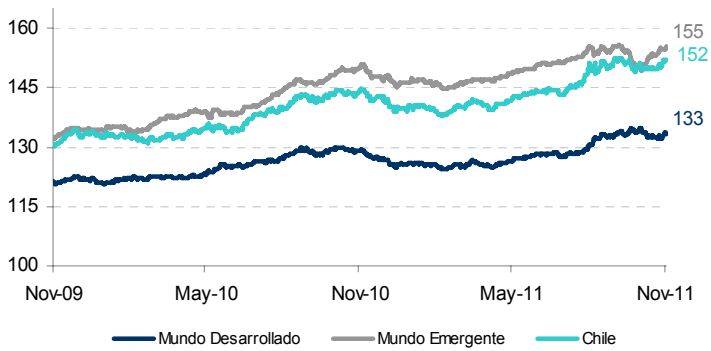


Figura A2.3: Evolución de las rentabilidades (US\$) por tipo de mercado



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

## Anexo 3: Renta Variable Local\*

Figura A3.1: Evolución índices locales

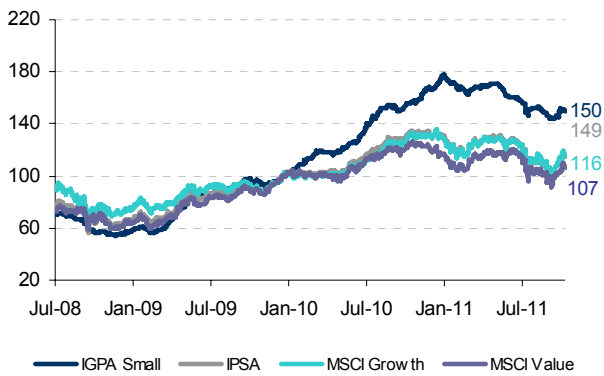


Figura A3.3: Rentabilidades por sectores

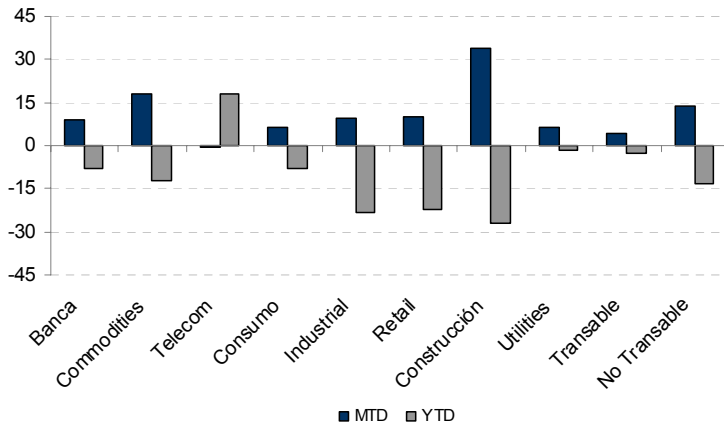


Figura A3.2: Rentabilidades índices locales y acciones destacadas

Índices Locales	MTD	YTD
<b>IPSA</b>	11.3%	-12.2%
<b>IPSA Small</b>	3.8%	-9.8%
<b>IPSA Large</b>	10.3%	-10.8%
<b>Banca</b>	8.8%	-8.1%
<b>Commodities</b>	17.8%	-12.2%
<b>Telecom</b>	-0.5%	18.1%
<b>Consumo</b>	6.4%	-7.8%
<b>Industrial</b>	9.4%	-23.1%
<b>Retail</b>	9.9%	-22.1%
<b>Utilities</b>	6.4%	-1.7%
<b>Const &amp; Inmob</b>	20.4%	-19.5%
<b>Transable</b>	13.6%	-17.7%
<b>No Transable</b>	8.6%	-6.8%

### TOP 5 IPSA Mes

Ganadores Mes	MTD	YTD
<b>Socovesa</b>	41.8%	-35.4%
<b>Ripley</b>	23.5%	-19.5%
<b>SK</b>	20.8%	-18.0%
<b>Copec</b>	19.9%	-17.4%
<b>SM Chile B</b>	19.8%	9.3%

Perdedores Mes	MTD	YTD
<b>La Polar</b>	-23.9%	-90.4%
<b>Entel</b>	-2.9%	22.1%
<b>Minera</b>	-0.6%	-6.4%
<b>Banco Santander</b>	1.2%	-10.4%
<b>CCU</b>	1.5%	-2.3%

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

## Anexo 4: Renta Fija Local\*

Figura A4.1: Tasas Nominales  
(Pesos 5 y 10 años)

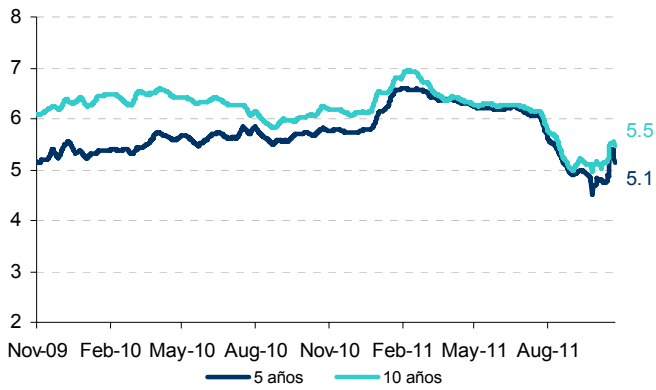


Figura A4.2: Tasas Reales  
(UF 5, 10 y 20 años)

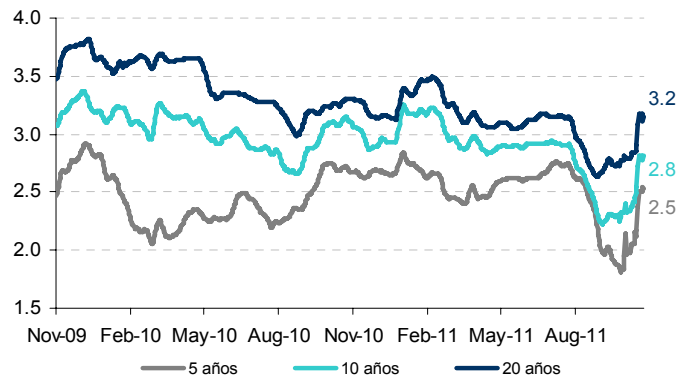


Figura A4.3: Curva de tasas

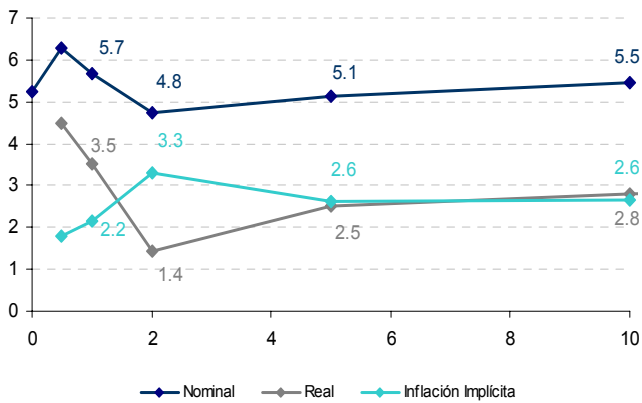
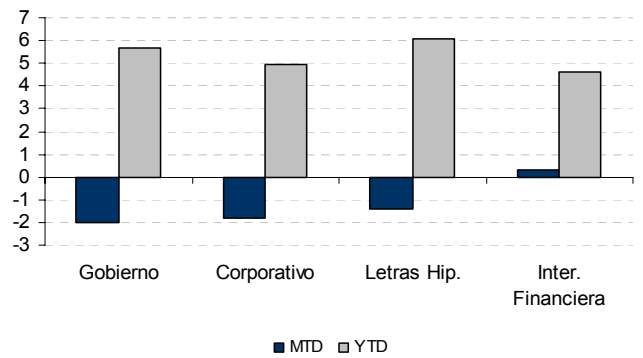


Figura A4.4: Rentabilidades (%)  
por tipo de activo



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

## Anexo 5: Monedas (USD/moneda local)\*

Figura A5.1: Evolución de las monedas por tipo de mercado

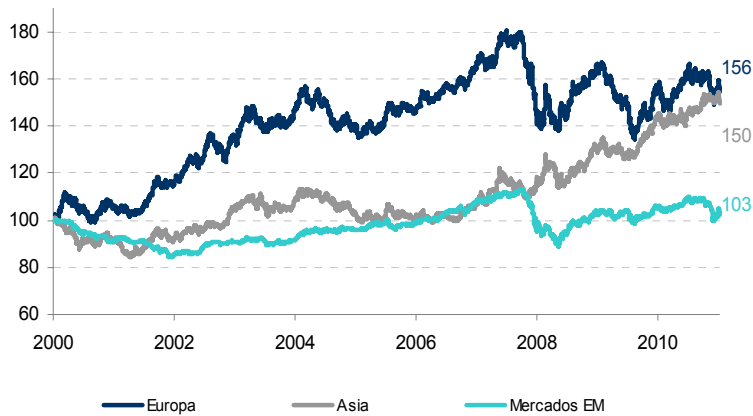


Figura A5.2: Evolución de las monedas de los mercados emergentes



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

## Anexo 6: Economía Internacional\*

Tabla A6.1: Crecimiento PIB por tipo de mercado

Crecimiento GDP (%)	YoY	12M	03 - 07
Mundo	2.9 ▼	4.5	4.1
Mercados Desarrollados	1.3 ▼	3.2	2.5
NorteAmérica	1.7 ▼	3.5	2.7
Europa	1.5 ▼	2.2	2.2
Asia Desarrollada	-0.3 ▼	4.9	2.6
Mercados Emergentes	6.1 ▼	7.0	7.3
EM America Latina	4.0 ▼	5.8	4.7
EM Asia	7.4 ▼	8.4	8.6
EM Europa E y otros	5.0 ▲	4.5	6.9
Chile	6.8 =	6.9	4.9

Figura A6.1: Crecimiento PIB por tipo de mercado

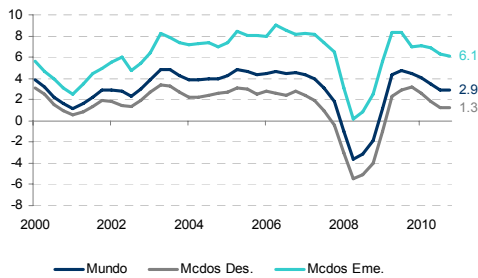


Tabla A6.2: Variación producción industrial por tipo de mercado

Producción Industrial (%)	YoY	12M	03 - 07
Mundo	4.1 ▼	6.5	4.8
Mercados Desarrollados	2.5 ▼	5.4	2.0
NorteAmérica	3.4 ▼	5.6	2.2
Europa	3.7 ▼	5.3	1.8
Asia Desarrollada	-3.1 ▼	5.0	1.7
Mercados Emergentes	7.6 ▼	8.7	10.8
EM America Latina	3.6 ▼	4.6	6.6
EM Asia	10.0 ▼	10.8	12.7
EM Europa E y otros	5.6 ▼	7.7	10.4
Chile	5.2 ▲	1.7	4.4

Figura A6.2: Variación producción industrial por tipo de mercado

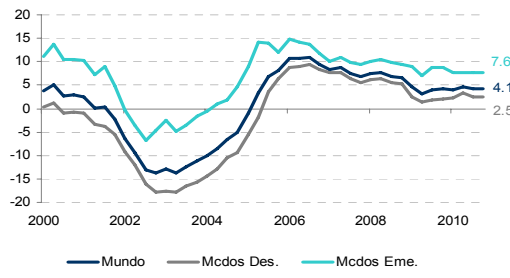


Tabla A6.3: Inflación por tipo de mercado

Inflación CPI (%)	YoY	12M	03 - 07
Mundo	4.1 ▲	2.8	3.5
Mercados Desarrollados	3.0 ▲	1.5	2.3
NorteAmérica	3.8 ▲	1.3	3.0
Europa	3.0 ▲	2.0	2.2
Asia Desarrollada	0.9 ▲	0.7	0.8
Mercados Emergentes	6.5 ▲	5.6	5.9
EM America Latina	7.8 ▲	6.7	6.5
EM Asia	6.2 ▲	4.9	4.7
EM Europa E y otros	6.0 =	6.1	8.3
Chile	3.3 ▲	-1.4	2.9

Figura A6.3: Inflación por tipo de mercado

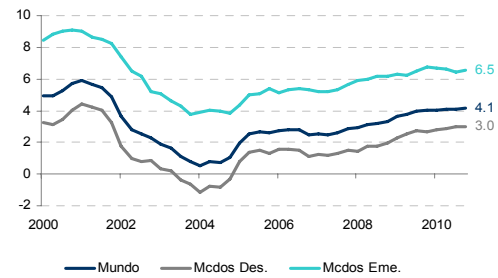


Figura A6.4: Crecimiento PIB zona desarrollada

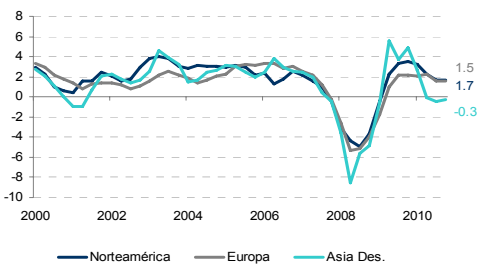


Figura A6.5: Variación producción industrial zona desarrollada

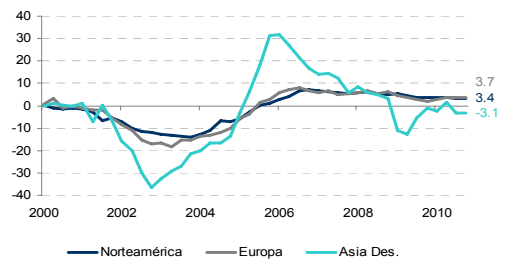


Figura A6.6: Inflación zona desarrollada

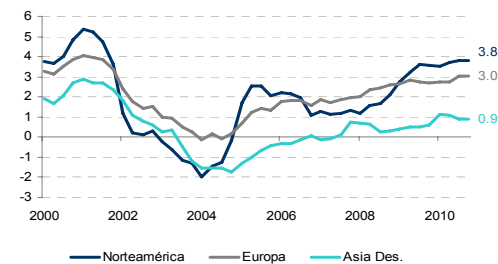


Figura A6.7: Crecimiento PIB zona emergente

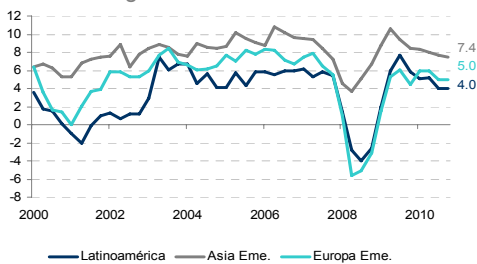


Figura A6.8: Variación producción industrial zona emergente

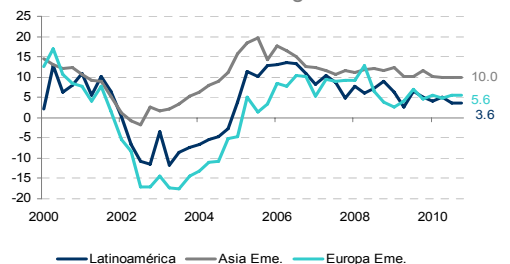
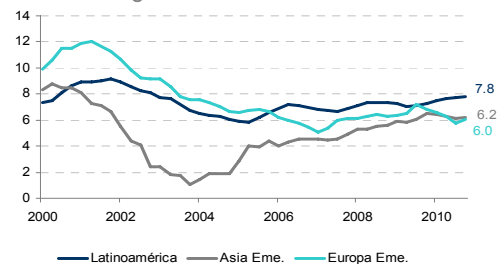


Figura A6.9: Inflación zona emergente



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

## Anexo 7: Economía Local

Figura A7.1: Índice mensual de actividad económica.

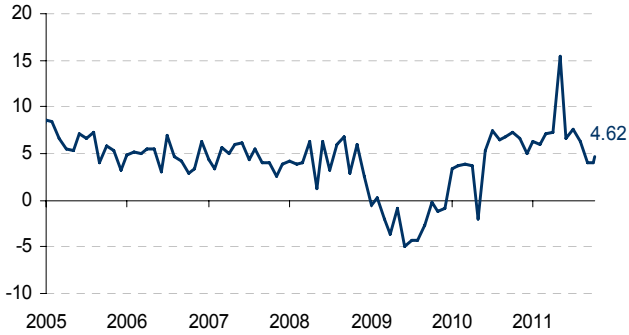


Figura A7.2: Inflación.

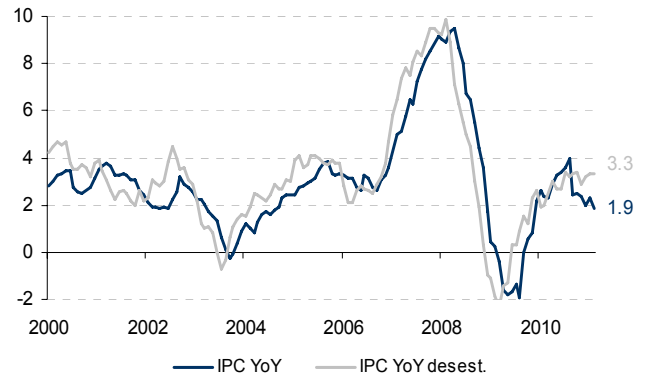


Figura A7.3: Tasa de desempleo

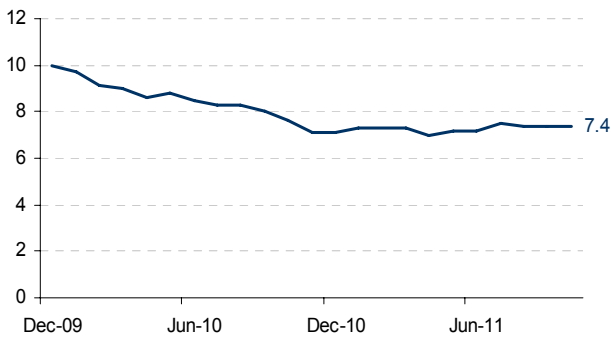


Figura A7.4: Cuenta Corriente como porcentaje del PIB

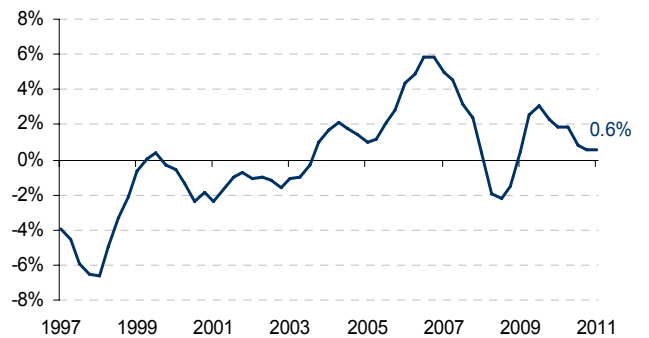


Figura A7.5 Tipo de cambio real (CLP/USD)

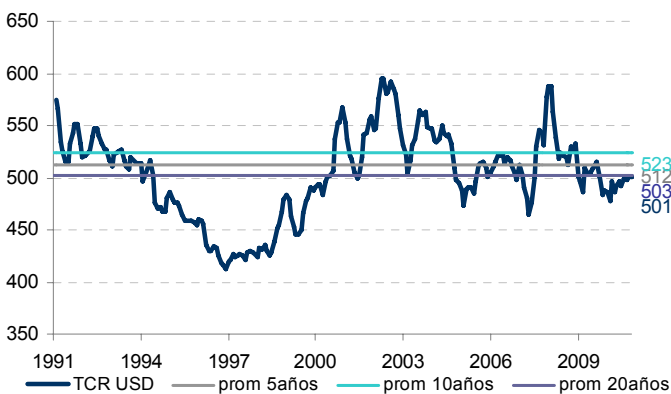
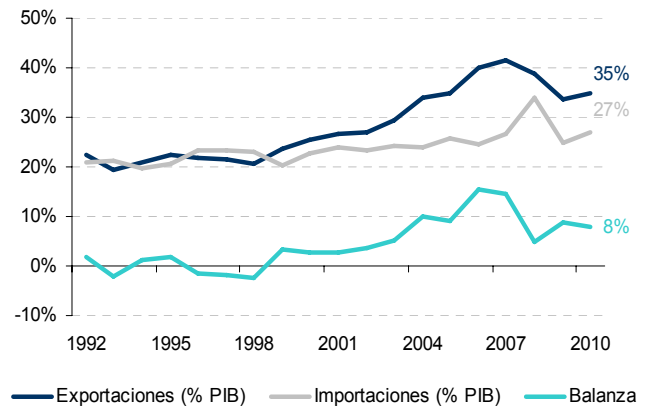


Figura A7.6: Balanza comercial (como porcentaje del PIB)



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

## Anexo 8: Economía Latinoamericana

Figura A8.1: PIB Brasil

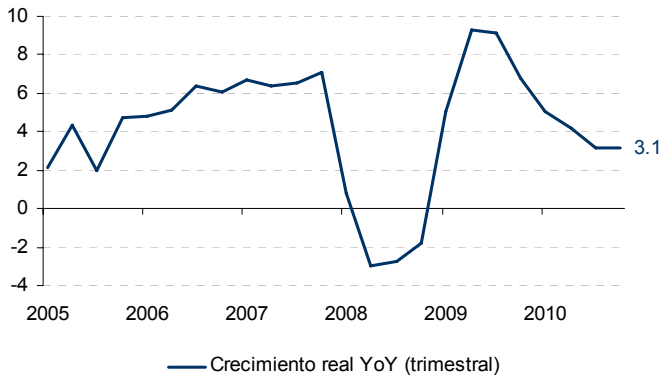


Figura A8.2: Inflación Brasil

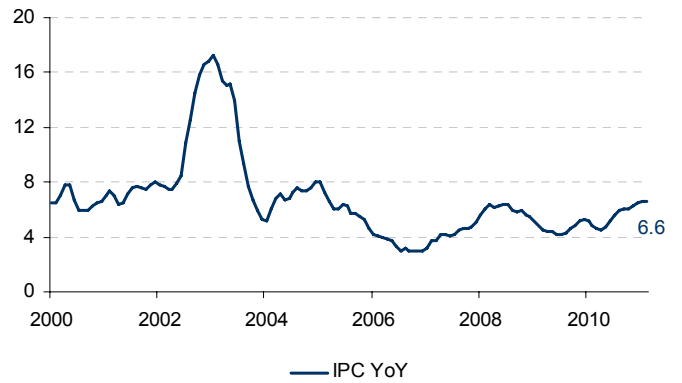


Figura A8.3: PIB Perú

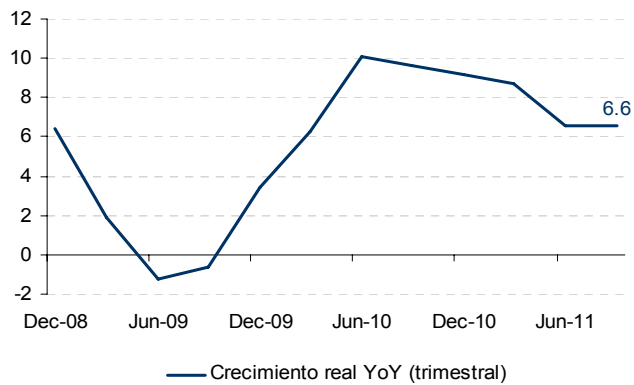


Figura A8.4: Inflación Perú

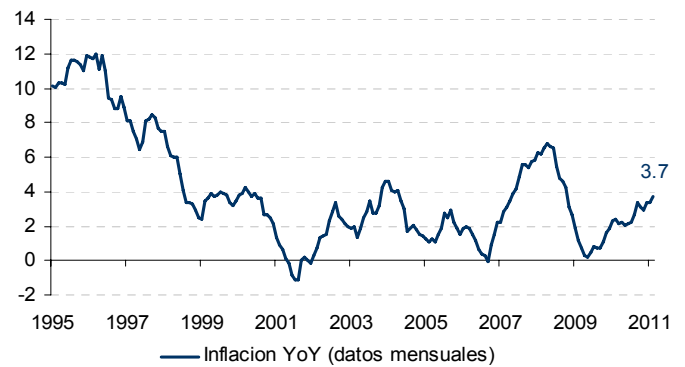


Figura A8.5: PIB Colombia

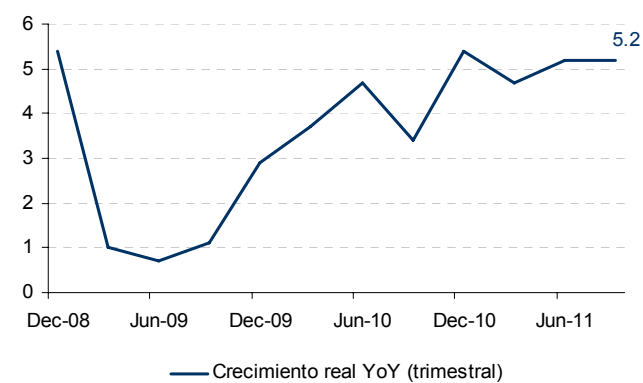


Figura A8.6: Inflación Colombia



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