

ESTRATEGIA

Informe Mensual

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

Cobre, Tipo de Cambio y Crecimiento Mundial

Matías Braun



Figura 1: Demanda, oferta y precio del cobre.
(Fuente IM Trust, Bloomberg)

Durante las últimas dos semanas se rebajaron casi medio punto las expectativas de crecimiento mundial, para llegar, en promedio, a 2.9% en 2011 y 3.2% el 2012 (en dólares corrientes). Si bien esas tasas no son muy distintas de las tradicionales (3.4% entre 1998 y 2007) y las expectativas a más largo plazo no han cambiado (por ejemplo, el FMI estima que desde el 2016 volveremos a crecer lo normal), ciertamente que cambian el escenario de corto plazo en el sentido de deprimir los fundamentos y el sentimiento de los inversionistas.

Como hemos comentado anteriormente, el cobre ha sido tradicionalmente el indicador líder del crecimiento mundial (más precisamente de la producción industrial, pero ésta se correlaciona en forma importante con el crecimiento). Y por esto es que es del todo esperable que su precio caiga. Lo relevante, claro, es determinar cuánto debiese haber caído. Nuestros cálculos indican que los fundamentos macro, que determinan la demanda y oferta del metal, debieran llevar a éste a alrededor de los 3 dólares setenta centavos. Éste es el precio al que debiese converger el cobre en el largo plazo. Ahora, si consideramos al cobre como un activo financiero, lo podemos comparar con la evolución reciente de otros activos con riesgos similares. Esta dimensión, que se relaciona con la evolución del precio en el mediano plazo, nos llevaría a estimar un valor un dólar menor al fundamental puesto que en los últimos años ha rentado muchísimo. El sentimiento por estos días es claramente negativo, implicando un nivel de 3.00 a 3.10. Por último, los analistas estiman que debiese volver a los 4 dólares. Juntando todos estos elementos, para tener una visión integral, nos lleva a pensar que el cobre debiese rebotar a algo cercano a los tres dólares sesenta la libra.

Es claro que el precio de este metal afecta en forma importante los términos de intercambio de la economía y los flujos de divisa disponibles. Por ende, se relaciona directamente con la evolución del tipo de cambio. Nuestros cálculos sugieren que si llegamos al nivel comentado, la paridad peso-dólar debiese caer a los 490. Pero éste no es el único cambio reciente en el contexto chileno que afecta a este precio. Entre otros elementos que presionan al alza al dólar, han caído las estimaciones de crecimiento y de inflación y, por tanto, las de evolución de la tasa de política. Y, por cierto, que el sentimiento es también al alza. De manera que nuestra estimación implica que el peso debiese apreciarse para llegar a alrededor de 500 en el algún momento de las próximas semanas.

El mercado, sin embargo, ha estado valorando al dólar unos quince a 30 pesos por sobre esto en los últimos días, 60 pesos más que hace un par de semanas. Afortunadamente, si nos basamos en la evolución del diferencial de tasas de los bonos de gobierno en pesos y dólares, los inversionistas parecen

creer que el alza reciente será casi completamente permanente. En efecto, desde que empezó a caer fuerte el cobre y el peso, la depreciación implícita en las tasas de los bonos del banco central y el gobierno a mediano plazo (la diferencial entre las denominadas en pesos y aquellas en dólares) prácticamente no ha variado. De forma que el dólar habría subido un escalón pero no cambiado su evolución futura esperada y en vez de llegar a 490 en 5 años, llegaría a 550, los mismos 60 pesos. Ciertamente que no es lo que estamos esperando nosotros, puesto que pensamos que hay un componente transitorio bastante importante.

	Tipo de cambio de mercado (pesos/dólar)	Tipo de cambio implícito a 5 años
Segunda Semana de Septiembre	463	486
Primera Semana de Octubre	520	549
Cambio	57	62

Figura 2: Tipo de cambio: evolución reciente y perspectivas futuras implícitas en las tasas.
Fuente (IM Trust, Bloomberg)

Evolución de los Mercados

Renta Variable Internacional

- En el último mes, la renta variable internacional tuvo pérdidas aún mayores que con respecto al mes de Agosto. Estas se vieron impulsadas por la creciente incertidumbre en los mercados globales producto de la crisis de deuda soberana en Europa.
- Los mercados emergentes se desplomaron un 14,8%, aumentando considerablemente las pérdidas acumuladas en lo que va de este año. Por otra parte, los desarrollados cayeron un 8,8%, incluso más que en el mes anterior.
- Pese a la compleja situación en EEUU, el mercado Norteamericano es el que ha presentado mejores resultados relativos. La situación en Europa continúa empeorando, con cifras levemente inferiores a las del mes anterior.

Renta Fija Internacional

- La renta fija internacional en dólares presentó pérdidas durante este mes en todas las regiones, excepto el mercado Norteamericano donde se registraron rentabilidades positivas.
- Esto se explica en parte importante por la apreciación del dólar respecto al resto de las monedas del mundo.

Monedas

- A mediados de mes, el dólar se apreció fuertemente respecto a todas las monedas, especialmente en América Latina y Europa Emergente.
- En Chile, producto de una fuerte baja en el precio del cobre, el peso se depreció un 11,3%, aun más que en el resto de Latino América y el mundo. Registrando su máximo valor desde Julio de 2010.
- La mayor depreciación relativa de las monedas de América Latina, es producto de la alta correlación existente entre la demanda de commodities y la producción industrial. De esta forma incertidumbre sobre la demanda mundial afecta el precio de los commodities, deteriorando los términos de intercambio de economías centradas en materias primas y depreciando su moneda. El cobre al tener una mayor correlación que el resto de las materias primas reaccionó de forma más fuerte, generando una depreciación del peso, aun mayor a la del resto de las monedas de América Latina.

Commodities

- Los commodities tuvieron una evolución negativa durante septiembre. Mientras el petróleo caía un 11% el cobre anotó una baja de 24%. Esto está determinado por las menores expectativas de crecimiento y los temores de una posible recesión global. Lo que se condice con una mayor incertidumbre respecto de la demanda mundial futura de materias primas.

Resumen Clases de Activos Globales

- La renta variable mundial se encuentra un 17% bajo su nivel de hace 5 años (ver Figura 3).
- En contraste, la renta fija todavía se encuentra por sobre los niveles del 2006.
- Las inversiones alternativas (*commodities*, *hedge funds*, inversiones inmobiliarias y *private equity*) están casi un 24% bajo el nivel que tenían hace 5 años.

Renta Variable - Internacional (US\$, %)	Mes	2011
Mundo	-9.7	-15.1
Mercados Desarrollados	-8.8	-13.8
Norte America	-8.0	-10.9
Europa	-11.0	-17.3
Asia Desarrollada	-7.5	-15.6
Mercados Emergentes	-14.8	-23.5
EM America Latina	-17.5	-27.6
Chile	-19.7	-29.0
EM Asia	-12.9	-21.6
EM Europa y Otros	-18.9	-25.6

Renta Fija - Internacional (US\$, %)	Mes	2011
Mundo	-2.5	5.4
Mercados Desarrollados	-1.9	7.0
Norte America	1.1	8.4
Europa	-5.2	5.5
Asia Desarrollada	-1.7	6.8
Mercados Emergentes	-4.2	3.2
EM America Latina	-3.6	5.6
Chile	-0.1	7.1
EM Asia	-4.0	3.6
EM Europa E y otros	-5.5	-0.3

Moneda (USD / Local, %)	Mes	2011
Mundo	-4.2	-1.0
Mercados Desarrollados	-3.4	0.4
Norte America	-0.7	-0.5
Europa	-6.7	0.0
Asia Desarrollada	-2.1	3.3
Mercados Emergentes	-6.0	-4.0
EM America Latina	-10.8	-8.8
Chile	-11.3	-10.0
EM Asia	-2.7	-0.2
EM Europa E y otros	-9.5	-8.6

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

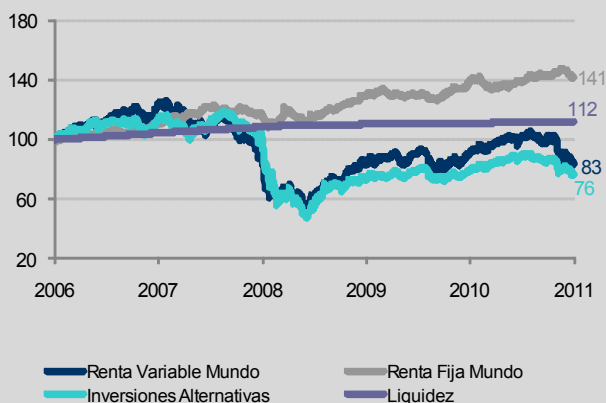


Figura 3: Rentabilidad Renta Variable, Renta Fija, Liquidez e Inversiones Alternativas
(Fuente: Bloomberg, IM Trust)

Indices Locales (\$)	Mes	YTD
IPSA	-9,3	-21,1
IGPA Small	-5,4	-13,1
IGPA Large	-8,5	-19,1
Transable	-14,0	-27,6
No Transable	-5,2	-11,6

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

Renta Variable Local

- El IPSA, en línea con los mercados internacionales anotó una baja de 9.3%. Determinada principalmente por la incertidumbre internacional.
- Las empresas pequeñas también tuvieron pérdidas, aunque más moderadas que las del IPSA y menores a las del mes anterior. Lo que se puede deber a que en general el IGPA Small está subestimado por la baja liquidez de las acciones en dicho índice.
- El sector no transable se mantuvo en línea con el rendimiento general del mercado, mientras que el sector transable tuvo un rendimiento algo menor al del mercado en general. Lo que se corresponde con una mayor incertidumbre mundial.

Renta Fija Local

- El Banco Central mantuvo nuevamente la tasa de política monetaria en 5.25%, consistente con lo que el mercado esperaba.
- Los analistas revisaron nuevamente a la baja sus expectativas de inflación para el 2011 de 3.6% a 3%, lo que está en línea con las menores presiones inflacionarias tanto en transables como en no transables. Por otro lado las expectativas de crecimiento bajaron de 6.5% a 6.3%.
- Producto de la baja en las expectativas inflacionarias y de crecimiento, se espera una política monetaria más laxa, lo que determinó una fuerte caída en las tasas largas.

Peso-dólar

- El dólar tuvo una fuerte reversión llegando a 519, lo que está muy por sobre el promedio observado durante el año, esto se debe principalmente a una depreciación generalizada del resto de las monedas frente al dólar junto con la caída del precio del cobre en 24.3% y ambos factores están determinados por una creciente incertidumbre sobre el panorama mundial.
- En la última semana producto de las nuevas políticas implementadas por el ECB, destinadas a resguardar la estabilidad del sistema bancario Europeo, los mercados se han tranquilizado, anotando en lo acumulado del mes un aumento en el 6.15% en el S&P500 y un 7.37% sobre el IPSA. Por otro lado, el dólar ha retornado a valores similares a los de finales de Septiembre, después de apreciarse bastante en la primera semana de Octubre.



Figura 4: Evolución de las tasas en Chile
(Fuente: Bloomberg, IM Trust)

Determinantes de los Resultados

Fundamentos

- Las expectativas de crecimiento de Estados Unidos para este año se ubicaron en 1,6%. Esta cifra era de 1,75% y 2,5% a principios y finales de agosto, respectivamente. En tanto, para Europa se corrigieron las proyecciones desde un 1,7% a un 1,6%. Esto deja a las expectativas de crecimiento mundial en 2,9%.
- La inflación se encuentra en niveles normales de entre 3 y 3,5%. De mantenerse así, no debieran presionar al alza a las tasas de política.
- En Chile, la tasa base se mantuvo constante en 5,25%. Los analistas redujeron la inflación esperada para el 2011 de 3,6% a 3%. El crecimiento proyectado se corrigió levemente a la baja, desde 6,5% a 6,3%. Para el 2012, la expectativa de actividad fue corregida significativamente de 5% a 4,7%. Cabe destacar que esta cifra hace dos meses era de 5,3%. Esto determinó una fuerte caída en las tasas largas, tanto en pesos como en dolares, dada producto de las expectativas bajas futuras en la tasa de política dada la coyuntura.
- El IPSA en línea con una baja generalizada en la renta variable internacional de 9,7% bajo un 9,3%, acumulando una rentabilidad anual de -27%.

Valorización

- Las razones Precio/Utilidad (P/U) y Precio/Libro (P/B) -y casi todas las demás medidas de valorización- siguen disminuyendo. Se amplía así la diferencia con sus promedios de los últimos años. El promedio del mundo para P/U desde el 2003 a 2007 fue de 18,1 y hoy es de 11,4.
- 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.

Sentimiento

- El sentimiento continúa negativo principalmente por la crisis de la deuda soberana en Europa, especialmente por la alta probabilidad de default y la exposición de los principales bancos europeos a las deudas de Grecia, Italia, Francia, España, Irlanda y Portugal.

Mercado

- Los analistas redujeron los precios objetivos tanto para el mercado local como el global lo que, sumado a la baja en los precios de los activos, proyecta alzas cercanas al 27% y 23% para la renta variable local y global, respectivamente.

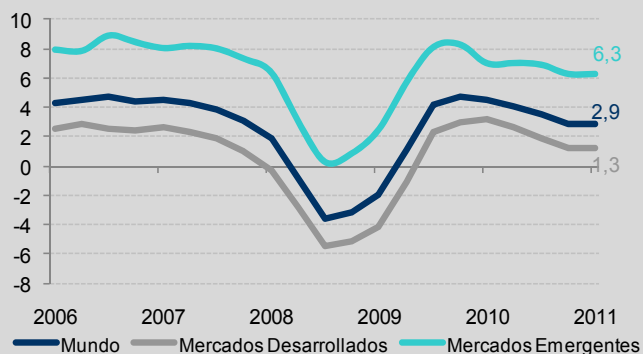


Figura 4: Crecimiento del PIB
(Fuente: Bloomberg, IM Trust)

	P/U		P/B	
	Hoy	03 - 07	Hoy	03 - 07
Mundo	11.4	18.1	1.5	2.3
Mercados Desarrollados	12.2	20.0	1.4	2.3
Norte America	12.6	18.5	1.8	5.2
Europa	10.0	18.8	1.1	3.6
Asia Desarrollada	16.1	26.5	1.2	5.2
Mercados Emergentes	9.8	14.0	1.5	2.0
EM Latin America	10.0	12.6	1.4	1.5
EM Asia	10.2	15.0	1.6	5.3
EM Europa E y otros	8.3	12.9	1.2	0.6
Chile	15.0	20.3	1.9	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 menor a la de equilibrio en los próximos 12 meses, lo mismo se espera para la renta fija global. Por otra parte, pronosticamos que la renta fija local tendrá rendimientos por sobre lo normal y bastante mayores a los bonos internacionales.
- El bajo retorno esperado para la renta variable global se atribuye principalmente al factor del sentimiento de mercado, que se encuentra decididamente en terreno negativo.
- Esperamos una baja importante en el dólar elemento que incide en una mayor rentabilidad de la inversión local que en los meses anteriores

Carteras Recomendadas

- De acuerdo con lo anterior, hemos decidido mantener la posición de los últimos dos meses. En términos relativos, seguimos dando preferencia a la renta fija local por sobre la internacional y a la renta variable global sobre la local.
- En el otro margen relevante, la ponderación de la renta fija es neutral, mientras que la posición local es mayor a la normal.

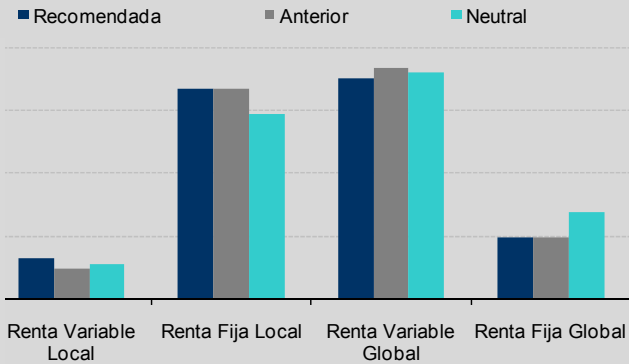


Figura 6.a: Porcentaje de inversión por clase de activo recomendada por IM Trust para un inversionista promedio

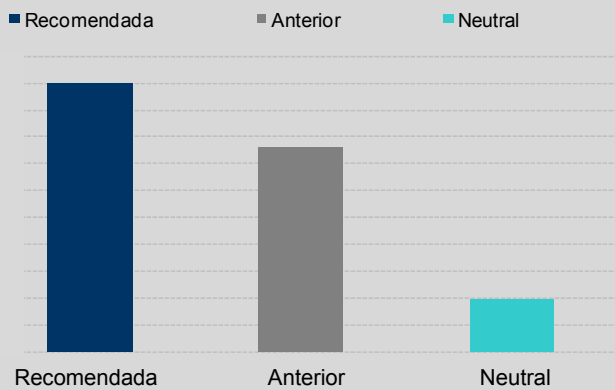


Figura 6.b: Porcentaje de inversión en moneda local en cartera recomendada por IM Trust

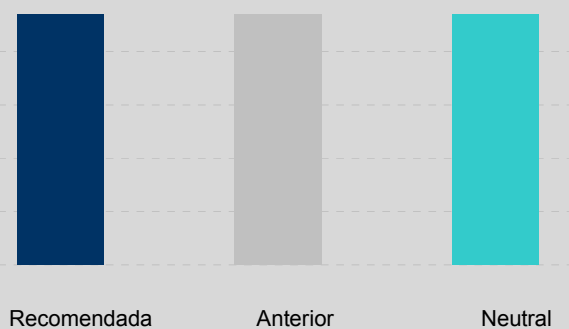


Figura 6.c: Porcentaje de inversión en renta fija en cartera recomendada por IM Trust

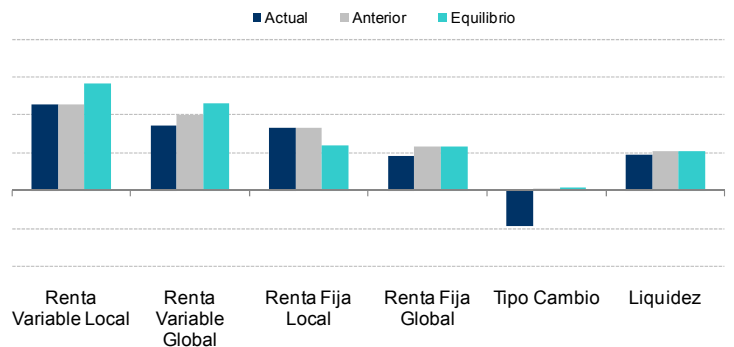


Figura 6.d: Evolución rentabilidades esperadas por clases de activos

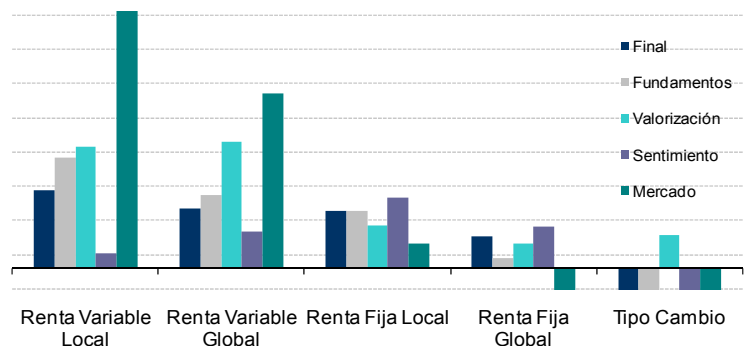


Figura 6.e: Rentabilidades esperadas por clases de activos, según Fundamentos, Valorización, Sentimiento y Mercado.

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

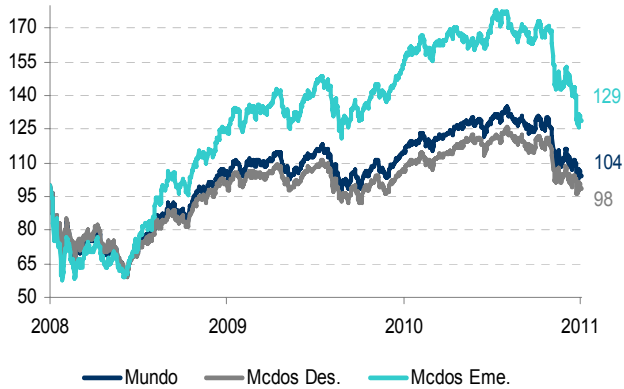


Figura A1.2: Evolución del ratio precio/utilidad de la renta variable por zona desarrollada

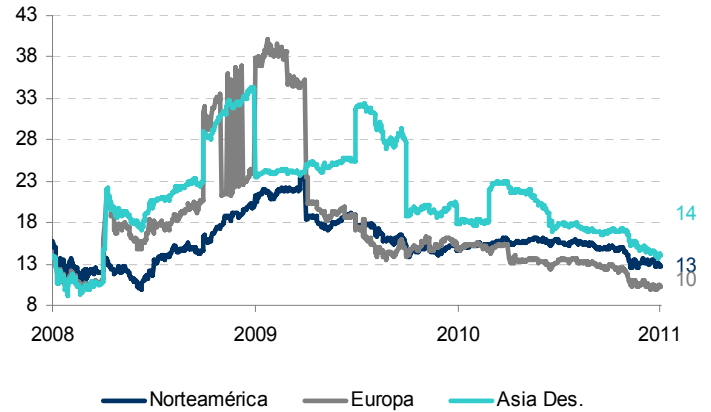


Figura A1.3: Evolución de los precios (US\$) de la renta variable por zona desarrollada

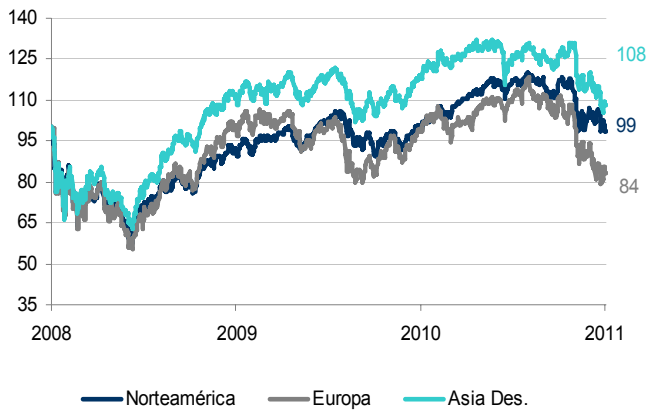
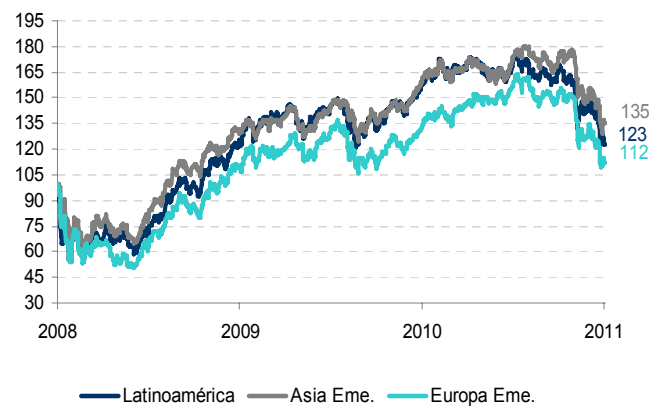


Figura A1.4: Evolución de los precios (US\$) de la renta variable por zona emergente



* 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

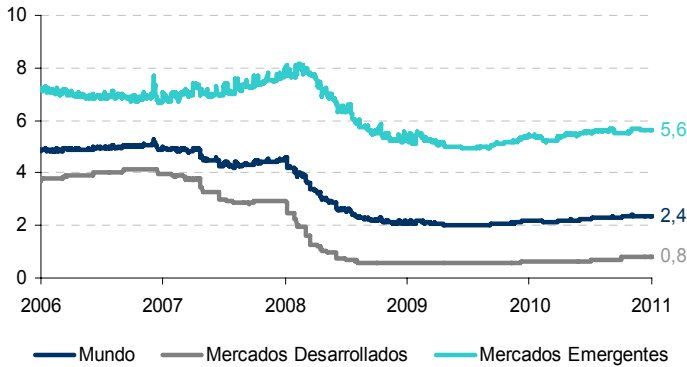


Figura A2.2: Evolución de la tasa a 10 años por tipo de mercado

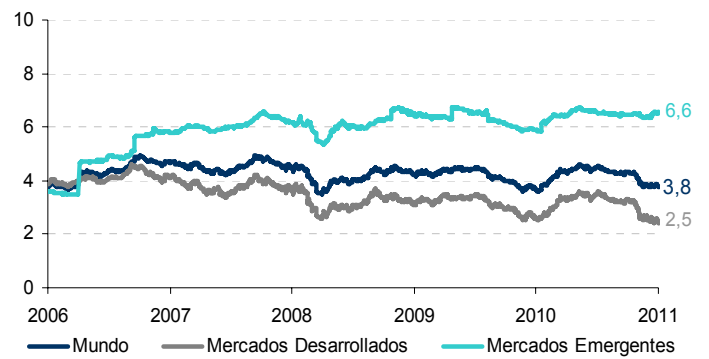
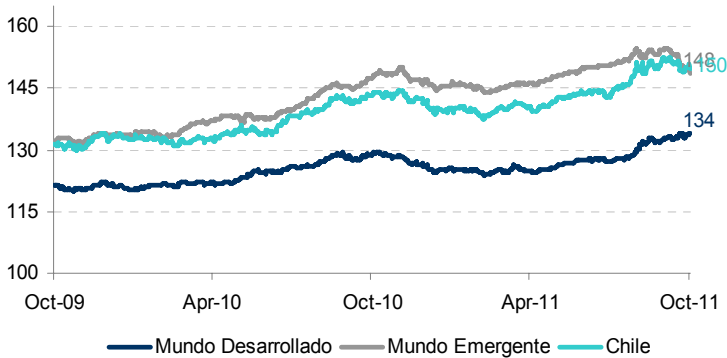


Figura A2.3: Evolución de las rentabilidades (US\$) por tipo de mercado



* Fuente: IM Trust en base a datos de Bloomberg

Anexo 3: Renta Variable Local*

Figura A3.1: Evolución índices locales

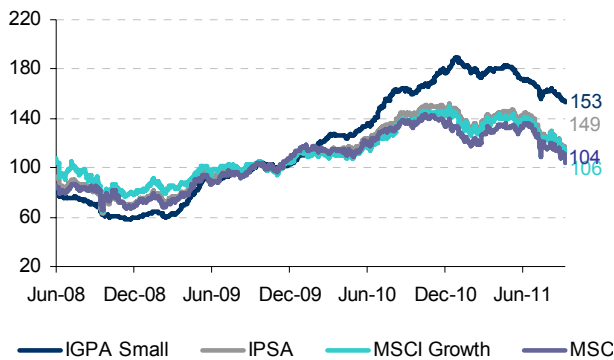


Figura A3.3: Rentabilidades por sectores

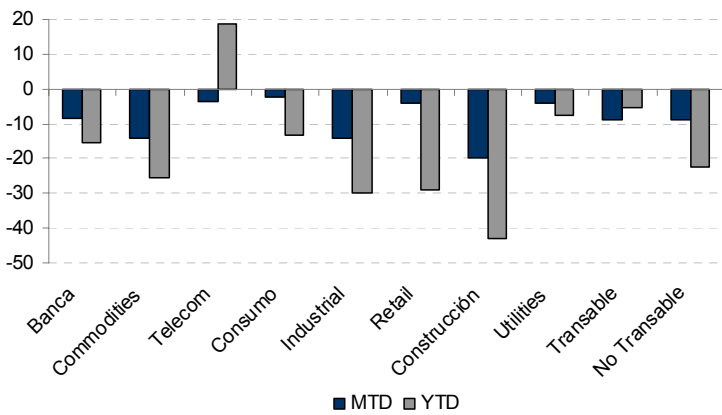


Figura A3.2: Rentabilidades índices locales y acciones destacadas

Índices Locales	MTD	YTD
IPSA	-9,3%	-21,1%
IPSA Small	-5,4%	-13,1%
IPSA Large	-8,5%	-19,1%
Banca	-8,5%	-15,5%
Commodities	-14,0%	-25,5%
Telecom	-3,6%	18,8%
Consumo	-2,3%	-13,3%
Industrial	-14,1%	-29,7%
Retail	-3,9%	-29,1%
Utilities	-3,9%	-7,6%
Const & Inmob	-9,2%	-22,6%
Transable	-14,0%	-27,6%
No Transable	-5,2%	-11,6%

TOP 5 IPSA Mes

Ganadores Mes	MTD	YTD
La Polar	6,5%	-87,4%
CCU	3,5%	-3,7%
Colbun	2,1%	-3,2%
Almendral	-0,8%	17,5%
Entel	-1,1%	25,8%

Perdedores Mes	MTD	YTD
Vapores	-48,0%	-80,0%
Socovesa	-27,6%	-54,5%
SK	-19,5%	-32,1%
CAP	-19,2%	-35,6%
Masisa	-18,4%	-38,5%

* Fuente: IM Trust en base a datos de Bloomberg

Anexo 4: Renta Fija Local*

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

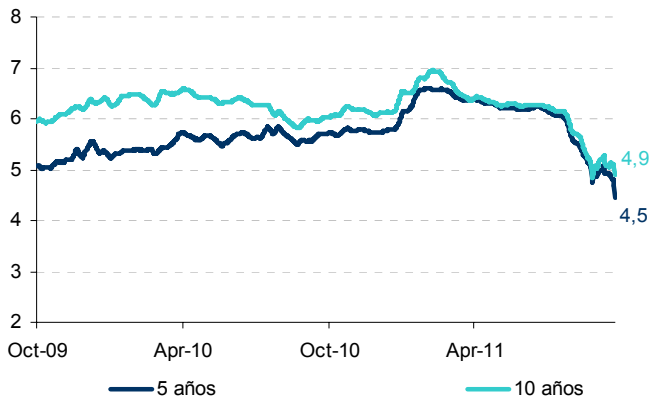


Figura A4.2: Tasas Reales
(UF 5, 10 y 20 años)

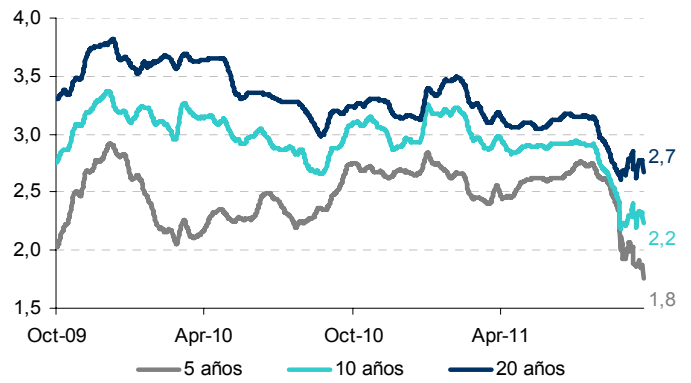


Figura A4.3: Curva de tasas

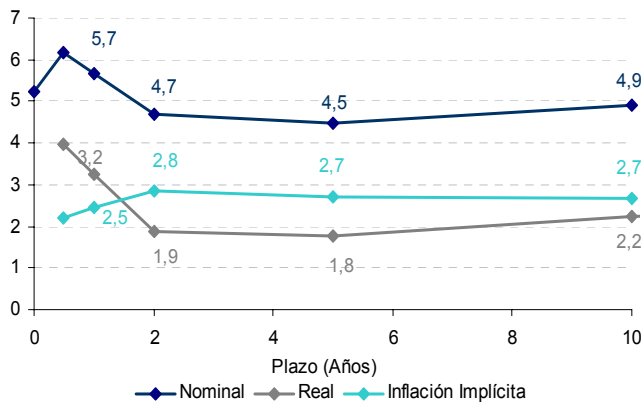
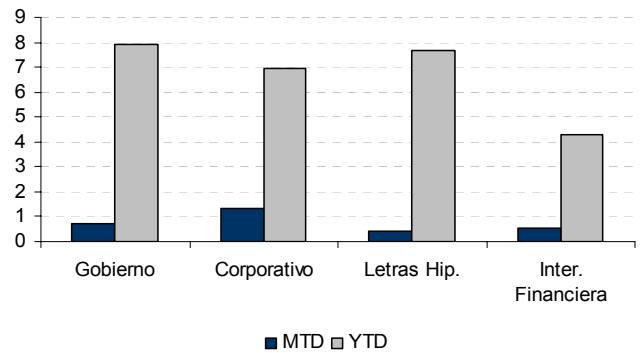


Figura A4.4: Rentabilidades (%)
por tipo de activo



* 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

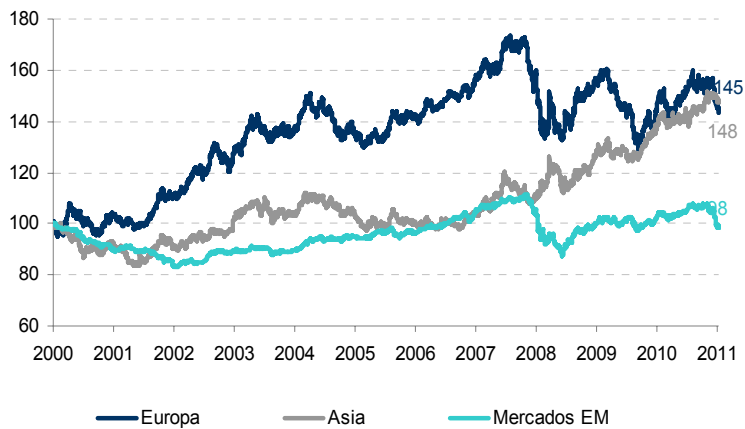
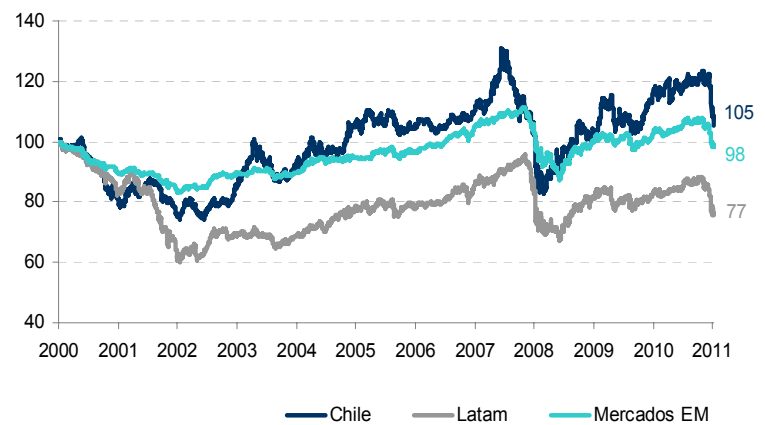


Figura A5.2: Evolución de las monedas de los mercados emergentes



* 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	3,4
Mercados Desarrollados	1,3 ▼	3,2	1,7
Norte America	1,7 ▼	3,5	1,8
Europa	1,6 ▼	2,2	1,7
Asia Desarrollada	-0,5 ▼	4,9	1,5
Mercados Emergentes	6,3 ▼	7,0	7,0
EM America Latina	4,0 ▼	5,8	4,7
EM Asia	7,7 ▼	8,4	8,3
EM Europa E y otros	5,0 ▲	4,5	6,2
Chile	6,8 =	6,9	4,6

Figura A6.1: Crecimiento PIB por tipo de mercado

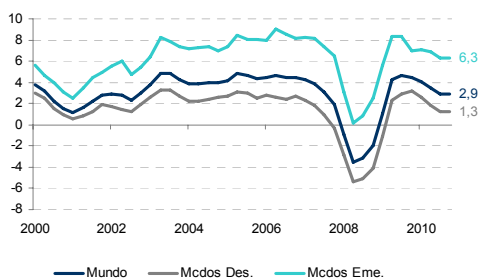


Figura A6.4: Crecimiento PIB zona desarrollada

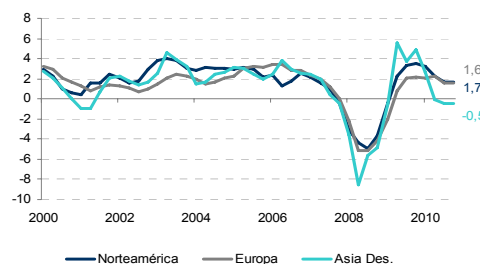


Figura A6.7: Crecimiento PIB zona emergente

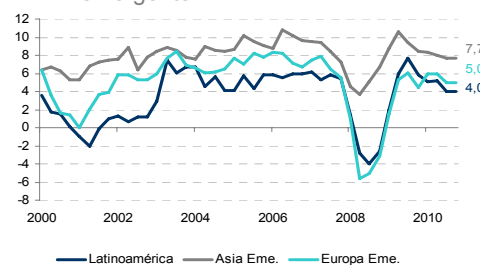


Tabla A6.2: Variación producción industrial por tipo de mercado

Producción Industrial (%)	YoY	12M	03 - 07
Mundo	4,5 ▼	7,2	4,8
Mercados Desarrollados	3,0 ▼	6,3	2,0
Norte America	3,5 ▼	5,9	2,3
Europa	3,0 ▼	4,8	1,8
Asia Desarrollada	1,4 ▼	10,5	1,9
Mercados Emergentes	7,8 ▼	9,0	10,9
EM America Latina	5,3 ▼	8,3	6,8
EM Asia	9,6 =	9,9	12,8
EM Europa E y otros	5,7 ▼	7,5	10,7
Chile	1,7 ▼	3,0	4,4

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

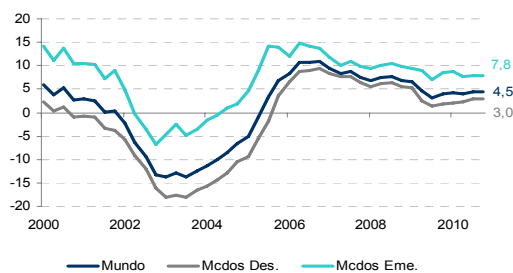


Figura A6.5: Variación producción industrial zona desarrollada

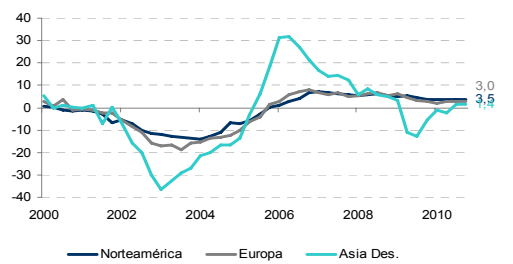


Figura A6.8: Variación producción industrial zona emergente

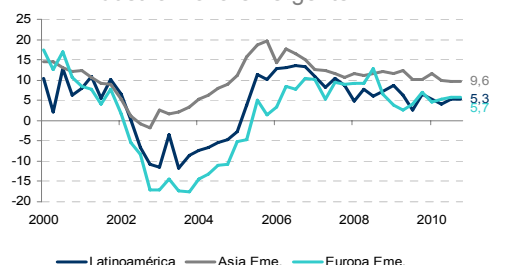


Tabla A6.3: Inflación por tipo de mercado

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

Figura A6.3: Inflación por tipo de mercado

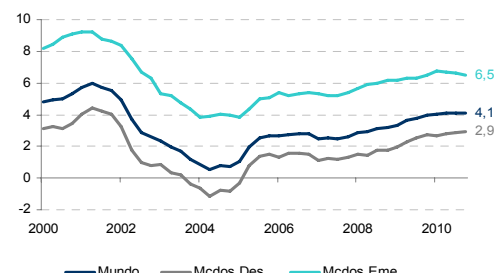


Figura A6.6: Inflación zona desarrollada

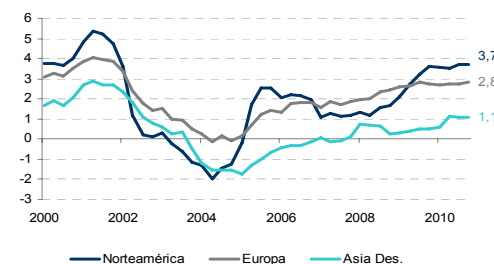
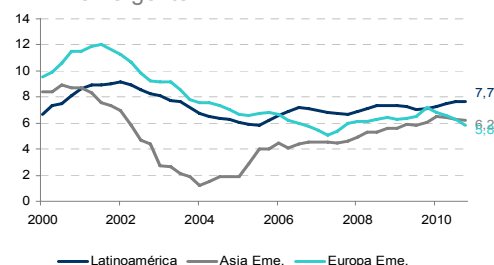


Figura A6.9: Inflación zona emergente



* Fuente: IM Trust en base a datos de Bloomberg

Anexo 7: Economía Local

Figura A7.1: Índice mensual de actividad económica.

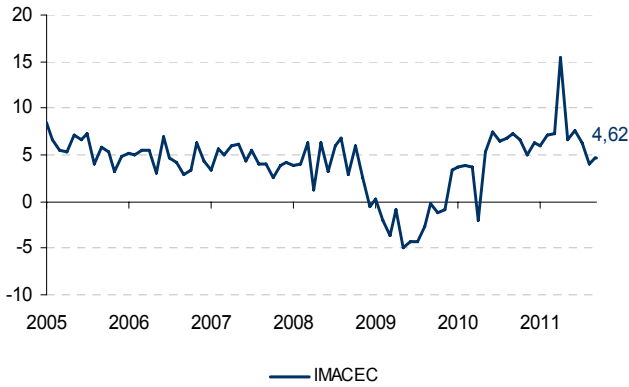


Figura A7.2: Inflación.

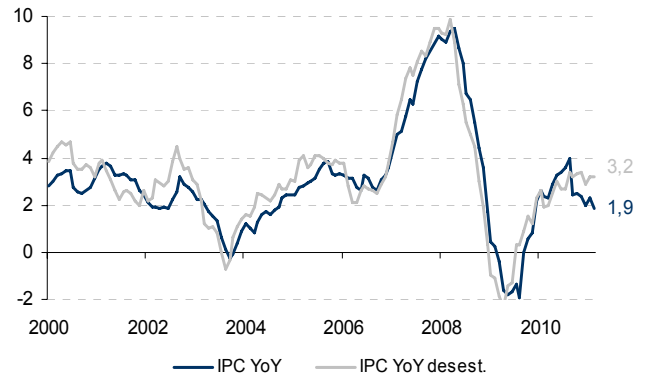


Figura A7.3: Tasa de desempleo

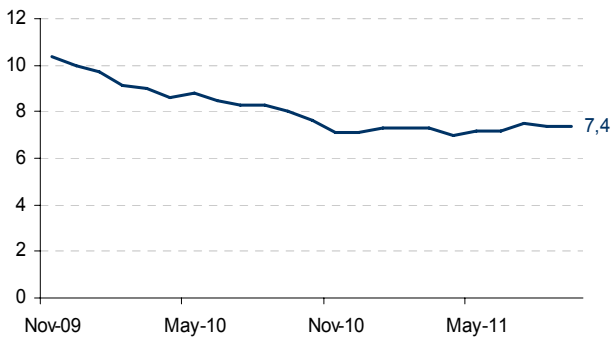


Figura A7.4: Cuenta Corriente como porcentaje del PIB

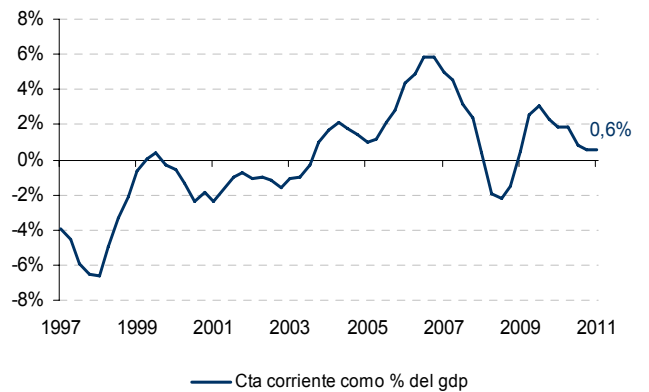


Figura A7.5 Tipo de cambio real (CLP/USD)

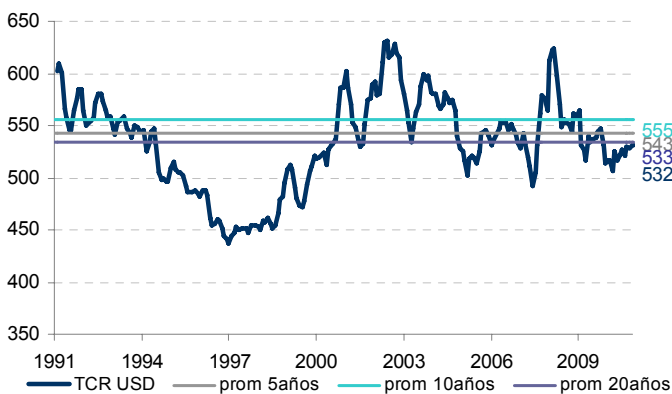
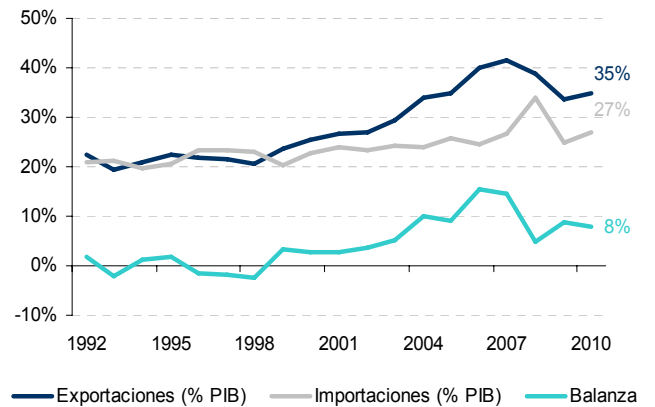


Figura A7.6: Balanza comercial (como porcentaje del PIB)



* Fuente: IM Trust en base a datos de Bloomberg

Anexo 8: Economía Latinoamericana

Figura A8.1: PIB Brasil

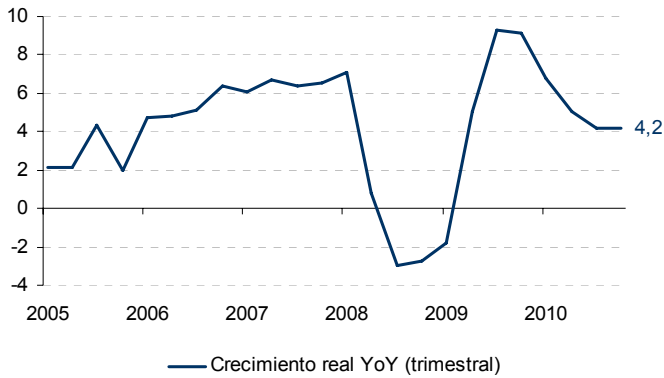


Figura A8.2: Inflación Brasil

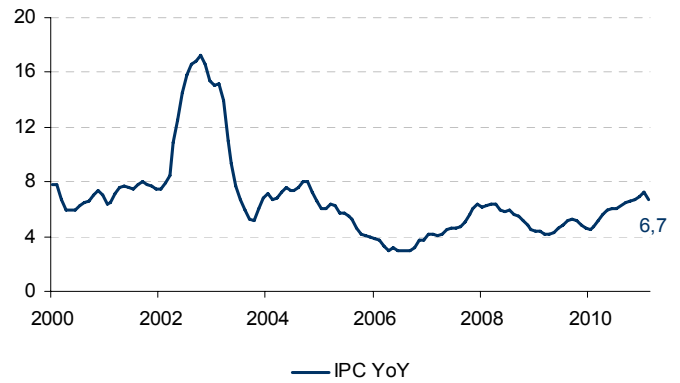


Figura A8.3: PIB Perú

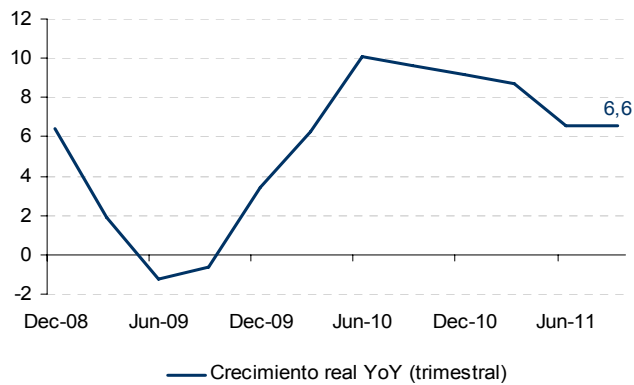


Figura A8.4: Inflación Perú

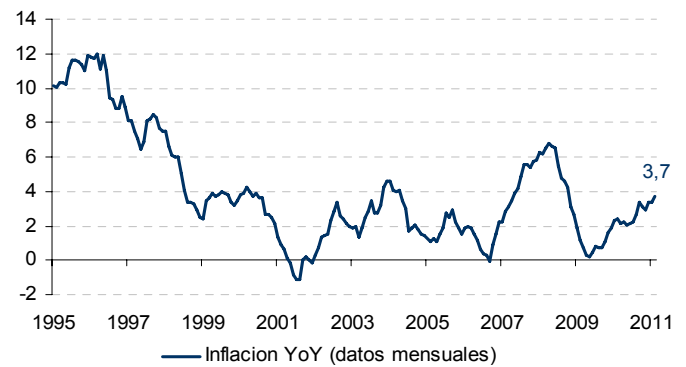


Figura A8.5: PIB Colombia

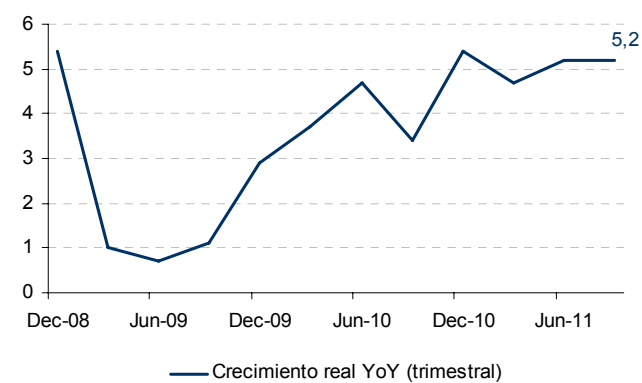


Figura A8.6: Inflación Colombia



* Fuente: IM Trust en base a datos de Bloomberg