



Principal Asset Management Informe Económico Mensual

I. Economía Internacional

► Panorama Económico Internacional

Luego de un fin de año con resultados positivos, pareciera que la crisis comienza a quedar atrás y se comienza a pavimentar el camino para una sólida recuperación económica global. De esta forma en su última publicación sobre las perspectivas económicas para el 2010, el Fondo Monetario Internacional (FMI), corrigió al alza su estimación del crecimiento de la economía mundial para este año, desde un 3,1% a un 3,9%. Este crecimiento sería impulsado principalmente por las economías emergentes que avanzarían un 6%, especialmente por China e India con un crecimiento de un 10% y 7,7% respectivamente. En cambio, en los mercados desarrollados se espera un crecimiento de un 2,1%, siendo el protagonista EEUU con un 2,7%. En este sentido destacó la última publicación del PIB del cuarto trimestre del 2009 con un crecimiento de un 5,7%, superior a lo esperado por el mercado de un 4,7%. La nota baja provendría de la Euro Zona con un crecimiento de un 1%.

Hemos pasado con gran rapidez de una atmósfera apocalíptica de hace un año, a un creciente optimismo en la mayoría de los países. Las personas se han dado cuenta, que a pesar de haber vivido la mayor crisis del último siglo, los augurios del fin del sistema económico como lo conocíamos estuvieron (felizmente) lejos de concretarse (es justo dar el crédito a las autoridades monetarias y fiscales), y por lo tanto las empresas y las personas están volviendo a comportarse de forma natural.

A pesar de este renovado optimismo, durante la mitad del mes de enero fuimos testigos como los mercados financieros internacionales experimentaron una alta volatilidad repercutiendo en los mercados accionarios, que reaccionaron de forma negativa, una disminución en los precios de los *Comodities* y una fuerte apreciación del dólar debido a que los inversionistas buscaron refugio en esta moneda como reserva de valor (*Flight To Quality*). Este aumento de la incertidumbre se debió principalmente a los anuncios de Obama, referentes al conjunto de medidas que se iban a tomar para reformar el sistema financiero en EEUU, que buscaba restringir el tamaño y el alcance de los grandes bancos, lo que repercutiría directamente en sus resultados. Por otro lado, el anuncio del gobierno Chino de tomar medidas para evitar un sobrecalentamiento de la economía y posibles burbujas en algunos mercados, fue visto por el mercado como negativo al atentar sobre el crecimiento Chino, impulsor de la recuperación mundial. Finalmente, la incertidumbre respecto a la deuda de Grecia y la situación de España, hizo lo propio en el continente Europeo.

“A pesar de haber vivido la mayor crisis del último siglo, los augurios del fin del sistema económico como lo conocíamos estuvieron (felizmente) lejos de concretarse, y volvemos poco a poco a la normalidad... al respecto es importante recordar que la volatilidad de los mercados, también forma parte



I. Economía Internacional (continuación)

Entonces que tan sostenible es la recuperación global. Los cambios en los inventarios pueden impulsar al PIB al comienzo de una recuperación, pero el efecto es solamente temporal. Solo durará mientras las empresas ajustan sus inventarios a niveles normales. De igual forma la política de estímulos gubernamentales tienen límites de tiempo y presupuesto. Muchos gobiernos se encuentran sobre endeudados y no pueden mantener sus programas en forma indefinida.

Debido a esto, para que la recuperación sea sostenible otros impulsores del crecimiento deben remplazarlos. En este punto, las fichas están puestas sobre los mercados emergentes como nuevos impulsores de la demanda. Como hemos visto con el caso de las últimas noticias sobre China y la dependencia de otras economías emergentes del apoyo de los gobiernos, esta aseveración todavía presenta cierta cuota de incertidumbre.

Adicionalmente, las autoridades enfrentan el enorme desafío por reequilibrar la demanda, traspasándola del sector público al sector privado, sanear los sectores financieros y fomentar la reactivación de los sectores reales. Esto no se encuentra exento de riesgos, un repliegue prematuro y desorganizado puede socavar el impulso de crecimiento, tal como ocurrió en el mercado de viviendas nuevas y usadas en EEUU, en donde se esperaba que los beneficios fiscales de compra de viviendas finalizara en diciembre, llevando a anticipar las compras y por lo tanto los resultados de las ventas de viviendas en diciembre en EEUU mostraron grandes caídas -16% en el caso de viviendas usadas y -7% de las nuevas, finalmente el gobierno decidió mantener este estímulo hasta por lo menos mediados del 2010.

Una situación similar podría ocurrir en el mercado laboral con cortes abruptos de las políticas pro-empleo. Al mismo tiempo varias economías emergentes enfrentan los desafíos de las entradas de flujos de capitales, en donde algunos países se resisten a la apreciación de su moneda para no afectar al sector exportador, con resultados adversos a nivel local y generando incertidumbre respecto al tiempo que se puede mantener dicha política.

Finalmente, lo que respecta a la política monetaria, los bancos centrales de varios países todavía se encuentran en condiciones de mantener las tasas de interés en niveles bajos durante el 2010, debido a que se estima que la inflación continuará contenida y el desempleo siga siendo alto por algún tiempo. En este sentido, es necesario elaborar estrategias creíbles para retirar las políticas monetarias y anunciarlas con tiempo suficiente para alinear las expectativas de los agentes. A la fecha, en varios países que ya se vislumbra la reactivación de la economía y posibles brotes inflacionarios.

En conclusión creemos que las lecciones que tenemos que extraer, es no pasar de estados de ánimo dicotómicos con tanta facilidad. Si bien es cierto que no volvimos a la economía del trueque, la recuperación va a ser algo más lenta de lo normal. Los buenos resultados económicos con que finalizaron el año 2009 (China y EEUU), no deberían hacernos pasar a la euforia alcista. Los cimientos de una recuperación se están solidificando y estamos por buen camino, pero tenemos que tener en mente que todavía nos falta un buen trecho por recorrer.



II. Economía Nacional

► Panorama Económico Nacional

Las últimas cifras de la actividad económica que fueron publicadas en el último mes resultaron con un sesgo positivo. Por un lado, la cifra del IMACEC de diciembre mostró un incremento de un 3,9% medido año sobre año, cifra que estuvo sobre lo esperado por el mercado de un 2,9. Con este resultado el índice muestra su segunda expansión anual consecutiva. En términos desestacionalizados y comparado con el mes anterior el Imacec mostró una expansión de un 0,6%. Estos buenos resultados serían explicados por el aumento en el comercio minorista, en el sector electricidad gas y agua y en áreas ligadas a la actividad industrial.

Sin embargo, la última cifra entregada por el INE sobre la Producción Industrial de diciembre resultó con una contracción de un 0,3%, cifra que sorprendió negativamente al mercado. A pesar de lo anterior, en el mismo informe del INE, los resultados de las ventas minorista y las ventas de los supermercados fueron muy positivos y ambos indicadores están relacionados con una recuperación de la demanda interna, lo cual es una señal positiva para la recuperación económica de este año.

Otro tema que ha marcado la tónica en estas últimas semanas ha sido la volatilidad del tipo de cambio, donde hemos observado como éste ha fluctuado entre los 490 y 540 pesos por dólar. Existen dos factores que explicarían la depreciación del peso:

1) Aumento de la aversión al riesgo global: debido a las últimas noticias respecto al mercado financiero en EEUU, luego del anuncio de Barack Obama, a las medidas tomadas por el gobierno Chino para no sobre calentar la economía y la situación Europea, específicamente con respecto a Grecia y España. Han llevado a incrementar la incertidumbre a nivel global e impulsado a los inversionistas a refugiarse en monedas de reserva de valor.

2) Especulación AFP's: debido a la poca claridad después del anuncio de la Superintendencia de Pensiones respecto a los límites de cobertura cambiaria, llevaron al mercado a estimar que las AFP tendrían que salir a comprar dólares al mercado spot al igual que los bancos, para deshacer sus posiciones de cobertura cambiaria.

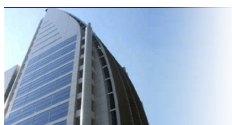
► Política Monetaria

En la primera reunión de Política Monetaria del año, el Banco Central anunció que mantendrá inalterada la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 0,5%, y reiteró que dicha tasa permanecería en ese nivel por lo menos hasta el segundo trimestre de este año. En el comunicado el ente rector expresa una visión positiva para el mercado externo y para los precios de los *commodities*. Por otro lado, para el mercado interno observa una mejoría en la demanda y en las condiciones laborales. Finalmente reafirmó su postura de mantener la inflación en torno al 3% en el horizonte de Política Monetaria.

► Desempleo

Por el lado del mercado laboral, el último informe del INE sobre la tasa de desempleo para el trimestre terminado en diciembre, mostró nuevamente una baja al pasar del 9,1% a 8,6%, cifra que incluso estuvo por debajo de lo esperado por el mercado de un 8,7%. A pesar de lo anterior, la cuota de incertidumbre proviene al observar la tasa desestacionalizada, que se mantuvo sin variación en un 9,4%. Esto quiere decir que al quitar factores propios de la estacionalidad de diciembre la tasa de desempleo se vio inalterada.

Con la cifra de diciembre la tasa promedio durante el 2009 se elevó a un 9,7%, probablemente influenciado por la última crisis. Un test interesante será ver si se repite la dinámica de la crisis asiática, en donde la tasa de desempleo llegó a niveles cercanos al 10%, y se mantuvo en niveles elevados hasta el 2005, en donde a partir de esa fecha comenzó a mostrar una tendencia decreciente, llegando a niveles del 7,1% recién en el 2007.



III. Comentario de Inversiones

► Mirando el espejo retrovisor

A nadie se le ocurre manejar su auto mirando sólo el espejo retrovisor, pero lamentablemente esa descripción utilizada en tono de mofa es en realidad la única forma de manejar no sólo las inversiones, sino que también cualquier decisión cuyo resultado dependa de eventos futuros no predecibles con exactitud. Lo anterior no quiere decir que no es importante intentar predecir los eventos futuros, para lo cual normalmente se debe usar la información histórica. En el tema de inversiones, un elemento clave en el proceso es buscar qué tipo de variables son más predecibles, y si nuestro programa de inversiones puede de alguna manera basarse en éstas por sobre las variables menos predecibles, tendrá mayores probabilidades de cumplirse. Este aspecto es de especial relevancia para el área específica de mayor preocupación para Principal, las inversiones con un objetivo de largo plazo.

Por ejemplo, el mundo acaba de pasar por dos años extraordinariamente poco predecibles. A modo de ejemplo, la rentabilidad del Ipsi durante el 2008 fue de -22,1% mientras que el 2009 ésta llegó al 50,7%. Sin embargo, las cifras anteriores significan una rentabilidad anual promedio de 8,3%, que se traduce en un 5,4% real (ajustado por IPC). Es interesante constatar que las cifras recién señaladas no están muy alejadas de lo que sería una proyección razonable de largo plazo de rentabilidad accionaria, a pesar de que cada año visto individualmente estuvo muy alejado de cualquier predicción. Este ejemplo muy sencillo y poco científico (una muestra de dos años es notablemente insuficiente) sirve como ilustración de un fenómeno que ha sido encontrado consistentemente por estudios más cuidadosos: los niveles de rentabilidad de los activos muestran “regresión a la media”, lo que significa en otras palabras que la variabilidad de sus movimientos a altas frecuencias (corto plazo) es mayor que aquella a bajas frecuencias, o largo plazo.

¿Cuál es la importancia de lo anterior? En términos prácticos, quiere decir que un proceso disciplinado de inversiones con orientación de largo plazo tiene mejores posibilidades de tener éxito que lo que a menudo parecen sugerir las fuertes fluctuaciones de los precios de los activos y por ende la rentabilidad de la cartera.

Concretamente, la recomendación que surge para el inversionista con visión de largo plazo (por ejemplo, en proceso de acumulación destinado a jubilación o recientemente jubilado) es mantener su estrategia relativamente estable y evitar sobre-reaccionar ante las fluctuaciones de corto plazo del mercado.

La recomendación entregada parece muy sencilla pero es extraordinariamente difícil de seguir. En efecto, diversos estudios han mostrado que los seres humanos tenemos una tendencia natural a asociar movimientos de corto plazo con tendencias más permanentes. Esto suele llevar a los inversionistas a aumentar su porcentaje de inversiones en activos riesgosos (acciones, bonos de alto retorno, etc.) durante los períodos de bonanza y a reducirlos durante los períodos de crisis. Es más, se ha encontrado que la tendencia es más fuerte hacia “correr” hacia los activos seguros durante las crisis que a moverse hacia activos riesgosos durante las bonanzas.

Para combatir estas tendencias que en promedio llegan a una importante reducción en la rentabilidad de largo plazo, se pueden tomar ciertas medidas. En primer lugar, el plan de inversiones debe ser bien definido, preferentemente con la ayuda de un asesor. El plan debe contener inversiones suficientemente diversificadas como para entregar el retorno esperado necesario (el cual debe ser conservadoramente estimado) con un nivel de riesgo que la persona esté realmente dispuesta a tolerar. Finalmente, la recomendación es mirar el resultado de las inversiones de manera poco frecuente y siempre considerando el portafolio completo y no sus componentes.

La última recomendación puede parecer extraña, pero está basada en sólidos fundamentos psicológicos y estudios de rentabilidad obtenida por personas con más y menos información, en las cuales las personas que reciben *menos* información de sus retornos de corto plazo obtienen *más* rentabilidad de sus inversiones a largo plazo. Esto ocurre porque la tendencia humana a proyectar tendencias a partir de resultados de corto plazo (los cuales son mucho más volátiles que los de largo plazo) nos hace cambiar demasiado frecuentemente de estrategia y eso en promedio castiga los resultados. Igualmente, el portafolio completo es más estable que la mayoría de sus componentes, lo que ayuda a moderar la tendencia a cambiar excesivamente de estrategia.

IV. Mercado Bursátil Nacional

► Empezaron los resultados 4Q09

Cuando ya cumplimos un mes del presente año, las empresas han comenzado con el reporte de sus resultados. Con las cifras del cuarto trimestre del 2009, se da por terminada la temporada de marcha blanca IFRS, comenzando así la publicación obligatoria de resultados bajo norma IFRS para todas las empresas.

Cerca del 50% de las compañías que componen el IPSA ya han entregado sus números para el cuarto trimestre del 2009, los cuales en promedio han estado dentro de las expectativas del mercado.

Entel inició la publicación de cifras, reportando números en línea con lo esperado por el mercado, pero mostrando un retroceso de 2,1% en su Ebitda a/a, principalmente debido a la disminución de 45% en los cargos de acceso. Lo anterior fue parcialmente compensado por un crecimiento de 8% en la base de suscriptores y mayores márgenes en red fija.

Sonda, por otro lado, publicó resultados bajo lo que el mercado esperaba, con un Ebitda contrayéndose 19,8% a/a. Los números fueron fuertemente afectados por la apreciación del peso respecto a las monedas de las operaciones internacionales. Aún excluyendo dicho efecto, el Ebitda retrocedió 9,4% por menor actividad en el período, principalmente debido a una caída en su negocio de Servicios IT.

LAN publicó resultados en línea con las estimaciones de mercado, pero reportando una caída de 5,6% en el Ebitda a/a. La aerolínea mostró una disminución de 4% en su ingreso consolidado, principalmente por una baja en el negocio de carga de 10,7% explicado por menor yield a pesar de un aumento en tráfico y ocupación. Sin embargo, cabe destacar que los ingresos de dicha división representan un aumento de 31% respecto al trimestre anterior. El negocio de pasajeros mostró una caída de 1,6% en sus ingresos dado un retroceso de 13% en yields, parcialmente compensado por un crecimiento de 13,2% en tráfico. El aumento en tráfico vino especialmente de los vuelos internacionales de largo alcance y los vuelos domésticos.

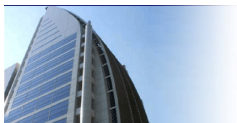
Las eléctricas Endesa y Enersis mostraron resultados menores a los esperados por el mercado. Endesa publicó una contracción de 17% en su Ebitda a/a, dada una caída de 25% en sus ingresos consolidados. Lo anterior se explica en gran parte por menores flujos por parte de Chile, Argentina y Perú, parcialmente compensados por un aumento en los ingresos de Colombia. Lo anterior afectó en gran medida a Enersis, empresa que mostró una caída de 16% en su Ebitda a/a, dado el fuerte retroceso en los negocios de generación y transmisión, y en menor medida por una contracción en distribución.

Pero no todo son malas noticias, ya que algunas entidades han sorprendido positivamente, como es el caso de Andina y CAP. La embotelladora, sorprendió con cifras por sobre las expectativas de mercado, logrando un avance de 21% en su Ebitda a/a. Lo anterior, explicado principalmente por un aumento en volúmenes de venta, sobretodo de Brasil, y ajustes de precios por sobre las inflaciones de los países donde opera.

La compañía de acero del pacífico, también reportó cifras por sobre lo que esperaba el mercado, a pesar de que el Ebitda del cuatro trimestre retrocedió 3,6% a/a. Los ingresos consolidados mostraron un aumento de 11% principalmente explicado por mayores volúmenes de venta en cada área de negocio de la empresa, liderando la filial minera CMP, donde los despachos físicos aumentaron 101%. Lo anterior fue parcialmente compensado por menores precios promedios. La real sorpresa vino por el lado de los costos de producción, impulsado por menores costos de extracción de hierro.

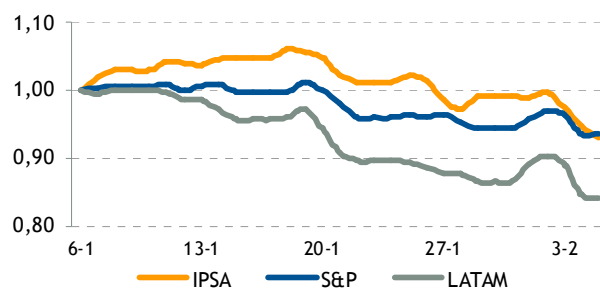
Ebitda en \$Ch MM

Compañía	Real 4Q09	Real vs. Consenso	4Q09 vs. 4Q08
Andina	60.038	9,5%	21,1%
Cap	32.503	37,6%	-3,6%
Endesa	281.782,0	-12,5%	-17,1%
Enersis	590.947	-8,0%	-16,3%
Entel	103.120	2,2%	-2,1%
Lan	136.227	4,2%	-5,6%
Sonda	17.041	-12,7%	-19,8%



V. Indicadores de Mercado (al 5 de Febrero)

INDICES EN MONEDA LOCAL



ACCIONES MÁS TRANSADAS

	\$ Millones
SQM-B	250.225
ENERSIS	221.366
ENDESA	193.488
LAN	159.278
CENCOSUD	150.839

MAYORES ALZAS

	Valor	30 D
CAP	16.247	8,9%
SM-CHILE B	74,4	8,6%
BCI	18.991	7,8%
PARAUCO	633	6,7%
CORPBANCA	4,3	5,4%

MAYORES BAJAS

	Valor	30 D
CGE	3.160	-7,5%
MASISA	73	-7,3%
NORTEGRAN	6,7	-5,0%
ALMENDRAL	51	-4,5%
SK	460	-4,2%

Fuente: Bloomberg y PAM-Chile

V. Indicadores de Mercado (continuación)

MERCADOS BURSÁTILES (Rentabilidad en USD)

	05-Feb	30 D	YTD	12 M
S&P 500	1066,2	-6,2%	-4,4%	28,9%
Nikkei	10057,1	-6,3%	-4,6%	26,6%
IPSA	3696,2	-6,9%	-3,3%	56,7%
S&P Europa	979,2	-8,0%	-6,7%	21,4%
MSCI AC Far East (ex Japón)	440,9	-7,4%	-4,6%	89,2%
S&P Latam 40	408,8	-11,8%	-9,1%	53,8%

TASAS

	05-Feb	30 D	12 M
Tasa FED	0 - 0,25%	0 - 0,25%	0 - 0,25%
TPM Chile	0,50%	0,50%	7,25%
Treasury 5	2,24%	2,59%	1,75%
Treasury 10	3,57%	3,82%	2,82%
BCP 5	5,38%	5,26%	4,62%
BCU 5	2,33%	2,68%	2,37%
BCP 10	6,45%	6,26%	5,14%
BCU 10	3,09%	3,06%	2,63%
BCU 20	3,61%	3,54%	2,87%

PARIDADES

	05-Feb	30 D	YTD	12 M
Dólar (pesos/ US\$)	538,6	7,3%	6,1%	-11,6%
Euro (US\$/euro)	1,4	-4,8%	-4,5%	5,2%
Yen Japón (Yen/US\$)	89,3	-2,7%	-4,1%	-2,4%
Real Brasil (R\$/US\$)	1,9	8,6%	7,7%	-16,8%
Peso México (M\$/US\$)	13,1	2,6%	0,4%	-7,5%

COMMODITIES

	05-Feb	30 D	YTD	12 M
Cobre (US\$/Lb)	2,9	-18,1%	-14,4%	81,5%
Celulosa NBSK (US\$/Ton)	826,0	3,4%	3,4%	39,9%
Oro (US\$/Oz)	1.066,3	-6,3%	-2,8%	16,5%
Petróleo (US\$/barril)	71,2	-14,4%	-10,3%	89,6%

IPC

	UF	Diciembre	YTD	12 M
IPC	20.857,8	-0,3%	-1,4%	-1,4%

Fuente: Bloomberg y PAM-Chile

El presente documento se ha construido en base a información pública y a las opiniones de los especialistas de Principal Asset Management Chile S.A. Ni dichos especialistas ni los autores comprometen su responsabilidad con relación a la validez de la información aquí contenida.

Las tendencias constituyen tan sólo nuestra mejor estimación con respecto a la posible evolución de los diversos mercados e instrumentos y no deben ser entendidas en ningún caso como un pronóstico cierto.

Este documento ha sido preparado y distribuido, únicamente con fines informativos. La información contenida en este material es de tipo general y no toma en consideración los objetivos de inversión, particulares necesidades y situación financiera de ningún destinatario en particular. El envío de este material, no constituye una oferta para la compra o venta de ningún valor nacional o extranjero, ni pretende promover a determinados emisores de valores ni facilitar la compra o venta de determinados valores, nacionales o extranjeros.