

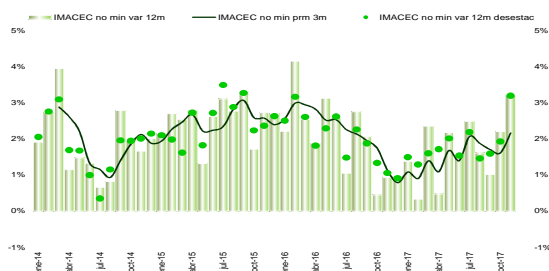
# Escenarios para Inversiones



## SÍNTESIS PANORÁMICA

- La actividad de nov17 creció 3,2%, por encima de lo pronosticado, siendo el mejor resultado en más de tres años y sin condiciones estadísticas especialmente favorables. **Esto tuvo un impacto favorable inicial en los pronósticos de actividad para el año actual y probablemente, sobre algunos indicadores de confianza.**
- Con todo, **es importante tener presente que el comportamiento tendencial no sugiere que esto sea una recuperación muy violenta del ritmo de actividad, sino en la línea descrita durante buena parte de 2017, que ha sido bastante sostenida también en la economía no minera.**
- El IPC de dic17 subió un 0,1%, levemente menos de lo esperado por el mercado (0,2%). La variación anual fue de 2,3%. **Las cifras cada vez muestran con mayor claridad la recuperación moderada pero sostenida de la inflación en 12 meses, incluso en los índices que excluyen los componentes más volátiles.**
- En este contexto, **se mantiene el escenario más probable, que venimos anticipando desde mediados de 2017: el Banco Central no debería modificar su tasa referencial antes del segundo semestre, cuando podría iniciar alzas muy moderadas.** A pesar de que el riesgo de recortes no ha desaparecido, la mayor parte del mercado se ha ido alineando con este pronóstico.
- En el muy corto plazo, tanto el análisis técnico como el cuantitativo apuntan más bien a una recuperación del tipo de cambio. Las perspectivas largas son de mantención o descenso, con riesgos crecientes de un cambio estructural en el equilibrio cuantitativo.
- Los riesgos internacionales de origen económico han continuado moderándose con las últimas cifras. No obstante, existen algunos eventos y tendencias que sugieren cautela en el corto plazo. Los datos y perspectivas para China han tenido un giro muy optimista, mientras que las proyecciones monetarias globales no son preocupantes.

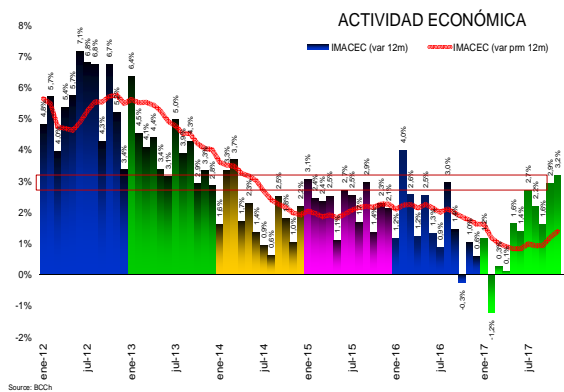
## PANORAMA NACIONAL



- Según el IMACEC, la actividad de nov17 creció 3,2%. Comparado con estimaciones previas (la mayoría de las cuales estaba entre 2% y 3%), el resultado es relativamente alto, aun cuando los datos sectoriales ya estaban por sobre nuestras proyecciones. Es notable que se trata del mejor resultado en más de tres años, excluyendo feb16 (que fue puntualmente

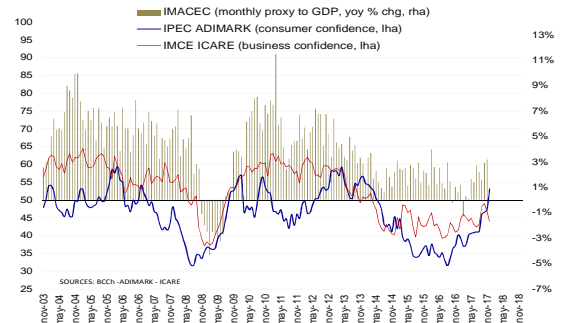
muy alto), y que se logró sin gran apoyo estadístico. Aun así, es importante tener presente que el comportamiento tendencial no sugiere que esto sea una recuperación muy violenta del ritmo de actividad, sino en la línea descrita durante buena parte de 2017, que ha sido bastante sostenida también en la economía no minera.

- En este mismo sentido, los antecedentes disponibles sugieren que en dic17 el aumento en la actividad debería ser más lento, tal vez afectado por efectos transitorios, pero que incluso la recuperación en los primeros meses del este año será más bien moderada, aunque favorecida en los números anuales por las bajísimas bases de comparación entre febrero y abril. Por otra parte, nuestra estimación de un crecimiento de 2,8% para 2018 se mantiene, pero el sesgo alcista se ha intensificado.

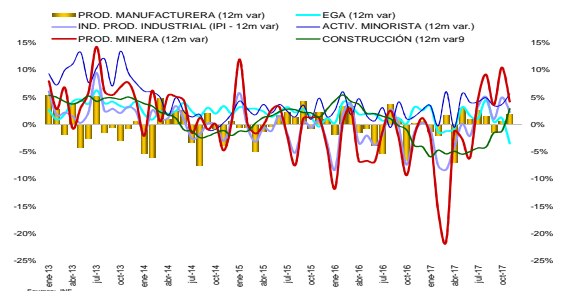


- Los índices de confianza están teniendo comportamientos disímiles. Los consumidores mejoraron su percepción en dic17, que pasó a la zona optimista, por primera vez desde 2014, lo que probablemente responde a la evolución inflacionaria y de remuneraciones. La percepción empresarial, mucho más sensible a los eventos políticos, probablemente se vio afectada por el recrudecimiento de la incertidumbre electoral en la primera quincena de dic17. En ambos casos los indicadores deberían mantener una trayectoria de mejoría que presenta algunos

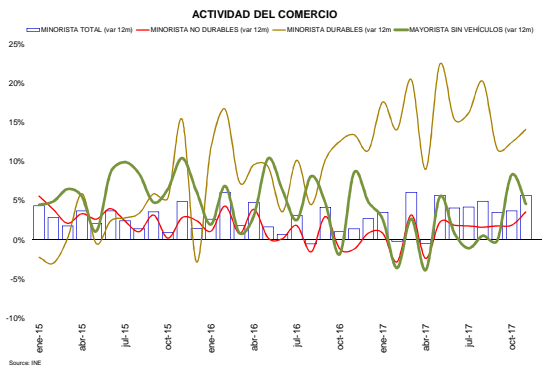
riesgos importantes, positivos y negativos, debido a factores externos e internos.



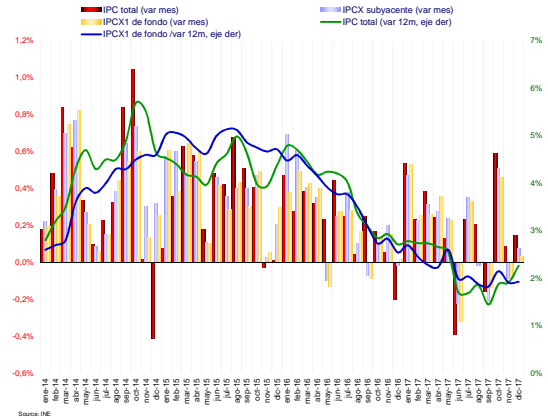
- En nov17 el índice de producción industrial registró una variación de 2,3%, lo que implicó una variación menor que el 5% del mes previo (que había sido muy favorecido por una escuálida base de comparación. La producción manufacturera mejoró ostensiblemente, creciendo 1,9%, mientras que la minera, informada por el INE, se desaceleró a un respetable 4,2%, acusando además, un impacto estadístico desfavorable. La producción de servicios básicos se contrajo violentamente para su estándar, cayendo 3,5%, influida por algunos elementos específicos, como la distribución de gas para generación eléctrica. A pesar de que este último sector debería mostrar alguna recuperación en los próximos meses, la manufactura y la minería no darían señales de gran expansión, más allá de los efectos estadísticos. La construcción exhibió un crecimiento de 2,9%, que es su primera expansión en 14 meses, pero es la continuación de una trayectoria de recuperación desde el mínimo del segundo trimestre y que se espera que se mantenga durante el presente año.



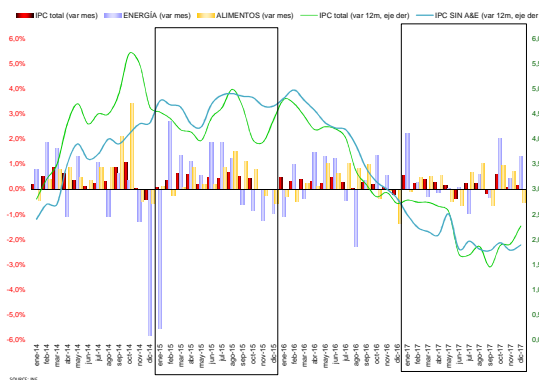
- La actividad del comercio mantuvo un ritmo de expansión de 6% en nov17, a pesar de que su base de comparación resultó mucho más exigente. Se advirtió una mejora muy significativa en el comercio minorista, con una aceleración tanto en bienes durables (14,1%) como no durables (3,5%). Estos resultados refuerzan el sesgo optimista de una recuperación pausada pero progresiva del consumo en los próximos trimestres.



recuperación moderada pero sostenida de la inflación en 12 meses, incluso en los índices que excluyen los componentes más volátiles (IPCX e IPCX1), lo que debería intensificarse progresivamente en los próximos trimestres, a medida que mejoran las expectativas de los agentes económicos en un contexto de políticas monetaria y fiscal francamente expansivas.

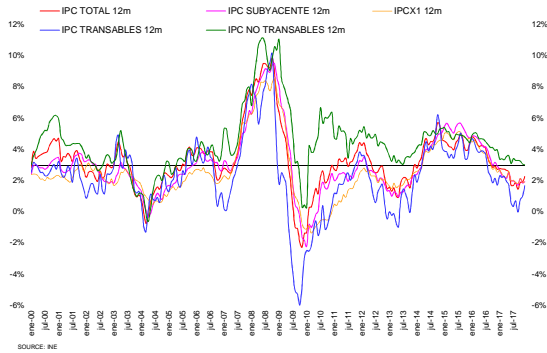


- El IPC de dic17 subió un 0,1%, levemente por debajo de lo esperado por el mercado que mayoritariamente apuntaba al 0,2%. La variación anual fue de 2,3%, dos décimas por encima de lo proyectado por el Banco Central en el IPOM del mes pasado. Las medidas subyacentes, que excluyen los productos más volátiles, estuvieron entre 0% y 0,1%. Sin embargo, el IPCSAE, que excluye alimentos y energía, aumentó 0,2%, completando 1,9% en el año.

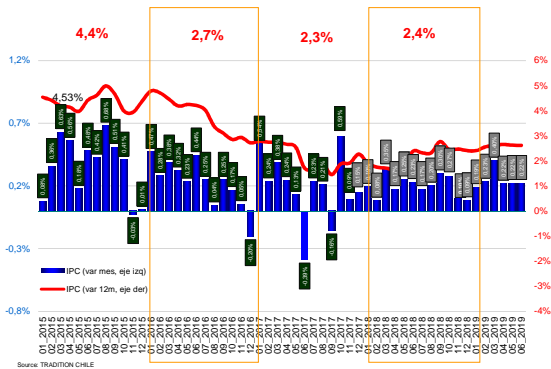


- Ahora bien, la presión bajista de origen cambiario es evidente, y podría intensificarse a medida que avanza el año, pero tiene limitaciones y matices. En primer término, el alza del precio del petróleo en los mercados externos prácticamente neutraliza esa vía de impacto. Respecto a los precios de otros bienes, persistirá un efecto desinflacionario moderado proveniente de la apreciación cambiaria en el segundo semestre. Sin embargo, las bajas del tipo de cambio desde la segunda mitad de diciembre son compensadas con el mismo comportamiento en múltiples mercados, lo que sugiere un efecto inicial que debería tender a disiparse posteriormente.
- Por otra parte, la inflación de no transables acumuló un 3% en el año, levemente por debajo del 3,1% de los servicios. Es evidente que el índice está estabilizado en torno a esa variación y no muestra una tendencia al alza todavía. Al respecto, es conveniente tener presente que estos precios pueden responder más directamente a la demanda interna y que su movimiento

puede ser, por lo tanto, más lento pero más persistente.

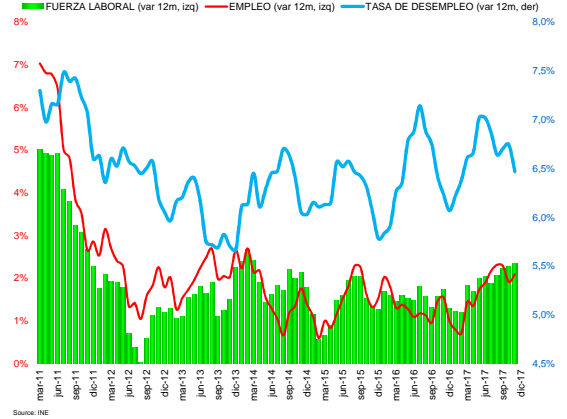


- En resumen, y según lo señalamos desde el tercer trimestre, la inflación no es un problema: se mantiene baja, pero converge paulatinamente a niveles más altos, con los rezagos e imprecisiones de este tipo de variables. Durante el presente año debería apreciarse un mayor efecto alcista, causado la demanda interna, que se podría morigerarse con una favorable evolución cambiaría, como ha ocurrido casi siempre en estos ciclos. Las expectativas generales para este año se mantienen, al día de hoy, en torno a 2,4%, mientras que para el mes actual el mercado estima la variación en torno a 0,2%.

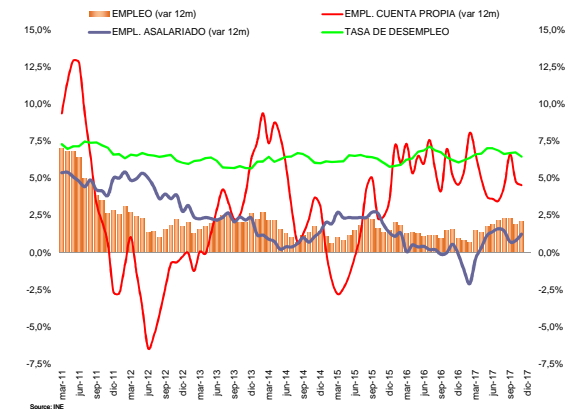


- En el mercado laboral, la tasa de desempleo cayó a 6.5% en el trimestre finalizado en noviembre (esperábamos 6.6%). Parte de esa disminución (del 6,7% en el trimestre anterior) puede explicarse por los efectos estacionales, pero la otra parte parece estar relacionada con más empleo: la fuerza

laboral aumentó un décimo (hasta el 2,4%) pero el empleo lo hizo por 2 décimas (a 2.1%).

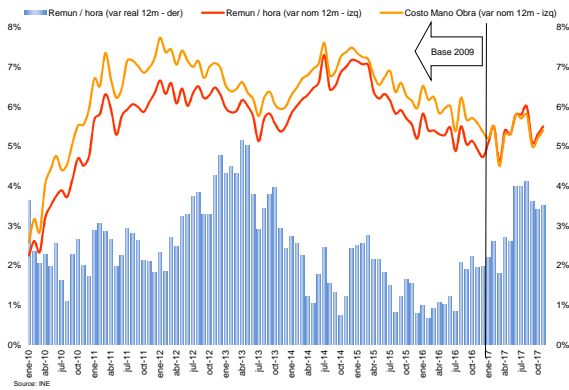


- Más interesante desde el punto de vista económico, el empleo asalariado se aceleró al 1.3%, a pesar de que este sigue siendo un ritmo bajo y está muy apuntalado por los servicios fiscales. Esperamos que el camino del empleo siga siendo más impredecible de lo habitual en los próximos trimestres, cruzado por varios factores que actúan en direcciones opuestas. Es probable que tengamos una imagen más clara a mitad de año, pero no deberíamos esperar una recuperación rápida.

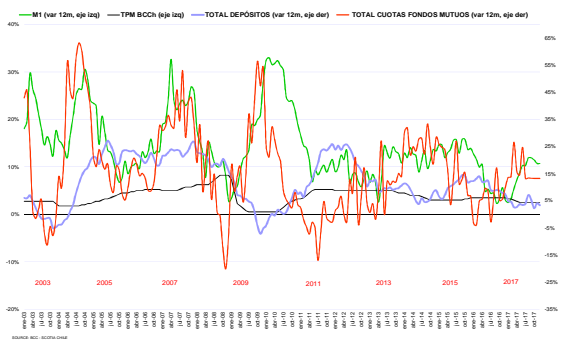


- En nov17 los diversos índices de remuneraciones elevaron su ritmo de expansión. En particular, el índice de remuneraciones nominales pasó de 5,3% a 5,5%. El resultado reafirma una

recuperación salarial moderada, sugiriendo una cierta resiliencia, pero no cambia el panorama de una recuperación pausada de esta variable en los próximos trimestres. La incorporación progresiva de los elementos de reajustabilidad desfasada tiende a contrarrestar los probables factores alcistas.

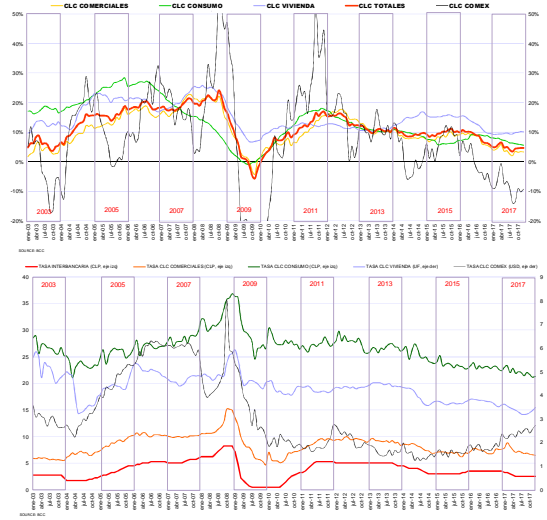


- El dinero (M1) mantuvo una tasa de expansión de 10,7% en dic17, pero los antecedentes parciales para ene18 muestran una desaceleración que podría prolongarse en los próximos registros y que parece consistente con lo anticipado por otras variables. El ritmo actual sigue siendo razonable para una expansión anual moderada de la actividad. Otras variables de captaciones bancarias (principalmente depósitos a plazo y fondos mutuos de mercado monetario) no presentaron variaciones extraordinarias.

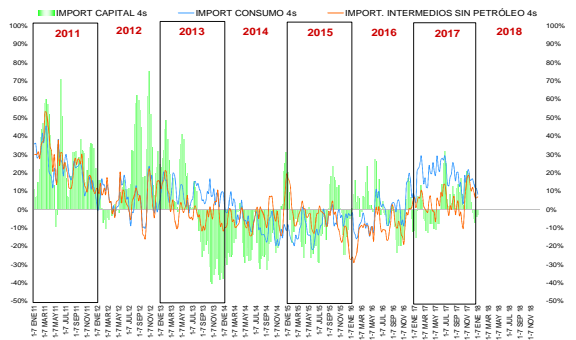


- Las colocaciones bancarias registraron escasos cambios, con un crecimiento agregado de 4,7%. Las tasas de interés de los créditos comerciales siguieron

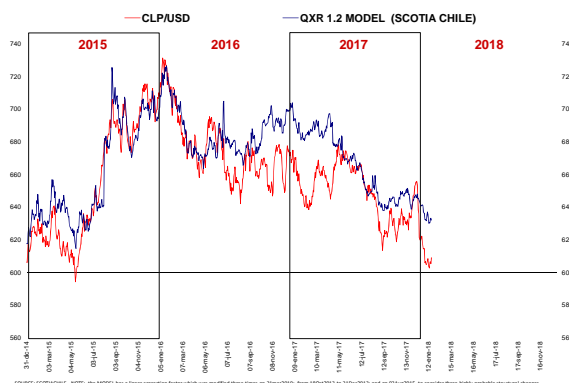
disminuyendo, mientras que las de vivienda repuntaron. En el escenario más probable, el crecimiento de los créditos y las tasas será moderado en el presente año, y las tasas debería mostrar algunas reacciones alcistas, pero todo ello dista de ser inmediato o muy próximo.



- Las cifras de comercio exterior de dic17 confirmaron las aprensiones que habían provocado los datos a la tercera semana del mes. La importaciones solo crecieron 8% en 12 meses (incluyendo una caída en las de capital y un bajo crecimiento en las de bienes intermedios sin combustibles) y las exportaciones lo hicieron en 8,2%. Estas cifras, aunque parciales, sugieren que el crecimiento de la actividad en dic17 probablemente fue menor que en noviembre (3,2%) y se alinean con perspectivas de desaceleración transitoria anticipada por el comportamiento tendencial.



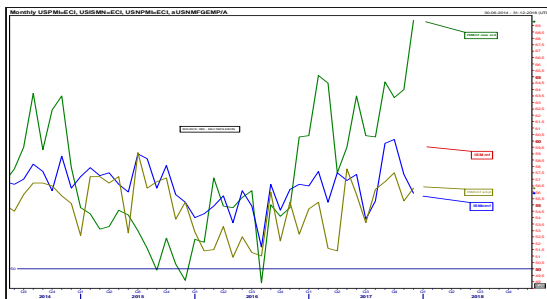
- Por otra parte, los datos siguen mostrando una condición comercial muy sólida. Las cifras a la primera semana de ene18 muestran escasos cambios respecto a este panorama. No obstante, como hemos reiterado, estos resultados no contradicen la expectativa de reaceleración durante el año, que probablemente será precedida por una fuerte recuperación en las expectativas, como lo anticipan algunos indicadores recientes.
- Se mantiene el escenario más probable que venimos anticipando desde el tercer trimestre de 2017 en el sentido que el Banco Central no debería modificar su tasa referencial hasta mediados de este año, cuando podría iniciar un proceso de alzas muy moderadas. Buena parte del mercado se ha ido ajustando a esta perspectiva, por lo que aumentó su probabilidad a alrededor de 75%. Evidentemente que los riesgos al respecto persisten, especialmente a la baja. El comportamiento cambiario excesivamente bajista podría dar espacio para recortes o riesgos de ello, pero las recientes bajas del tipo de cambio nominal han tendido a ser compensadas por movimientos similares en otras economías.
- El premio aplicado al peso en el tipo de cambio local (por riesgos nacionales) se revirtió completamente y hoy se aprecia un descuento, que se refleja en un nivel nominal bastante por debajo de lo indicado por el equilibrio cuantitativo de nuestro modelo. El retroceso del precio del cobre, el aumento en la aversión al riesgo y la detención en la caída del dólar a nivel internacional apuntan a una recuperación en los próximos días, que se ve favorecida desde una perspectiva técnica, que podría llevarlo a \$ 612 e incluso a \$ 621.



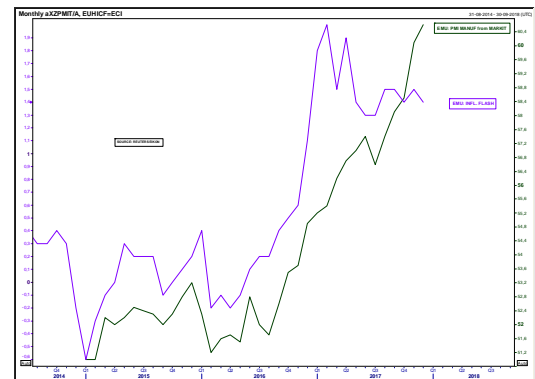
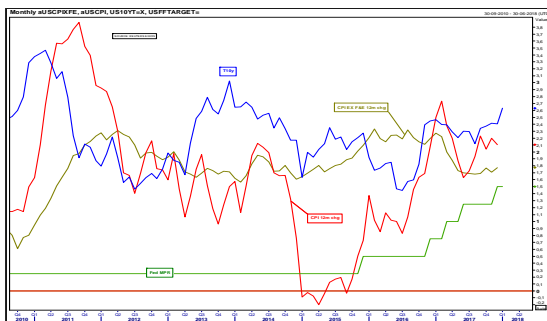
- Por el contrario, la proyección de largo plazo es estable a bajista y presenta serios riesgos de un cambio estructural, como los ocurridos en 2010 y 2014, en que el equilibrio general sigue siendo determinado por las mismas variables, pero en un nivel permanentemente diferente. Esto tendrá que ir siendo analizado en los próximos meses. Independiente de esto, el rango de fluctuación del tipo de cambio para este año probablemente será amplio, entre \$ 546 y \$ 636.

## PANORAMA INTERNACIONAL

- Los riesgos internacionales de origen económico han continuado moderándose con las últimas cifras, predominantemente positivas. No obstante, existen algunos eventos y tendencias que sugieren cautela en el corto plazo. En particular, los datos y perspectivas para China han tenido un giro muy optimista, mientras que las proyecciones monetarias globales no son preocupantes.
- La economía de EEUU no ha dejado de dar señales crecientemente positivas. El índice ISM del sector manufacturero de dic17 estuvo por encima de lo esperado con componentes de nuevos pedidos y de inventarios que permiten seguir siendo optimistas respecto a la actividad en los próximos meses. El índice de servicios bajó un poco, pero a partir de niveles altos.
- En estas condiciones, Scotiabank elevó a 2,5% y 2,8% su pronóstico de crecimiento para este año y el próximo, respectivamente (previamente estaban en 2,4% y 1,7%). En el mismo sentido, se adelanta la oportunidad del próximo aumento en la tasa referencial a mar18 y se espera que sean tres en el año, para terminar en 2,25%. Esto no es un panorama extraordinariamente más agresivo, por lo que no debería generar fuertes cambios de dirección en los flujos globales.
- Las condiciones económicas de la Eurozona siguen siendo positivas, como lo confirmaron los datos adelantados de dic17, especialmente los indicadores PMI, que sostuvieron su sólido desempeño previo. Scotiabank elevó significativamente sus expectativas de expansión para este año y el próximo, desde 2% y 1,8% a 2,7% y 2,5%, respectivamente. En estas condiciones, no se esperan grandes cambios de política monetaria en el presente año.

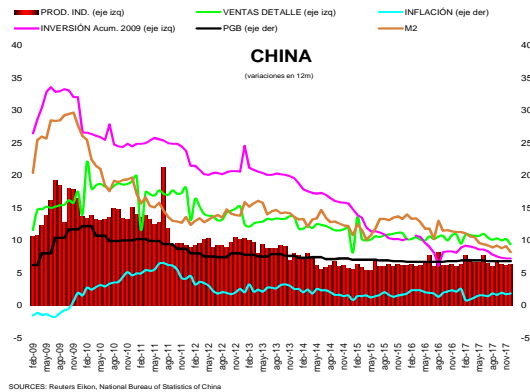


- Los datos de empleo estuvieron levemente por debajo de lo esperado para dic17, pero el cambio no fue muy importante, permitiendo mantener la tasa de desempleo en 4,1%, que es relativamente bajo. La inflación anual llegó a 2,1%, aunque excluyendo alimentos y energía sólo alcanzó al 1,8%.



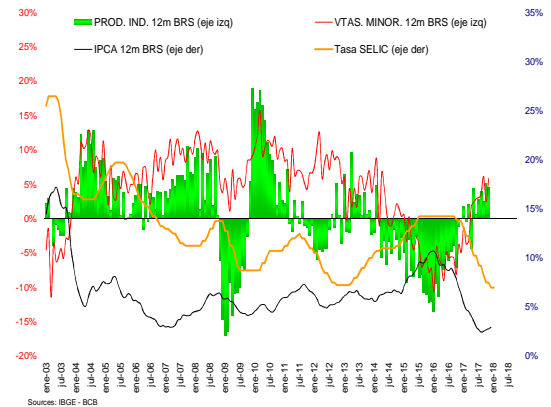
- A pesar de que las cifras al último trimestre del año en China mostraron un crecimiento fuerte, que elevó la expansión anual a 6,9%, las de dic17 no fueron particularmente positivas en lo que respecta a las ventas minoristas. Con todo, hay buenas razones para ser optimista, especialmente las relacionadas con un

buen entorno internacional y las reformas del mercado financiero que debería llevar a cabo el gobierno. Los pronósticos de crecimiento de Scotiabank para este año y el próximo fueron marginalmente elevados a 6,5% y 6,2%. A pesar de estos positivos cambios, los riesgos de corto plazo, que pueden provocar aumentos en la volatilidad, no han desaparecido.



- El panorama de Brasil no ha cambiado radicalmente en el último mes, por lo que se mantienen crecimientos probables para este año y el próximo en torno a 2,5% y 2,7%. La inflación se mantiene baja, pero comienza a dar algunas señales de recuperación, que en

un contexto de crecimiento moderado pero sostenido de la manufactura y el comercio, apuntan a que los aumentos en el estímulo monetario se deberán moderar. El riesgo proveniente de Brasil este año probablemente será de origen político-electoral, que como ha ocurrido otras veces, tiene un notable impacto sobre variables financieras, como el tipo de cambio y, dependiendo del contexto global, podría tener algunos efectos en otros mercados de la región.





## INFORMACIÓN IMPORTANTE

*El único objetivo de este informe es entregar la opinión del editor acerca de la coyuntura económica y financiera, nacional e internacional. Por lo tanto, no es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguno de los valores (índices, acciones, bonos o cualquier otro instrumento de inversión) que se refieren en el mismo o cuyos precios puedan verse afectados por el comportamiento de las variables aludidas, así como tampoco respecto de los productos de inversión que ofrece Scotia Administradora General de Fondos Chile S.A. Toda la información utilizada directa o indirectamente en este informe es obtenida de fuentes públicas que se estiman confiables, pero ello no garantiza que las cifras sean exactas ni completas ni definitivas y pueden ser sometidas a revisiones y actualizaciones periódicas por parte de sus emisores.*

*Las proyecciones y estimaciones que aquí se presentan, así como las opiniones que se derivan de ellas, han sido elaboradas por Scotia Administradora General de Fondos Chile S.A. con el fin de apoyar su gestión de inversiones, utilizando sus propios recursos analíticos y las mejores herramientas técnicas de que dispone. Sin embargo, esto no garantiza que ellas se cumplan ni son los únicos elementos que se consideran en las decisiones de inversión de Scotia Administradora General de Fondos Chile S.A. o de los fondos que administra. Todas las opiniones y expresiones contenidas en este informe pueden ser modificadas sin previo aviso. Scotia Administradora General de Fondos Chile S.A., los fondos que administra o cualquier sociedad o persona relacionada con ella pueden, en cualquier momento, tener una posición larga o corta en cualquiera de los valores aludidos directa o indirectamente y comprar o vender los mismos.*

*Los usuarios deben considerar que este informe es sólo uno de los múltiples factores que deben tomar en cuenta para sus decisiones de inversión y que el resultado de cualquier operación financiera realizada con el apoyo de la información que aquí se presenta es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza. El desempeño pasado de cualquier instrumento financiero o indicador económico, así como la exactitud de los anteriores pronósticos sobre los mismos, no necesariamente se repetirá en el futuro.*

*Se deja expresa constancia que Scotia Administradora General de Fondos Chile S.A. no paga ni cobra suma alguna a los usuarios de este informe ni a los medios en que se publica ni a ninguna de sus personas relacionadas. Queda prohibido citar o reproducir, total o parcialmente, por cualquier medio, las opiniones, cifras o gráficos contenidos en este informe sin la expresa autorización de Scotia Administradora General de Fondos Chile S.A.*