

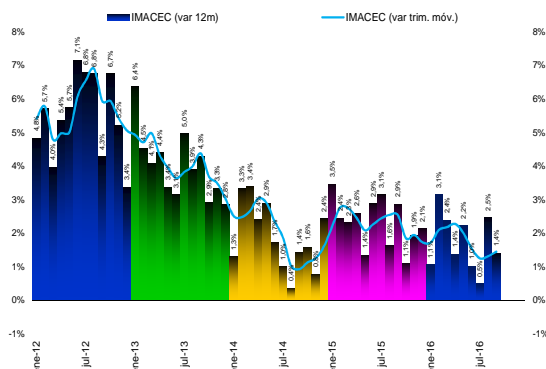
Escenarios para Inversiones



SÍNTESIS PANORÁMICA

- La actividad de sep16 se expandió solo 1,4%, muy por debajo de lo previsible. En el resultado influyeron algunos efectos puntuales. **Aun cuando la variación de oct16 sería similar, los datos preliminares son escasos y muy parciales.**
- Las perspectivas de expansión anual de la actividad permanecen en 1,7% para este año y 2% para el próximo, **pero el sesgo de la estimación ahora es levemente alcista, en función de señales tendenciales favorables, si bien los indicadores de confianza permanecen muy deteriorados.**
- El IPC de oct16 aumentó en 0,2%, por debajo de lo esperado por el mercado, completando un incremento de 2,8% en 12 meses, inferior al 3% por primera vez desde principios de 2014. **Las expectativas inflacionarias del mercado para este año se corrigieron a 2,8% y 2,7%, respectivamente.**
- Este conjunto de datos intensificará la presión para que el Banco Central recorte la tasa referencial en los próximos meses. **En el escenario más probable no habría cambios este año pero sí un par de recortes de 25pb cada uno el primer trimestre.**
- Tras el ajuste del 24 y 25 de oct16 el tipo de cambio ha estado fluctuando en torno a los \$ 650, valor al que presenta una brecha considerable con el equilibrio cuantitativo histórico. **El panorama para las próximas semanas sigue siendo de gran volatilidad, como se ha visto hoy mismo.**
- El proceso eleccionario en EEUU ha incrementado el riesgo global, exacerbando la especulación sobre su impacto en variables importantes. **Es recomendable ser muy prudente hasta que se disponga de informaciones que permitan análisis más completos, lo que debería ocurrir progresivamente en las próximas 8 semanas.**

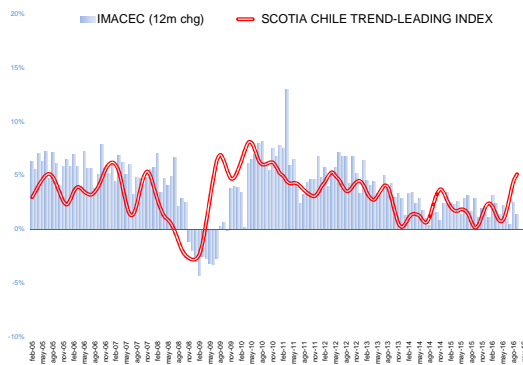
PANORAMA NACIONAL



- El dato de variación anual de la actividad en sep16 fue de 1,4%, muy por debajo de las previsiones del mercado (en torno a 2,1%, e incluyendo la nuestra, que se ubicaba en 2,2%). El resultado estuvo dominado por una contracción del sector minero (-3,6%) y una desaceleración importante del resto (1,9% vs. 2,4% en el mes previo). De acuerdo a lo señalado por el BCCh, el efecto adverso provino principalmente de las manufacturas y del comercio mayorista. Las cifras muy preliminares e incompletas

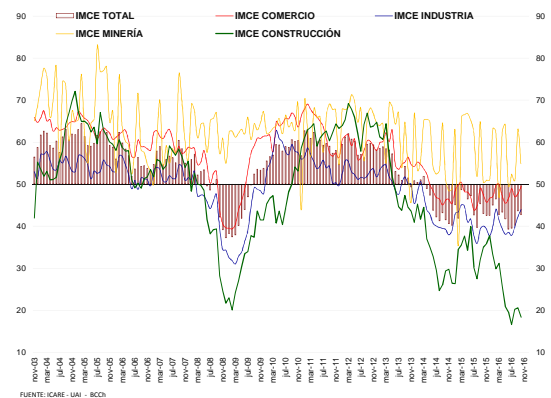
apuntan a una variación similar en oct16, que sería seguida por una recuperación más amplia en el último bimestre.

- No obstante que este número sorprendente de sep16 es preocupantemente bajo, y dejaría al tercer trimestre con un crecimiento de 1,4% (incluso inferior al 1,5% del segundo, aunque valores más definitivos de cuentas nacionales para uno y otro se conocerán el próximo 18nov), el análisis tendencial sugiere que la evolución proyecciones sigue siendo favorable. Es decir, hay señales de recuperación, que aunque moderadas, son predominantes e incluso más intensas que en meses previos. El resultado conocido hoy deja invariable en 1,7% nuestra proyección de crecimiento para este año y 2% para el próximo, aun cuando el análisis tendencial sugiere que el riesgo de ambas es al alza.

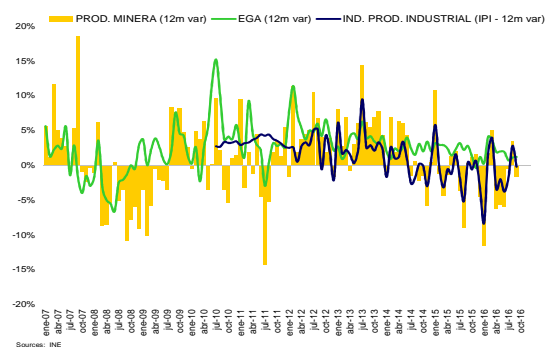


- El Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE), elaborado por ICARE y la UAI mostró un retroceso, que estuvo esencialmente dominado por el sector minero (que normalmente presenta alta volatilidad). El índice que excluye al sector minero tuvo un leve repunte, principalmente por el sector comercio y, en menor medida, por el manufacturero. En cualquier caso, los índices y sus componentes siguen en zona negativa, lo que parece consistente con lo mostrado por el Informe de Percepción de Negocios trimestral del BCCh. Este resalta el poco interés en la inversión para ampliación de capacidad e inventarios y orienta el foco más bien a mejoras de eficiencia y reposición indispensable por obsolescencia, indicando

que las condiciones financieras no son un obstáculo muy relevante en la presente coyuntura. Estas cifras sugieren que se advierte un compás de espera incluso más importante que previamente, sugiriendo que un cambio de perspectiva solo sería posible hacia 2018.

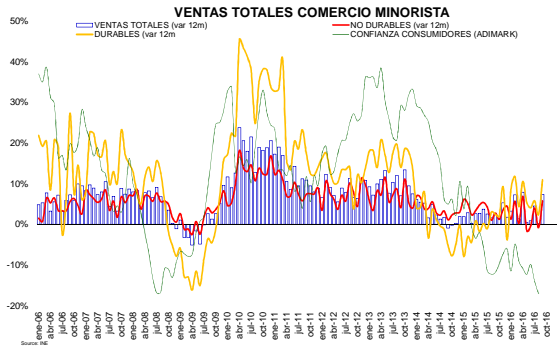


- En sep16 el Índice de Producción Industrial (IPI) cayó un 0,2%, adversamente influido por la producción minera, que se contrajo 1,6% (principalmente por contracción en la producción de cobre, que se vio afectada por una huelga y un imprevisto), y aun cuando la producción manufacturera (que ya en ago16 se anticipaba menos dinámica) y de servicios básicos aumentaron en 1,4% y 1,2% respectivamente. En general los datos son consistentes con una condición cíclica extensamente floja, pero contienen elementos que permiten cierto optimismo.

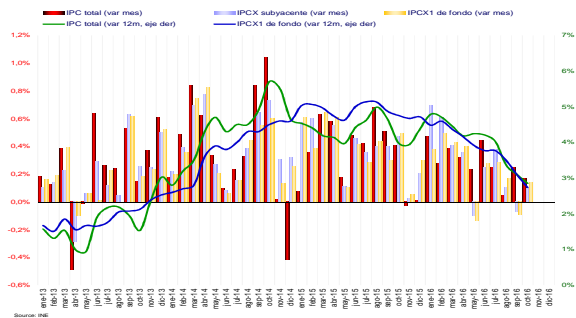


- En línea con lo previsible el mes pasado (ESC-214, 12oct), las ventas del comercio experimentaron una importante aceleración

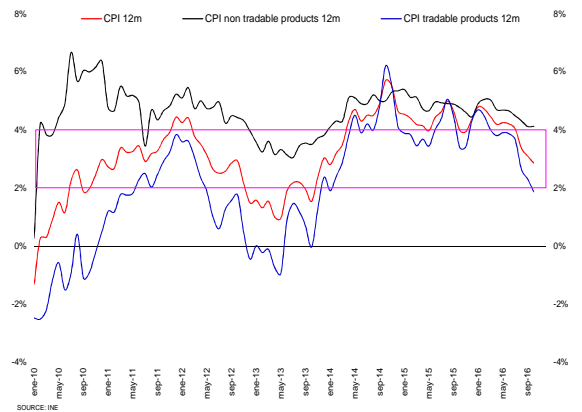
(7,4%) en sep16, tanto en vienes durables (11%) como en los de consumo corriente (+5,8%). Estos números están compuestos de elementos puntualmente favorables, pero conllevan efectos más permanentes moderadamente favorables. Con todo, cabe reiterar que cualquier recuperación, favorecida por la tendencia inflacionaria, probablemente será moderada por las escasas perspectivas de mejora en el ingreso salarial y el bajo nivel de confianza sectorial.



- El IPC de oct16 aumentó en 0,2% (considerando el tercer decimal, la variación fue de 0,167%), por debajo de lo esperado por el mercado, y completando un incremento de 2,8% en 12 meses, inferior al 3% por primera vez desde principios de 2014. El índice que excluye alimentos y energía también aumentó 0,2%, lo que enteró una variación de 3,2% en 12 meses. Los servicios aumentaron 0,3%, igual que los bienes no transables, y en ambos casos las variaciones anuales se mantuvieron en 4,1%. Otras medidas subyacentes, como el IPCX y el IPCX1 también tuvieron resultados superiores a los de septiembre, aunque disminuyeron su incremento en 12 meses.

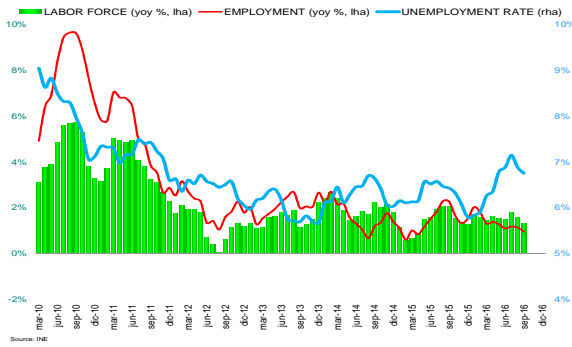


- Hay que notar que los bienes transables solo aumentaron 0,1%, y su variación anual cayó por debajo de 2%. Esto refleja el efecto acumulado del retroceso cambiario en los primeros ocho meses del año, que se aunque se haya producido con un rango de fluctuación amplio, terminó traspasándose a precios de bienes transables (importados o "importables") que, por lo demás, enfrentan demandas debilitadas. Cabe destacar que no puede asociarse a la apreciación solo de los últimos dos meses. En conjunto, el comportamiento de los precios de bienes no directamente asociados al tipo de cambio parece estar presentando cierta resistencia, lo cual, por lo demás, es normal. No obstante, finalmente el efecto cambiario en una economía lenta debería traspasarse a otros precios, por varios mecanismos. No obstante, los datos de los últimos años, y que se confirman con las últimas cifras, sugieren que de no mediar un retroceso cambiario adicional, el efecto sobre bienes no transables seguirá siendo pausado, aunque probablemente suficiente para hacer caer las expectativas inflacionarias a 12 meses en forma persistente.

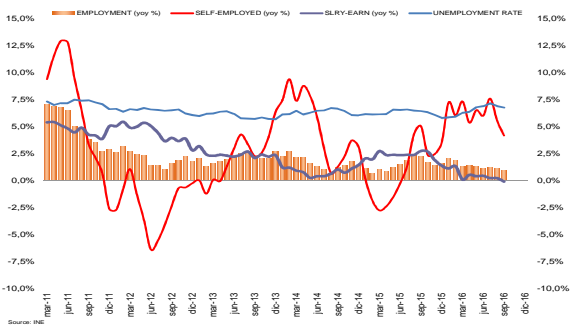


- Los últimos datos sugieren que el mercado quedó con una perspectiva inflacionaria para este año y el próximo de 2,8% y 2,7%, respectivamente, incorporando la posibilidad de una variación mensual negativa en dic16. Al respecto, conviene recordar la alta volatilidad de estas expectativas en los últimos meses.

- La tasa de desempleo bajó a 6,8% en el tercer trimestre, lo que se alcanzó gracias a una sensible reducción en el crecimiento de la fuerza laboral desde 1,6% a 1,3%, y a pesar de que el ritmo de creación de puestos de trabajo se redujo a 1% (desde 1,1% el trimestre móvil anterior).

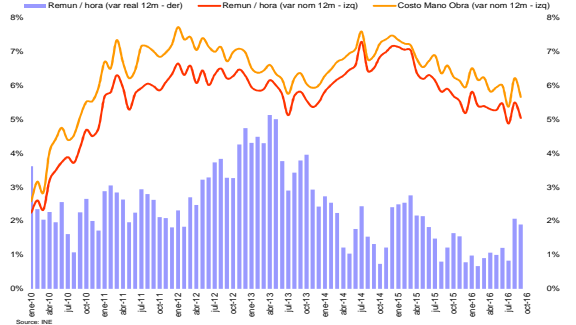


- Respecto al tipo de trabajo, los por cuenta propia siguen liderando (4,2%), pero los asalariados se contrajeron 0,1%. Esta última es la primera variación negativa de este tipo de empleo y grafica la debilidad del mercado laboral y la precariedad. Los datos sugieren que la tasa de desempleo no refleja la situación de fondo del mercado laboral, pero esto se corregirá progresivamente con el correr de los trimestres.

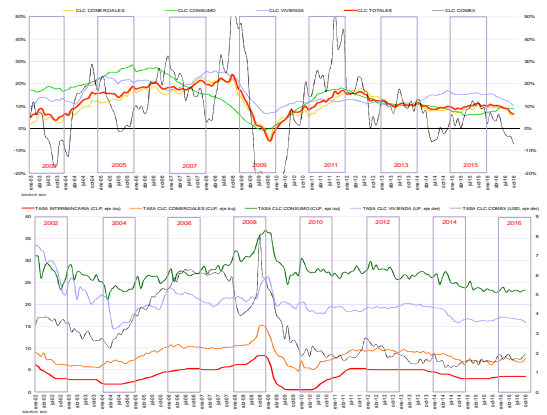


- Las remuneraciones de sep16 marcaron una desaceleración del índice nominal a 5%. El índice real siguió creciendo a una tasa comparativamente alta (1,9%), producto del menor valor inflacionario. Estos resultados confirman que la recuperación de agosto no marcaba el inicio de una nueva tendencia y que probablemente los índices, con algunas

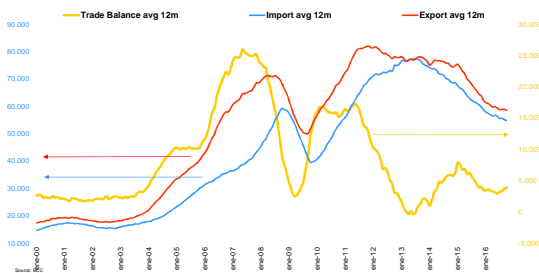
fluctuaciones, deben estar en línea con un mercado laboral predominantemente débil.



- En oct16 las colocaciones volvieron a disminuir la velocidad de expansión significativamente, aunque no se frenaron tanto como en sep16. El ajuste es bastante generalizado, aunque con menor intensidad en consumo. Cabe reiterar que este ajuste está en línea con lo anticipado a principios de año (ESC-236, 13ene). El comportamiento de tasas de interés sigue sin ser una explicación suficiente, la que parece provenir de la oferta y demanda por crédito. Hay que advertir que el comportamiento de las colocaciones muestra un permanente rezago (de extensión variable) respecto al ciclo de actividad, por lo que es incluso probable que este ajuste se mantenga aun cuando se advirtiera un mayor impulso de la economía en los próximos trimestres. Por su parte, el dinero se aceleró en forma significativa, aun cuando sus tasas de expansión siguen siendo bajas, incluso en términos reales.

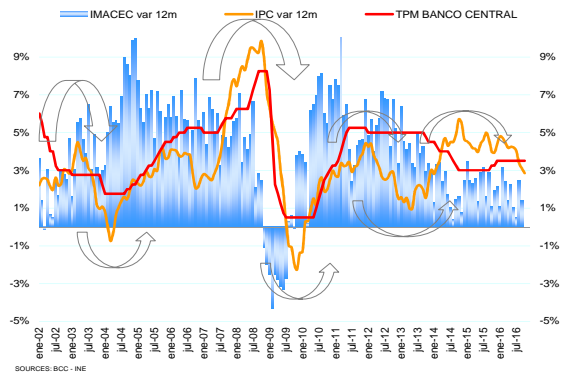


- En oct16 la balanza comercial tuvo un saldo positivo en oct16, en línea con lo que venían marcando los boletines semanales. Aun cuando tanto exportaciones como importaciones se contrajeron (5,6% y 7,6%, respectivamente), el resultado fue un poco mejor en las primeras y peor en las segundas. Por el momento parece más probable un resultado en la misma línea en nov16, con el precio del cobre más alto, comenzando a tener un impacto favorable en las mineras. En lo que respecta al gasto interno, se advierte una debilidad de las de consumo, pero dentro de una línea de recuperación tendencial moderada, mientras que las de bienes de capital confirman que las cifras de inversión permanecerán débiles en el último trimestre del año. Cabe destacar, a pesar de que los datos no son positivos, que las tendencias en esta área siguen mostrando una trayectoria con un equilibrio consistente con la actividad, lo que sería un factor favorable para cualquier proyección futura.

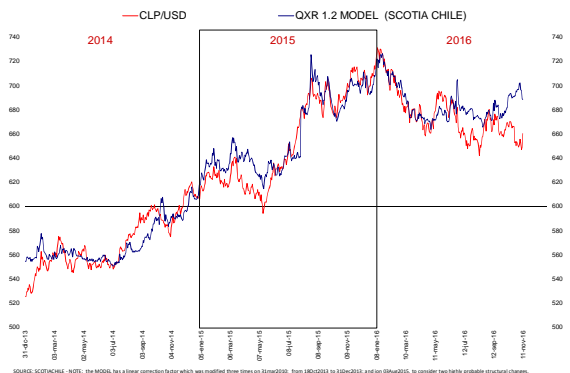


- Con las cifras de actividad y precios por debajo de las expectativas, y aun terminare siendo un conjunto de resultados puntuales, se intensificará la presión para que el Banco Central (BCCh) recorte la tasa referencial prontamente. En esta perspectiva, cambia el escenario original más probable de mantención hasta fines del próximo año, acotándose a la mantención solo a lo que resta del año, con dos recortes en el primer trimestre del próximo (60% de probabilidad). El sesgo podría ser modificado en dic16, aunque ya el próximo 17nov habría un lenguaje sensiblemente preparatorio. Con todo, este escenario pude volver a cambiar, en función de varios elementos, entre los que

se destaca el comportamiento cambiario. Parecería abiertamente inconveniente que se optara por modificaciones en medio de un gran fragor cambiario o/y incertidumbre muy alta sobre los términos de intercambio de mediano plazo.

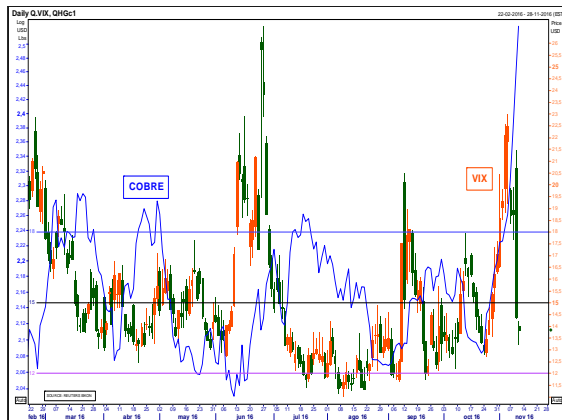


- Entre el 24oct y el 25oct, el tipo de cambio se ajustó en más de 2%, confirmando la alta volatilidad que afecta a esta variable en el corto plazo, si bien en días posteriores ha permanecido relativamente baja y ayer recrudeció. Aun cuando el precio del cobre ha subido considerablemente en los últimos días, hay que notar que otros factores no se han movido en la misma dirección ni magnitud, generando una brecha considerable entre el precio de mercado y lo señalado por nuestro modelo cuantitativo. Técnicamente también parece presionado excesivamente. El panorama para las próximas semanas sigue siendo de volatilidad, dentro de un rango amplio y de largo plazo, que podría ir desde \$ 641 a \$682.



PANORAMA INTERNACIONAL

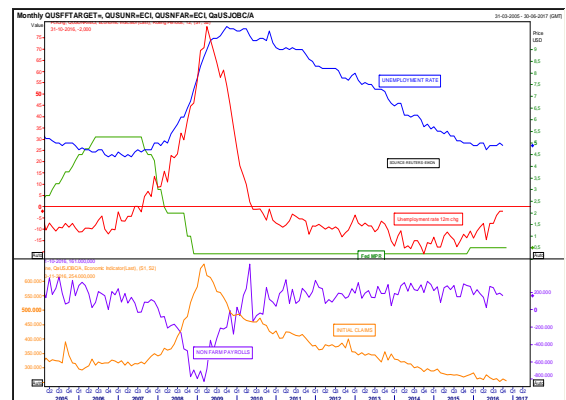
- El proceso eleccionario en EEUU venía incrementando la aversión al riesgo en los días previos, pero tras conocerse el resultado la volatilidad ha cambiado de forma (no son solo consideraciones negativas, sino también disminuciones de la aversión fluctuantes. En lo que respecta a Chile, probablemente se ha incrementado el riesgo para la fluidez comercial, pero parece lejos de ser un escenario base (claro) o extremo. No obstante, por otro lado, el fuerte incremento en el precio del cobre, que se atribuye a las proyecciones de mayor gasto público de la futura administración estadounidense, debería ser tomado con precaución. Si la expansividad fiscal exagera la normalización de las tasas de interés sería incluso posible que el efecto positivo fuera drenado por menores precios y/o menor demanda en otras zonas. Por lo tanto, el panorama presenta riesgos que requieren mucha más información y, desde luego, que sea analizada en un contexto de equilibrio general, lo que todavía parece difícil.



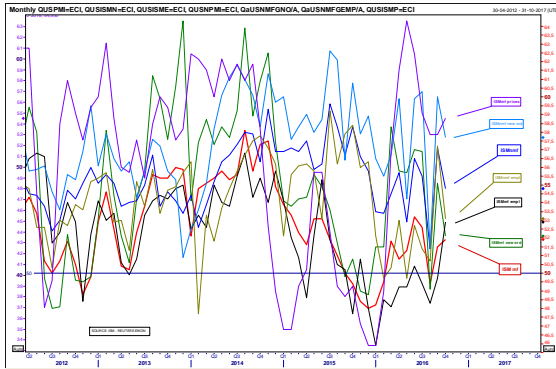
- En lo que respecta a los indicadores adelantados, tanto del sector manufacturero como de los servicios, resultaron ampliamente favorables, destacando una aceleración de la velocidad de crecimiento global. Sin cambiar la perspectiva de un crecimiento mundial que seguirá siendo moderado, hay que reconocer que ciertas cifras resultaron mejores a lo previsto, especialmente en China. Por lo

tanto, si bien los datos tal vez no sean suficientes para mover sensiblemente al alza pronósticos muy amplios, reducen el riesgo inmediato de más recortes.

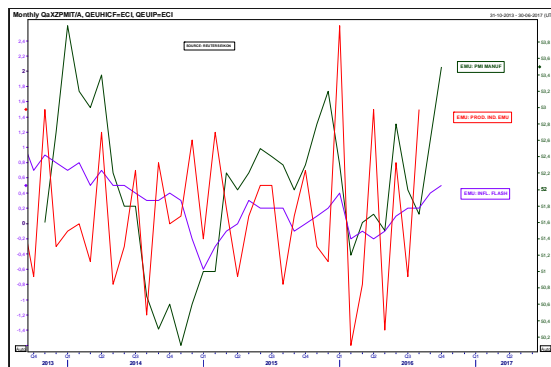
- El mercado laboral de EEUU en oct16 registró un comportamiento levemente menos fuerte de lo previsto, a pesar de un leve descenso de la tasa de desempleo. En general estos datos no muestran grandes variaciones que puedan inducir a cambios drásticos en la trayectoria monetaria más probable (alzas de la tasa referencial en dic16 y muy espaciadas posteriormente), aun cuando la primera reacción a anuncios importantes en materia fiscal podría introducir variantes todavía poco claras.



- Los indicadores adelantados más amplios del sector manufacturero de EEUU (ISM) mostraron un desempeño en oct16 superior al mes previo y levemente por encima de lo esperado por el mercado. No obstante, algunos de sus componentes clave (como nuevos pedidos) sugieren algún riesgo de desaceleración en los meses próximos, el que podría ser intensificado por el período de instalación del nuevo gobierno. En la misma línea, si bien el flujo de resultados empresariales podría mejorar, es importante atender a las proyecciones más allá de la coyuntura. En el sector de servicios los resultados fueron expansivos, pero por debajo de lo previsto.

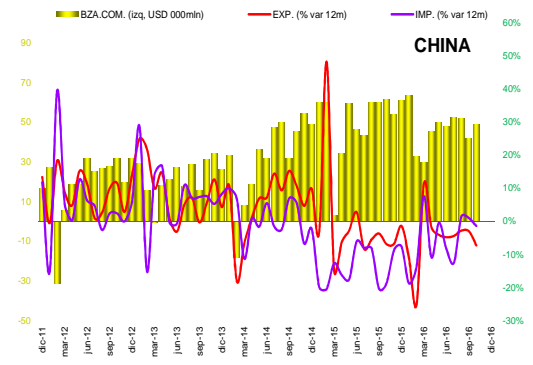


- Los datos adelantados de la Eurozona en oct16 mejoraron marginalmente respecto a los anteriores, aunque estuvieron por debajo de los informes preliminares pero, en cualquier caso, dentro de una perspectiva de limitada aceleración. La inflación siguió dando algunas señales de recuperación. En conjunto, se acentúa un panorama de crecimiento acotado y probablemente también el proceso de debilitamiento relativo del euro.

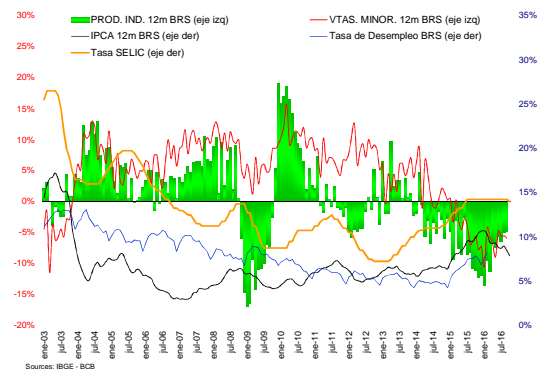


- Las cifras de China siguen mostrando un desempeño en trayectoria creciente. Los índices adelantados del sector manufacturero, tanto de origen privado como gubernamental. El sector de servicios también insinúa una mejoría, pero más moderada. Las cifras de comercio exterior también apuntan a una recuperación moderada. Estas cifras han sido suficientes para limitar el riesgo de un aterrizaje más fuerte en el corto plazo y favorecer el desempeño de materias primas. Sin embargo, no eliminan completamente escenarios adversos en una perspectiva más larga (un año y medio o más), ya que algunos

análisis advierten la persistencia de ciertos riesgos propios del proceso de transformación, que podrían dar lugar a medidas contra cíclicas potencialmente adversas.



- En Brasil los datos agregados siguen siendo muy predominantemente adversos, aun cuando hay crecientes señales de recuperación. El retroceso de las expectativas inflacionarias (el consenso ahora está en 7,1% para este año y 5% para 2017) y los últimos resultados resultaron suficientes para que el Banco Central comenzara a recortar la tasa referencial a un ritmo de 25pb y probablemente continuará haciéndolo sucesivamente (próxima reunión es el 30nov). Si bien los riesgos no ha desaparecido y la recuperación será más bien moderada, el próximo año habrá expansión y las noticias de Brasil deberían tener un sesgo más bien favorable en las próximas semanas.



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.