



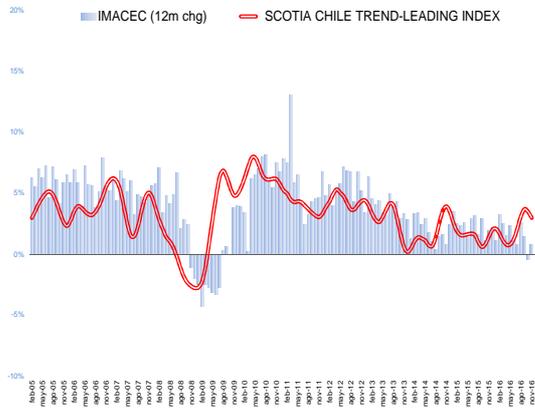
### SÍNTESIS PANORÁMICA

- La actividad económica de nov16 aumentó solo 0,8%. Aun cuando el crecimiento de 2016 lo conoceremos definitivamente el 20mar, se orienta al pronóstico del Banco Central en su último IPOM (1,5%). **Para este año se mantiene una expectativa de 2% pero con sesgo a la baja.**
- Los últimos indicadores confianza conocidos, tanto para empresas como consumidores, siguen en zonas pesimistas, pero habrían alcanzado niveles mínimos. El mercado laboral y los salarios no permiten esperar un gran repunte del consumo.
- La caída de 0,2% del IPC en dic16 dejó la inflación anual 2,7%. **Las condiciones previsibles para varias variables apuntan a una variación similar o levemente inferior este año.** Los pronósticos estarán sometidos a fuertes fluctuaciones en el primer semestre.
- **Estas condiciones de actividad y precios, más el sesgo bajista previo, dan casi la certeza de un recorte de 25pb en la tasa referencial el próximo 19ene,** aumentan a 75% la probabilidad de uno similar el 14feb y dejan como probable una nueva reducción el 16mar.
- El tipo de cambio seguirá fluctuando en el amplio rango definido hace meses. **En lo inmediato predomina un impulso muy levemente bajista. En términos cuantitativos el valor de mercado sigue un poco por debajo del equilibrio.**
- Los datos adelantados de dic16 intensificaron levemente la moderada tendencia de la actividad global. **La mayoría de los pronósticos para 2017 estiman un crecimiento global un poco más fuerte y a una inflación un poco más alta.** Las políticas monetarias seguirán siendo predominantemente expansivas.

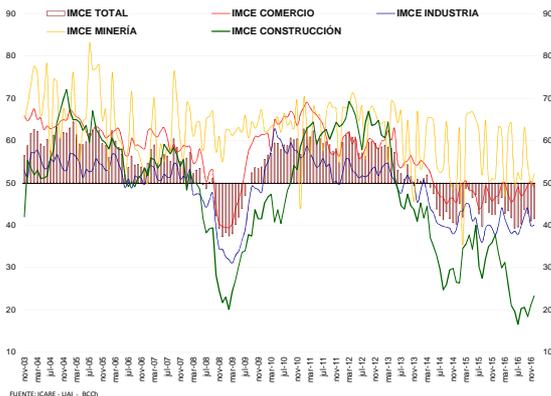
### PANORAMA NACIONAL

- La actividad económica de nov16 creció solo 0,8%, muy por debajo del promedio del mercado y de nuestra estimación a partir de los datos sectoriales. Según lo indicado en el comunicado, en este resultado incidió positivamente el comercio, y adversamente, la manufactura. Esta vez el sector minero tuvo una expansión de 2,2%, mientras que el resto de las actividades lo hizo en 0,6%. Aun cuando el crecimiento de 2016 lo conoceremos definitivamente el 20mar, con este resultado el crecimiento anual se aleja de nuestra estimación de 1,7% y orienta al pronóstico del Banco Central en su último IPOM (1,5%). Para alcanzar un valor diferente a este, la variación de diciembre debería estar fuera del rango entre 0,7% y 1,8%, lo que parece tener una probabilidad de ocurrencia relativamente baja, con una primera aproximación más bien cerca de

1,6%. Lo que es más preocupante es la combinación sectorial del resultado y la evolución tendencial. Respecto a la tendencia, según nuestro indicador, este resultado es incluso peor que el de oct16.

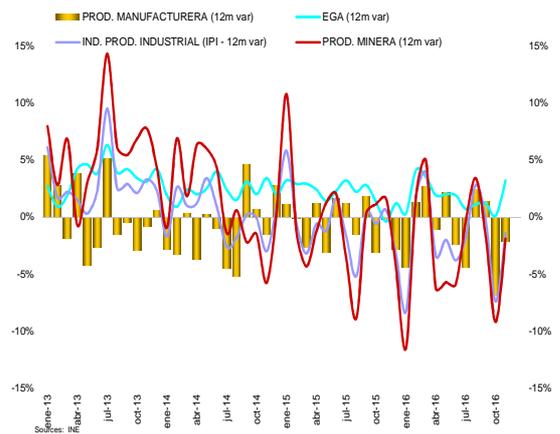


- Los últimos indicadores confianza conocidos, tanto para empresas como consumidores, se mantienen en zonas negativas, pero habrían alcanzado niveles mínimos. En la medida que las condiciones externas modestamente más favorables se consoliden y si se verificara algún mayor optimismo en el ámbito político interno podría apreciarse una significativa mejora en estos indicadores, lo que debería redundar en una aceleración algo más intensa de lo que el mercado mayoritariamente prevé para 2017.

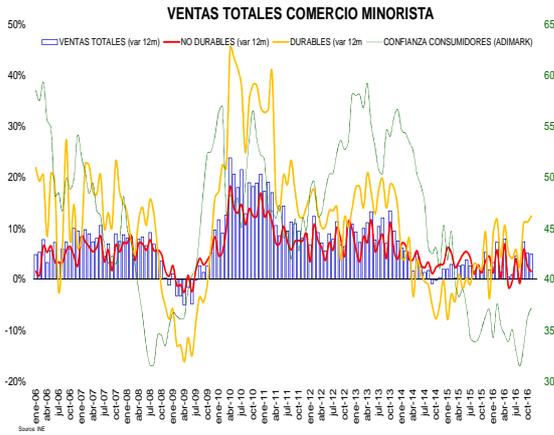


- En línea con lo que parecía más probable hace varios meses (ESC-244, 9sep) el sector construcción comenzó a evidenciar una desaceleración que fue seguida por una

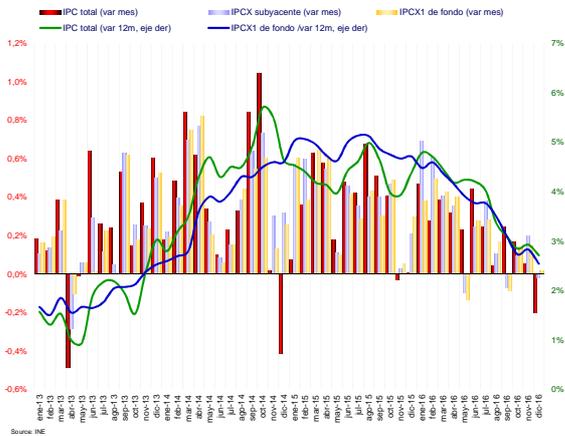
contracción importante. Este proceso, que tienen varias causas específicas probablemente se prolongará por varios meses. La producción manufacturera en nov16 se contrajo un 2,1%, lo que representa un resultado mejor que el -6,9% del mes previo (afectado por el número de días laborales), pero claramente negativo. Las cifras sugieren que se está perdiendo parte del impulso previo, lo que puede deberse a efectos colaterales de otros sectores. Similar desempeño se advierte en la producción minera que se contrajo 1,9%, tras una caída mayor el mes previo. La producción de servicios básicos se recuperó un poco más. En conjunto, el índice de producción industrial sufrió una nueva contracción, aunque inferior a la del mes precedente.



- En nov16 las ventas del comercio tuvieron un crecimiento de 5% real, muy similar al mes previo, pero se intensificó a divergencia entre los bienes durables (12,4%) y corrientes (1,6%), la que probablemente está condicionada por factores específicos del mercado automotriz (las ventas de autos nuevos siguen creciendo a tasas altas, favorecidas, entre otros elementos, por bajas bases de comparación). Otro elemento que favorecerá el desempeño de las ventas es la baja proyección inflacionaria. No obstante, el mercado laboral y las expectativas de consumidores más bien débiles no permiten demasiado optimismo.

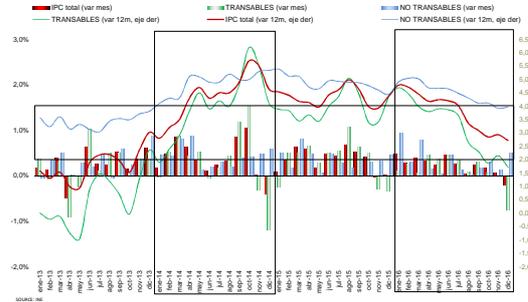


- La caída de 0,2% del IPC en dic16 sorprendió a los expertos del mercado y a los pronósticos de los instrumentos financieros, que apuntaban mayoritariamente un aumento de 0,1%. La variación respecto a diciembre de 2015 quedó en 2,7% y los principales índices subyacentes cerraron debajo del 3%. Por el contrario, los servicios mantuvieron una variación anual de 4%, al igual que los no transables.

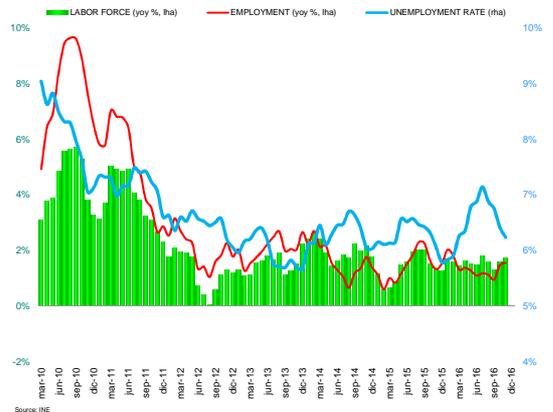


- En el mes el IPCSAE subió 0,1%, mientras que advierte un aporte deflacionario importante de los bienes transables (-0,8%). Por el contrario, los no transables y los servicios aumentaron en 0,5% y 0,4%, respectivamente. Considerando todos estos antecedentes, es probable que la inflación del presente año esté por debajo de lo proyectado, tal vez más cercana a 2,6%, pero

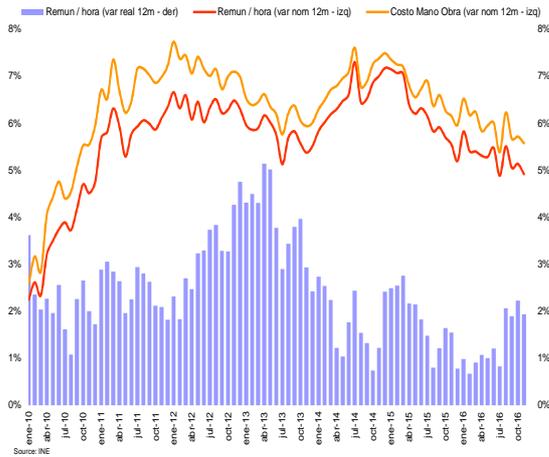
no es conveniente sacar conclusiones de muy largo plazo a partir de datos puntuales.



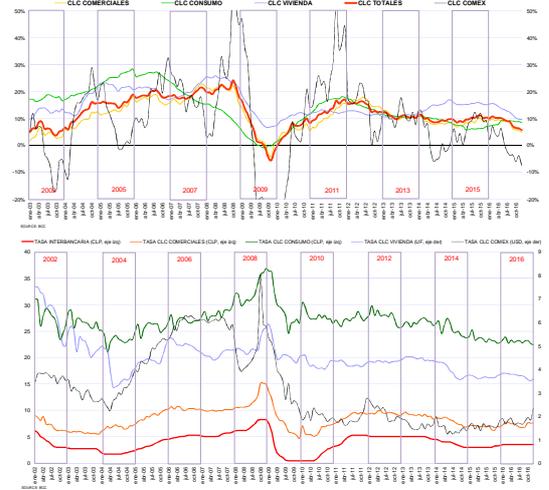
- Los datos para el trimestre móvil sep16-nov16 mostraron una disminución en la tasa de desempleo, al 6,2%. Aunque el efecto estacional señaló una disminución, este resultado mostró un "patrón normal", con un desempeño completamente no normal de la economía. La explicación sigue fundamentalmente relacionada con el empleo por cuenta propia, que está creciendo a un sorprendente 5,2%, mientras que el empleo asalariado aumenta a un bajo ritmo de 0,6%. Sabemos que los primeros están peor pagados y la inestabilidad es mayor. Como se ha indicado, independiente de que los rezagos sean más largos de lo estimado, estas tendencias deben ajustarse a condiciones más sustentables, lo que debería implicar limitada expansión del autoempleo y aumento en la tasa de desocupación, aunque esta última también debería ser favorecida por una menor expansión de la fuerza de trabajo.



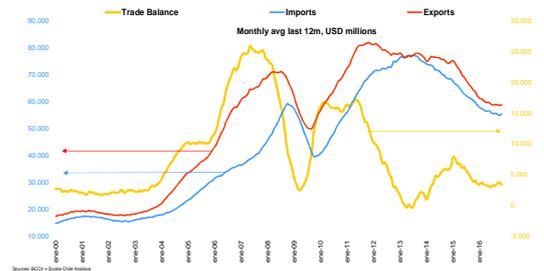
- Los salarios nominales en nov16 redujeron su ritmo a 4,9% (vs. 5,1% en oct16). Los salarios reales (es decir, deflactados) también se desaceleraron: de 2,2% en oct16 a 1,9% en nov 16. Este nuevo debilitamiento de los salarios puede parecer inconsistente con la tasa de desempleo, pero cuadra con el tipo de empleo que principalmente se está creando (autoempleo). Con volatilidad, se espera más de lo mismo para los salarios en los próximos trimestres.



- Sin cambios respecto a lo apreciado hace un mes (ESC-247, 9dic) se mantuvo la desaceleración de las colocaciones totales. la estabilización en el retroceso de las de vivienda fue más que compensado por el sostenido deterioro en todas las demás. El comportamiento tendencial de las tasas respectivas no registró variaciones muy significativas y, a excepción de las de comercio exterior, en ningún caso es la explicación de las variaciones cuantitativas. La perspectiva para los próximos meses es de desaceleración, principalmente por el rezago de este mercado respecto a la actividad. Algún repunte podría apreciarse a partir de mediados de año, pero no obedecería a una perspectiva monetaria más expansiva, sino que sería condicional a un cambio de expectativas. La desaceleración del crecimiento del dinero (M1) parece haber alcanzado un límite y se vería un progresivo mejor desempeño en los próximos meses.

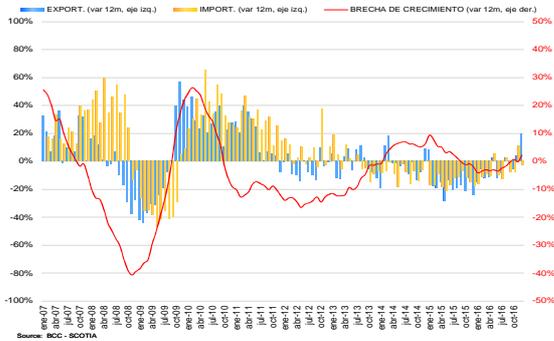


- Los datos de comercio exterior de 2016 resultaron algo mejores de lo esperado, principalmente por un desempeño más favorable de las exportaciones en dic16, con un repunte que comprometió a varios sectores. Reiterando lo señalado hace un mes (ESC-247, 9dic), en este desempeño más favorable de los últimos dos meses parece haber un impacto favorable de elementos puntuales o que obligan a ser cauto en las conclusiones, más de elementos evidentemente tendenciales. Si bien lo que se aprecia es una estabilización en los valores de exportaciones e importaciones en 12 meses y hay elementos tendenciales en este análisis, también los hay puntuales, que podría mostrar más volatilidad.

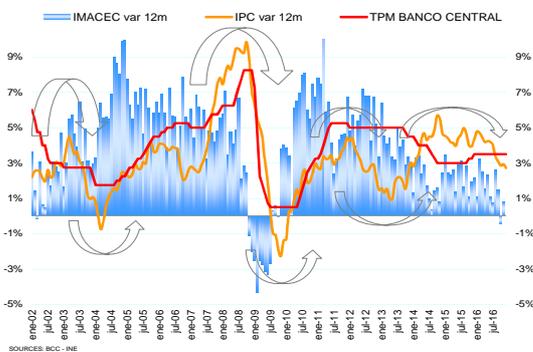


- Con todo, la brecha de crecimientos entre exportaciones e importaciones afianzó su tendencia favorable, lo que representa un elemento favorable para los activos locales y quita un poco de presión sobre ciertas

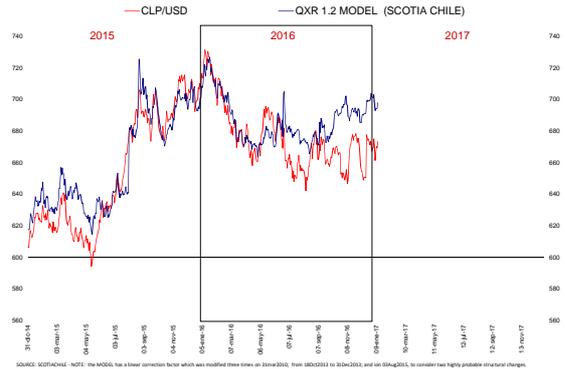
consideraciones de riesgo. De nuevo, sin embargo, los datos deben ser considerados con cautela, ya que si bien la tendencia es positiva no es seguro que se vaya a profundizar.



- El bajo resultado del IPC en dic16, unido al escaso nivel de actividad de nov16, refuerzan decisivamente las posturas más expansivas, dando prácticamente la certeza de un recorte de tasa referencial a 3,25% el próximo jueves 19 de enero, y aumentando a 75% la probabilidad de nuestro escenario base de un recorte similar el 14 de febrero (buena parte del mercado esperaba una pausa). Adicionalmente, eleva a 60% la probabilidad de una reducción similar el 16 de marzo (muy condicionada por la reacción del mercado a la reunión de la Fed el día anterior). Tras esto, se mantendría la tasa en 2,75%, eventualmente hasta fin de año. No obstante, probablemente la política monetaria a partir del segundo trimestre se caracterizará por mayor volatilidad en los pronósticos mensuales, debido a la fluctuación de variables críticas, como el tipo de cambio y otros antecedentes.

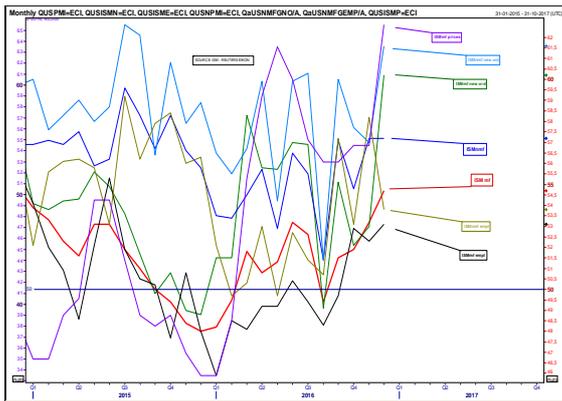


- En línea con lo esperado hace varios trimestres, el tipo de cambio sigue moviéndose dentro de un amplio rango de fluctuación (\$ 646 - \$ 680). En lo inmediato, el impulso es levemente bajista. Desde un punto de vista cuantitativo, el valor de mercado aparece como levemente por debajo del equilibrio, pero la desviación no resulta muy grande.



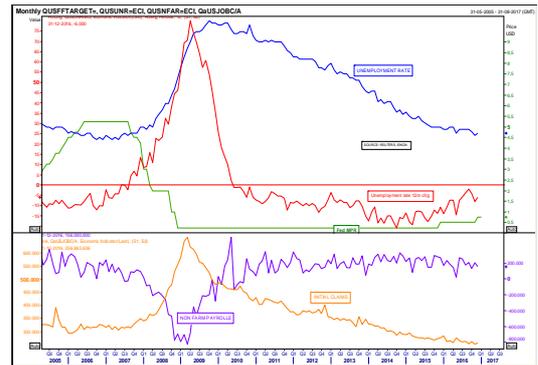
## PANORAMA INTERNACIONAL

- Los datos adelantados de dic16 intensificaron levemente la moderada tendencia de la actividad global, que resultó algo más fuerte en manufacturas que en servicios, aun cuando ambos muestran buenos ritmos expansivos. La mayoría de los pronósticos para 2017 apuntan a un crecimiento global un poco más fuerte y a una inflación globalmente un poco más alta. Con todo, con las notables excepciones de EEUU, México, Turquía y algunas economías menores, no se esperan posturas monetariamente menos expansivas. El incremento más relevante en las proyecciones de expansión precisamente radican en EEUU. Con todo, la forma que puedan tomar las decisiones en EEUU (fiscalmente más expansivas y monetariamente, menos) probablemente generará tensiones de diverso tipo que el mercado anticipa en riesgos adicionales para varias economías emergentes.
- Los indicadores ISM de la economía de EEUU sugieren un desempeño de las manufacturas mejorando en dic16, mayoritariamente por encima de las expectativas y con buenas señales de mejoría en los meses siguientes. El sector servicios mantuvo el ritmo de expansión.

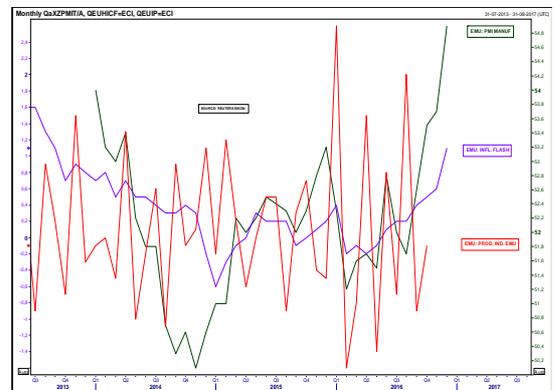


- Los datos del mercado laboral fueron levemente menos fuertes de lo previsto (aunque hubo correcciones al alza de datos previos), pero siguen señalando robustez. Se

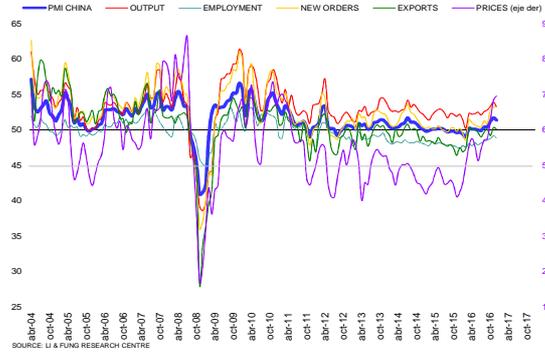
espera mayoritariamente que este año la Fed aumente tres veces la tasa referencial, siendo la próxima esperada para mediados de año, pero hay una probabilidad no despreciable de que se concrete en mar17.



- Los índices PMI de la Eurozona en dic16 mostraron que la economía se estaría expandiendo a la mayor tasa desde mediados de 2011, justo antes de que se produjeran las turbulencias regionales que tuvieron consecuencias globales (hay que decir que en aquella oportunidad la actividad venía desacelerándose). Este resultado, junto a otras cifras (como el repunte en la inflación), probablemente aleja la probabilidad de expansiones monetarias adicionales y tiende a fortalecer al euro. No obstante, hay varios elementos, incluidos en primer lugar los de índole política que ponen altos niveles de riesgo en el desempeño de este año.

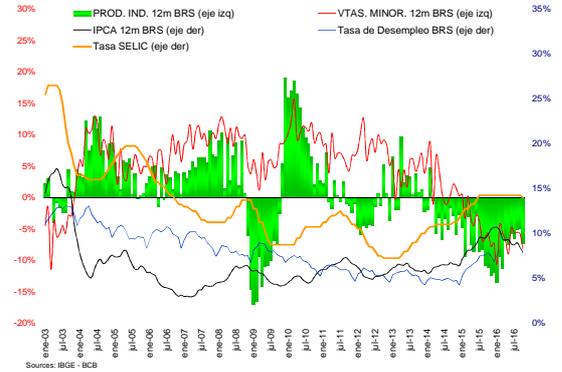


- Los datos de precios mayoristas de dic16 (superiores a los previos) alivian algo la preocupación por la sobre capacidad productiva de China, pero no son concluyentes. La inflación de consumo, en cambio, estuvo un poco por debajo de lo esperado. Los datos de actividad adelantados tuvieron evoluciones contrapuestas en ese mes: mientras los indicadores privados registraron variaciones en línea con el mes anterior y lo esperado, el principal indicador oficial registró una leve disminución. En cualquier caso, los datos resultaron satisfactorios y las perspectivas continuaron mejorando. Con todo, será muy importante seguir estrechamente las informaciones de todo tipo este año.



- Los indicadores privados más recientes en Brasil apuntan a una desaceleración del sector manufacturero en dic16. En el sector de servicios la situación se mantuvo, pero en ambos casos se advierte un menor impulso

de los nuevos pedidos. El comportamiento inflacionario sigue debilitándose. Con este panorama se reafirma el escenario más probable en cuanto a que el Banco central puede seguir recortando la tasa.



## 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.*