

Escenarios para Inversiones

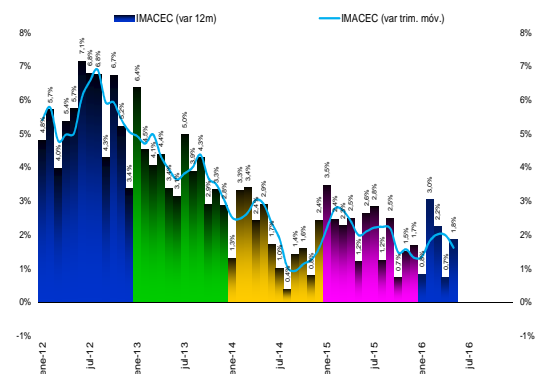


SÍNTESIS PANORÁMICA

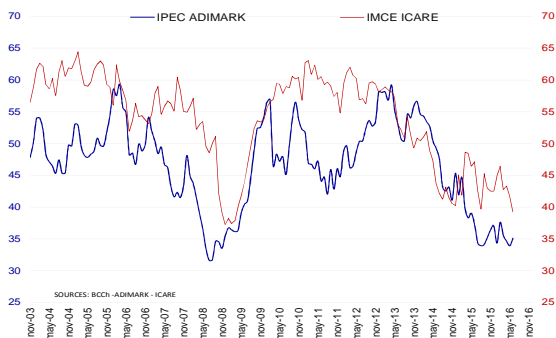
- Como se indicaba la semana pasada (I+V 6jul), el crecimiento de 1,8% en la actividad de may16 es un resultado muy débil y la estimación de 1,6% para jun16 podría estar sensiblemente sesgada a la baja, pero los antecedentes son muy escasos todavía.
- La inversión y el consumo en el segundo trimestre podrían haber registrado aumentos mayores a los previstos. No obstante, los datos deben ser matizados considerando factores estadísticos y puntuales, y que los indicadores de confianza de empresas y consumidores se mantienen muy deteriorados.
- A pesar del 0,4% de variación del IPC en jun16, se confirma la tendencia declinante de la inflación, pero a un ritmo moderado y con las normales volatilidades, por varios factores. Es de esperar que la variación acumulada en 12 meses caiga por debajo del 4% en jul16 y el retroceso continúe progresivamente.
- Con este panorama, seguimos esperando la mantención de la TPM en 3,5% mañana y por el resto del año. Habría espacio para que se mantenga el sesgo alcista futuro, pero se mate sensiblemente y se elimine en meses posteriores.
- El enfoque cuantitativo sugiere que el tipo de cambio de mercado (al cierre de esta edición en \$ 656) se encuentra sensiblemente por debajo del equilibrio. Desde un punto de vista técnico, parece tener espacio para seguir cerca del piso de la banda (\$ 652) por unos días, antes de iniciar un repunte.
- Las condiciones económicas globales son mixtas. Mientras en EEUU los datos han sorprendido positivamente, las proyecciones para Europa se han corregido sensiblemente a la baja y los antecedentes de China muestran que no hay cambios demasiado significativos, pero sí riesgosos.

PANORAMA NACIONAL

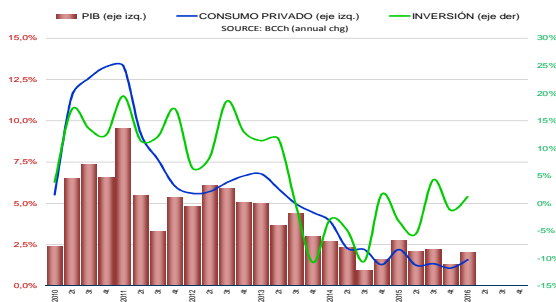
- Como se indicaba la semana pasada (I+V 6jul), el crecimiento de 1,8% en la actividad de may16 es un resultado muy débil, ya que los factores estadísticos eran predominantemente favorables, para obtener un resultado incluso por sobre el 2%. Las cifras que se han ido conociendo en los últimos días sugieren que la estimación de 1,6% para jun16 podría estar sensiblemente sesgada a la baja, pero los antecedentes son muy escasos todavía. Estos resultados dejarían el crecimiento trimestral del producto en torno a 1,4%.



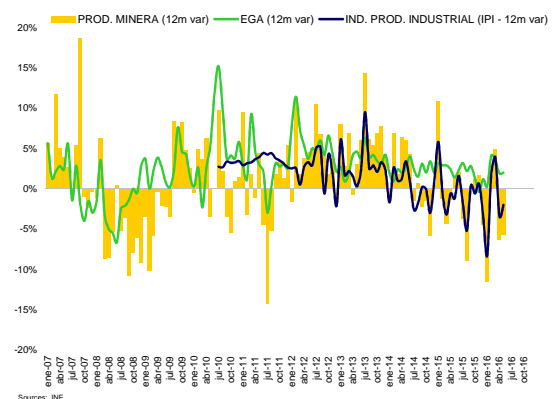
- El principal indicador de confianza empresarial (IMCE, elaborado por ICARE y la UAI) muestra que no hay una recuperación de ésta y que si bien el comercio y la manufactura muestran una marginal mejoría, la perspectiva del sector construcción se deterioró adicionalmente. La última medición de la confianza del consumidor (IPEC, realizada por GfK Adimark) no muestra un cambio significativo y confirma que se mantiene muy deprimida.



- Ambos indicadores no son un buen anticipo para los dos principales componentes del gasto interno (consumo e inversión). La inversión en el segundo trimestre podría haber registrado el mayor aumento mucho tiempo. No obstante, el dato debería ser matizado, por cuanto sería una variación objetivamente muy alta y bastante favorecida por efectos estadísticos y puntuales, aparte de que los mismos indicadores confianza señalados sugieren la precariedad de esa recuperación. Respecto al consumo, también es probable que registre una variación en el segundo trimestre un poco superior a la esperada, pero de nuevo hay que aplicar algunos criterios para estimarlo, ya que los factores determinantes son más bien débiles.

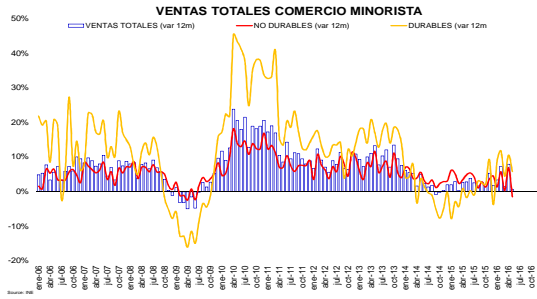


- En may16 la producción manufacturera medida por el INE aumentó 2,1%, que es un resultado bajo si se considera que el mes tuvo tres días hábiles más y may15 registró la mayor contracción de ese año (-3,2%). Para jun16 se puede esperar un resultado más débil (probablemente una contracción) y hay antecedentes para suponer que el crecimiento no mejorará en el segundo semestre. La producción minera se contrajo 5,7% (siguiendo una caída de 6,3% el mes previo), lo que además se reflejó en una contracción de 2% del IMACEC sectorial de 2%. Cabe señalar que la caída recoge una menor ley del cobre, lo que hace los resultados sectoriales particularmente volátiles. La producción de servicios básicos (electricidad, gas y agua) mantuvo un desempeño de 2%. En conjunto, el índice analítico de producción industrial (IPI) se redujo en 2%. Los antecedentes sugieren que en la segunda mitad del año la tendencia será relativamente plana, pero con volatilidad.

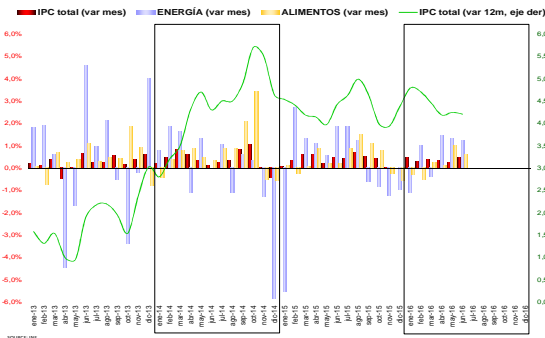


- Los resultados de may16 confirmaron la alta volatilidad de las ventas sectoriales. Al fuerte aumento registrado en abr16 (7,9%), influido por el acelerado cambio de temporada y otros factores, siguió un crecimiento muy bajo en may16 que reflejó parte de ese adelantamiento. Como se ha indicado, más allá de este resultado puntualmente bajo, que probablemente mejore un poco en jun16, la tendencia general debería ser a un debilitamiento producto de las condiciones de ingreso

asalariado, pero aparentemente acotado por factores que podrían resultar favorables.

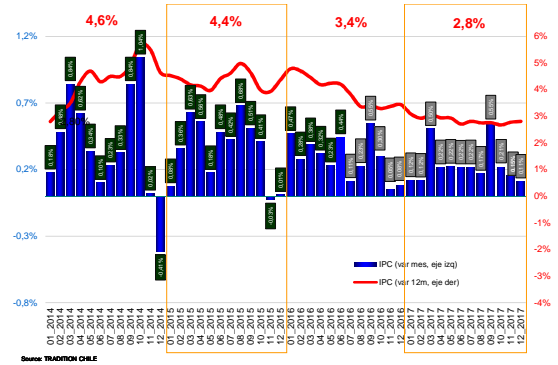


- El IPC de junio aumentó en 0,4% respecto al mes previo. El conjunto de los bienes registró un incremento de 0,5%, mientras que en los servicios fue de 0,4%. Como era de esperar, el efecto alcista de los componentes de mayor volatilidad fue importante. El índice que excluye alimentos y energía tuvo una variación de 0,3%, ya que aquellos aumentaron 0,6% y 1,2%, respectivamente. Esto resalta todavía más en el índice subyacente más amplio (IPCX) que sólo aumentó 0,2%. Para el mes actual el mercado redujo su estimación a 0,1%, presumiblemente por la devolución de algunas de las alzas más volátiles del mes previo.

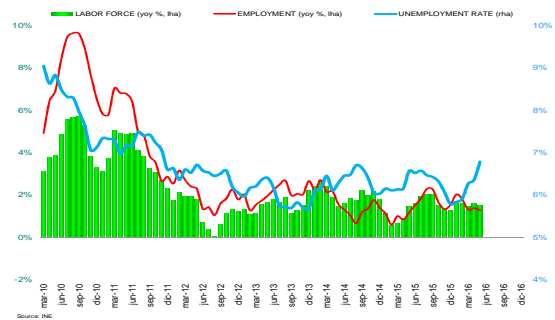


- Más allá de las particularidades del resultado mensual, se confirma la tendencia declinante de la inflación, pero a un ritmo moderado y con las normales volatilidades. La variación en 12 meses quedó a 4,2% y es de esperar que caiga por debajo del 4% en el actual mes. Para el presente año el mercado espera una variación de 3,4%, una décima por encima de nuestra estimación desde

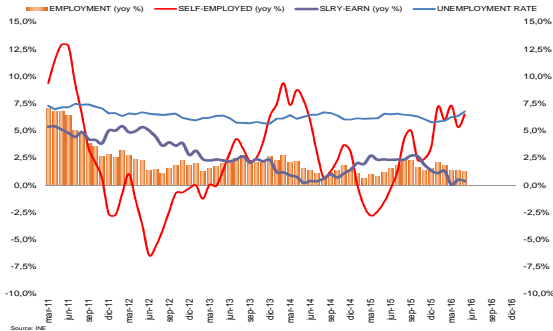
hace varios meses. Notablemente, los instrumentos financieros esperan una inflación para 2017 de sólo 2,8%, mientras que la encuesta del mercado financiero la estima predominantemente en 3%.



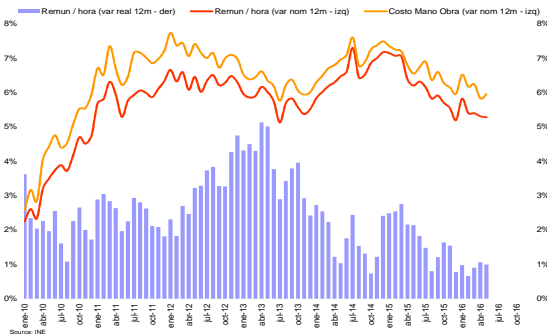
- Como hemos señalado reiteradamente (ESC-240, 6may e informes posteriores), la trayectoria declinante se consolidará progresivamente en los próximos meses, para converger hacia fin de año bastante más cerca del centro del rango meta (3%) que del límite superior de este (4%), y más abajo en los trimestres posteriores. A esto sería presionada por (1) la estabilización cambiaria, (2) el efecto presumiblemente creciente de las brechas de capacidad en los próximos trimestres y (3) el impacto declinante de la retroalimentación indexatoria.
- El INE informó que la tasa de desempleo subió a 6,8%, en línea nuestra estimación, con el crecimiento de la fuerza de trabajo y del empleo desacelerándose levemente desde 1,6% y 1,4% a 1,5% y 1,3%, respectivamente.



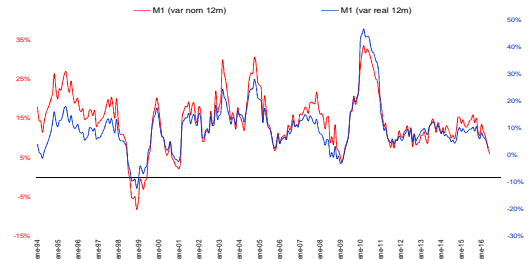
- El deterioro en el ritmo del empleo asalariado persiste y volvió a acelerarse el realizado por cuenta propia, a tasas evidentemente anormales. En general, los resultados están bastante en línea con un pronóstico de deterioro progresivo en el dinamismo y calidad del mercado laboral, validando las expectativas de exiguo crecimiento tendencial del consumo.



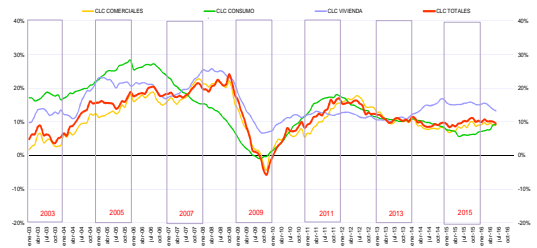
- Las remuneraciones prácticamente mantuvieron su ritmo en amy16, respecto a lo apreciado el mes previo. El resultado en sí no modifica la perspectiva tendencial de desaceleración en el curso de los próximos meses y se profundice un poco más en los meses posteriores. A pesar del ajuste en los índices nominales, que tendrá efecto progresivo producto de la debilidad del mercado laboral, los índices reales probablemente muestren una mayor resistencia debido a la también progresiva declinación inflacionaria. A pesar de que esto tendrá un efecto neto adverso sobre el consumo, éste ya se ha venido ajustando antes que el mercado laboral, por la vía de un deterioro de las expectativas.



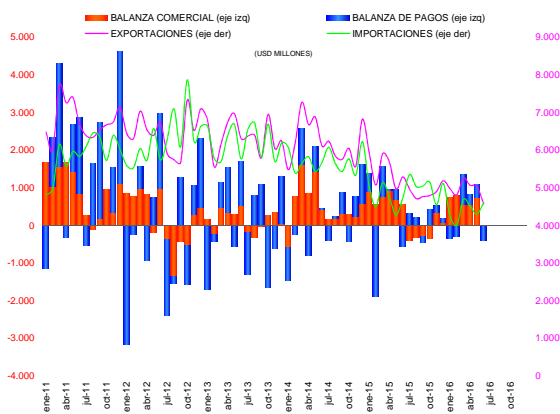
- En jun16 la velocidad de crecimiento del dinero (M1) se redujo nuevamente, manteniendo niveles similares a los de la recesión de 2009. Más allá de consideraciones e actividad, sigue pareciendo un ritmo monetario que debería colaborar, por lo menos, a un ritmo inflacionario inferior.



- De acuerdo a lo que parecía más probable hace un mes (ESC-241, 8jun), las colocaciones bancarias en jun16 volvieron a desacelerarse marginalmente, mostrando un debilitamiento bastante generalizado, aun cuando creciendo a ritmos todavía relativamente normales. Solo las de consumo mostraron una leve aceleración. Las tasas tuvieron comportamientos mixtos, dependiendo del tipo de deudor. Para los próximos meses el panorama debería seguir siendo el mismo, con leves desaceleraciones y tasas con comportamientos mixtos, de acuerdo con la estructura de riesgos. Esto ya se anticipó en la encuesta de crédito del segundo trimestre, publicada hoy por el BCCCh que indica que los bancos reportan condiciones de oferta de crédito que se mantienen restrictivas y una percepción de demanda más débil que el trimestre anterior, especialmente para créditos hipotecarios y de consumo.



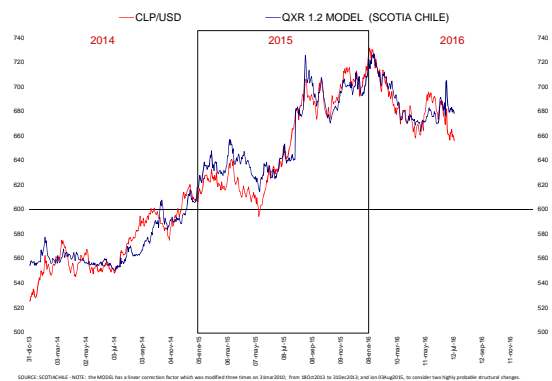
- Las exportaciones de jun16 arrojaron variaciones menos positivas de lo previsto (-13.6%), advirtiéndose un ajuste mayor en minería, aunque también el resto mostró menos dinamismo. Las importaciones también se contrajeron, principalmente por la caída en insumos productivos (incluso excluyendo combustibles), y a pesar de que las internaciones de maquinaria de transporte. Los datos entregan algunas perspectivas diferentes respecto a la actividad, pero no modifican decisivamente las tendencias previas, que son básicamente débiles y estables.



- Teniendo presente los datos recientes de actividad y precios, seguimos esperando la mantención de la TPM en 3,5% mañana y por el resto del año. No obstante que se viene anticipando una menor premura por normalizarla, el último resultado inflacionario (aunque muy influido por los factores de mayor volatilidad) parece dar espacio para que se mantenga el sesgo alcista futuro, pero se mate sensiblemente. A juzgar por lo trasuntado en las minutas de la última reunión, es probable que el BCCh actúe con cautela, y pareciera comprensible que así sea, sobre todo por la precariedad que podría tener el reciente retroceso cambiario que tanto condiciona las expectativas inflacionarias de algunos agentes. No obstante, ya el 11ago la perspectiva podría ser distinta, es decir, el sesgo alcista podría ser removido en los meses siguientes, puesto que se dispondrá de más información que

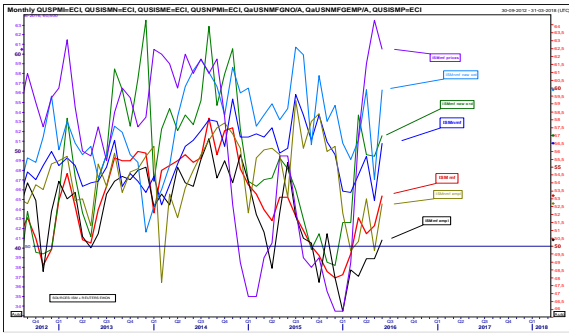
permita aminorar el riesgo de cometer un error de subestimación.

- El enfoque cuantitativo sugiere que el tipo de cambio de mercado (al cierre de esta edición en \$ 656) se encuentra sensiblemente por debajo del equilibrio, pero sería una desviación relativamente normal de acuerdo a los datos históricos, si es transitoria. Probablemente está siendo afectada por una perspectiva monetaria en EEUU menos restrictiva de lo previsto y una aversión al riesgo menor a la registrada por los indicadores más confiables (que ya están en niveles relativamente optimistas). Desde un punto de vista técnico, parece tener espacio para seguir cerca del piso de la banda (\$ 652) por unos días, antes de iniciar un repunte.

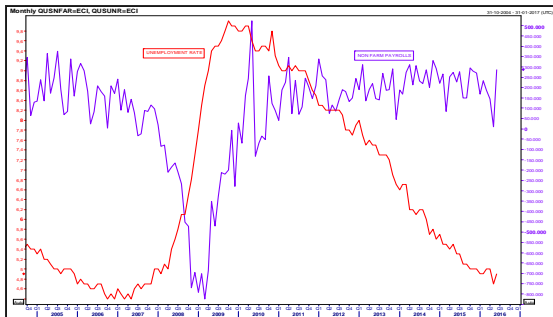


PANORAMA INTERNACIONAL

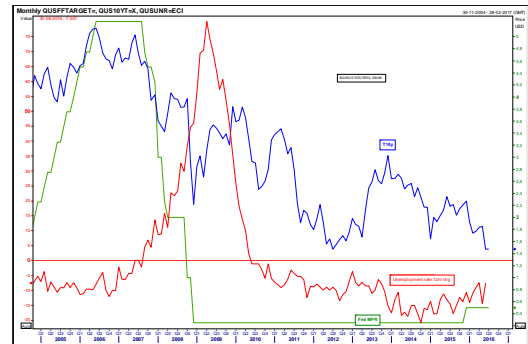
- Las condiciones económicas globales son mixtas. Mientras en EEUU los datos han sorprendido positivamente, las proyecciones para Europa se han corregido sensiblemente a la baja y los antecedentes de China muestran que no hay cambios demasiado significativos, pero sí riesgos.
- Los indicadores adelantados de EEUU (ISM) tanto del sector manufacturero como de servicios, mejoraron un poco en jun16, mostrando un dinamismo que moderado. En el escenario más probable, las cifras deberían seguir repuntando, pero con una variabilidad que puede ser alta en el curso de este semestre.



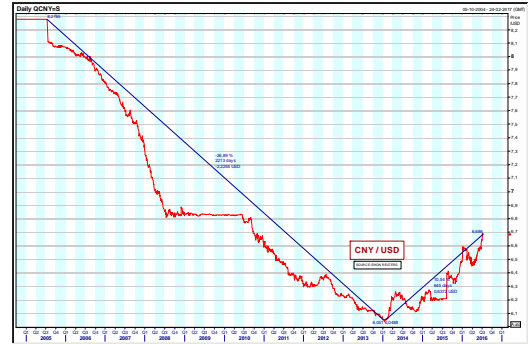
- Los datos de empleo de jun16 sorprendieron por lo positivos, registrándose una sensible mejora en la creación de puestos de trabajo, pero con un leve aumento de la tasa de desempleo. Las perspectivas apuntan a que el mercado laboral seguirá consolidándose a un ritmo moderado en los próximos meses.



- Los antecedentes muestran que solo una pequeña fracción del mercado (20%) espera un alza de la tasa referencial en dic16. No obstante, parte de esta visión parece sesgada por las consecuencias del Brexit (que probablemente serán limitadas en EEUU, por lo que es probable que esa proporción varíen e los próximos meses. Esto es muy relevante, porque los últimos acontecimientos han mostrado que esta variable es probablemente la más relevante en el corto plazo para la determinación de precios de activos de diverso tipo.

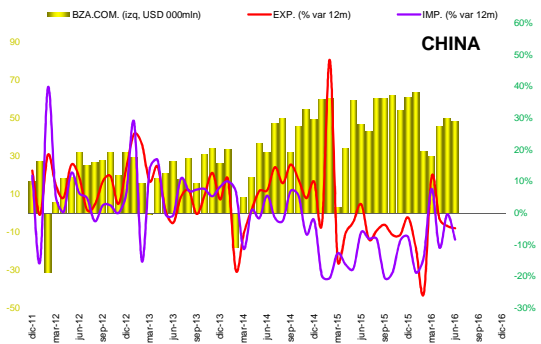


- No obstante que las cifras de actividad de la Eurozona venían mostrando bastante estabilidad y no se esperaba una mejoría significativa en breve plazo, debido al Brexit, las expectativas para el crecimiento redujeron de 1,5% a 1,4% para este año y desde 1,6% a 1,1% para el próximo. Es probable que la debilidad acompañada de un mayor riesgo persista por varios trimestres, mientras que la política monetaria expansiva y de apoyo al crecimiento son el panorama más probable por muchos trimestres. Cabe destacar que el gran ajuste del euro respecto al dólar estadounidense se produjo cuando se conoció la decisión británica, pero posteriormente la evolución ha sido relativamente estable, especialmente si se compara con lo que ocurrió en el último trimestre de 2015.

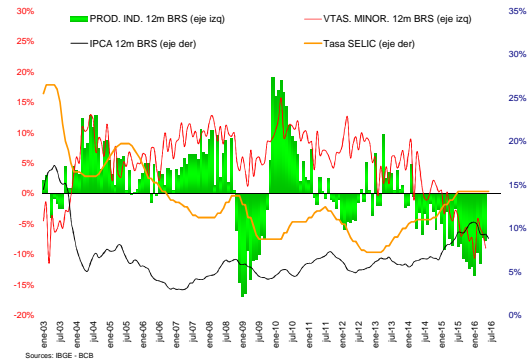


- Las últimas cifras disponibles para China (como las de comercio exterior y los índices PMI, en particular) muestran que la economía sigue desempeñándose a un ritmo muy limitado, mientras que las señales de precios tienden a moderarse en el margen. Por su parte, las consecuencias del Brexit sobre China probablemente serán algo adversas, pero se reflejarán principalmente para el próximo año. Scotiabank rebajó su proyección para 2017 desde 6,2% a 6,1%.

- La debilidad de Brasil persiste, pero se siguen configurando expectativas mejores en el margen. Los últimos registros de exportaciones aflojaron y hay un repunte en la última medición del PMI del sector manufacturero, aunque bastante leve. Los pronósticos de contracción para este año se redujeron a 3,6% y se mantienen un leve repunte para 2017. Es probable que haya otras mejoras, pero el mecanismo de transmisión de mejores expectativas tiene incertidumbre y es lento. La inflación está dando señales de retroceso, apoyada por factores internos y externos y la moneda se ha recuperado más de 15% en lo que va del año, lo que podría colaborar en este sentido.



- En este contexto, es probable que haya espacio para medidas de estímulo adicionales, siempre que las presiones desinflacionarias persistan. La devaluación del yuan (CNY) no colabora a esto último, pero especialmente pone presión sobre los competidores del país y es un factor de riesgo global que debe ser sopesado en la distribución de inversiones de cartera.



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.