

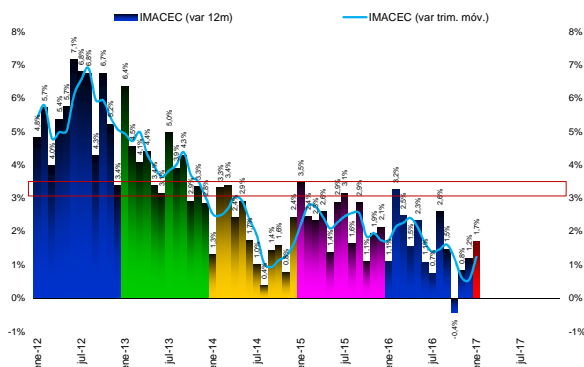
Escenarios para Inversiones



SÍNTESIS PANORÁMICA

- La variación anual de la actividad en ene17 fue de 1,7%, por encima del promedio de las previsiones del mercado. **Cabe esperar resultados bastante débiles en feb17 y mar17, afectados por el sector minero y otros efectos puntuales.**
- No obstante, **no modificamos nuestro pronóstico de crecimiento de 1,8% para el actual año, con riesgo de estimación sesgado a la baja, que probablemente tendrá una tendencia ascendente, principalmente por el efecto de menor expansión en el primer cuatrimestre.**
- Las cifras de precios al consumidor de feb17 confirman que la inflación sigue convergiendo con un ritmo razonable y que los factores asociados a la demanda interna y la estabilización cambiaria comienzan a prevalecer. **La expectativa anual del mercado es 3,1%, pero los elementos bajistas deberían dominar.**
- Mantenemos nuestra perspectiva (I+V 2mar) de **una alta probabilidad de un recorte de 25 puntos básicos en la tasa referencial el próximo 16mar, pero sin alterar el sesgo bajista.** Una baja posterior sigue siendo también algo más probable, pero sujeta, en primer lugar, al tono de las cifras que vayan apareciendo.
- **Cuantitativamente hay espacio para una depreciación adicional del peso,** mientras que las señales técnicas sugieren que **el tipo de cambio (CLP/USD) seguirá fluctuando en el amplio rango (aprox. \$ 641 a \$ 680) previsto hace varios meses (ESC-246, 10nov).**
- La economía global continúa mostrando gran dinamismo, aunque a una tasa algo menor que en ene17. **Si bien hay algunas divergencias regionales, en conjunto los datos sugieren una moderación del ritmo expansivo en los próximos meses.**

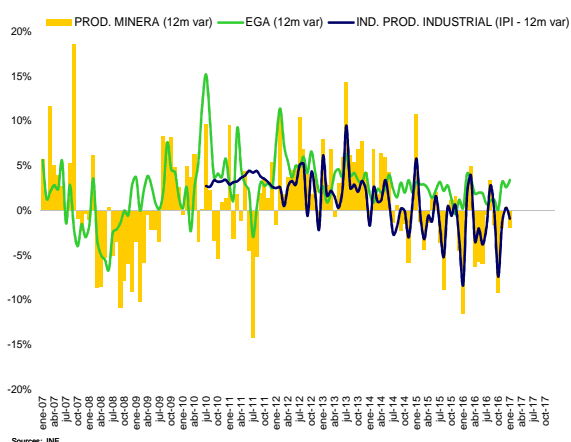
PANORAMA NACIONAL



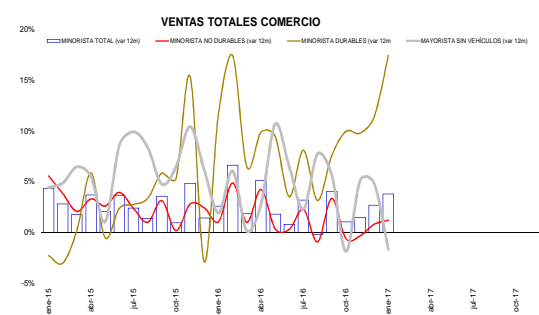
- La variación anual de la actividad en ene17 fue de 1,7%, por encima del promedio de las previsiones del mercado (en torno a 1%, e incluyendo la nuestra, que se ubicaba en 0,9%), aunque había unos pocos pronósticos que se acercaban más. El resultado se descompone en un incremento en el sector minero del 0,9% y del 1,8% del resto (vs. -3% y 1,6%, respectivamente, en diciembre). Estos datos sugieren que el impacto favorable y que desvía el resultado

respecto a lo mayoritariamente estimado responde principalmente al cálculo del valor agregado del sector minero (el INE había reportado una contracción de la producción de ese sector de 1,9%). El resto de los sectores está creciendo a un ritmo levemente inferior al promedio de 2016.

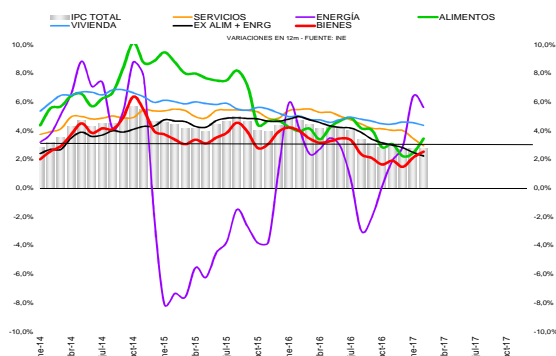
- Considerando estas condiciones, es de esperar resultados bastante débiles en feb17 y mar17, que se verán afectados por el comportamiento del sector minero y otros efectos puntuales, relacionados con eventos de esos meses (efectos de calendario y/o bases de comparación). Consecuentemente, no modificamos nuestro pronóstico de crecimiento de 1,8% para el actual año, con riesgo sesgado a la baja, que probablemente tendrá una tendencia ascendente, principalmente por el efecto de menor expansión en el primer cuatrimestre.
- El índice de producción industrial de ene17 registró una contracción de 0,9%, provocada por caídas de 1,1% y 1,9% en las producciones manufacturera y minera, con un incremento de 3,6% en el desempeño de los servicios básicos. Respecto al sector minero, es más o menos seguro que el resultado de feb17 y mar17 mostrará un grueso impacto negativo por la huelga en la minera Escondida (20% de la producción nacional). Los datos del sector manufacturero no dan señales de reputar en breve, debido a varios condicionantes, entre los que están la producción asociada a la construcción.



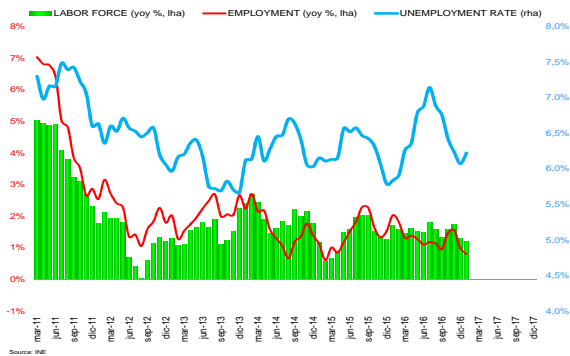
- Las ventas del comercio siguieron creciendo muy poco en ene17, como había sido el caso en los meses anteriores. Específicamente, las del sector minorista exhibieron crecimientos muy acotados, principalmente impulsados por la venta de vehículos. El sector mayorista no relacionado con vehículos se contrajo y siguió con un desempeño más bien declinante. Para los próximos meses no se advierte una recuperación significativa, a pesar del menor ritmo inflacionario, ya que el mercado laboral está deprimido y la confianza no termina de entrar en terreno favorable.



- El IPC de feb17 aumentó 0,2% mensual, en línea con lo esperado por la mayor parte del mercado, que aunque había elevado la previsión, volvió a reducirla a ese nivel en los últimos días. Esto dejó la variación en 12 meses en 2,7%. Los principales índices derivados tuvieron cambios de la misma magnitud o muy similar. Cabe destacar el componente de servicios, que muestra un aumento de 0,1%, y que disminuyó su variación en 12 meses a 3%, por primera vez en años.

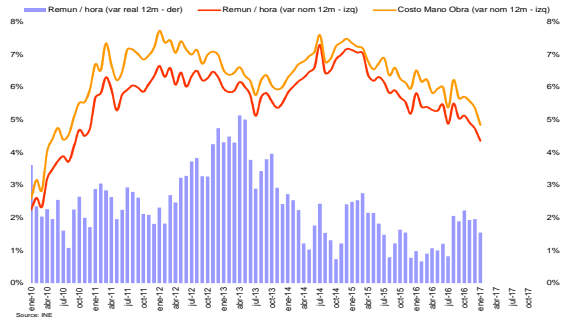


- Estas cifras confirman que la inflación sigue convergiendo a niveles inferiores con un ritmo razonable y que los factores asociados a la demanda interna y la estabilización cambiaria comienzan a prevalecer. Aun cuando hay productos específicos en los que persiste el efecto indexatorio rezagado (como arriendos, por ejemplo) o de regulaciones tarifarias, su importancia relativa debería continuar declinando. Por lo tanto, si bien el mercado sigue esperando una inflación anual de 3,1%, estos datos, así como un conjunto de otros factores internos y externos, parecieran reafirmar que el riesgo de la estimación está sesgado a la baja.
- De acuerdo a lo esperado, la tasa de desempleo en el trimestre móvil terminado en ene17 aumentó a 6,2%, a pesar de que la estacionalidad favorecía una disminución. El crecimiento de los puestos de trabajo se redujo a 0,8%, destacando una sensible contracción en el empleo asalariado (-1,2%), que fue parcialmente compensada con empleo de otros tipos (especialmente por cuenta propia, que se volvió a acelerar notablemente). Otro factor que ayudó a frenar una mayor tasa de desempleo fue la desaceleración de la fuerza de trabajo. Como hemos indicado, es más probable que estos factores paliativos no logren contrarrestar permanente ni completamente la caída en el empleo asalariado, lo que debería traducirse en un incremento en la tasa de desocupación en el curso del año.

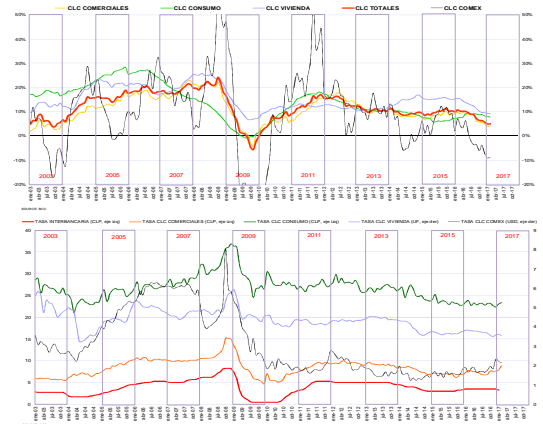


- Las remuneraciones profundizaron su desaceleración durante ene17, alcanzando

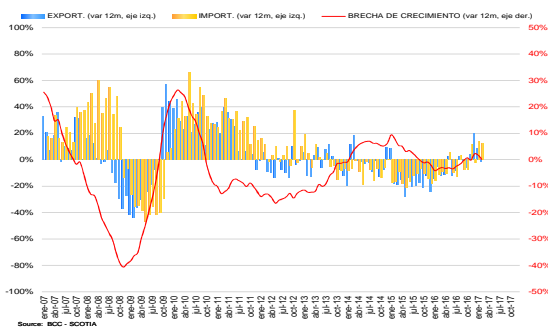
una tasa de expansión nominal de 4,4%, que es la más baja desde el tercer trimestre de 2010. Esta cifra es coherente con el debilitamiento del mercado laboral, e incluso es probable que no lo esté recogiendo en toda su magnitud. El crecimiento de las remuneraciones reales todavía es fuerte debido a la menor inflación, pero es poco probable que en el contexto de las cifras actuales, este desempeño comparativamente mejor logre impulsar significativamente el consumo.



- Tanto el dinero (M1) como las colocaciones bancarias en feb17 exhibieron una leve recuperación, pero no un cambio de ritmo perceptiblemente diferente al del mes anterior, que es bajo y con tendencia declinante. Esto último es coherente con el desempeño de la actividad y es probable que se profundice un poco más en los próximos meses, antes de empezar a mejorar. Las tasas de los créditos comerciales experimentaron un nuevo repunte.



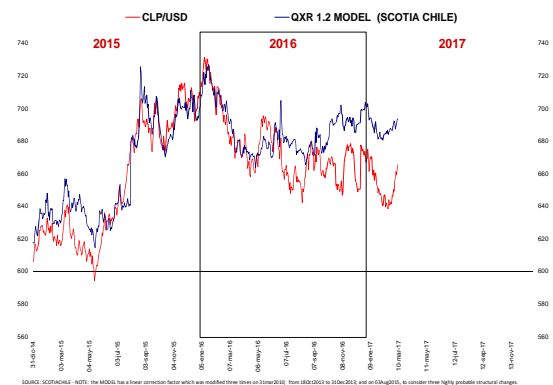
- Las exportaciones de feb17 mostraron una contracción de 1,8% en 12 meses, su peor desempeño en varios meses, adversamente influido por la base de comparación y aparentemente fue impactado, en la última semana, por menores envíos de cobre. Esto seguirá ocurriendo en los próximos registros (eventualmente, durante todo mar17). Respecto a las importaciones, mantuvieron un ritmo similar al del mes previo, destacando solo una contracción en bienes de capital. En conjunto, las cifras y las proyecciones sugieren que habrá un menor resultado de comercio exterior en las próximas semanas y que el ritmo relativo de exportaciones e importaciones (brecha de crecimientos) no colaborará a los precios de los activos internos, pero se trata de situaciones muy probablemente transitorias (Bauque difícilmente reversibles).



- Respecto a la política monetaria, la perspectiva inflacionaria moderada o en declinación, unida a expectativas de actividad bastante flojas, afectadas por diversos factores de diversa índole (puntuales, cíclicos y estructurales) sostienen nuestra perspectiva de una alta probabilidad (90%, I+V 2mar) de un recorte de 25 puntos básicos en la tasa referencial el próximo 16mar, pero manteniendo el sesgo bajista. Una baja posterior sigue siendo también algo más probable, pero sujeta, en primer lugar, al tono de las cifras que vayan apareciendo de actividad no minera y precios, así como a la evolución de ciertas variables financieras. Aun cuando la reunión del 13abr hoy aparece como prematura para otro recorte, cabe consignar que si lo que se pretende es un

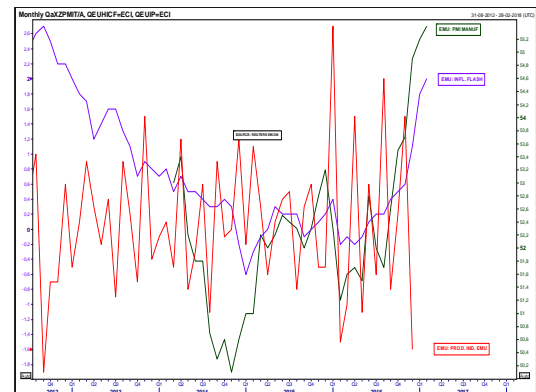
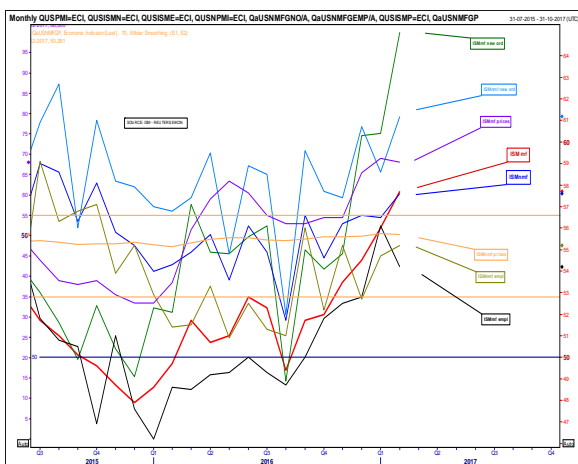
efecto reflacionario, una acción de baja intensidad como esa no se puede dilatar demasiado, al tiempo que parece haber poco espacio para ajustes más profundos.

- El alza reciente del tipo de cambio nominal redujo a 4,3% la brecha con el valor de equilibrio cuantitativo que muestra nuestro modelo técnico (había llegado a estar a 7,6% a mediados de feb17), que es considerable ya que el valor del equilibrio también se incrementó. En términos comparativos la depreciación del peso (CLP) en 30 días es similar a la experimentada por el dólar canadiense y está siendo precipitada por factores extensamente comunes. Por lo tanto, desde el punto de vista cuantitativo hay espacio para una depreciación adicional, mientras que las señales técnicas sugieren que seguirá fluctuando en el amplio rango (aprox. \$ 641 a \$ 680) previsto hace varios meses (ESC-246, 10nov) por largo tiempo, y tiene impulso para seguir subiendo en las próximas semanas, en lo más inmediato (días) podría sufrir alguna corrección menor.



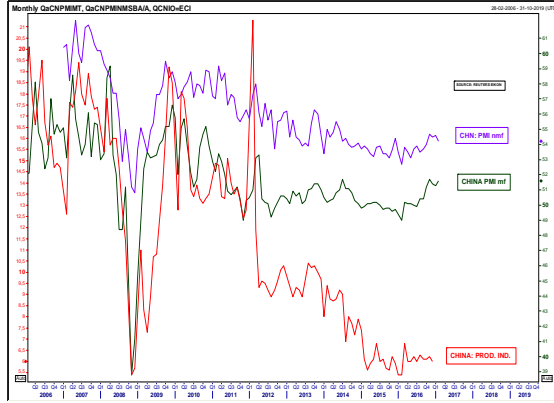
PANORAMA INTERNACIONAL

- Los datos adelantados de la economía global para feb17 siguieron mostrando un fuerte dinamismo, aunque a una tasa algo menor que el mes previo y esta desaceleración puede considerarse bastante amplia en el sentido que abarcó a producción corriente y futura y a nuevos pedidos. También se advierte mayor divergencia a nivel global, con las tres principales economías de Asia por debajo del promedio. En conjunto, los datos sugieren alguna moderación adicional del ritmo expansivo en los próximos meses.
- Los datos mostrados por los indicadores ISM del sector manufacturero de EEUU para feb17 fueron excepcionalmente fuertes. La mayoría de los componentes más sensibles cíclicamente tuvieron un desempeño muy favorable, destacando los nuevos pedidos, tanto en el sector manufacturero como en servicios. El ritmo de precios sigue fuerte pero se aminoró marginalmente. En este contexto, el mercado cambió drásticamente su estimación monetaria, esperándose un alza de la tasa referencial (25pb) el próximo 15mar, con un calendario posterior que quedaría sujeto a cifras, pero que podría seguir considerando dos alzas más. Los datos del mercado laboral a conocerse mañana podrían definir un poco más este último aspecto.
- Los datos de actividad adelantados muestran que las cuatro principales economías de la Eurozona se aceleraron en feb17, apuntando a un crecimiento del primer trimestre en torno a 0,5%, que incluso podría ser 0,6%. Esto no es el fin de la situación débil de la zona y conviene recordar que períodos de aceleración de esta naturaleza (importante y sincronizado entre los grandes) se han dado en el pasado y no tuvieron gran alcance. Por lo tanto, conviene tomar estos datos con cierta cautela. Por lo pronto, los resultados sugieren que el Banco Central no deberá tomar medidas de estímulo adicionales y es posible que el mercado comience a discutir como disminuir las actuales (lo que hay que reiterar, parece algo prematuro).



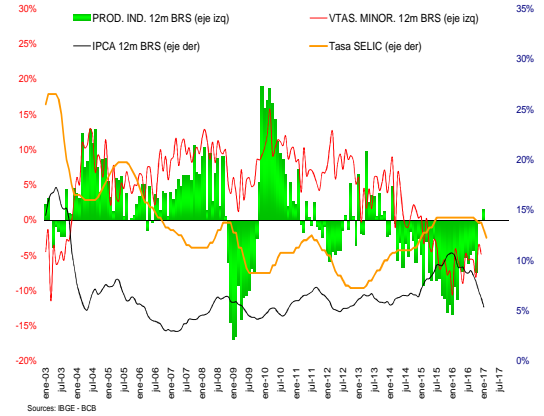
- Las buenas perspectivas para el sector manufacturero en China mejoraron un poco en feb17, pero el ritmo pareciera similar al de dic16-ene17. Por otro lado, hay ciertas incertidumbres que deben ir despejándose en los próximos meses, entre los que precisamente destaca la sustentabilidad del ritmo creciente visto el año pasado. Por el momento, no parece necesario ni probable que se adopten medidas de estímulo o enfriamiento en algunos mercados, pero hay pocas duda de que este riesgo resurgirá en los próximos meses. La cifra de comercio exterior de feb17 está dentro de lo que se podría

haber esperado para un mes que es estacionalmente muy particular.



- En Brasil, a pesar de que tras la contracción de 3,8% en 2015 la economía se volvió a reducir en 3,6% el año pasado y mostró mayor debilidad en el último trimestre, en ene17 la producción manufacturera creció por primera vez en 3 años (1,4% anual). De acuerdo a lo esperado, el Banco Central de Brasil recortó nuevamente la tasa referencial (SELIC) en 75pb, dejándola en 12,25% el 22feb pasado y es probable que vuelva a hacerlo el próximo 12abr. Como se ha

indicado, la recuperación en Brasil es posible, pero se está dando a un ritmo moderado (pudiendo alcanzar este año una expansión un poco menor a 1%) y plantea múltiples desafíos y riesgos para los meses venideros.



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.