

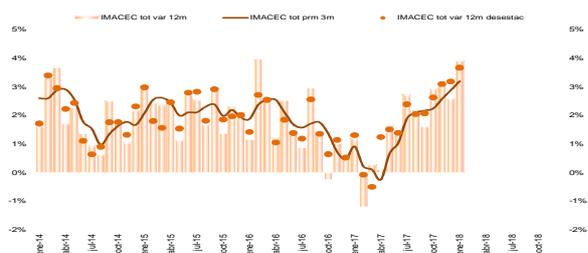
# Escenarios para Inversiones



## SÍNTESIS PANORÁMICA

- La economía nacional sigue mejorando a un ritmo moderado, con cifras de actividad que están siendo críticamente apuntaladas por bajas bases de comparación. **Estas condiciones se mantendrían probablemente hasta mediados de año. La expansión anual esperada es de, al menos, 3,1%, con un creciente sesgo alcista.**
- A partir de may18 los resultados estarán mucho menos influidos por débiles bases de comparación y **deberían comenzar a verse los efectos de cambios en expectativas nacionales e internacionales, que se reflejarían en la demanda interna a través de la inversión.**
- La inflación mantiene una lenta e irregular convergencia a la normalidad, afectada por impactos de oferta de corto plazo (percepciones, combustibles y comportamiento cambiario). Esto se mantendrá en los próximos meses. **En el segundo semestre comenzarían a prevalecer efectos de mayor alcance e inercia, relacionados con un más rápido crecimiento efectivo. Mantenemos una proyección anual de inflación de 2,8%.**
- El próximo 20mar el BCCh mantendría la tasa referencial. El IPOM del 21mar arrojará algunas luces adicionales. **En el escenario más probable la tasa referencial continuaría en 2,5% hasta jun18 y, en la medida que las expectativas se consoliden y las cifras de actividad mejoren, comenzarían entonces muy limitadas alzas de tasas.**
- El tipo de cambio nominal ha subido levemente en los últimos días, alineado con varias monedas de exportadores de productos básicos. Parte de esta alza fue largamente anticipada por condiciones técnicas. Un tipo de cambio en el rango de \$ 590 - \$ 600 sigue siendo el escenario más probable para fines de año, pero **el rango de fluctuación será amplio, como lo anticipáramos hace dos meses (ESC-259, 19ene), con prevalencia de riesgos bajistas en plazos intermedios.**
- Las cifras globales de feb18 apuntan a una desaceleración leve en los meses más cercanos, lejos de un cambio de tendencia profundo. **Los riesgos provenientes de China o las economías más desarrolladas se han morigerado en los meses pasados, pero no han desaparecido. Resurgieron riesgos proteccionistas. Con todo, no parece suficiente para desviar la tendencia positiva de los precios de los activos.**

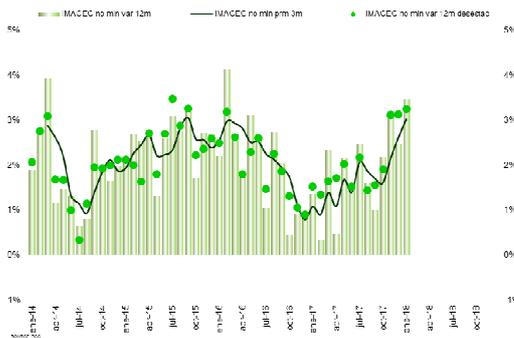
## PANORAMA NACIONAL



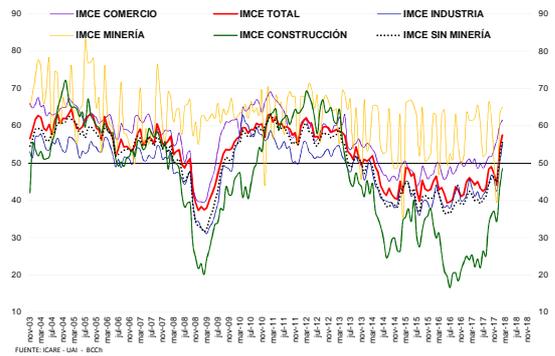
- La variación anual del IMACEC en el primer mes del año alcanzó al 3,9%, una décima por encima de nuestra estimación y más alta que la media pronosticada por el mercado, incluso tras conocerse los datos del sector comercio. Más interesante que observar que esta es la mayor variación desde septiembre de 2013 (excluyendo el aislado 4% de

febrero de 2016) es notar que la tendencia a la recuperación se mantuvo, aun cuando en el margen se moderó.

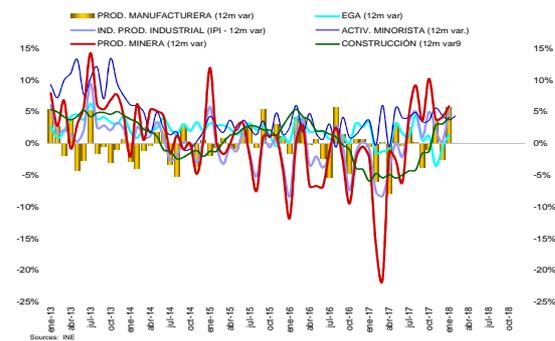
- Más allá de lo que indica el comunicado en cuanto a que el mes tuvo un día hábil más, es importante destacar el efecto de las bases de comparación, tanto por su impacto en este resultado puntual como por el papel que tendrán en los meses posteriores. En ene17 el sector minero ya se estaba contrayendo (por supuesto, mucho menos que en los cuatro meses posteriores), pero esto ayuda bastante al resultado. Por el contrario, en el sector no minero no hay bases de comparación negativas, y si bien feb17 fue muy débil, hay que decir que mar17 fue relativamente fuerte (dentro de la debilidad imperante).



- Si además se tiene en cuenta que las tendencias en algunos sectores no son muy fuertes todavía (incluido el comercio minorista) y que en marzo el efecto de días hábiles sí puede ser fuerte, conviene ser muy cauto en el análisis de los meses siguientes, dado que las expectativas (que mejoran en forma importante y sostenida, como lo confirmó el IMCE de feb17) están teniendo un gran efecto que puede ser parcialmente defraudado en el muy corto plazo en ciertas áreas. Con todo, lo importante sigue siendo la recuperación está en curso, que muy probablemente se acelerará progresivamente (no sin algunos riesgos) y que las cifras más relevantes serán las que se vean a partir de mediados de año.

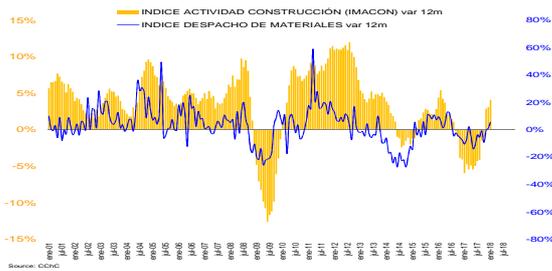


- Según el INE la producción industrial creció un 5,7% en ene18, mientras que la minería lo hizo en 5,9% y la de servicios básicos en 1,4%. En el caso de la primera, es la mayor variación en cinco años, favorecida por un día hábil más en gran parte del país y probablemente hay recuperación de actividades rezagadas en el mes previo (el crecimiento promedio de los últimos dos meses fue de 1,5%, que significa un repunte, pero moderado). Las cifras en los meses siguientes están fuertemente condicionadas por las bajas bases de comparación, particularmente en el sector minero y en los servicios básicos que se vieron muy perjudicados por la huelga en la minera Escondida en el período feb17-abr17. Debido a esto, costará identificar la aceleración tenue que se espera para esos sectores a partir de los meses actuales. Esta será más perceptible a partir de may18.

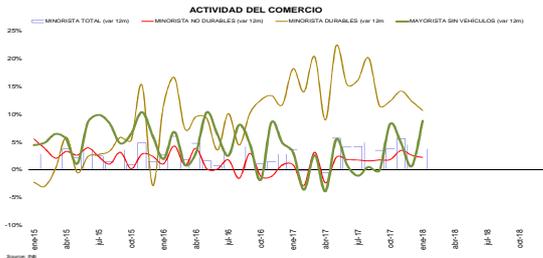


- Con algo de retraso, como de costumbre, esta semana se supo que la actividad de construcción creció 4.4% en ene18. Es el tercer crecimiento consecutivo, muy respaldado por bases de comparación

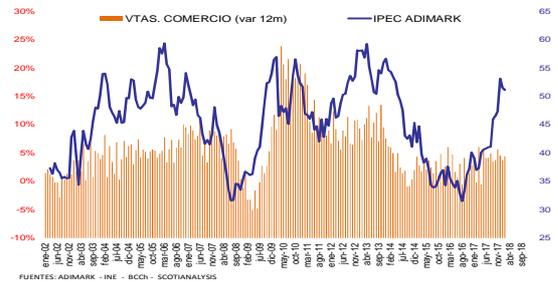
extremadamente débiles, lo que es un factor estadístico que se espera se prolongue hasta sep18. Sin embargo, la Cámara chilena de la Construcción advirtió que un crecimiento más efectivo ya está ocurriendo, si bien se espera que apoye los datos de manera más significativa desde mediados de año. En consecuencia, se auguran cifras más fuertes y sostenibles para el sector para el tercer trimestre, aunque solo en el cuarto trimestre se advertirá una recuperación más clara (teniendo en cuenta el retraso mencionado, estos datos se conocerán principalmente el próximo año). El sector de la construcción es altamente procíclico y, en cierta medida, el desempeño del tipo de cambio (CLP / USD) es una señal principal de ello, lo que, entre otros factores (como mejores pronósticos de inversión, en particular) permiten nosotros para ser muy optimistas para los próximos períodos.



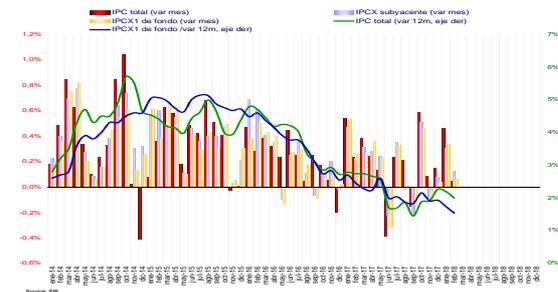
- El índice general de actividad del comercio experimentó un significativo repunte en ene18, causado esencialmente por el fuerte aumento en el área mayorista. Por el contrario, la expansión del comercio minorista se desaceleró al 3,8% (vs. 4,5% en dic18), que es una variación en línea con lo apreciado, en promedio, en 2017. El índice de bienes durables redujo su expansión al 10.7% y el de bienes no durables al 2,2%.



- A priori, estos resultados son bastante consistentes con la fuerte mejora en las expectativas de negocios y también con el leve retroceso en la confianza de los consumidores que se observaron en ene18 que, por cierto, se volvió a deteriorar en feb18. Del mismo modo, reafirman la perspectiva de una aceleración tendencial de la actividad, que se intensificaría desde mediados de año, con fluctuaciones intermedias normales, pero que debería estar liderada por la inversión, más bien que por el consumo, el que se dinamizaría posteriormente.

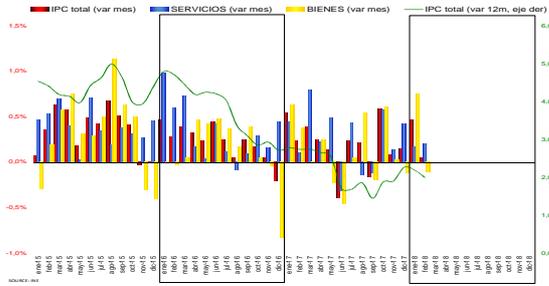


- Contra lo esperado en su momento, el mercado mantuvo las expectativas anuales de inflación en torno a 2,4%, a pesar de la nula variación del IPC de Feb18, por debajo de lo esperado por el mercado (entre 0,1% y 0,2%). El incremento en 12 meses bajó a 2%, desde 2,2% en enero. Las medidas subyacentes más restringidas registraron variaciones de 0,1% IPCX e IPCX1).

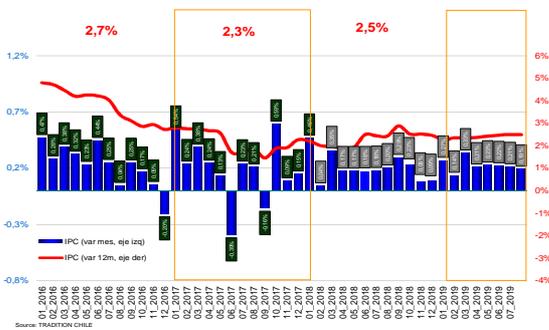


- Sin embargo, el IPC que excluye alimentos y energía registró una variación de 0,2%, igual que el índice de servicios, el de servicios que excluye vivienda y el de bienes no transables. En alimentos, que disminuyeron

en 0,6%, hay un fuerte impacto de percibles que se revertiría en los próximos meses, y que esta vez fue solo parcialmente compensado por la energía, que aumentó 0,5%.

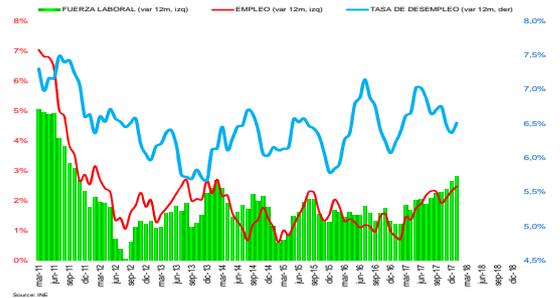


- Por el momento, los instrumentos de mercado, apuntan hoy a una inflación anual de 2,5%, probablemente reaccionando al alza cambiaria. Sin embargo, la encuesta mensual realizada por el Banco Central apunta por sobre ese nivel (en torno a 2,6%, y el valor de los instrumentos corresponde a la estimación más baja entre los encuestados) y algunas encuesta de organizaciones privadas incluso lo dejan en 2,8%, en línea con nuestro escenario base.

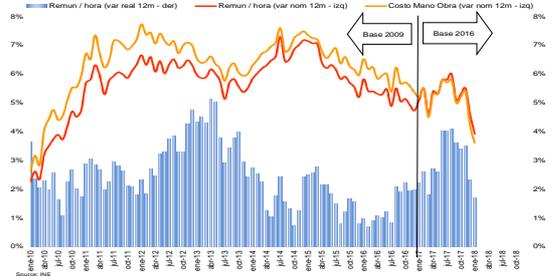


- Los datos de empleo en el trimestre móvil terminado en ene18 fueron mixtos. La tasa de desempleo se elevó a 6,5%, a pesar de que el factor estacional hacía esperar un leve retroceso. Esto obedece a un mayor crecimiento en la fuerza laboral que no fue totalmente compensada por el ritmo de creación de empleo. Este último mostró una mejora en su composición, aumentando el empleo asalariado a 2,9%, su mejor ritmo desde principios de 2013, aunque muy

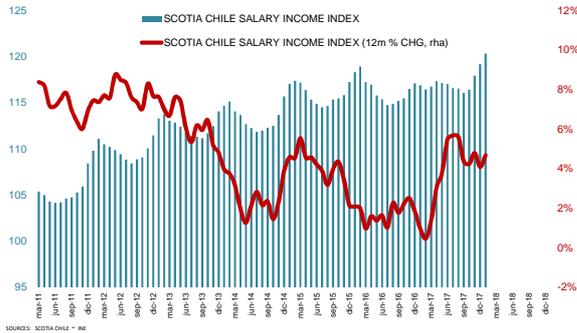
favorecido por una débil base de comparación (que se profundizará en la próxima medición). El empleo por cuenta propia tuvo el desempeño opuesto, por razones similares. El mercado laboral debería recuperarse progresivamente este año, pero probablemente esto no se reflejará claramente en la tasa de desempleo hasta bien avanzado 2019.



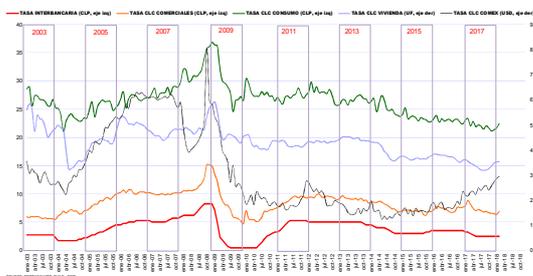
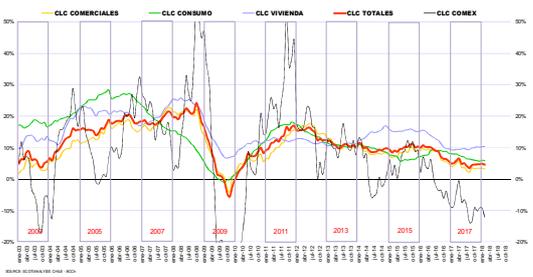
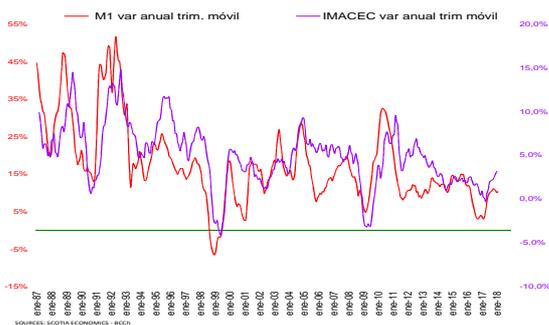
- Los índices de salarios de ene18 no fueron alentadores. El crecimiento nominal se desplomó a 3.9%, la menor variación bajo desde mediados de 2010. La incidencia positiva provino del sector minorista, y la negativa, de la construcción.



- A pesar de que la información fue mucho más débil de lo esperado, creemos que los ingresos salariales no perdieron fuerza porque el empleo asalariado creció a un ritmo más rápido en el trimestre finalizado en febrero. Sin embargo, el resultado es débil y es bastante consistente con el bajo crecimiento en el consumo corriente, que se espera se recupere después de que la economía doméstica haya alcanzado una tasa de crecimiento más rápida y sólida (no favorecida por factores estadísticos), lo que podría pasar desde el segundo semestre.

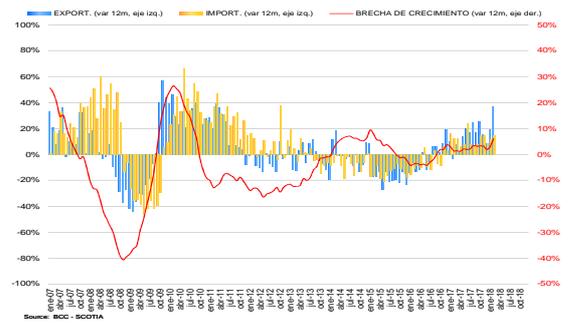


- El efecto del débil feb17 se sintió incluso en el dinero: el crecimiento de M1 se aceleró a 10.9%, el ritmo más rápido en 2 años, aunque más allá de este efecto particular, el dinero muestra una recuperación sostenida, bien alineada con otras variables. Los datos a la primera semana de mar18 prácticamente no muestran cambios significativos.



- En los préstamos bancarios, los resultados de feb18 fueron más estables que positivos. Dejando de lado que existe un efecto del tipo de cambio en los préstamos de comercio exterior, los préstamos comerciales y de consumo se ralentizaron marginalmente. Las tasas de interés aumentaron, en el margen, pero la causa de eso no está clara y puede ser causada por estrategias comerciales específicas.

- En cuanto a las cifras de comercio exterior en feb18, las exportaciones crecieron a una tasa muy alta (36,4%), debido a la base de comparación extremadamente baja en el sector minero causada por la huelga en la mayor mina de cobre en feb17 (este efecto se mantendrá durante los próximos dos meses). Por el contrario, otras exportaciones (agricultura y manufactura) disminuyeron, pero manteniendo un buen ritmo, y un desempeño similar mostró la mayoría de las importaciones (acelerando a 14.3%, apuntaladas por una base más débil, aunque el efecto no fue tan severo). En conjunto, los resultados deben considerarse una combinación de apoyo para los precios de los activos locales (moneda, mercado bursátil), pero hay que ser cauteloso sobre sus implicaciones para el crecimiento (especialmente el tendencial).



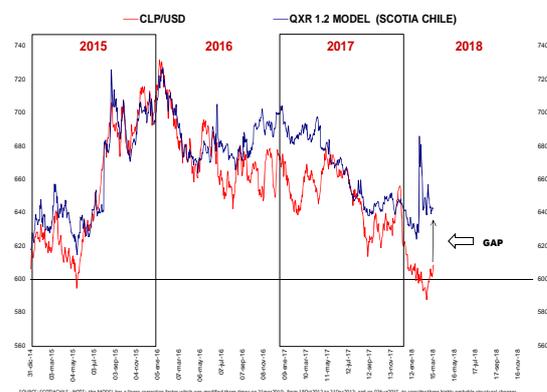
- En esta misma línea, ayer se lanzaron datos de muy alta frecuencia hasta la primera semana del mes actual. Las exportaciones mineras continuaron sostenidas por un mejor precio del cobre y, especialmente, problemas específicos en el sector minero hace un año más otros problemas puntuales en la agricultura. Más meritorio es el

resultado en las importaciones, en las que incluso excluyendo el combustible, los cambios son interesantes ya que las bases de comparación serán mucho menos exigentes en las próximas semanas y meses. Como se ha repetido muchas veces, recién desde may18 veremos un crecimiento más basado en el impulso, no en factores estadísticos.

- Respecto a los elementos que se analizan para tomar las decisiones de política monetaria, se podría resumir en que las expectativas de reacceleración de la actividad son muy altas y que ello se manifestaría a partir de mediados de año en la oferta (las variaciones del primer semestre están fuertemente impulsadas por efectos estadísticos), lo que elevará el crecimiento por lo menos al 3,1% este año, con un riesgo al alza muy significativo. Estos factores muestran que las brechas productivas, que son abundantes, pero según lo señalado por el Banco central en años pasados, probablemente no tan amplias como se ha supuesto en muchos análisis, la normalización inflacionaria debería comenzar a recibir un impulso más importante a partir del segundo semestre. Por otro lado, si bien un retroceso cambiario es un riesgo significativo, aun cuando ocurriera, es probable que su impacto fuera, como es habitual, relativamente transitorio. En este contexto, sigue pareciendo más probable que a medida que se concreten las expectativas de reacceleración de la inversión en los meses próximos, aumenten progresivamente la perspectiva de un alza de la tasa referencial (actualmente en 2,5%) en la reunión de jun18. Este sería un cambio muy marginal, con escaso impacto efectivo, pero que podría volverse necesario si los datos de actividad y cierre de brechas, que son de movimiento lento pero con extraordinaria inercia, lo respaldan. Con todo, parece es muy poco probable que esto siquiera se insinúe en el próximo Informe de Política Monetaria (IPOM, a ser publicado el 22mar), ya que requerirá mucha más información en un período que, por diversos motivos es de cambio de escenarios. A esa alza seguirían otras

destinadas a acercar la tasa a niveles más normales en meses posteriores. Como se ha señalado reiteradamente, estas condiciones presentan similitudes evidentes (también diferencias, por supuesto) con las apreciadas con lo ocurrido desde mediados de 2010.

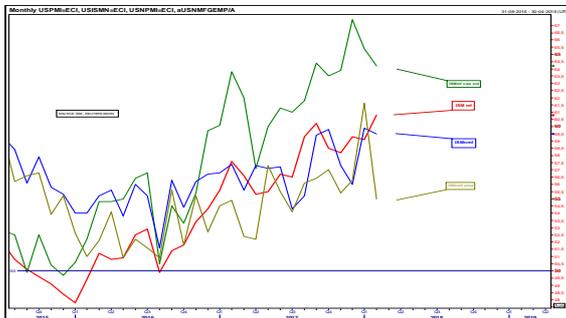
- Como se señalaba el mes pasado (ESC-260, 9feb), el aumento de la volatilidad cambiaria es clásico cuando hay fuerzas cuantitativas contrapuestas. En los últimos días, debido a razones específicas, las monedas de importantes exportadores de productos básicos han estado bajo presión y la evolución del peso chileno ha estado en el rango de esas depreciaciones.



- Parte de esta alza fue largamente anticipada por condiciones técnicas, que por el momento siguen siendo positivas, pero que, sin embargo parecen estar llegando a un extremo. Por lo demás, el tipo de cambio no ha superado consistentemente la zona de resistencia en torno a \$ 603 y, por el momento, parece más probable que pierda algo de impulso antes de lograrlo. Por otro lado, un tipo de cambio en el rango de \$ 590 - \$ 600 sigue siendo el escenario más probable para fines de año, pero el rango de fluctuación será amplio, como lo anticipáramos hace dos meses (ESC-259, 19ene), con prevalencia de riesgos bajistas, especialmente en los plazos intermedios.

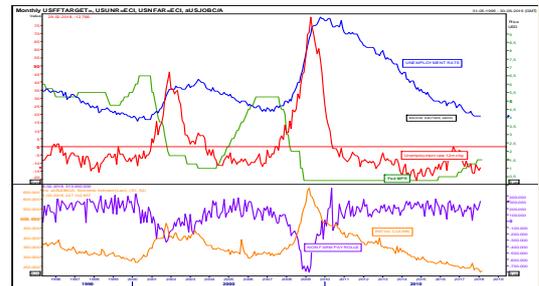
## PANORAMA INTERNACIONAL

- De acuerdo a los indicadores adelantados más confiables, la actividad global se aceleró muy marginalmente en feb18, principalmente por servicios. Las manufacturas, en cambio tuvieron una leve ralentización, principalmente a partir de los datos provenientes de China, pero siempre dentro de niveles muy altos. En conjunto, las cifras globales apuntan a una desaceleración adicional en los meses más cercanos, pero no se trataría de un cambio de tendencia profundo. Conviene recordar que los riesgos provenientes de China o las economías más desarrolladas se han morigerado en los meses pasados, pero no han desaparecido. Con todo, la desaceleración de feb18 no parece suficiente para desviar la tendencia positiva de los precios de los activos.
- El ISM del sector manufacturero de EEUU subió a 60,8 en feb18, desde 58,7% el mes previo. Teniendo presente que estos niveles son extraordinariamente altos y confirman una fuerte expansión, el último índice incorpora un importante crecimiento de inventarios y empleo, pero una desaceleración en producción y nuevos pedidos. Esta combinación hace presumir una desaceleración en los próximos meses. Con todo, no se trataría de un impacto muy prolongado ni sostenido. El sector de servicios se desaceleró muy levemente, pero su componente de empleo cayó en forma significativa.

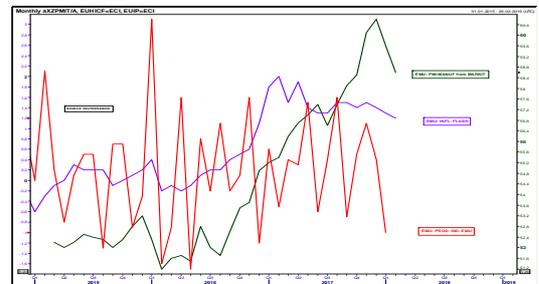


- Los datos de empleo de feb18 estuvieron por encima de lo pronosticado, mientras que la

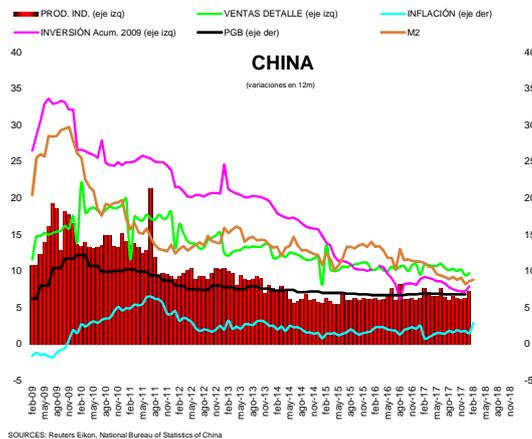
tasa de desempleo se mantuvo estable en 4,1%. Los datos, en general, parecen suficientemente fuerte como para apoyar un esperado aumento de la tasa referencial al 1,75% en la reunión del próximo 21mar. Esto está ampliamente incorporado en los precios de los activos. Para el resto del año esperamos dos alzas adicionales, una en sep18 y otra en dic18.



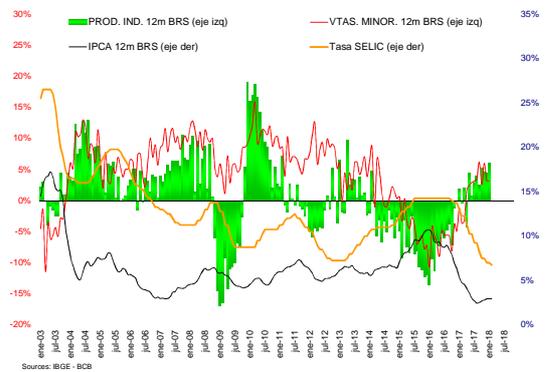
- Los principales indicadores líderes en la Eurozona descendieron en feb18, aun cuando se mantiene en niveles muy expansivos, que apunta a un crecimiento en el primer trimestre de casi 1%, que es extraordinario para el estándar regional del pasado no tan reciente. Por lo demás, los principales análisis apuntan, sin embargo, a no extraer demasiadas conclusiones de la cifra débil de feb18 ya que sería un resultado más bien puntual. Como hemos señalado reiteradamente, el juego de fuerzas entre datos más atractivos y una perspectiva de política monetaria menos expansiva seguramente provocará turbulencias en el mercado. Scotiabank espera un crecimiento de la zona de 2,7%, que se moderaría a 2,5% el próximo.



- Los indicadores adelantados de China tuvieron algunas señales contrapuestas, pero el que es considerado oficial mostró un debilitamiento importante en feb18. Obviamente que se trata de una cifra puntual, que debe ser tomada en un contexto de varias particularidades del mes. Los datos mensuales para inversión, ventas minoristas en en18 fueron muy positivos y las cifras monetarias de dinero e inflación de feb18 también se aceleraron. Por lo tanto, las condiciones de China, en el neto, siguen siendo favorables e incluso marginalmente mejores, si bien el ambiente para el comercio internacional en algunos productos está sufriendo algún deterioro que probablemente provoque algunas turbulencias transitorias.



- Esta semana las cifras de comercio minorista de Brasil confirmaron el dinamismo del sector en en18. Los datos del sector industrial también fueron ampliamente favorables, lo que fue corroborado por los índices PMI. Aun cuando la inflación se mantienen en niveles bajos, el espacio para nuevos recorte de tasas es acotado. El próximo 21mar podría darse el último de este ciclo. Scotiabank sigue esperando un crecimiento anual de 2,5% este año y 2,7% el próximo.



## 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.*