

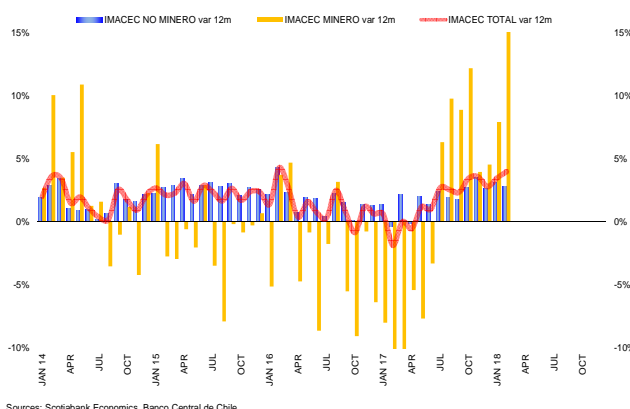
Escenarios para Inversiones



SÍNTESIS PANORÁMICA

- Alineado con nuestro pronóstico, y en la parte baja del rango del mercado, el IMACEC de feb18 registró una variación anual de 4%. **Sin embargo, estos resultados son consistentes con la debilidad que venía anticipando nuestro análisis tendencial de hace dos meses.**
- Con todo, la expectativa de crecimiento para este año fue elevada a 3,6% y a 3,9% para 2019. **En ambos casos se sigue estimando que el riesgo del pronóstico está sesgado al alza, pero con menor intensidad que en el pronóstico de ene18.**
- Un poco por debajo de las expectativas del mercado, el IPC aumentó 0.2% en mar18 (incluso algunos estimaban 0.4%). Aunque este resultado recortó el pronóstico del mercado de 2,6% a 2,4%, **es poco probable que sea suficiente para alterar lo que vendrá, que parece ser un moderado ajuste al alza de la tendencia a la normalización inflacionaria.**
- Los datos de crecimiento e inflación validan lo expresado por el Banco Central en su reciente informe de Política Monetaria, cuyo sesgo era alcista para el primero y neutral para la segunda, respaldando un período relativamente largo de estabilidad, al menos hasta sep18. **Si se ven algunos indicios de recuperación cierta de la actividad hacia los próximos tres meses, deberíamos esperar un tono un poco menos complaciente.**
- Como sucedió en la mayoría de los mercados en el mundo, la compresión del riesgo impulsó los activos domésticos en los últimos días. **A muy corto plazo, seguimos esperando que se mantenga en el rango de fluctuación entre \$ 590 y \$ 600 que anticipáramos hace dos semanas. Los próximos meses serán críticos para determinar si efectivamente hay un cambio estructural, semejan a los ocurridos en 2010 y 2014.**
- En lo más inmediato, los datos adelantados para el sector manufacturero a nivel global, reflejaron una desaceleración en mar18, que se replicó en servicios, dando lugar al menor ritmo de expansión en el casi último año y medio. **No obstante, no se advierte que esto vaya a profundizarse mucho más puesto que las perspectivas de pedidos se mantienen robustas. Scotiabank mantuvo su estimación del crecimiento global en 3,8% para este año y 3,7% para el próximo.**

PANORAMA NACIONAL

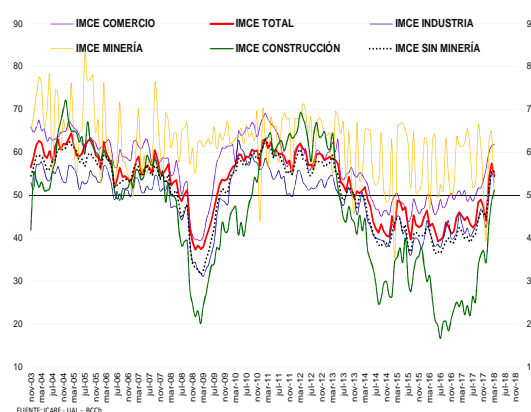


- Alineado con nuestro pronóstico, y en la parte baja del rango del mercado, el IMACEC de feb18 registró una variación anual de 4%. Si bien no hubo diferencia por días hábiles, la base de comparación era muy débil (-1,9%). El componente minero creció 19,4%, lo que no sorprende debido a la contracción levemente inferior a eso en febrero de 2017, mientras que el no minero aumentó en 2,8%, que tampoco es muy fuerte si se considera que su base tenía una contracción de casi medio punto. Estas condiciones estadísticas tan favorables

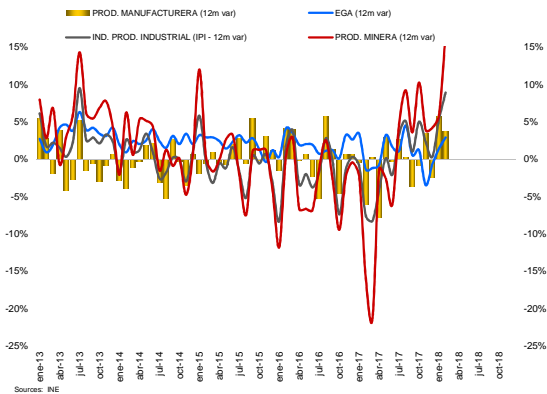
disminuyen sensiblemente en mar18, ya que ese mes (el segundo más importante del año, en términos de producto), la base de comparación es mucho menos débil y se registraron menos días hábiles. Estos resultados, un poco más moderados de lo previsto por el mercado, no solo para feb18 sino para varios meses, son consistentes con la debilidad que venía anticipando nuestro análisis tendencial, lo que es particularmente claro al observar la serie no minera (celeste).

- Con los escasos datos disponibles y todas las perturbaciones que introduce el ruido estadístico, una evaluación preliminar apunta a un crecimiento menor en marzo (en torno a 3,5%) y del primer trimestre en torno a 3,6%. Este último resultado es igual al crecimiento que se espera para el año actual, de acuerdo a la última revisión de proyecciones, en la que se estimó en 3,9% la expansión para 2019. En ambos casos se sigue estimando que el riesgo del pronóstico está sesgado al alza.
- En relación a los indicadores más blandos, los encuestados del Banco Central este mes aumentaron su crecimiento (medio) estimado para el año actual de 3.5% a 3.6%, mantuvieron el de 2019 (3.7%) y recortaron el de 2020 de 3.7% a 3.6%. No hay explicaciones ni comentarios en esta encuesta, por lo que suponemos que muchos analistas están muy influidos por el Informe de Política Monetaria (que mostró un freno en el crecimiento para 2020). De hecho, no es muy sorprendente, y es otra razón que nos hace tomar estos resultados con cierto escepticismo.
- Por el contrario, el informe mensual sobre la confianza empresarial para mar18 (IMCE, compilado por ICARE y UAI), mostró un retroceso de 57,38 a 54,34. La mayor parte del efecto provino de la minería (que cayó de 64,95 a 50,13). Por supuesto, es un resultado que encaja bien con la caída del precio del cobre en ese mes (casi el 3%). Excluyendo el sector minero, el índice también cayó pero solo de 55,62 a 55,32, dominado por una desaceleración en la industria manufacturera,

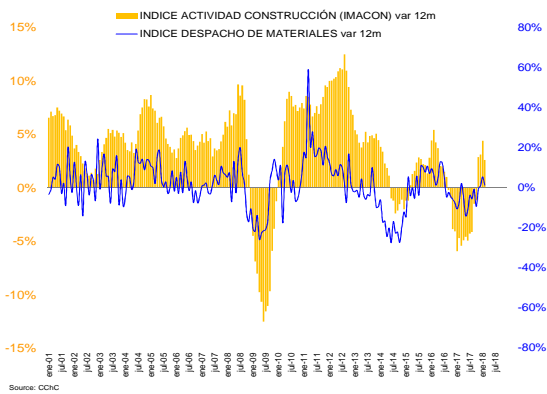
a pesar de un mejor desempeño en el comercio y la construcción. Un par de características interesantes para destacar: los inventarios se mantuvieron por encima (de lo que se considera) el nivel deseado y la capacidad adicional cayó a su nivel más bajo desde el primer trimestre de 2015. Ambos factores ejercen cierta presión sobre los índices venideros y parecen estar alineados con nuestra visión de cierta moderación en crecimiento antes de comenzar una recuperación más fuerte desde mediados de año. Los costos y las presiones de inflación se ven menos intensos, en el margen.



- El INE reveló que en feb18 los crecimientos anuales de la producción de los sectores de manufacturas, minería y servicios públicos alcanzaron a 3.7%, 16.9% y 2.9%, respectivamente. En el caso de la manufacturera, el resultado estuvo por debajo de nuestra expectativa inicial, lo que es decepcionante, pero no mucho, considerando la alta volatilidad de esa serie. En cuanto a la minería, era una gran incógnita ya que en febrero, la producción se contrajo un 16%, debido al comienzo de una huelga en La Escondida (normalmente representa el 20% de la producción chilena de cobre). En todos los casos se trata de crecimientos moderados y que coinciden con nuestra perspectiva de desaceleración moderada mediados del actual semestre y aceleración intensa desde mediados de año.

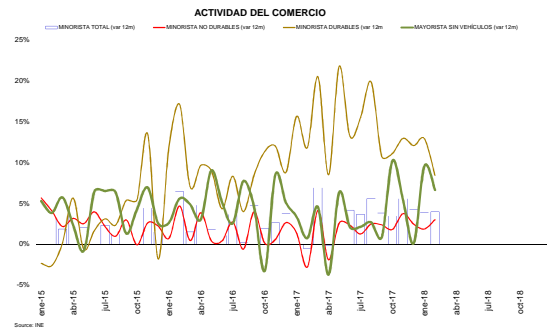


- La principal organización de construcción lanzó su índice de actividad (IMACON) para feb18, que mostró un crecimiento anual de 2.6%. Aunque fue interpretado positivamente por algunos medios, el resultado fue básicamente impulsado por una base de comparación débil (que se contrajo fuertemente durante un año, hasta agosto de 2017). Además, dado que el sector es muy procíclico (puede verse al compararlo con la actividad económica general), un crecimiento del 2,6% puede considerarse no tan malo, pero de ningún modo muy positivo. Esperamos una aceleración progresiva de la construcción desde segundo semestre, que debería prolongarse por muchos trimestres.

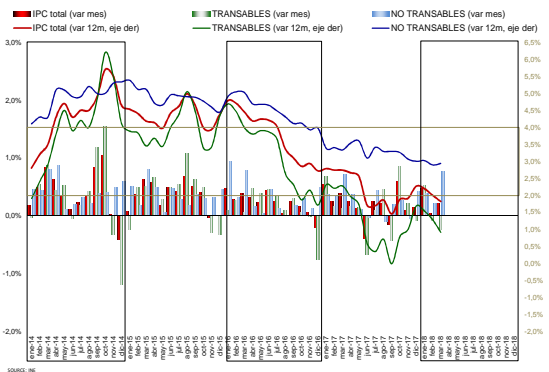


- La actividad comercial de feb18 disminuyó su ritmo a 5,9% (v. 7,9% enene18) por debajo de lo estimado por la mayor parte del mercado, incluso tras conocerse los datos de Santiago. Notablemente el único subrubro que mejoró su desempeño (3%) fue el de bienes no durables, pero es más una

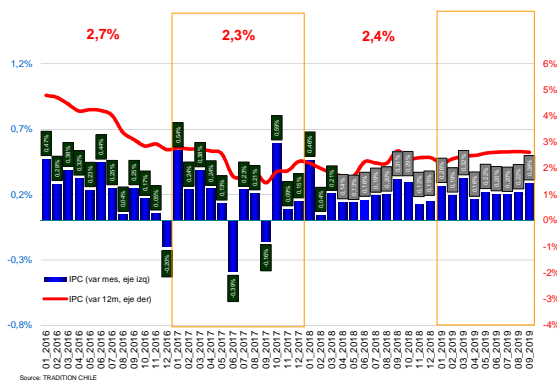
aparición que una realidad, ya que la base de comparación era una contracción (-2.8%) ni siquiera superada en la última recesión. Según informaciones privadas, parte de la desaceleración se atribuye a menores compras de turistas argentinos, por motivos más bien relacionados con aquel país. En cualquier caso, lo que subyace es una tendencia creciente muy moderada del consumo, pero más bien a partir del segundo semestre y con una aceleración mayor posteriormente.



- Un poco por debajo de las expectativas del mercado, el IPC aumentó 0.2% (incluso algunos estimaban 0.4%). Los índices básicos más importantes (incluido el que excluye alimentos y energía) aumentaron 0.3%. La variación en 12 meses llegó a 1.8%. Como es habitual en marzo, la incidencia principal provino de la educación (que prácticamente varía solo una vez al año) lo que apuntaló el efecto de los productos no transables (0,8%) y los servicios (0,7%). En la dirección opuesta, las disminuciones vinieron de bienes y de productos transables, que cayeron 0.2%.



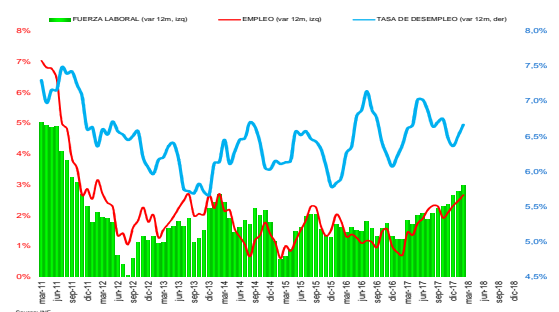
- En cuanto a la visión para el año actual, hay que puntualizar. Primero, recordar que ese tipo de resultados muchas veces cambian al mes siguiente (ese ha sido el caso varias veces en el pasado cercano). En segundo lugar, aunque este resultado recortó el pronóstico del mercado de 2,6% a 2,4%, es poco probable que sea suficiente para alterar lo que vendrá. Si pensamos que la inflación llegará al 2.8% en el año actual y otros (incluido el Banco Central) pronostican menos del 2.5% es una diferencia extremadamente sutil. Lo que importa es la tendencia, o yendo más a fondo en el análisis, la tendencia de los dos principales determinantes inflacionarios.



- Uno es el tipo de cambio (corregido por el comportamiento de otras monedas), que influye en los bienes transables y se espera que, en promedio, sea similar a la actual (incluso el nivel spot actual parece más alto que el supuesto por muchos pronosticadores hace apenas dos meses, y se ha mantenido así por un tiempo que empieza a ser relevante). Ese es nuestro caso base, pero si tuviéramos una caída de 10% en el tipo de cambio a partir de mediados de año, por ejemplo, y no fuera bien acompañado con la apreciación en las monedas de otros socios comerciales, eso cambiaría nuestra visión. Huelga decir que hasta ahora eso no ha sucedido. El otro factor es el comportamiento de las brechas de capacidad. Podemos discutir sobre la esperada recuperación lenta del consumo, del déficit fiscal contenido y ese tipo de factores, pero la inversión (el motor de partida habitual) se acelerará (ese es el caso

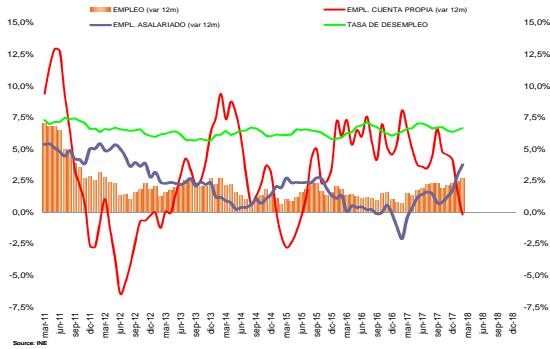
base de casi todo el mercado, incluidos los que no esperan gran inflación) y el crecimiento agregado estará por encima del potencial en el segundo semestre (un crecimiento real, no por factores estadísticos, como hemos visto hasta ahora).

- El INE entregó el informe de empleo para el trimestre que finalizó en feb18. La tasa de desempleo aumentó de 6.5% a 6.7%, lo que está en contra de la estacionalidad (el verano aumenta el empleo en la agricultura). Esto fue el resultado de que la fuerza de trabajo se aceleró al 3% anual, el mayor ritmo desde oct11. Parcialmente una consecuencia de la mejora en las expectativas y en parte debido a una base de comparación muy baja. Pero ese efecto estadístico tuvo lugar otras veces en el lento período 2014-2017 y la respuesta no fue tan grande. Aunque el empleo también se aceleró (hasta el 2,7%, que es la tasa más alta desde feb14), no pudo compensar el rendimiento de la fuerza de trabajo. De todos modos, el efecto de las bases débiles se revertirá parcialmente en marzo, por lo que se espera que la tasa de desempleo disminuya un poco. Sin embargo, es una buena advertencia para quienes esperan una recuperación rápida en el mercado laboral. Por el contrario, hay varios factores que apuntan en la dirección opuesta.

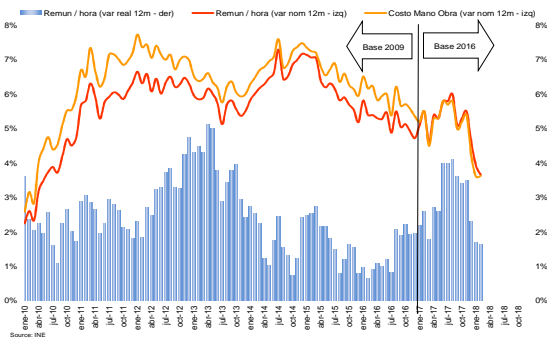


- La composición del empleo continuó "mejorando": el autoempleo se contrajo por primera vez en años y el empleo asalariado creció a su ritmo más rápido desde noviembre de 2012 (el empleo fiscal continuó teniendo la mayor incidencia).

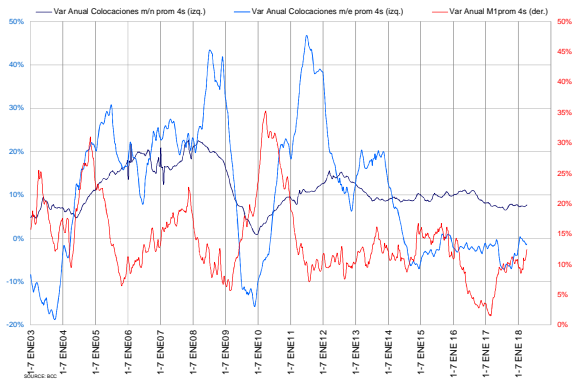
Nuevamente, tenga en cuenta las bases de las comparaciones y otros factores: las perspectivas del mercado laboral serán más confusas de lo habitual.



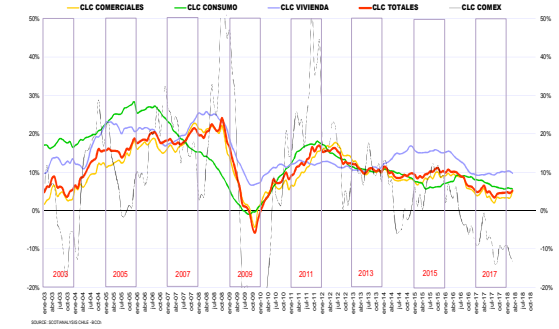
- Las remuneraciones siguieron desacelerándose en feb18, alcanzando 3,7%, su menor variación anual desde 2010. Varios factores puntuales pueden estar contribuyendo a esta debilidad, y entre ellos está la indexación a la inflación de períodos anteriores. A pesar de esto, debido a los efectos estadísticos en el empleo asalariado, el ingreso total por remuneraciones habría continuado acelerándose, como fue el caso en los dos meses anteriores. Considerando el desempeño esperado del mercado laboral, es de esperar que esta tendencia a la aceleración moderada se mantenga. La información de remuneraciones es particularmente relevante, ya que tras conocerse las minutas de la reunión de política monetaria del 20mar, se reafirma la relevancia que se le atribuye a la evolución de las remuneraciones en la tendencia inflacionaria (a través de precios de bienes no transables).

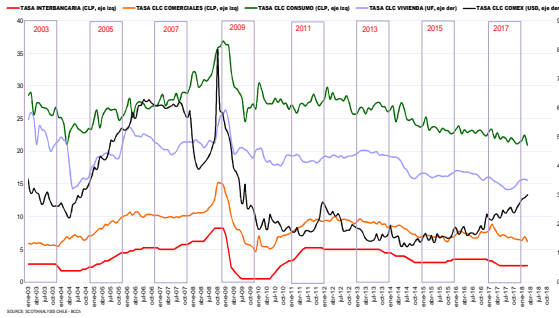


- En mar18, el dinero básico (M1) recuperó su ritmo anterior (más del 10% anual). Según nuestro cálculo basado en datos publicados hoy por el Banco Central (BCCh), continuó acelerándose en la primera semana de abril, alcanzando su ritmo más rápido desde el primer trimestre de 2016. Hay que decir que, a diferencia de otras variables, las bases de comparación por dinero son cada vez más exigentes. Hay muchas maneras de leer estos datos, la mayoría de ellos en un análisis parcial y no concluyente, cruzados por condiciones específicas, pero en general, parecen apoyar la recuperación del crecimiento de la inflación y son positivos para las expectativas de crecimiento.

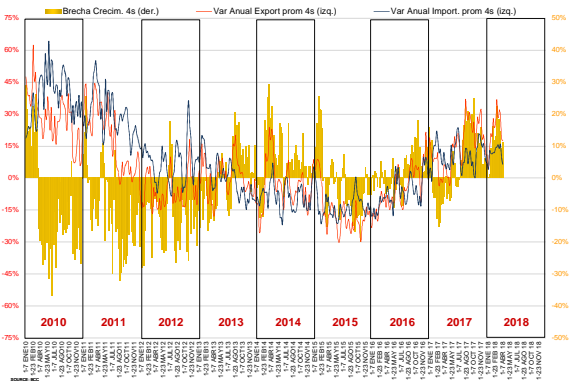


- Los préstamos bancarios se aceleraron, pero gran parte se obtuvo en medio de tasas de interés más bajas para créditos comerciales y de consumo, lo que debe verse más como un rebote que como recuperación causado por la demanda. Probablemente tendremos que esperar hasta el próximo año para ver algo más significativo en materia de crédito.



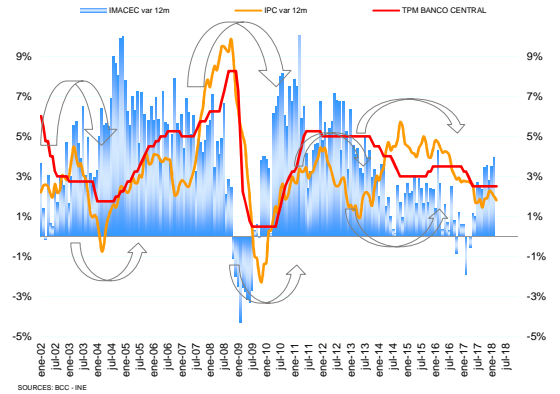


- El crecimiento anual de las exportaciones fue fuerte pero no sorprendente ya que las bases fueron débiles y el resultado para el mes actual también tendrá el mismo tono (en mayo esperamos un resultado más sincero). Las importaciones también se debilitaron, pero están más vinculadas a cierta desaceleración de los bienes duraderos (excluida la indumentaria, que se aceleró) y las bases tanto del capital como de los bienes intermedios más exigentes. Los datos a la primera semana de abr18 confirmaron esto.

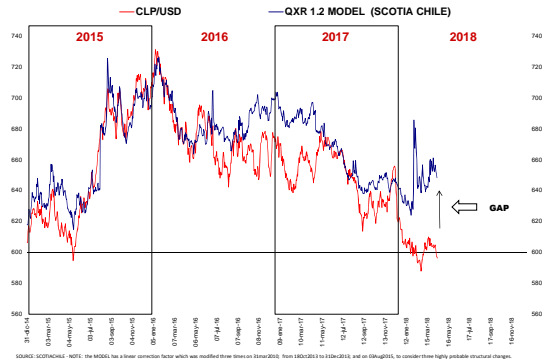


- Los resultados de crecimiento e inflación validan lo expresado por el Banco Central en su reciente informe de Política Monetaria, cuyo sesgo era alcista para el primero y neutral para la segunda, respaldando un período relativamente largo de estabilidad, al menos hasta sep18. Pero para el próximo año, gran parte del mercado pronostica un crecimiento por encima del potencial (incluso si no se manifiestan muy preocupados por la inflación). A menos que se espere reducir contundentemente el tipo de cambio subiendo la tasa de política monetaria (una

apuesta arriesgada, si las hay), el efecto de esta última sobre la actividad tiene un desfase promedio de tres trimestres en Chile. Entonces, si se ven algunos indicios de recuperación cierta de la actividad hacia los próximos tres meses, deberíamos esperar un tono moderadamente menos.

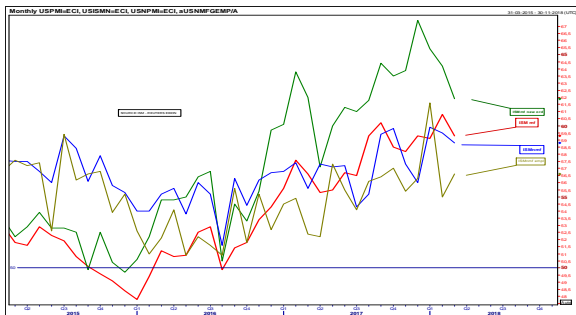


- Como sucedió en la mayoría de los mercados en el mundo, la compresión del riesgo impulsó los activos domésticos en los últimos días. Eso explica una apreciación de bienes (previsible) de la moneda local frente al USD. A muy corto plazo, seguimos esperando que se mantenga en un rango de fluctuación entre \$ 590 y \$ 600. Nuestros modelos de valoración sugieren que puede haber un cambio estructural para la tasa de cambio, ya que el precio spot está constantemente por debajo del "nivel de equilibrio", generando una brecha relativamente estable. Los próximos meses serán fundamentales para confirmar este fenómeno (similar a lo que sucedió en 2010 y 2014, en direcciones opuestas).



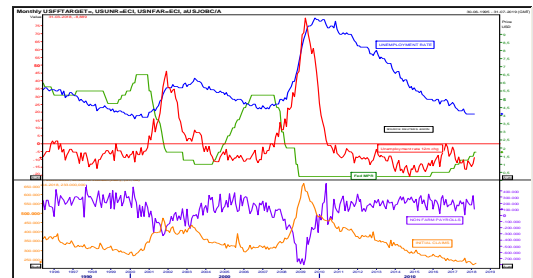
PANORAMA INTERNACIONAL

- En lo más inmediato, los datos adelantados para el sector manufacturero a nivel global, reflejaron una desaceleración en mar18, que se replicó en servicios, dando lugar al menor ritmo de expansión en el casi último año y medio. No obstante, no se advierte que esto vaya a profundizarse mucho más puesto que las perspectivas de pedidos se mantienen robustas. Esto es consistente con la visión de una economía global que sigue creciendo a buen ritmo. Scotiabank mantuvo su estimación del crecimiento global en 3,8% para este año y 3,7% para el próximo. Sin embargo, sintonizado con nuestra visión de mercados, los riesgos este año serán (como ya se ha demostrado) más altos que en 2017, debido a diversos factores: comerciales (competición arancelaria), fiscales (creciente déficit en EEUU), monetarios (disminución de la expansividad en economías importantes) y geopolíticos (conflictos internacionales que rememoran aspectos de la Guerra Fría).
- Los datos adelantados de EEUU para mar18 mostraron una desaceleración en la mayoría de los indicadores. No obstante que muy probablemente se trata de un efecto transitorio ya que los nuevos pedidos siguen mostrando altos niveles de expansión, éstos están registrando alguna moderación desde principios de año y la acumulación de inventarios ha sido notable. Por lo tanto, es de esperar alguna persistencia en esta moderación.

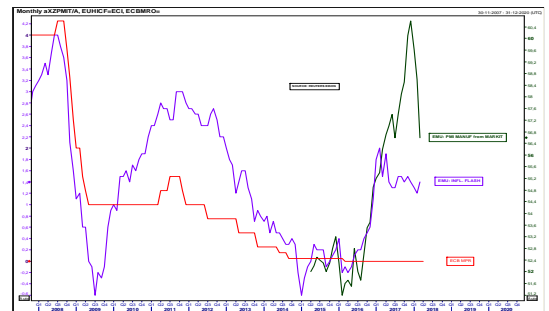


- No obstante, las perspectivas fiscales sugieren un fuerte impulso persistente el

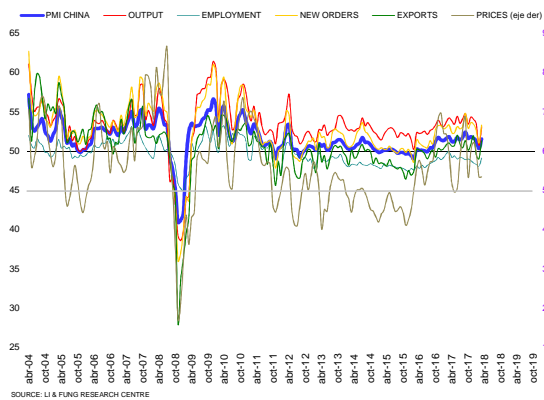
próximo año. Estas condiciones han llevado a Scotiabank a reducir de 2,7% a 2,6% su proyección de crecimiento para este año y a aumentarla en dos décimas, al 2,4%, el próximo. Desde el punto de vista monetario se espera un par de incrementos de 25pb en la tasa referencial, en el tercer y cuarto trimestre, considerando la trayectoria inflacionaria y las cifras muy fuertes del mercado laboral.



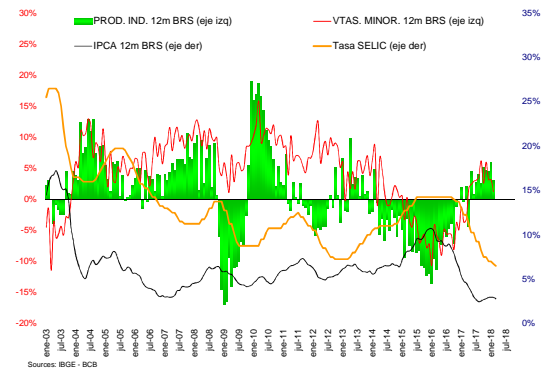
- La economía de la Eurozona se ralentizó en marzo, de acuerdo a los indicadores adelantados más confiables. Scotiabank recortó su proyección de crecimiento para este año y el próximo desde 2,7% y 2,5%, a 2,6% y 2,4%, respectivamente. En cualquier caso, se trata de un crecimiento importante, desde un punto de vista regional. Como además no se espera que la inflación sea un riesgo en el corto plazo, la tasa referencial se mantendría en cero hasta el segundo trimestre de 2019, aun cuando es probable que el aumento de las medidas de apoyo cuantitativo se termine hacia sep18. Los ajustes recientes en el ritmo de algunos sectores se estiman transitorios.



- Los datos adelantados de China para el mes pasado fueron relativamente contradictorios, apuntando a aceleraciones o desaceleraciones, dependiendo de la fuente. En lo concreto, se mantiene la proyección de crecimiento de 6,5% para este año y 6,2% para el próximo, mientras que la inflación tampoco registre cambios demasiado significativos. En este contexto, se espera que las condiciones monetarias sigan siendo estimulantes por bastante tiempo, si bien es probable que se siga un curso de suave ajuste alcista.



- Las señales inflacionarias en Brasil se mantienen en bajos niveles, mientras que la actividad ha mostrado algunas señales de debilidad en feb18, que se estiman más bien transitorias. En este contexto, es de esperar que el Banco Central recorte la tasa referencial en 25pb el próximo 18may, para dejarla en 6,25%. Este sería el último recorte del ciclo. Scotiabank mantiene una perspectiva de crecimiento de 2,5% para este año y 2,7% para el próximo, pero se advierte que el riesgo para esta economía es relativamente alto, especialmente por el proceso electoral y el conjunto de condiciones políticas que deberá enfrentar este año.



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.