

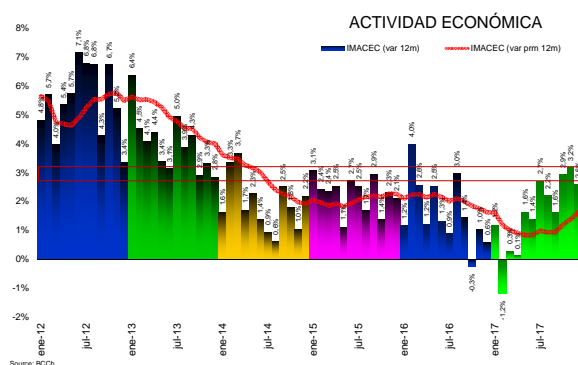
Escenarios para Inversiones



SÍNTESIS PANORÁMICA

- **La actividad económica creció 2,6% en dic17.** Con este dato, la expansión en el último trimestre de 2017 y del año completo habrían alcanzado al 2,9% y al 1,6%, respectivamente, en el segmento más optimista de las proyecciones. **Para este año elevamos nuestra proyección al 3,1%, con un perfil que tiene un poco más de pendiente y que impulsaría la expansión al 3,7% en 2019.**
- **A pesar de lo anterior, hay algunos antecedentes que muestran cierto debilitamiento tendencial de la actividad en el actual trimestre y parte del próximo.** Esto sería transitorio y parcialmente compensado por bases de comparación extremadamente bajas.
- **La variación mensual del IPC en ene18 alcanzó al 0,5%.** El índice que excluye alimentos y energía aumentó 0,3% y muestra una tendencia todavía levemente descendente, si bien los registros de los últimos meses muestran variaciones crecientes. **Las proyecciones de inflación anual del mercado se elevaron a 2,5%.**
- **El Banco Central mantuvo la tasa referencial en 2,5% la semana pasada.** **El comunicado y los resultados de actividad y precios que se conocieron con posterioridad respaldaron la perspectiva de que la tasa referencial no será modificada por varios meses y que el próximo movimiento sea al alza.**
- **El aumento de la volatilidad cambiaria es clásico cuando hay fuerzas cuantitativas contrapuestas.** **Si bien persiste el riesgo de un cambio estructural a la baja en precio del dólar en Chile (que venimos anticipando hace bastante tiempo), en lo inmediato estará fuertemente contrarrestado por factores externos alcistas.**
- **Los indicadores adelantados globales para ene18 fueron superiores a lo esperado y continuaron mostrando una sostenida tendencia a mejorar.** Las cifras de principios de 2016 quedaron definitivamente atrás. **No hay argumentos contundentes de tipo económico o financiero que amenacen, por el momento, la evolución de los mercados de activos.**

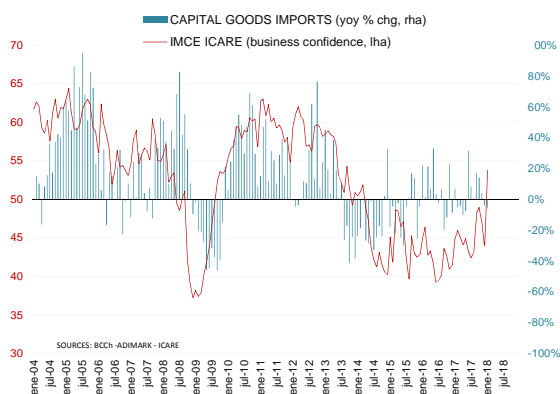
PANORAMA NACIONAL



- **La variación de la actividad económica en dic17, de acuerdo al IMACEC calculado por el Banco Central, alcanzó al 2,6%, en la parte alta del rango estimado por el mercado y muy por encima de nuestro pronóstico.** Aun cuando la base de comparación era débil (0,6% en dic16, con gran incidencia del sector minero), el mes tuvo dos días hábiles menos, lo que enfatiza un poco lo positivo del resultado. **Con este dato, la expansión en el último trimestre de 2017 y del año**

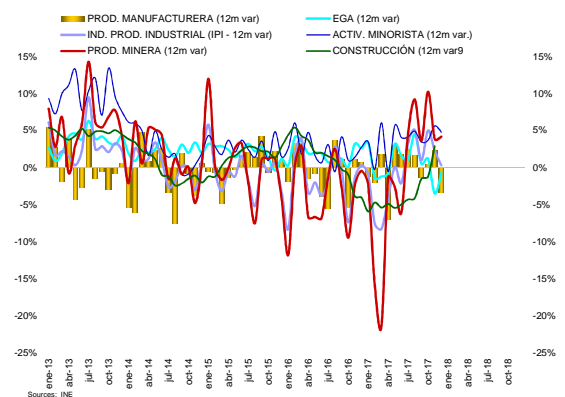
completo habrían alcanzado al 2,9% y al 1,6%, respectivamente, en el segmento más optimista de las proyecciones. Los resultados más completos y definitivos se conocerán el 19mar. Para ene18, los escasos datos parciales disponibles apuntan a un crecimiento en torno al 2,7%, al igual que para el primer trimestre de este año.

- A pesar de lo anterior, y aun teniendo en cuenta el buen resultado del principal indicador de confianza empresarial en ene18 (el IMCE, calculado por ICARE y la UAI), hay algunos antecedentes que muestran cierto debilitamiento tendencial de la actividad en el actual trimestre. Esto sería parcialmente compensado por bases de comparación extremadamente bajas, particularmente entre feb18 y abr18, debido a eventos específicos en esos meses del año pasado. Sin embargo, se mantienen las buenas perspectivas para la segunda parte del año. La recuperación de la confianza empresarial sugiere que hay elementos internos suficientes para esperar un repunte en la inversión, probablemente el comienzo no será tan próximo como algunos consideran. Las condiciones externas también colaborarán. Considerando todos estos datos, elevamos a 3,1% nuestra proyección de crecimiento para este año, con un perfil que tiene un poco más de pendiente.



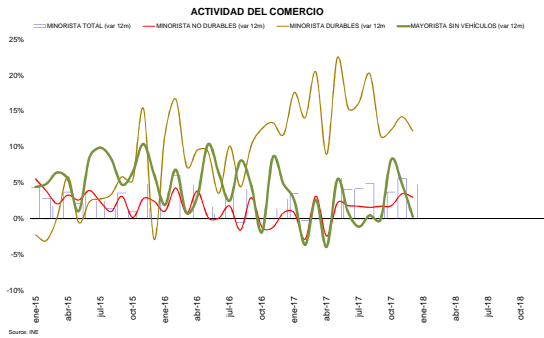
- La producción manufacturera se contrajo 3.4% en diciembre: podemos inferir una decisión de reducir inventarios en algunos sectores y condiciones específicas vinculadas a eventos como las elecciones,

además de un par de días hábiles menos. La producción minera mantuvo su ritmo (4,2%). De todos modos, una mejor ley de mineral y algunas plantas específicas apuntalaron el cambio. Los servicios públicos se contrajeron un 0,7%, pero como sucedió en noviembre, adversamente influida por una menor distribución de gas para generación eléctrica, que sin embargo aumentó, principalmente a través de generación hídrica, solar y eólica). En cuanto al análisis de tendencia, los datos de dic17 no son un buen augurio para los sectores industriales en el primer trimestre y, tal vez, parte del segundo. Por supuesto, el mercado financiero tendrá esto en cuenta, aunque la primera reacción estará más relacionada con el primer semestre. Otra razón para estar alertas respecto a las tasas a largo plazo en los próximos meses. En el muy corto plazo, pareciera que el consumo continuará siendo un soporte.

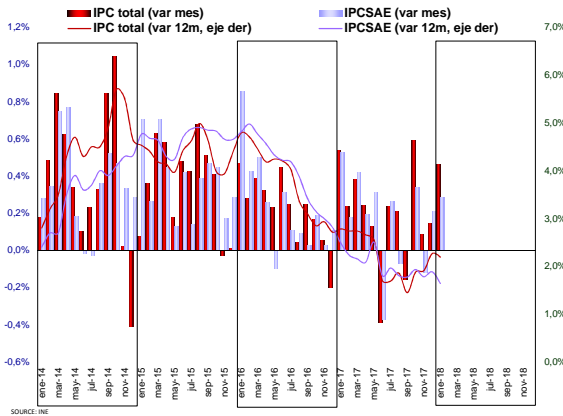


- Casi todas las series de actividad del sector comercio mostraron una desaceleración en dic17, probablemente dominadas por factores específicos para ese mes, como menos días hábiles, un fin de semana con elección presidencial y, en algunos casos, bases de comparación más altas. Los datos duros fueron estos (todos son en una comparación real anual): la actividad comercial general se desaceleró de 6.1% en nov17 a 3.1% en dic17; el crecimiento de la actividad mayorista se desplomó al 0.3% (4.8% anteriormente); la actividad minorista se desaceleró del 5,6% en nov17 al 4,8%; el

efecto más singular se observó en los bienes durables, cuya velocidad (aún rápida) disminuyó al 12,2% (frente al 14,2% en nov17) y no se puede culpar a la base de comparación; los bienes no durables también se desaceleraron (hasta el 3% desde el 3,5% en el mes anterior).

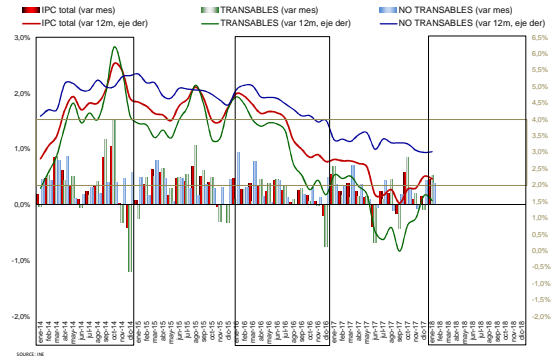


- La variación mensual del IPC en ene18 alcanzó al 0,5% un par de décimas por encima de lo estimado por los expertos y el mercado e igual a la de ene16. La principal incidencia provino de alimentos (específicamente, de productos frescos), mientras que la energía no registró variación. El índice que excluye alimentos y energía aumentó 0,3%, la misma variación de los subyacentes IPCX e IPCX1.

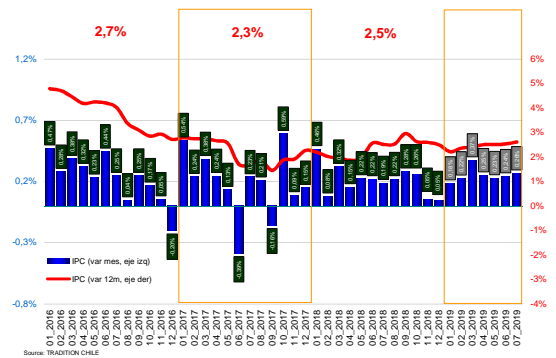


- Otras medidas analíticas muestran que los bienes transables aumentaron 0,5%, mientras que los no transables lo hicieron en 0,4%. Notablemente los servicios sólo aumentaron 0,2%, pero los bienes lo hicieron en 0,7%. Más allá de los efectos puntuales, en

términos tendenciales los resultados sugieren que la inflación de bienes no transables se mantienen fluctuando en torno al 3% en 12 meses, mientras que la recuperación del IPC total en 12 meses se debe principalmente a que los transables siguen aumentando su velocidad, a pesar de que este mes descendió a 1,5%, por efectos de base.

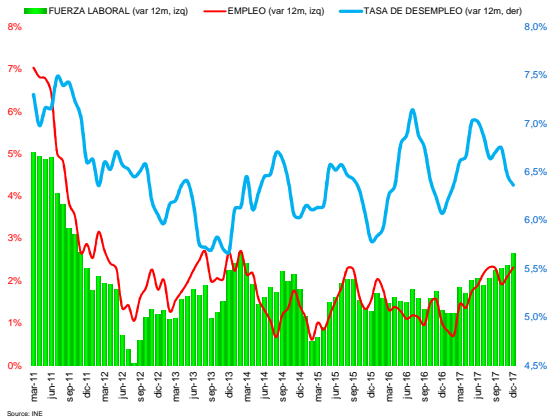


- Con todo, hay que decir que la tendencia del índice que excluye alimentos y energía se mantiene baja y muy levemente descendente, si bien los registros de los últimos meses muestran variaciones crecientes. Antes de los resultados de ene18, el mercado esperaba variaciones de 0,1% y 0,3% para feb18 y mar18 y un 2,4% para el año. Tras los resultados de ene18 mantuvo la proyección para estos meses, pero elevó a 2,5% el pronóstico anual. Nuestra proyección anual se elevó a 2,8%.



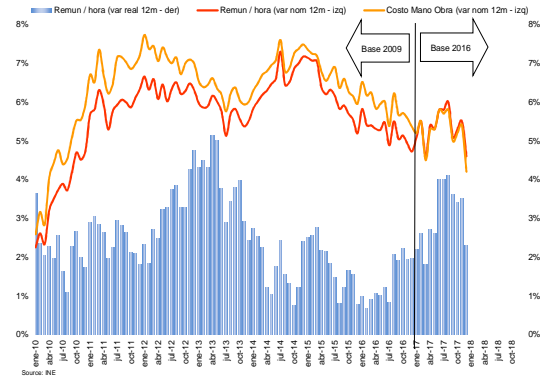
- Alineado con nuestro pronóstico, la tasa de desempleo para el último trimestre de 2017 disminuyó a 6.4%, lo que encaja bien con la

estacionalidad. Tanto la fuerza de trabajo como el empleo se aceleraron (de 2.4% a 2.6% el primero, y de 2.1% a 2.3% el segundo). El autoempleo se desaceleró a 4.1% (4.5% en Nov17) y el empleo asalariado se aceleró de 1.3% a 1.7% (en esto, el empleo fiscal continuó siendo determinante). De todos modos, parece ser un cambio en la dirección correcta, aunque las cifras aún están muy lejos de cualquier normalidad histórica. Un escenario de mejoría moderada en el mercado laboral es lo más probable, pero ello no necesariamente se traducirá en bajas muy significativas en la tasa de desempleo, que está condicionada por múltiples factores, como los rezagos, la evolución de la fuerza laboral, etc.

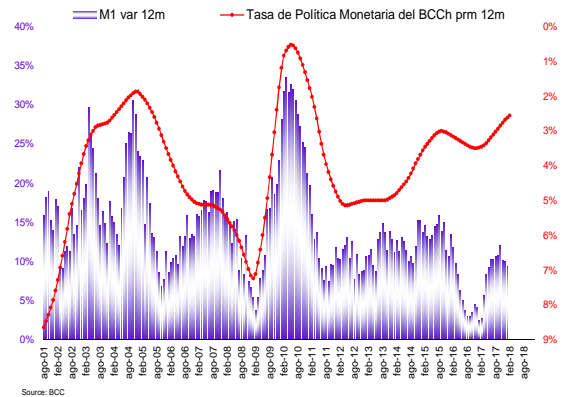


- 10 En dic17, los salarios no mantuvieron su ritmo anterior en 12 meses. Aunque las bases de comparación han sido tan profundas en los últimos años (la última se basó en 2016), el hecho es que el crecimiento nominal en dic17 cayó a 4.6%, desde 5.5% en nov17. Por supuesto, hay innumerables explicaciones, pero los datos deben tomarse con cuidado. Digamos que el efecto negativo provino de varios sectores, pero debido a su mayor impacto, el comercio debe ser remarcado. La manufactura también mostró menos fuerza. Según nuestro cálculo, el crecimiento de los ingresos salariales cayó a su tasa más baja desde mayo pasado. En la misma línea, sabíamos que el principal índice de confianza del consumidor (compilado por AGF Adimark) cayó a 51.5 en enero (frente a

53.1 en diciembre), lo que representa el primer retroceso desde feb17. De ninguna manera es una porción concluyente de datos, pero sí suficiente como para ser cautelosos acerca de la aparente recuperación del consumo a muy corto plazo.

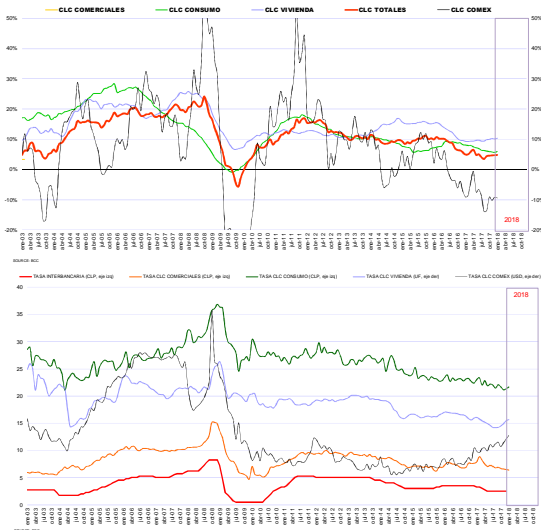


- El dinero (M1) volvió a perder fuerza en ene18, con un crecimiento anual por debajo del 10% (9,3%) por primera vez desde mayo pasado. Es bien sabido que el dinero no tiene el poder predictivo de hace años, pero sigue un argumento de cierta desaceleración de la actividad de fondo en la primera mitad del año.

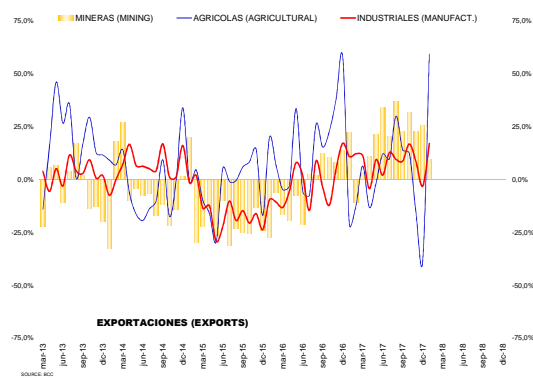


- Los préstamos bancarios mostraron una tasa (limitada) más rápida, como ha sido el caso desde septiembre pasado. Sin embargo, aún es una tasa de crecimiento muy baja (4,8%), por lo que debería haber más mejorías en los próximos meses

(debido a la falta de actividad económica y al crecimiento del crédito en Chile).

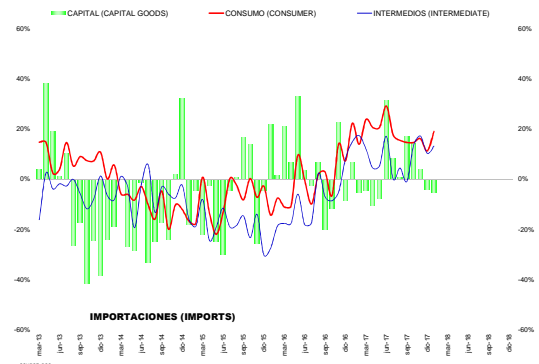


- En comercio exterior, los datos finales de ene18 fueron un poco mejores de lo esperado inicialmente. Las exportaciones se expandieron 19%, a pesar de una desaceleración en la actividad minera debido a efectos específicos, mientras que las bases más bajas de comparación ayudaron a la agricultura y la manufactura (algo de eso volverá a ocurrir en los próximos meses pero con una composición diferente).



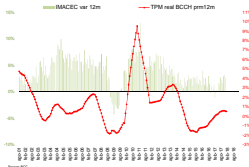
- Las importaciones crecieron un robusto 11%, con bienes de consumo e intermedios (incluso excluyendo el combustible) acelerándose, pero los bienes de capital se contrajeron. La combinación de importaciones parece estar relacionada con

más proceso de reposición. La tendencia de crecimiento de las exportaciones e importaciones ha sido bastante estable desde el año pasado y ha respaldado los precios de los activos nacionales. Como en otras áreas, las series de los próximos meses estarán distorsionadas por las bases de comparación, lo que requerirá evaluarlas con cuidado.



- De acuerdo a lo esperado por la casi totalidad del mercado, el Banco Central mantuvo la tasa referencial en 2,5% la semana pasada. En lo más relevante, y de acuerdo a nuestro pronóstico, moderó el sesgo expansivo (muy condicionado) de las reuniones previas, indicando que las amenazas para que la tendencia inflacionaria no converja al 3% "se han atenuado en el margen". Esta visión reafirma la expectativa de que no se modifique la tasa referencial por varios meses. Explícitamente, indica que -y en esto, como lo hemos advertido, es consecuente con su comportamiento histórico más frecuente- comenzará a retirar el impulso monetario actual cuando la economía alcance una velocidad que implique el inicio del cierre de holguras. En otras palabras, cuando se acerque al crecimiento potencial. De acuerdo a los estudios más recientes, el crecimiento potencial se ubicaría actualmente en torno al 3%, pero dado que se trata de una variable inobservable, nos referimos a un nivel referencial. En cualquier caso, como hemos reiterado por largo tiempo, estimamos que el ritmo de la actividad se acercará a ese nivel hacia

mediados de año. Por consiguiente, aumenta a 75% la probabilidad de nuestro pronóstico sostenido por meses: mantención de la tasa referencial en 2,5% en el primer semestre y alzas en la segunda mitad del año (probablemente tres, de 25 puntos base cada una).



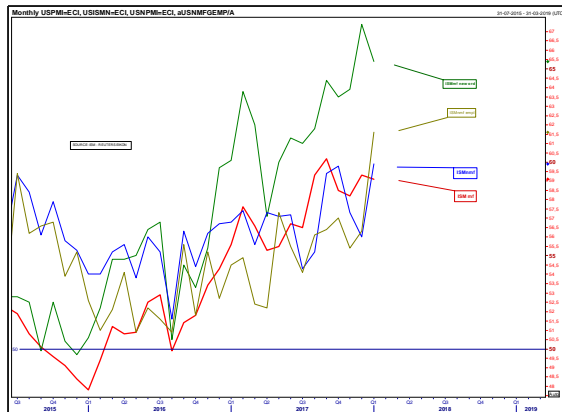
- Con todo, hay que señalar que la referencia a un riesgo de retraso de la convergencia inflacionaria al 3% no fue eliminada. Esto es justificable en dos dimensiones: las señales de actividad recientemente aparecidas (concretamente a diciembre) son más bien débiles, y el tipo de cambio nominal ha estado bajo presión, producto de factores externos. El primer elemento es algo que requiere un poco más de tiempo, evidentemente. En el aspecto cambiario, se deberá analizar muy bien la implicación inflacionaria efectiva, especialmente de mediano plazo, en un contexto en que monedas de socios, vecinos y competidores han tenido un desempeño similar. Sin embargo, los resultados de actividad y precios que se conocieron con posterioridad a la reunión de política monetaria volvieron a respaldar la perspectiva de que la tasa referencial no será modificada por varios meses y que el próximo movimiento sea al alza.
- El aumento de la volatilidad cambiaria es clásico cuando hay fuerzas cuantitativas contrapuestas. Por un lado están la mayoría de los factores externos que deberían hacer subir el tipo de cambio y, por otro, una mejoría en el ánimo interno, que tiende a presionarlo. Si esto se da en un panorama internacional financieramente más incierto (ver el VIX), la mayor volatilidad es comprensible. En los últimos días hemos visto un fuerte incremento en la aversión al riesgo en algunos mercados, lo que

normalmente perjudica a monedas como el peso chileno y arrastra, por correlación, al aumento del valor del dólar en los mercados internacionales y este, a una caída en el precio del cobre. Todo eso debería impulsar el tipo de cambio al alza. De hecho, a pesar del retroceso de las últimas semanas, técnicamente tiene impulso positivo. Por otro lado, hay probabilidades de que las positivas expectativas de actividad generadas para los meses más cercanos sean parcialmente decepcionantes. En este contexto, si bien persiste el riesgo de un cambio estructural a la baja en precio del dólar en Chile (que venimos anticipando hace bastante tiempo), en lo inmediato estará fuertemente contrarrestado por factores externos. En conjunto, en lo más inmediato deberían prevalecer los factores alcistas, que podrían impulsarlo por unos días o semanas. Posteriormente se ajustaría a la baja.



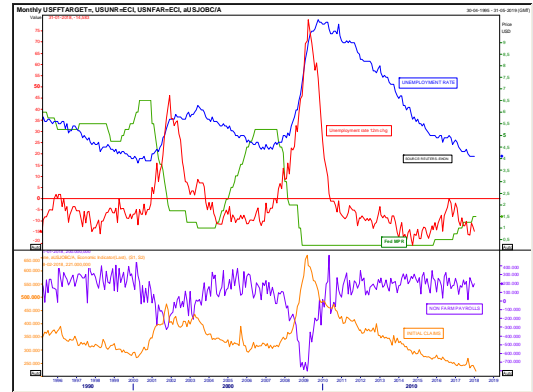
PANORAMA INTERNACIONAL

- Los indicadores adelantados globales para ene18 fueron superiores a lo esperado y continuaron mostrando una sostenida tendencia a mejorar. Las cifras económicas que mostraban desaceleración importante a principios de 2016 quedaron definitivamente atrás. Esto ha conllevado al incremento de precios de productos básicos y a perspectivas de políticas monetarias (relevantes) menos expansivas, pero no hay perspectivas inflacionarias demasiado preocupantes ni siquiera en las economías que están más avanzadas en su ciclo expansivo. En este contexto, no hay argumentos contundentes de tipo económico o financiero que amenacen, por el momento, la evolución de los mercados de activos.
- Las últimas cifras en EEUU resultaron mejores de lo esperado. Los indicadores ISM, tanto del sector manufacturero y los que tienen que ver con el empleo en los servicios tuvieron desempleos por sobre lo estimado para ene18. Obviamente que se debería apreciar una desaceleración moderada en algunos meses, pero los niveles ya alcanzados son muy altos.

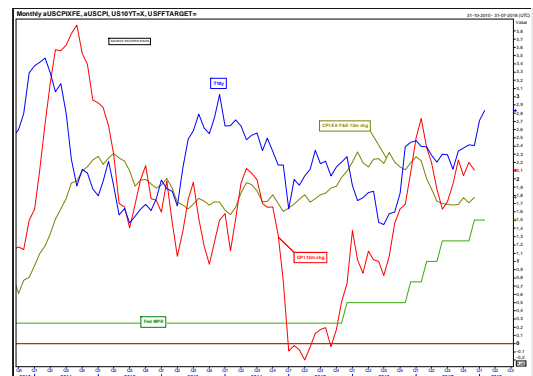


- Aun cuando la tasa de desempleo no cambió en ene18, los datos de empleo propiamente tales (planillas) es tuvieron algo por encima de lo pronosticado. Esto consolidó la perspectiva de un aumento de la tasa

referencial por parte de la Reserva Federal el próximo mes.

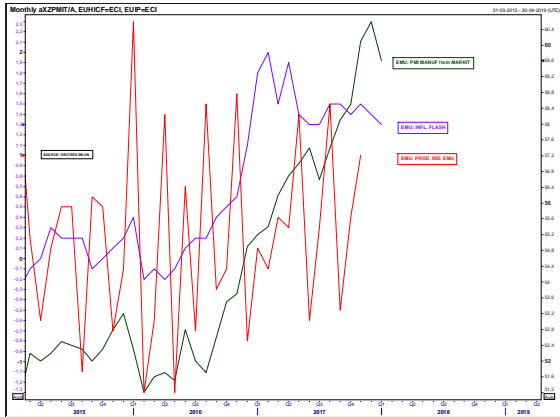


- Al mismo tiempo, a pesar de un comportamiento moderado de la inflación, aceleró las alzas en los rendimientos de los papeles de mayor plazo, particularmente de los libres de riesgo, generando incertidumbres en los mercados. Es muy probable que esta volatilidad persista, pero no anticipa ningún comportamiento anómalo en las cifras de actividad o precios y ni siquiera implica que el comportamiento monetario sea amenazante.

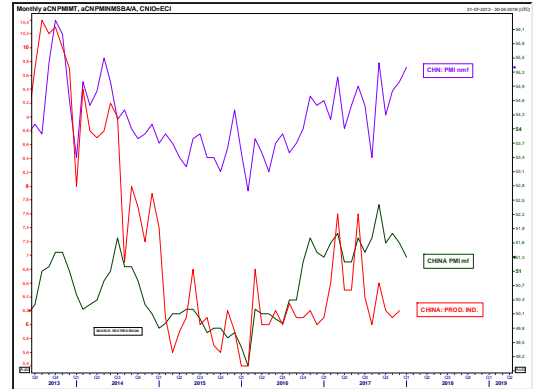


- Los últimos indicadores adelantados de actividad en la Eurozona estuvieron algo por encima de lo estimado a partir de otros indicadores previos. Los datos apuntan a un crecimiento de 1% en el primer trimestre, con cifras de inflación que

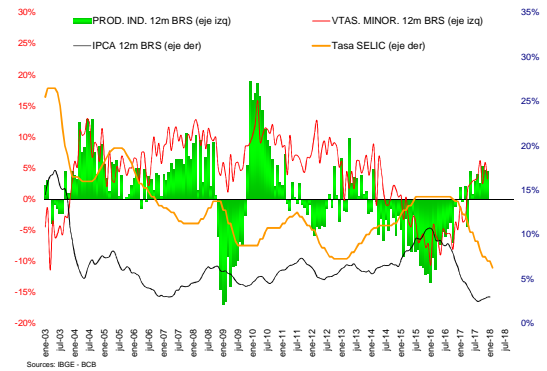
parecen aumentar, para alcanzar niveles más cercanos a la normalidad. En la medida que es to se confirme, es probable que las perspectivas monetarias se vuelvan menos complacientes. El juego de fuerzas entre datos más atractivos y una perspectiva de política monetaria menos expansiva seguramente provocará turbulencias en el mercado. Sin embargo, pareciera que las perspectivas para los activos de la región se verían, en definitiva, más bien favorecidas.



- Los datos adelantados más recientes sobre China, presentan unas mínimas divergencias, apuntando a que la actividad en ene18 mantuvo el ritmo que tenía en el mes previo. Scotiabank mantuvo las proyecciones de crecimiento Para este año y el próximo en 6,5% y 6, 2%, respectivamente, lo que representa un ritmo muy satisfactorio, considerando que se consigue a partir de datos previos muy fuertes y con una inflación que se mantiene bajo control. Esta perspectiva es óptima, pero no permite subestimar los riesgos de diverso tipo que pueden provenir de esa economía y generar algunas turbulencias en los mercados.



- Los últimos datos de Brasil fueron algo menos fuertes que los previos, pero no cambian significativamente la trayectoria de recuperación de la actividad, lo que se prolongó a los datos adelantados de ene18. El Banco Central recortó la tasa referencial el miércoles pasado, pero sólo en 25pb, dejándola den 6,75% y el enfoque de Scotiabank sugiere que el ciclo de recortes podría haber llegado a su fin. Como se ha señalado, el riesgo proveniente de Brasil en los próximos meses será esencialmente político, que puede generar volatilidad considerable en los mercados, pero por períodos cortos.



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.