

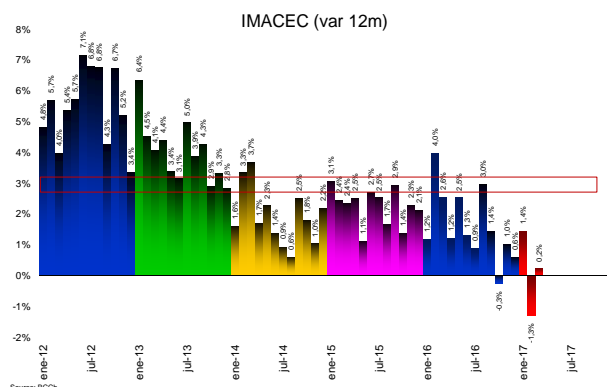
# Escenarios para Inversiones



## SÍNTESIS PANORÁMICA

- La variación anual de la actividad agregada en mar17 fue de 0,2%, muy adversamente influido por la caída de casi 23% de la minería. Otros sectores crecieron 2,2%. Al mismo 0.2% apunta la proyección trimestral. **El dato de abr17 debería ser mejor. Con estas cifras y otras, sigue pareciendo más probable que la expansión anual sea de 1,8%, sesgado a la baja.**
- Los datos de consumo fueron muy positivos, fuertemente influidos por los bienes durables y algunas condiciones específicas del mes. Sin embargo, **no muestra un cambio tendencial muy relevante, entre otras razones, porque los determinantes más importantes del consumo siguen en terreno muy débil o negativo.**
- Si bien los datos de empleo del primer trimestre no cambian el diagnóstico de deterioro en el mercado laboral y sus perspectivas, probablemente en su composición son menos adversos de lo esperado. No obstante, **el crecimiento de las remuneraciones nominales permanece, en los menores ritmos después de la última recesión y sigue desacelerándose.**
- Las cifras recientes apuntan más bien a que **no se introduzcan modificaciones a la tasa de política monetaria ni al sesgo el próximo 18may.** Posibles relajamientos en meses posteriores deberán ser evaluados cuidadosamente, con perspectivas tácticas pero también estratégicas.
- De acuerdo a lo esperado, el tipo de cambio subió hasta el nivel máximo del rango más probable (\$ 640 - \$ 680), tras lo cual se corrigió bruscamente. **Desde el punto de vista técnico parece tener espacio para un retroceso adicional, pero dentro de los mismos parámetros y con factores cuantitativos más bien limitantes.**
- Los datos adelantados más completos de que se dispone (índices PMI) confirma que en abr17 la economía mundial siguió desempeñándose bien, aunque en el margen se aprecia un ritmo algo menor, especialmente influido por ciertos indicadores en economías muy importantes.

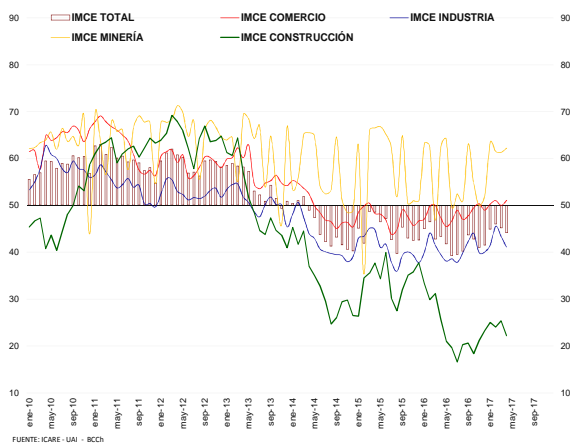
## PANORAMA NACIONAL



- La variación anual de la actividad agregada en mar17 fue de 0,2%, por encima del promedio de las previsiones del mercado y de la nuestra, que se ubicaba en -0,1%. En línea con lo esperado, el principal factor adverso fue la contracción minera (-22,7%), duramente afectada por la paralización de la producción de Escondida, que se extendió por muchos días del mes y cuya normalización va más allá de la simple reanudación de faenas. El índice del sector no minero muestra una reacceleración no

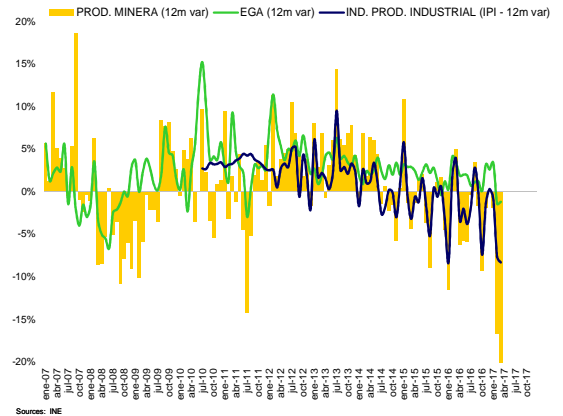
despreciable (2,2%), pero que probablemente fue favorecida por factores puntuales. Datos muy parciales sugieren un crecimiento en abr17 cercano al 1,5% (el mercado se centra más bien en %), ya que si bien el mes comprende dos días hábiles menos que abril de 2016 (lo que podría incidir muy negativamente en algunos sectores) tiene bases de comparación menos exigentes.

- Con el dato de IMACEC de mar17, el crecimiento del primer trimestre probablemente se ubique en 0,2%, levemente por encima a nuestra estimación de 0% (la cifra efectiva preliminar la conoceremos el 18may). Hay que reiterar que, en general, la economía debería mostrar una tendencia de recuperación muy moderada y vulnerable en el segundo trimestre, mientras que en la segunda mitad del año los resultados podrían ser más altos. El principal índice de confianza empresarial retrocedió más en abr17, pero no lo suficiente para modificar su tendencia levemente ascendente y se mantiene en la zona de pesimismo.

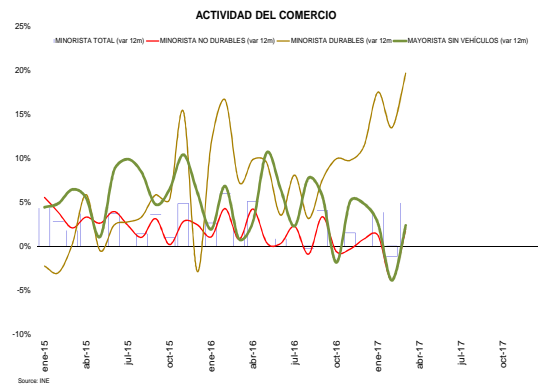


- La producción minera de mar17 se contrajo en un 21,4%, nuevamente influida por el adverso efecto de la huelga en Escondida, que concluyó ese mes, por lo que si bien la caída fue más fuerte que en feb17, no sorprende. La producción manufacturera (1,9%) estuvo por encima de lo esperado por el mercado (casi todos apuntaban a una variación negativa e incluso nosotros esperábamos un resultado positivo pero muy

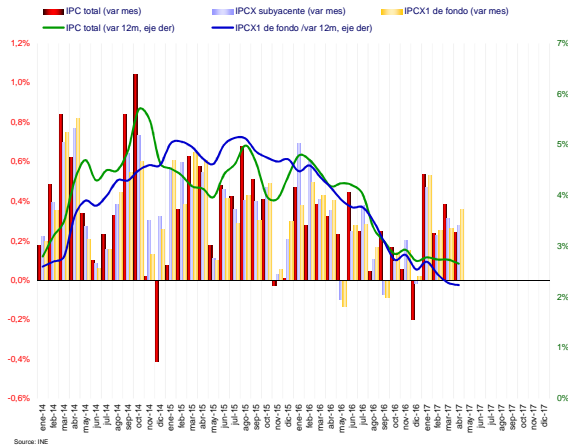
bajo). La producción de servicios básicos, arrastrada por el sector minero, se volvió a contraer (-1.2%). El índice de producción industrial (que comprende estas tres producciones) registró una contracción de 8,3% (vs. -7.6% en feb16).



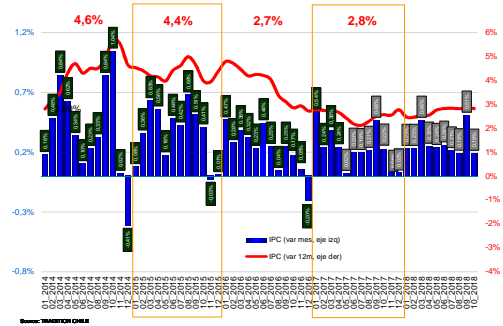
- El sector comercio, como un todo, creció un 4,8% en mar17. El comercio minorista por sí sólo lo hizo en 4,9%, que es el resultado de una nueva aceleración de los bienes durables en 19,7% (principalmente automóviles), mientras que los bienes de uso corriente mejoraron su tasa al 1,9%. Como era anticipable, el dato resultó bastante positivo, principalmente por factores específicos, esto es, sin marcar el inicio de una aceleración significativa más extendida. Entre otras razones, porque los determinantes más importantes del consumo (empleo asalariado, remuneraciones y confianza) siguen en terreno muy débil y negativo.



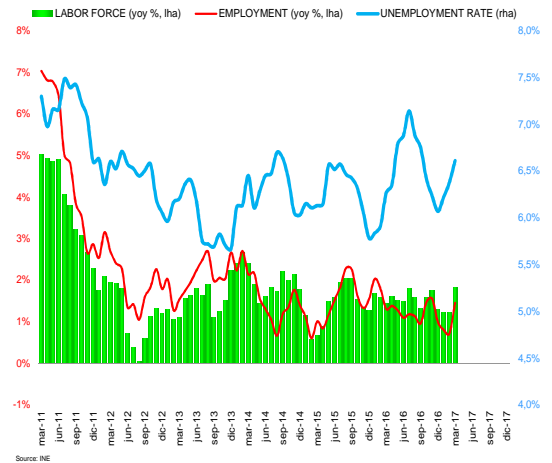
- La variación mensual del IPC en abr17 alcanzó al 0,2%, en línea con lo esperado por el mercado. Con esto, la inflación acumulada en 12 meses se mantuvo en 2,7%, aun cuando descendió unas centésimas. Este resultado fue posible gracias al retroceso de 0,2% en alimentos perecibles y combustibles, por lo que los principales indicadores subyacentes que solo excluyen este tipo de productos, IPCX e IPCX1, registraron variaciones de 0,3% y 0,4%, respectivamente. Es notable que los alimentos, en general, aumentaron en 0,5%. Con todo, el precio de los servicios y el IPC que excluye todos los alimentos y la energía aumentaron 0,2%.



- En los próximos registros es probable que la inflación acumulada en 12 meses se modere sensiblemente, pudiendo llegar a caer por debajo de 2,5% en jun17 y jul17. Sin embargo, aparte de que se trataría de un efecto estacional, hay ciertas señales de que la tendencia inflacionaria estaría tocando fondo, por lo que esperamos una recuperación posterior que la llevaría al 2,8% anual, que mantenemos invariable desde hace varios meses, pero que probablemente no se alcanzará sin algunos sobresaltos intermedios. El mercado se ha orientado últimamente hacia un pronóstico similar.

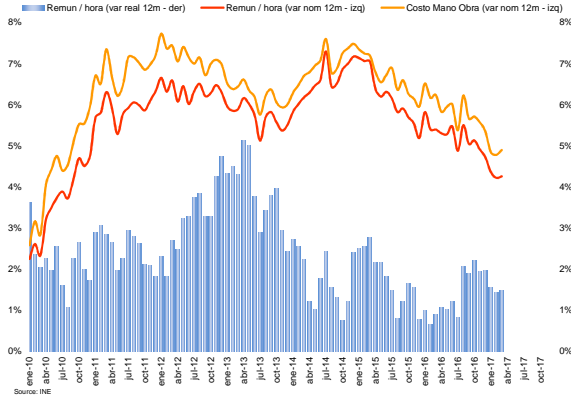


- En el mercado laboral, los datos del primer trimestre mostraron un incremento en la tasa de desocupación a 6,6%, igual a nuestra proyección. La fuerza laboral se aceleró a 1,8%, lo que fue parcialmente compensado con un mayor crecimiento del empleo (1,4%). Por su parte, el aumento del empleo por cuenta propia se desaceleró a 6,6% y el asalariado moderó su caída a -0,4%. Si bien estos datos no cambian prácticamente nada del diagnóstico de deterioro en el mercado laboral y sus perspectivas, probablemente en su composición son menos adversos de lo esperado.

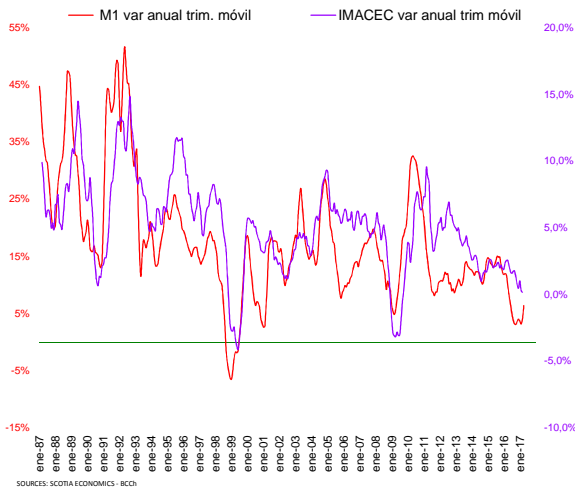


- El índice nominal de remuneraciones de mar17, que se aceleró marginalmente al 4,9%, con la mayoría de los sectores exhibiendo una incidencia mensual positiva. Sin embargo, el resultado está lejos de cambiar la tendencia declinante, que se profundizaría en el resto del año y parece insuficiente también para mejorar el

comportamiento de la masa salarial. El gráfico muestra que el nivel de crecimiento de las remuneraciones nominales sigue desacelerándose, estando en los menores ritmos después de la última recesión.

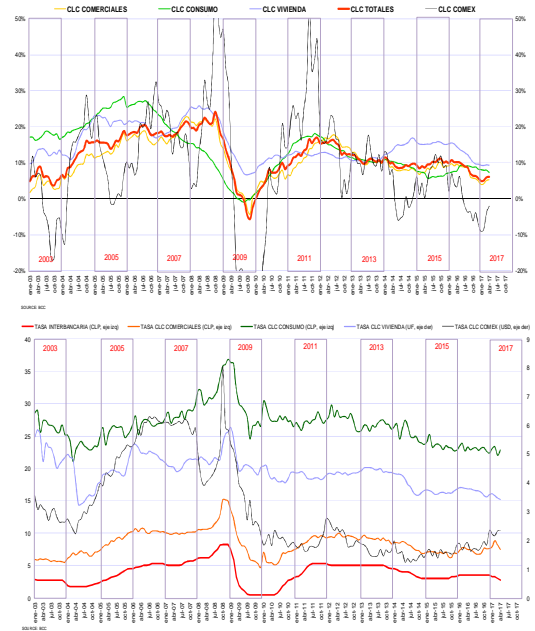


- En el ámbito monetario, hay que resaltar que el dinero básico (M1) volvió a acelerar su tasa de expansión en abr17, llegando a 9.5%, la mayor variación desde marzo de 2016. Si bien este indicador responde a diversas variables y en esta década ha perdido exactitud en el pronóstico de varias tendencias, presenta una señal que debe ser considerada en una economía con una tasa de crecimiento bajo el 2% y una inflación que no alcanzará en 3% en muchos meses.



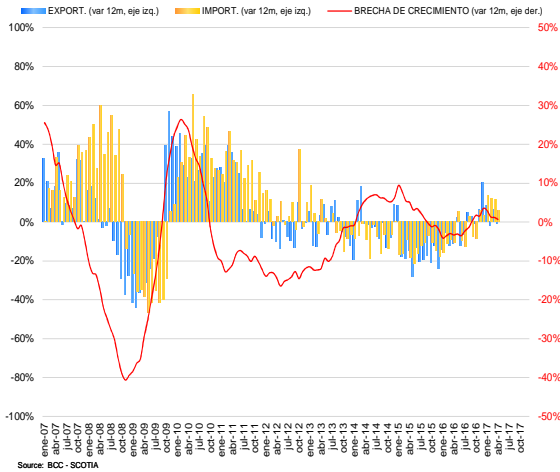
- Las colocaciones bancarias mostraron una leve aceleración en abr17, que se centró

especialmente en las comerciales y una contracción algo menor en las de comercio exterior. Por el contrario, las de consumo y vivienda siguieron desacelerándose. Las tasas de interés de los créditos comerciales retrocedieron un poco, al igual que las de vivienda. No obstante, como se advertía el mes pasado (ESC-251, 12abr), las principales dificultades para la expansión del crédito no están proviniendo de las tasas de interés sino de las condiciones de fondo (mayor cautela de los oferentes y limitadas necesidades de los demandantes). En el escenario más probable, una recuperación más intensa de la confianza podría mejorar algunas cifras, pero es más probable que el efecto se manifieste primero en las comerciales.



- Los datos de comercio exterior de abr17 mostraron que la exportaciones mantuvieron un ritmo similar la visto a la tercera semana del mes, con una contracción relativamente intensa en las no mineras, mientras que las importaciones no alcanzaron al 6% de expansión, manteniéndose el mayor dinamismo en las de consumo, y generando un superávit comercial de 507 millones de dólares. Algunos antecedentes sugieren que este superávit debería deteriorarse

sensiblemente en el curso de los próximos meses, con una caída sensible en la brecha de crecimientos.

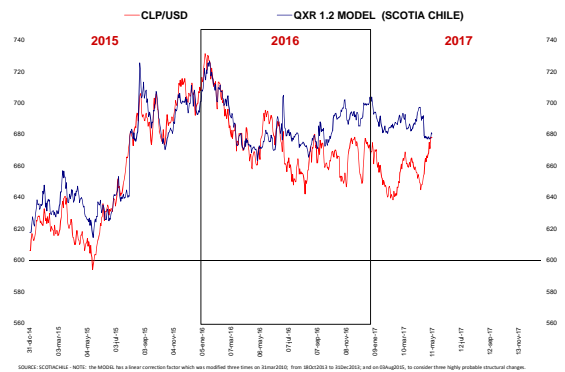


- Respecto a la política monetaria, las cifras recientes de actividad y precios apuntan más bien a que no se introduzcan modificaciones a la tasa ni al sesgo el próximo 18may. Posibles relajamientos en meses posteriores deberán ser evaluados cuidadosamente, con perspectivas tácticas pero también estratégicas. En particular, la fuerte alza cambiaría reciente debería introducir una visión táctica cautelosa. En la minuta de la reunión del 13abr se sugiere que queda muy poco espacio para un recorte adicional y se enfatiza el sentido táctico de algunas decisiones. En este contexto, parece un poco más probable que la actual tasa no sea modificada en el resto del año. De acuerdo a los últimos sondeos, el mercado se orienta mayoritariamente (más del 60%) a una mantención de la tasa referencial en el 2,75% este mes, pero  $\frac{3}{4}$  partes del mismo espera un recorte adicional de 25pb el 15jun (la misma proporción que pronostica un cierre del año en 2,50%). Desde un punto de vista estratégico, conviene recordar que una mejoría en las expectativas económicas en el curso del segundo semestre acompañado por pocas condiciones desinflacionarias adicionales podría dar lugar a un vuelco en la expectativa de la tasa referencial, incluso dentro de este año.

- De acuerdo a lo esperado, el tipo de cambio subió hasta el nivel máximo del rango más probable (\$ 640 - \$ 680), tras lo cual se corrigió bruscamente. Desde el punto de vista técnico parece tener espacio para un retroceso adicional, pero dentro de los mismos parámetros.



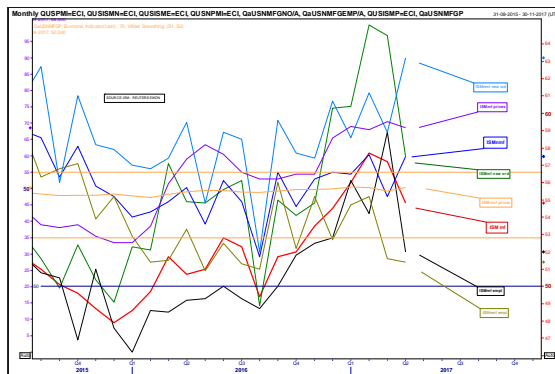
- En cualquier caso, cuantitativamente el valor de mercado se alineó con lo sugerido por nuestro modelo, cuyo valor no varió significativamente en las últimas semanas. En este aspecto existe poco incentivo para un retroceso importante. Aún más, el nivel de aversión global al riesgo es tan bajo que tiende a sesgar el riesgo cuantitativo más bien al alza.





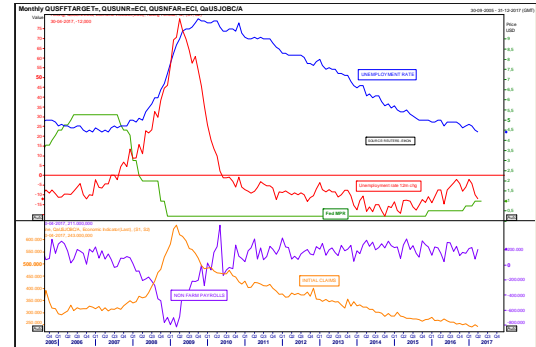
## PANORAMA INTERNACIONAL

- Los datos adelantados más completos de que se dispone (índices PMI) confirman que en abr17 la economía mundial siguió desempeñándose bien, aunque en el margen se aprecia un ritmo algo menor, especialmente influido por ciertos indicadores en economías muy importantes. En el escenario más probable, la dinámica, liderada por la Eurozona, debería mantenerse, pero serán relevantes las evoluciones que muestre el comportamiento de EEUU y China, cuyos últimos datos fueron positivos pero sensiblemente menos fuertes.
- En EEUU, los índices ISM del sector manufacturero mostraron una leve desaceleración el en cuarto mes del año, especialmente en lo que tiene que ver con nuevos pedidos y con la acumulación de inventarios. El resultado más fuerte del sector servicios compensó parcialmente esta condición. En conjunto, el panorama sugiere un ritmo algo menor en manufacturas en los próximos meses, pero no una desaceleración muy prolongada o profunda.

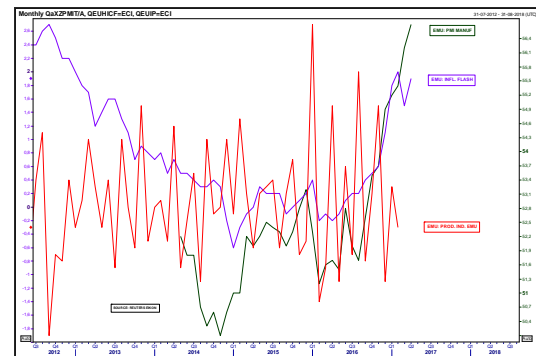


- Las cifras del mercado laboral en abr17 también señalaron un fortalecimiento, con un retroceso en la tasa de desempleo al 4,4% (por debajo del estimado 4,5%, con una leve disminución en la tasa de participación) y un sólido incremento en el empleo. Con estos datos, y considerando la interpretación de las cifras ya señaladas, parece ampliamente más probable que la Reserva Federal (Fed)

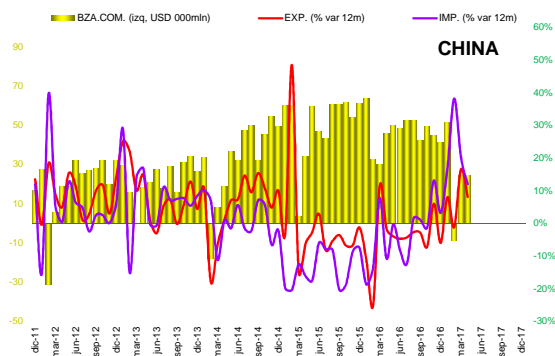
disponga un incremento de 25pb de la tasa referencial en la próxima reunión del próximo 14jun.



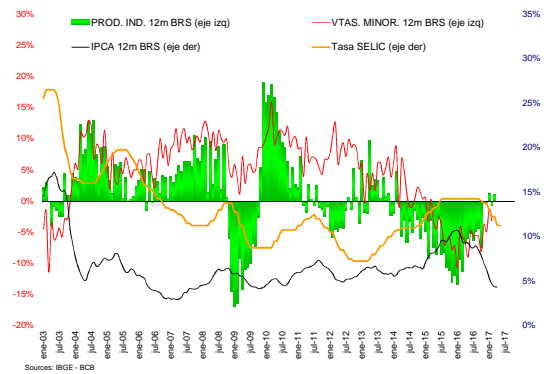
- Al igual que el mes pasado, las proyecciones de crecimiento para la Eurozona siguen modificando su sesgo, desde uno relativamente negativo hace pocos meses, a una perspectiva equilibrada e incluso predominantemente optimista. En el lado menos positivo, aparentemente el espacio para un extraordinario estímulo monetario se ha ido restringiendo, por lo que, por el momento, no se esperan novedades al respecto. Aun cuando siempre hay algunas economías que podrían sufrir problemas, las cifras provenientes de las cuatro principales y en buena medida sus novedades políticas (como el resultado electoral en Francia) y que los datos muy fuertes suelen ser seguidos por algunas correcciones, parecen disminuir, al menos por un tiempo, los riesgos.



- Los indicadores adelantados de China siguieron en terreno expansivo, pero con un impulso algo menor. Los datos de comercio exterior mostraron variaciones inferiores a lo esperado en abr17, lo mismo que las cifras provenientes de los indicadores adelantados PMI, que retrocedieron respecto al mes previo. Nuevamente, hay que recordar que los riesgos de China son muy relevantes para los exportadores de productos básicos y cualquier noticia al respecto debe ser considerada con gran atención porque probablemente tienen impacto en las proyecciones y en los precios de los activos en varias zonas del mundo.



- Más allá de lo esperado, el Banco Central de Brasil recortó la tasa referencial en 100pb en abr17. Con todo, varias cifras siguen dando algunas señales de mejoría, como la producción manufacturera que parece haber revertido su tendencia a la contracción, la que debería intensificarse en los próximos trimestres, pero hay que reiterar que los riesgos de debilitamiento persisten, tanto por condiciones externas como, especialmente, por el panorama doméstico.



## 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.*