



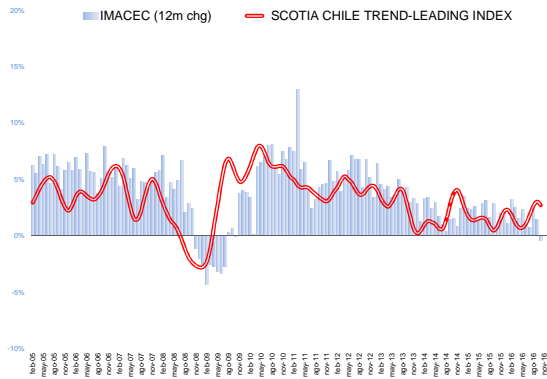
SÍNTESIS PANORÁMICA

- La actividad sufrió una contracción anual de 0,4% en oct16. **La cifra es la concreción de un riesgo previsible: un bajísimo ritmo de expansión tendencial, negativamente afectado por efectos puntuales adversos.** El resultado de nov16 sería mejor, pero dentro del mismo rango tendencial.
- Las variaciones de los datos de comercio exterior de nov16 resultaron las mejores en mucho tiempo y la mejoría se centró en la segunda quincena. **Esto no sugiere un cambio de tendencia, sino una puesta al día de actividades afectadas en períodos previos recientes.**
- El aumento de 0,1% del IPC en nov16 estuvo por encima de lo esperado por la mayor parte del mercado. **El resultado reafirma una convergencia de la tendencia inflacionaria relativamente acelerada, y se mantiene la posibilidad de una variación en torno a 2,8% para 2017.**
- Respecto a la reunión de política monetaria del BCCh la próxima semana, **se mantendría la tasa (3,5%) y parece más probable que, si se privilegia el consenso, se opte por un lenguaje algo más expansivo.** En el escenario más probable (70%) se efectuarían un par de recortes de 25pb en el primer trimestre del próximo año.
- **El retroceso cambiario reciente no tiene una justificación cuantitativa suficiente por el contrario, más bien se anticipan factores alcistas en los próximos días.** Algunas condiciones técnicas apuntan en este mismo sentido. Si bien retrocesos adicionales no son descartables, serían muy transitorios.
- **Los indicadores adelantados más amplios sugieren que en nov16 la economía mundial mantuvo un ritmo de expansión relativamente fuerte, tanto en el sector manufacturero como en servicios.** Los riesgos post electorales en EEUU, han tendido a estabilizarse.

PANORAMA NACIONAL

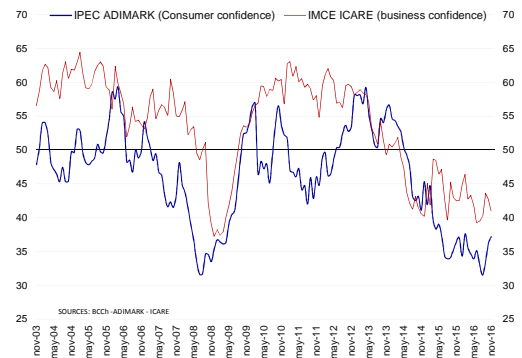
- La actividad sufrió una contracción anual de 0,4% en oct16. El índice del sector minero se contrajo 7,1%, mientras que el resto de las actividades se expandió sólo 0,3%. De acuerdo al comunicado, en este último resultado incidieron positivamente los servicios, pero influyeron adversamente las manufacturas (y, muy probablemente, dos días hábiles menos). El resultado, el primero negativo en 7 años, estuvo 3 décimas por sobre nuestra estimación (-0,7%) y resultó peor que lo previsto por el promedio mercado, cuya dispersión contenía algunos resultados negativos, pero predominaban los cercanos a cero. La cifra es la concreción de un riesgo previsible: un bajísimo ritmo de expansión tendencial negativamente afectado por efectos

puntuales adversos. En este mismo sentido, es probable que el resultado de nov16 sea mejor, pero dentro del mismo rango tendencial, lo cual es apoyado por las cifras de comercio exterior de ese mes. Nuestro indicador adelantado continúa dando señales de una reaceleración media en los próximos trimestres, pero definitivamente muy moderada.

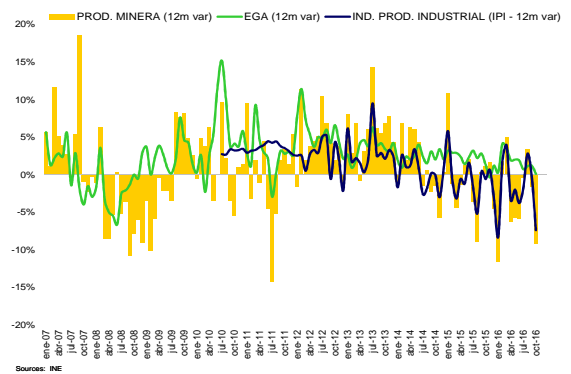


- Por lo mismo, las consecuencias directas de esta variación negativa deberían ser más acotadas de lo que probablemente se interprete a primera vista. Por lo pronto, no modifican significativamente nuestras expectativas de crecimiento para este año (1,7%) y el próximo (2%), por cuanto una parte del número está afectado por efectos transitorios que no inducen una variación tendencial demasiado fuerte. No obstante, hay que reiterar que las señales de recuperación son muy moderadas y siguen siendo adversamente afectadas por indicadores de confianza muy deprimidos.

- El Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) de nov16, realizado por ICARE y la UAI, sigue mostrando un panorama predominantemente pesimista en los principales sectores. En lo que respecta a los consumidores, el índice IPEC (elaborado por GFK Adimark) mostró una nueva mejoría. Aun cuando es difícil asociar esta mejoría con factores específicos, tal vez tenga que ver con el retroceso inflacionario. Con todo, se mantiene en una zona más bien pesimista.

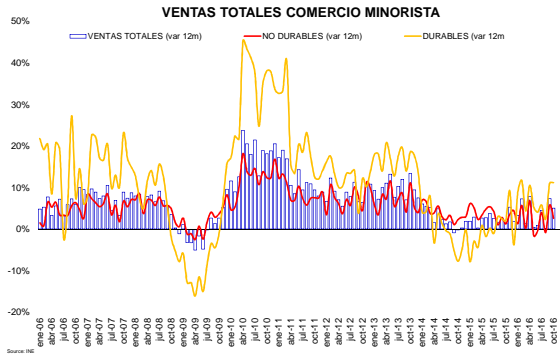


- Los datos sectoriales de octubre informados por el INE esta mañana estuvieron muy por debajo de lo previsto a partir de las cifras previas disponibles. La producción manufacturera se contrajo 6,9%, lejos de cualquier proyección del mercado. Mientras que la minera cayó 9,2% y el índice de electricidad gas y agua creció solo 0,1%. El resultado de esto es una variación del índice de Producción Industrial su menor nivel desde ene16. En este desempeño confluyen una débil tendencia económica, que alcanza a la mayoría de los sectores, agravada por factores puntuales en varios de ellos, algunos de los cuales podrían revertirse en dic16, al menos parcialmente.

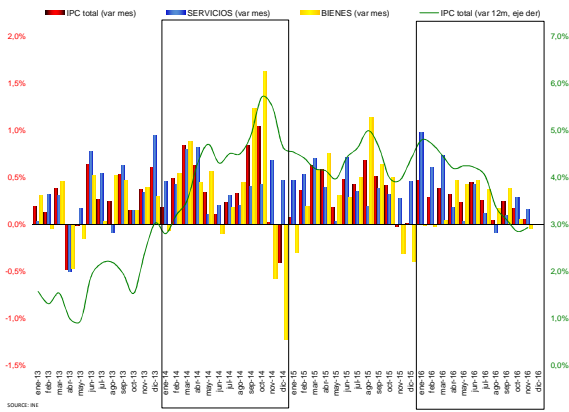


- Las ventas del comercio tuvieron un buen desempeño en oct16, favorecidas por factores puntuales, pero además, dentro de una tendencia a contener el deterioro previo. Es notable el sostenido crecimiento en bienes durables. Como se señalado (ESC-246, 10oct), el retroceso inflacionario podría mejorar este desempeño, que ya sugiere señales de crecimiento algo mejores en

2017. No obstante, las cifras no son suficientes como para pronosticar un crecimiento del consumo siquiera cercano al 3%, ya que las condiciones laborales siguen siendo más bien precarias.

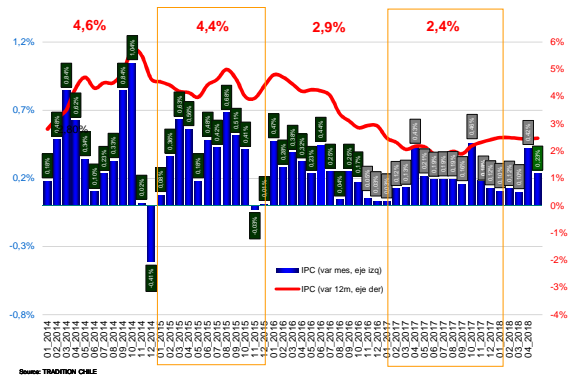


- La variación de 0,1% del IPC en nov16 estuvo por encima de lo esperado por la mayor parte del mercado, que se ubicaba entre -0,1% y 0%. Los bienes cayeron 0,04% y los servicios aumentaron 0,15%. Con todo, la energía tuvo una incidencia positiva, aunque menor que en oct16, y restaurantes y hoteles, así como otros productos no clasificados, mostraron variaciones persistentemente positivas.

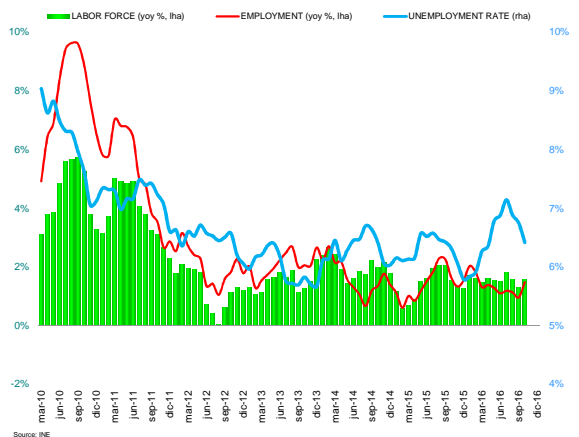


- El resultado reafirma una convergencia de la tendencia inflacionaria relativamente acelerada, aun cuando el efecto tendencial pudiera parecer el contrario, puesto que la variación de 15 fue nula. Se mantiene la posibilidad de una variación en torno a 2,8% para 2017, mientras que para este año, con

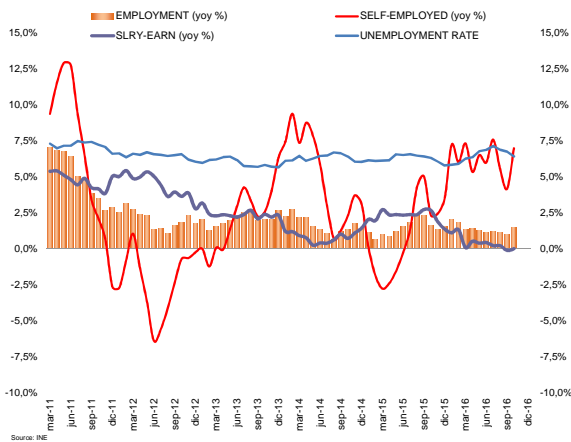
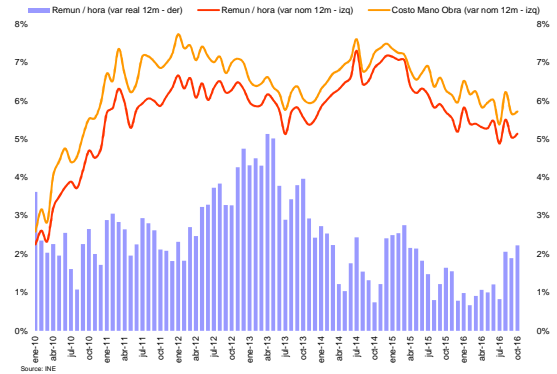
diferencias de décimas en el índice, el resultado podría estar incluso levemente por sobre el 3%. En cuanto a las expectativas del mercado, inmediatamente se centraron en 2,9% para este año y bajaron a 2,4% para el próximo, pero esto último probablemente está influido por el retroceso cambiario reciente.



- La tasa de desempleo cayó a 6,4% en el trimestre móvil agosto-octubre. El resultado es consecuencia de que tanto la fuerza de trabajo como el empleo aceleraron su expansión (al 1,6% y 1,5%, respectivamente). Este resultado, sorprendente por su dirección y magnitud, ya que resalta una incoherencia con la trayectoria de expansión de la actividad, se explica por una fuerte aceleración del empleo por cuenta propia (vuelve a 7%) y el nulo crecimiento de los puestos de trabajo asalariados.

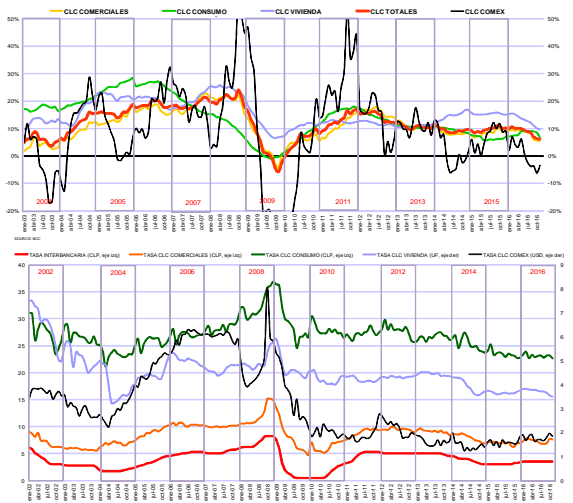


- Las cifras sugieren que el mercado laboral sigue deteriorando su composición, hacia empleos con menor remuneración y estabilidad, por lo que no constituye un factor que permita ser más optimista respecto al desempeño del consumo en los próximos meses. En este mismo sentido, el dato, por sí mismo, no representa un riesgo para un repunte de la demanda interna muy importante hacia el próximo año, y por lo tanto debería tener escaso impacto en la perspectiva monetaria.

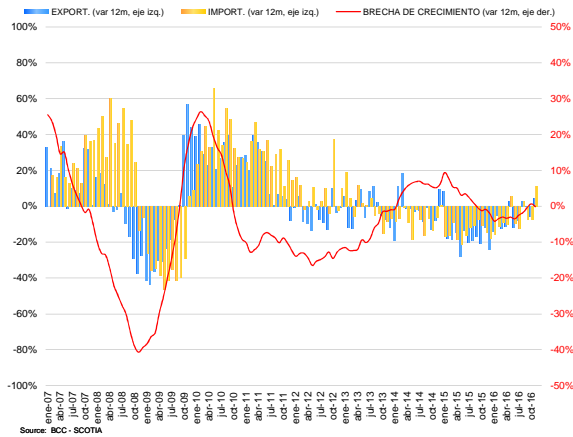


- Los datos de oct16 mostraron que las remuneraciones se siguen moviendo con las particularidades propias de estas cifras: los índices nominales muestran un desempeño relativamente estable, insinuando una recuperación que cuesta compatibilizar con el deterioro del mercado asalariado, mientras que los indicadores reales (deflactados) dan señales de crecimientos mayores producto del descenso inflacionario reciente. En conjunto, las cifras no modifican el pronóstico original (ESC-243, 10ago) en el sentido que probablemente las remuneraciones o tendrán una recuperación muy fuerte, aparte de que puedan ser favorecidas transitoriamente por circunstancias indexatorias y deflatores. La mejoría en el ritmo de la masa salarial real está siendo favorecida por estos elementos pero difícilmente puede impactar muy sensiblemente en decisiones de compra si persisten las aprensiones en los consumidores.

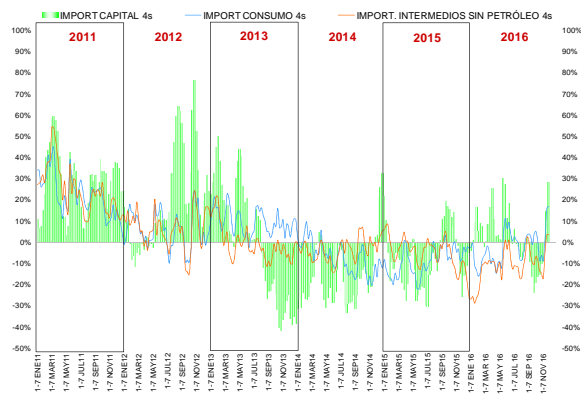
- La desaceleración de las colocaciones totales sigue su curso, tal como era previsible a principios de año (ESC-236, 13ene), si bien el cambio notable en nov16 fue el menor ritmo de las de consumo, que previamente se habían mantenido más firmes. El único comportamiento de tasas claramente diverso es la tendencia al retroceso en las de vivienda. Como se ha señalado reiteradamente, el comportamiento de las colocaciones está más relacionado con la oferta y demanda de crédito que con las tasas propiamente tales y presenta un rezago notable respecto al gasto interno. Por lo tanto, es probable que la mayor debilidad siga siendo el patrón de comportamiento por bastante tiempo y demás está reiterar el escaso impacto que van pueden tener acciones monetarias más expansivas.



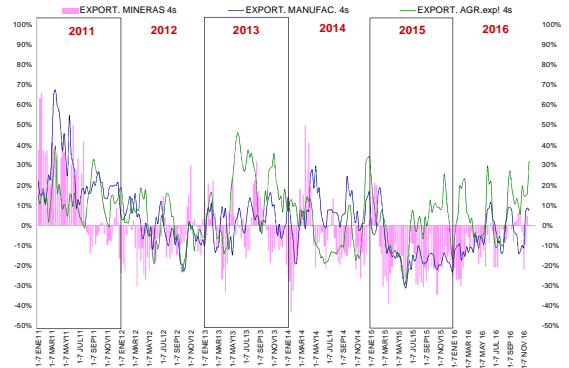
- Las cifras de comercio exterior de nov16 resultaron muy favorables. Corresponden a las mayores variaciones mensuales desde ene15 del año pasado en exportaciones y desde abr13 en importaciones. Todo esto, considerando el débil de desempeño en el ínterin, no es un gran mérito, pero sí sugiere que probablemente en nov16 se recuperaron parcialmente algunas actividades que, por diversos motivos específicos, se habían resentido previamente. La brecha de crecimientos se deterioró marginalmente, pero al igual que el fenómeno completo, seguramente es transitorio.



- En este mismo sentido, cabe destacar que todos los tipos de importaciones mejoraron su desempeño en nov16 (consumo, intermedios y capital), con una fuerte concentración en la segunda quincena del mes.

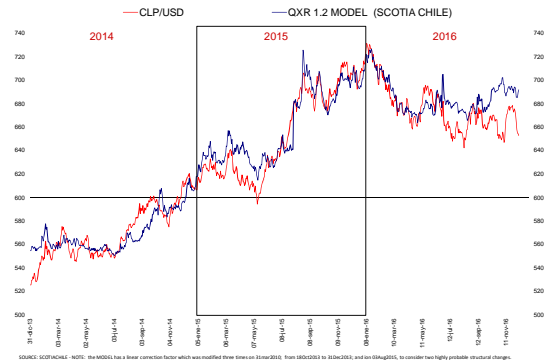


- Algo similar pero con menor extensión puede afirmarse en las exportaciones.



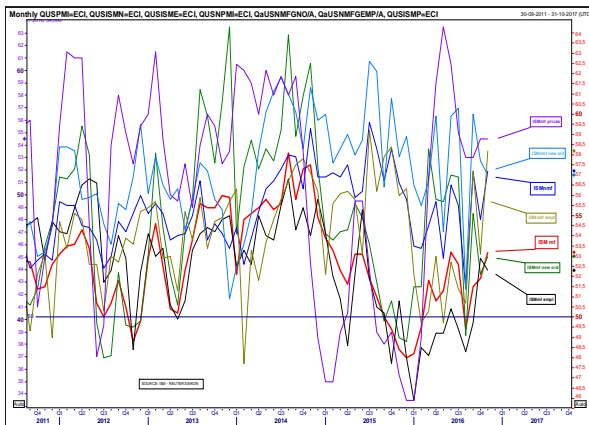
- Toda cifra económica tiene componentes cíclicos y otros circunstanciales, y los últimos datos de actividad agregada y precios no escapan a ello. Considerando que la reunión de la Fed es al día siguiente y el IPOM (a conocerse el lunes siguiente), parece más probable que, si se privilegia el consenso, se opte por un lenguaje algo más expansivo, pero no necesariamente se modifique el sesgo (aunque no se puede descartar que se haga). La perspectiva posterior estará muy condicionada por estos factores (por supuesto, también por las cifras sucesivas), pero por el momento siguen pareciendo más probables dos recortes de 25pb en el primer trimestre del próximo año. Cabe reiterar que, al menos por el momento, no se observa espacio para acciones más profundas. Es natural que el reciente comportamiento bajista del tipo de cambio así como la trayectoria de corto plazo del petróleo (que técnicamente parece estar iniciando una corrección) mejoren el ambiente para una postura monetaria más expansiva, pero parece claro que ambos elementos son todavía demasiado incipientes y dentro de la previsible volatilidad de ambos, como para considerarse como justificación seria en la reunión de próxima semana.
- El retroceso cambiario reciente, que ha rondado el 3,5% en 6 días no tiene una justificación cuantitativa suficiente, como lo sugiere nuestro modelo. Es más, la

apreciación del dólar en los mercados internacionales en los dos últimos días y la más probable evolución del cobre la próxima semana indican que una cierta reversión es inminente. Algunas condiciones técnicas apuntan en este mismo sentido. Si bien una caída adicional hasta \$ 645 (incluso \$ 641) no se puede descartar, las condiciones de sobre venta son evidentes.

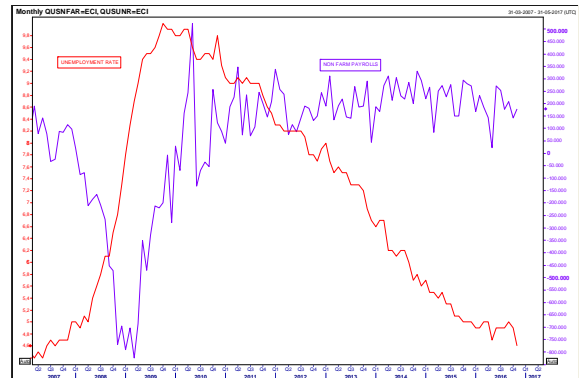


PANORAMA INTERNACIONAL

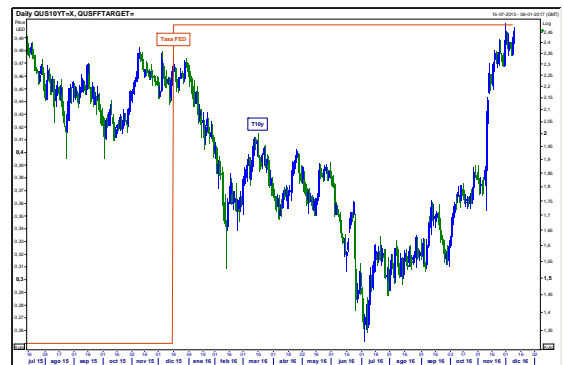
- Los indicadores adelantados más amplios sugieren que en nov16 la economía mundial mantuvo un ritmo de expansión relativamente fuerte, tanto en el sector manufacturero como en servicios. La percepción de incremento en los precios de insumos probablemente se relaciona con el comportamiento del petróleo que es probable que sea transitorio. En lo que respecta a los riesgos post electorales en EEUU, han tendido a estabilizarse, manteniéndose un grado de especulación que probablemente tomará más tiempo en ser asimilado por el mercado, incluso en lo que respecta a las expectativas para economías emergentes.
- Como se anticipaba hace dos semanas (I+V 23nov), los datos adelantados de los ISM en EEUU estuvieron por sobre lo esperado en nov16. La mayor parte de los componentes tuvieron desempeños positivos. La composición de las cifras, si bien no es negativa, sugiere que hay elementos para ser un poco más cauto hacia adelante.



- El mercado laboral de EEUU siguió dando señales mixtas, con la tasa de desempleo bajando a 4,6% por primera vez desde antes de la gran recesión de 2009. Parte de este record (y del conseguido en otras mediciones de desempleo) responden a un escaso crecimiento de la fuerza laboral.



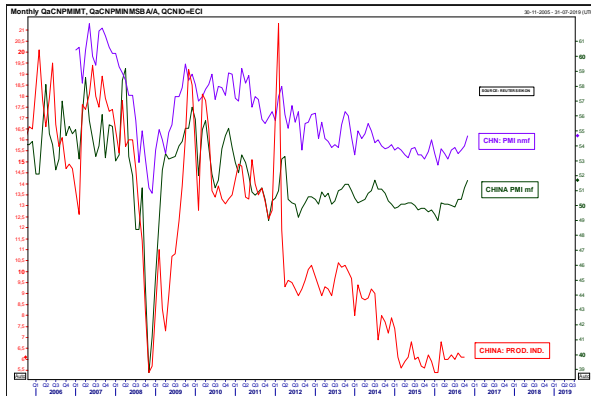
- En este contexto, si bien el alza de tasas que debería anunciar la Reserva Federal (Fed el próximo 14dic es considerado un hecho, la atención se centrará en la estructura de los pronósticos. Es probable que estos sean más optimistas que los previos, es decir, que impliquen alzas algo más intensas, pero buena parte de esto ya debería estar en los pronósticos. Los incrementos deben ser cuidadosos con el impacto sobre el valor de la moneda, que podría transformarse en un punto vulnerable para el crecimiento.



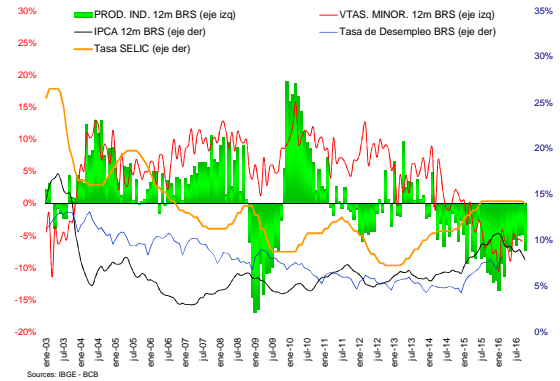
- La Eurozona sigue atravesando por un período de riesgos combinados de origen económico (bajo ritmo de inflación y crecimiento muy limitado) y políticos (presiones de diversa índole sobre la comunidad). La autoridad monetaria ha debido seguir interviniendo, incluso verbalmente, para aminorar los impactos de ciertas noticias. Sin embargo, las cifras

de actividad más recientes continuaron sugiriendo un ritmo de expansión creciente en el presente año. Parte de esto puede provenir de un euro más débil, lo que, de paso, debería mejorar el ritmo inflacionario. En este contexto, no se esperan variaciones muy significativas en la política monetaria, aun cuando los riesgos persistan.

- Los datos privados más adelantados siguen mostrando una sostenida aceleración e China, tanto en manufacturas como en servicios. Las cifras oficiales equivalentes apuntan en el mismo sentido. Como se ha señalado en meses anteriores, la positiva tendencia de varios indicadores críticos de actividad, que parcialmente han ayudado a la mejoría en los precios de algunas materias primas como el cobre, no garantizan completamente la persistencia de la reaceleración, que podría ser afectada por medidas precisamente destinadas a mitigar riesgos sistémicos.



- La situación en Brasil no termina de comenzar una recuperación más sostenible y las perspectivas de una aceleración más rápida a partir de los cambios políticos de este año se han ido moderando, aunque siguen siendo un elemento muy favorable. Como parecía más probable (ESC-146, 10nov), el Banco Central recortó la tasa el 30nov y seguramente continuará haciéndolo en las próximas reuniones. La contracción de 3,3% que espera Scotiabank para este año sería seguida una expansión moderada de 1,2% en 2017, mientras que la inflación bajaría de 7,5% a 5,3%.



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.