

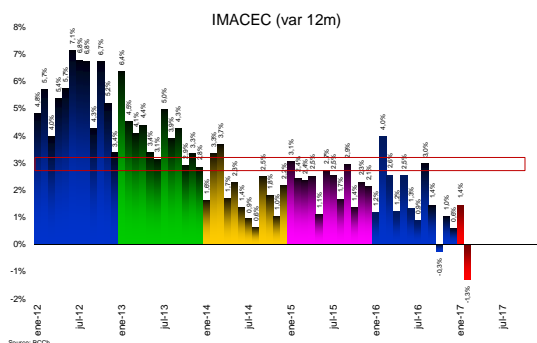
Escenarios para Inversiones



SÍNTESIS PANORÁMICA

- Como se señalaba la semana pasada (I+V 5mar), la actividad económica en feb17 cayó 1,3%, lo que no constituye una novedad ya que era ampliamente esperado un resultado muy adverso. **Estimando que mar17 podría resultar -0,1%, el primer trimestre no habría habido expansión.**
- **Los índices de confianza empresarial y de consumidores se mantienen en terreno pesimista en mar17, pero parecen estar mejorando.** Las señales cíclicas adelantadas continúan apuntando a una moderada reacceleración en los próximos trimestres, particularmente en algunos sectores muy deteriorados.
- **Las condiciones del mercado laboral profundizaron su deterioro, con un leve aumento en la tasa de desempleo, pero especialmente por una aguda contracción en el empleo asalariado.** Las remuneraciones siguen desacelerándose. Las perspectivas para el consumo se mantienen más bien flojas, en línea con nuestros pronósticos.
- **Considerando el dato de mar17 (0,4%) mantenemos nuestro pronóstico de una inflación anual cercana a 2,8% mientras que el mercado bajó la suya a 2,9%.** La inflación acumulada en 12 meses seguirá disminuyendo, y aunque parece haber elementos desinflationarios por manifestarse, su profundidad sería incierta.
- **Como se esperaba, el ruido para un recorte de la TPM mañana ha aumentado, incrementando sensiblemente esa probabilidad.** Sin embargo, sigue pareciendo más probable que sea rebajada a 2.75% en la reunión del 18may. **Cuando sea que se realice, que es algo eminentemente táctico, cabe esperar un cambio de sesgo a neutral o una explicación suficiente respecto al cambio de panorama del IPOM de la pasada semana.**
- **En mar17 las cifras adelantadas a nivel mundial mostraron que las condiciones generales siguen muy sólidas, con la producción expandiéndose a una tasa más fuerte y los precios moderándose.** Los riesgos más importantes no ha desaparecido y los datos de los próximos meses serán críticos para confirmar que no es una mejoría transitoria.

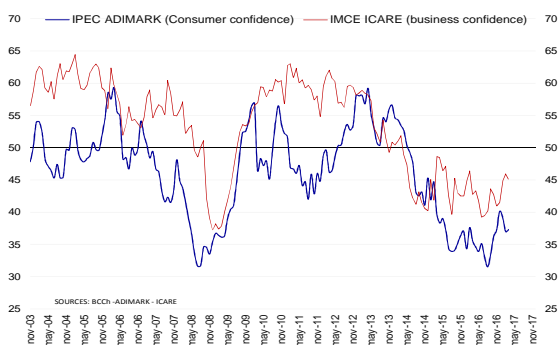
PANORAMA NACIONAL



- La actividad económica en feb17 cayó 1,3%, pero el dato en sí no representa una novedad ya que era ampliamente esperado un resultado muy adverso, aparte de que las características estacionales de feb17 amplifican el impacto mensual y acotan el anual. Con esta cifra y considerando una variación de -0,1% en mar17 (a partir de datos muy parciales) se llegaría a una expansión trimestral nula. Este conjunto de informaciones reafirma el sesgo negativo de

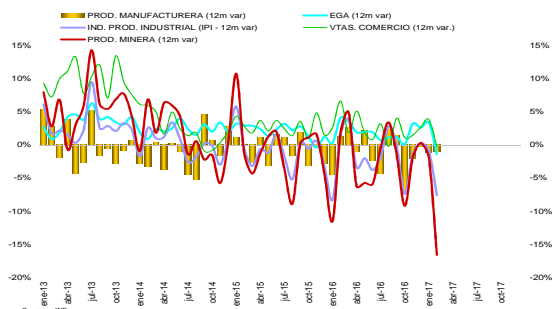
nuestro pronóstico de 1,8% para este año, principalmente radicado en el primer semestre.

- Los índices de confianza empresarial y de consumidores se mantienen en terreno pesimista en mar17, pero parecen estar saliendo muy lentamente de él. No obstante que la confianza de los consumidores tuvo un repunte muy marginal, y seguirá presionado por ciertos factores muy relevantes (principalmente los relacionados con el mercado laboral), el menor ritmo inflacionario y tal vez la perspectiva de un panorama político menos incierto deberían mantener una influencia positiva. En el ámbito de negocios, casi todos los sectores empeoraron sus indicadores marginalmente, pero dentro de una tenencia hacia resultados menos adversos. Esto coincide con algunas señales cíclicas adelantadas, que continúan apuntando a una moderada reacceleración en los próximos trimestres, particularmente en sectores muy deteriorados.

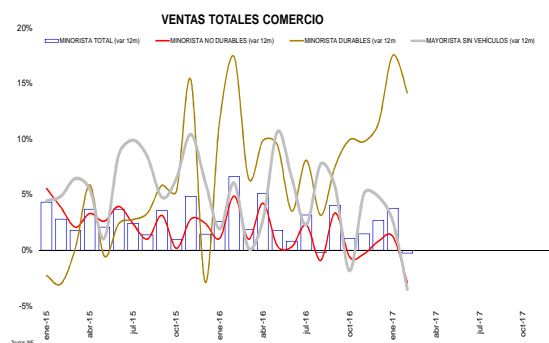


- Los datos sectoriales de feb17 fueron débiles, dentro de un panorama que ya era bastante gris. Destaca la aguda contracción (-16%) de la producción minera, fundamentalmente influida por la huelga de Minera Escondida (que se prolongó a mar17). Sin embargo, probablemente ya se sintieron algunos efectos colaterales del conflicto, como la aguda caída en la generación eléctrica a carbón y la distribución de gas, que llevó al índice de esos productos a una contracción de 1,4%, la mayor desde el -3% de julio de 2011 (también coincidente a un resultado puntualmente muy negativo de la

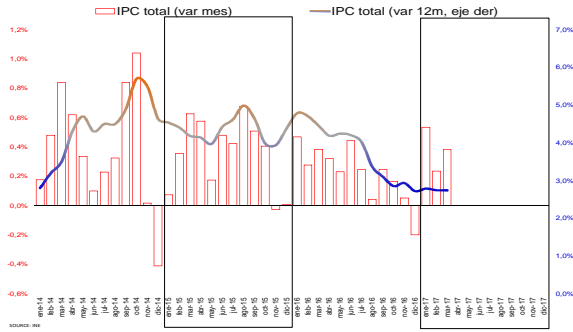
minería). La parte menos adversa de los datos conocidos esta mañana provino del sector manufacturero, que a pesar de un día hábil menos y una base de comparación un poco mayor que la de enero, registró una caída levemente inferior a éste (-1% vs. -1.1%). El mercado esperaba una baja muy superior, estando la cota mínima en nuestra estimación de -1,5%.



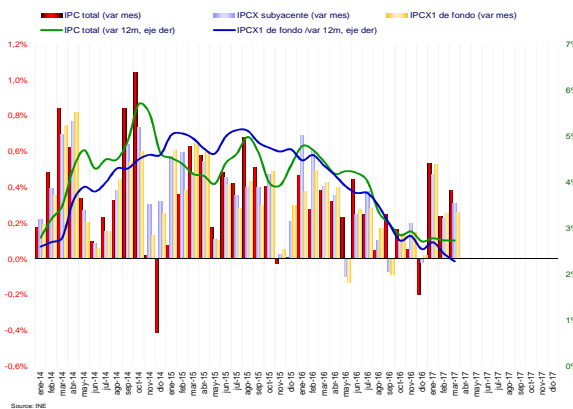
- Respecto a la actividad minorista en feb17, registró una contracción del 0,7%, levemente inferior al supuesto. Independiente de este resultado general de actividad, la contracción del comercio minorista confirma una debilidad sectorial que es mitigada por el fuerte desempeño de las ventas automotrices, todo lo cual parece ser coherente con la gran debilidad que viene mostrando el mercado laboral hace muchos trimestres y que, en el escenario más probable, se prolongaría por muchos trimestres. Respecto a las ventas automotrices, parecen estar siendo sustentadas por efectos cíclicos (contracción previa fuerte y prolongada) y algunos elementos puntuales que deberían atenuarse en breve.



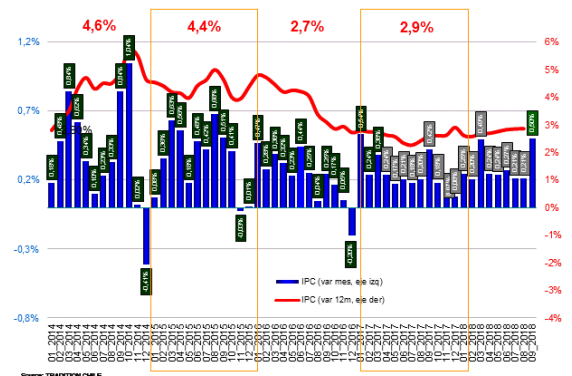
- El IPC de mar17 aumentó en 0,4%, levemente por debajo de lo esperado por el mercado, que apuntaba a 0,5%, aunque estaba más bien sesgado a la baja. La variación acumulada en el año se mantuvo en 2,7%.



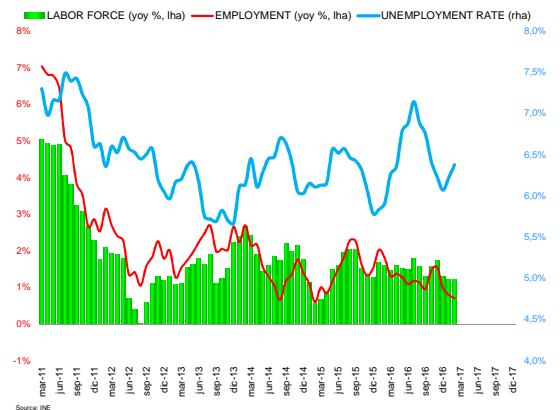
- Como es habitual en marzo, el índice principal y varios subyacentes se ven afectados por la división educación y por productos específicos que tienen un alto componente de indexación a la inflación del año anterior. En cuanto a la educación, se advierte una declinación de ese efecto respecto al año previo, pero pareciera que es limitada. En este sentido, esta vez parece más interesante observar los indicadores subyacentes IPCX1 (que excluye precios muy volátiles, regulados e indexados) y bienes transables, que variaron 0,3% y 0,1% respectivamente. Esto sugiere que hay elementos de precios más débiles que se deberían manifestar en los próximos meses, pero cuya profundización es más bien incierta.



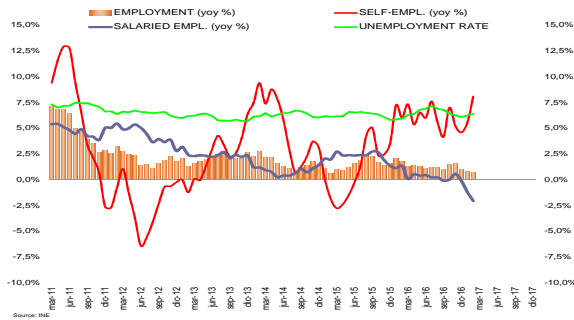
- En este contexto, mantenemos nuestro pronóstico de inflación cercana a 2,8% y el mercado aproximó su proyección de 3% la semana pasada a aquel valor. En conjunto, la inflación parece muy acotada, si bien puede presentar algunas volatilidades específicas. Precisamente por lo que puede provocar en términos e impulso el resultado bajo que pueda darse este año en actividad y precios y por el impacto de la inestabilidad de las expectativas (probablemente mayor de lo habitual), no es directo concluir un desempeño igual de débil el próximo.



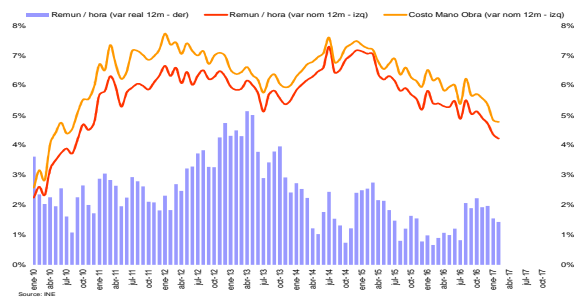
- El mercado laboral dio señales adicionales de debilidad en el trimestre móvil terminado en feb17. Aparte de que la tasa de desempleo aumentó levemente (lo cual va contra la estacionalidad de la variable), los componentes siguieron reflejando un deterioro: el empleo continuó desacelerándose, mientras que la fuerza de trabajo mantuvo su ritmo.



- En cuanto a la composición del empleo generado, siguió siendo impulsado por los trabajos por cuenta propia, mientras que los empleos asalariados profundizaron su contracción. Cabe reiterar que, al margen de las consecuencias inmediatas de esta composición, el crecimiento del autoempleo no debería ser infinito y su capacidad para absorber empleo asalariado debería ser limitada, aun cuando su calidad siga empeorando. Por lo tanto, a menos que haya desaceleración de la fuerza de trabajo relativamente pronto, la tasa de desempleo debe seguir aumentando en los próximos trimestres, al margen de los efectos estacionales.



- Respecto a la evolución de las remuneraciones en feb17, el ritmo continuó debilitándose, lo que sigue siendo coherente con el comportamiento del mercado laboral, más allá de una tasa de desempleo que es comparativamente baja. Como se señalaba el mes pasado, es probable que esta tendencia no haya tocado fondo todavía, aun cuando estas cifras tienen cierta volatilidad de corto plazo que podría sorprender en cualquiera de los próximos meses, sin implicar necesariamente un cambio tendencial.



- En cuanto a los préstamos bancarios, siguieron acelerándose muy moderadamente (5,9% vs. 5%), especialmente los comerciales (aunque mucho menos consumo e hipotecas). En general, las tasas disminuyeron un poco (son las más bajas desde 2009, la última recesión). Cabe preguntarse si tocaron fondo. No está claro, pero pareciera que solo un cambio en las expectativas de inversión podría evitar una mayor corrección.

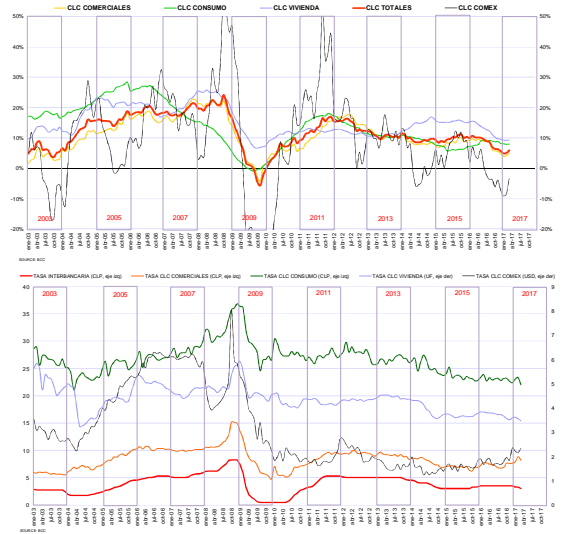
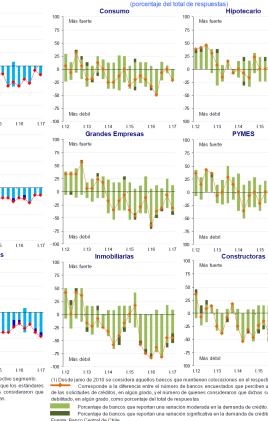


Figura 1: Cambio en la Oferta de Crédito (1)



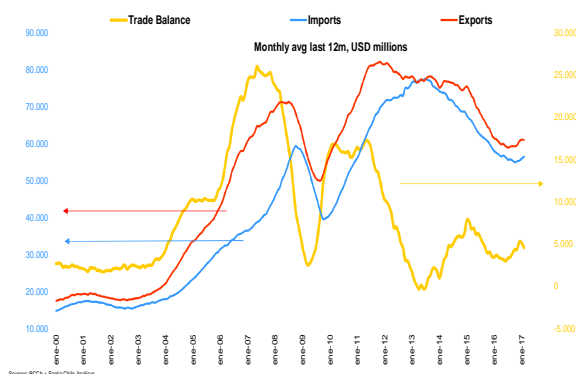
Figura 2: Cambio en la Demanda de Crédito (1)



- Al respecto, la encuesta trimestral, publicada por el BCCh hoy, muestra restricciones adicionales en el otorgamiento de créditos por parte de los bancos, las que son especialmente incidentes en el rubro de

construcción. En cuanto a la demanda, destaca mayor debilidad en créditos prácticamente de todos los tipos. Esto parece consistente con la desaceleración previa de las colocaciones y la presión bajista en tasas. A menos que se haya producido un vuelco de las expectativas, que no parece muy avalado por otros indicadores, la encuesta no da argumentos para ser muy optimista.

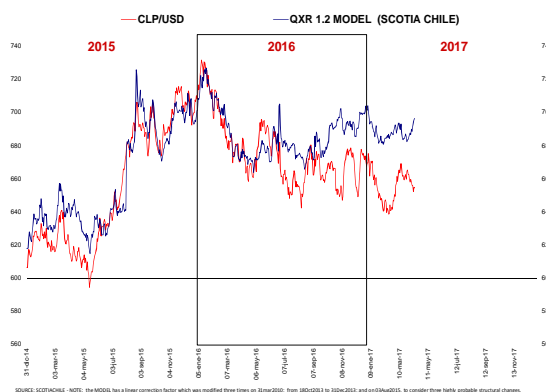
- Respecto al dinero (M1), se aceleró significativamente en mar17, alcanzando la mayor tasa de expansión nominal y real en casi un año, lo que ofrece algunas perspectivas auspiciosas, especialmente para el segundo semestre.
- En cuanto a la balanza comercial de mar17, las exportaciones aumentaron 6,2%, principalmente las manufactureras (incidió favorablemente el salmón), mientras que las importaciones lo hicieron en 11,3%, impulsadas por consumo durable (autos y electrodomésticos) y una menor caída en bienes de capital. Los resultados no muestran una mejoría notable, pero al menos estuvieron por encima de lo que se podría haber esperado a partir de ciertos acontecimientos críticos. En el margen, la cifras son positivas para el precio de los activos internos en la medida que la brecha de crecimiento sigue siendo un poco favorable y tendencialmente siguen sugiriendo una tímida reaceleración en el resto del año.



- En cuanto a la política monetaria, es evidente que los datos recientes, como se esperaba,

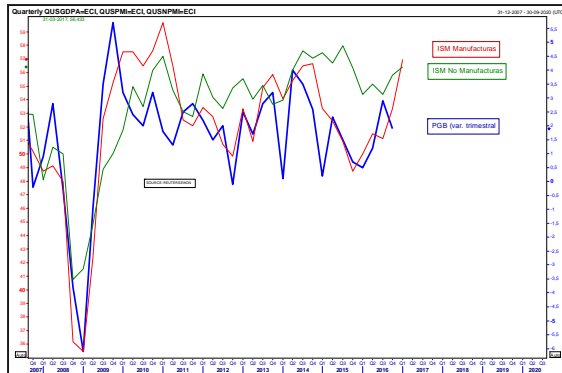
han sido usados como respaldo para aumentar las presiones por un recorte de tasa en la reunión de mañana. Aunque no se puede descartar que se decida hacerlo así, lo cual por lo demás es una decisión meramente táctica, sigue pareciendo el escenario más probable (60% prb) que la tasa sea recortada a 2.75% en la reunión del 18may. Conviene recordar que el supuesto de trabajo del último IPOM, que redujo el crecimiento esperado para este año sin modificar la tasa de inflación, era un recorte adicional de 25pb este año. No parece que las cifras de los últimos días sean suficientes para modificar este conjunto de proyecciones recién presentado. Por lo tanto, si se efectuara el recorte, este mes o el próximo, es lógico esperar el cambio de sesgo a neutral o, de lo contrario, una argumentación suficiente.

- El tipo de cambio estuvo bajo constante presión, especialmente la semana pasada, aun cuando los elementos fundamentales que lo condicionan apuntaban a un alza. Tras tocar el primer soporte, inició un repunte, en un contexto de aumento en la aversión global al riesgo. En el escenario más probable, el repunte de corto plazo podría continuar, pero siempre debe interpretarse como una fluctuación dentro del rango previsible, aproximadamente entre \$ 640 y \$ 680. Como se advierte en nuestro modelo cuantitativo, los factores alcistas siguen predominando.



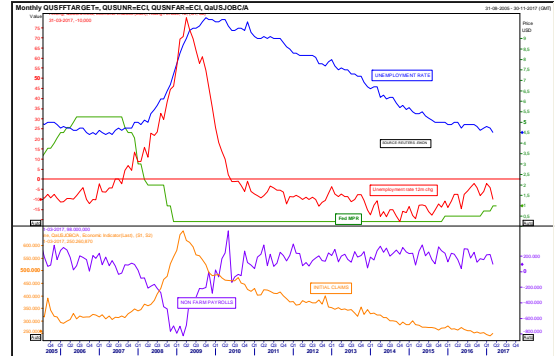
PANORAMA INTERNACIONAL

- En mar17 las cifras adelantadas a nivel mundial mostraron que las condiciones generales siguen muy sólidas, con la producción expandiéndose a una tasa más fuerte y los precios moderándose. Por el momento, Scotiabank mantuvo su proyección de 3,4% de expansión mundial este año y elevó una décima, a 3,5%, la de 2018. Los datos impulsan a ser relativamente optimista para ciertas variables básicas, sin dejar de lado que los riesgos más importantes (China, comercio mundial, entre ellos) no ha desaparecido y los datos de los próximos meses serán críticos para confirmar que no es una mejoría transitoria.
- Los datos de los indicadores ISM en EEUU mostraron que la economía se continúa desempeñando con notable fortaleza, si bien en el margen se advierte un menor ritmo que tal vez se profundice un poco en los próximos meses. hasta ahora, basado en los datos disponibles, Scotiabank aumentó su proyección de crecimiento para EEUU desde 2% para este año y el próximo a 2,3% y 2,4%, respectivamente.

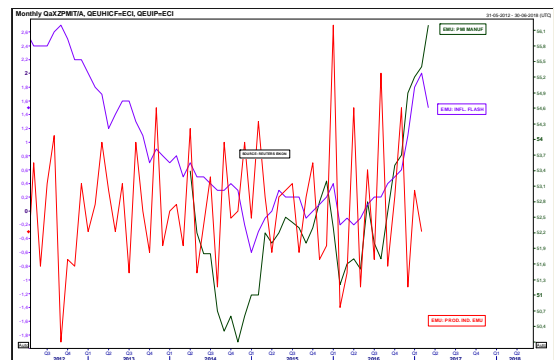


- En cuanto al mercado laboral, la tasa de desempleo continuó disminuyendo en mar17, hasta el 4,5%, a pesar de que la creación de empleos fue inferior a lo proyectado y la tasa de participación se mantuvo en 63%. Con estos datos, más los señalados respecto a la actividad, el escenario monetario más probable para EEUU es que la Reserva

Federal (Fed) determine alzas de 25pb en sus reuniones de jun17 y dic17.

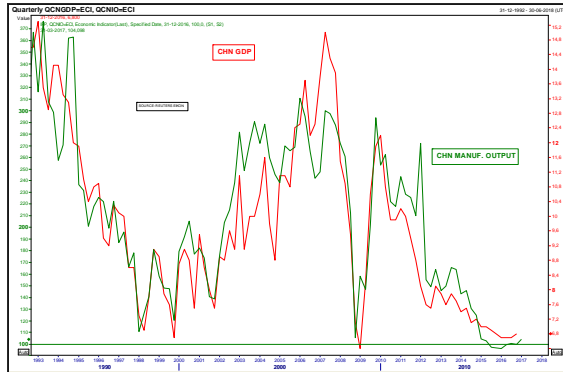


- Las proyecciones de crecimiento de la Eurozona que realiza Scotiabank no fueron modificadas, manteniéndose en 1,7% para este año y el próximo. No obstante, los datos de corto plazo sugieren a hay un fortalecimiento de la actividad que podría redundar en correcciones alcistas en los pronósticos para este año. La inflación también se acercó a niveles menos preocupantes, lo que sugiere que, de no haber otras novedades, la postura monetaria muy expansiva podría comenzar a ser revisada en los próximos meses.



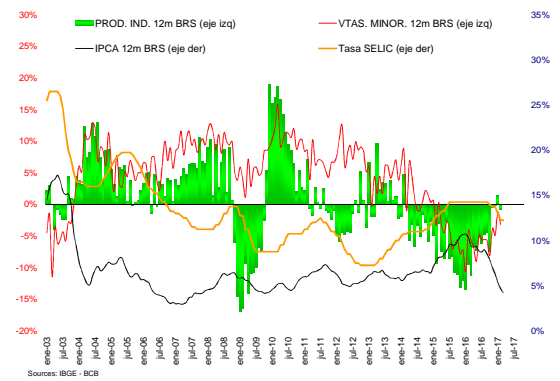
- Los indicadores recientes más confiables para de China resultaron favorables, acusando una probable aceleración del sector manufacturero que ha sido acompañada de un menor ritmo de los precios, aunque esto último tal vez sea

transitorio. Las cifras han permitido seguir validando precios relativamente mejores para varias materias primas importantes. No obstante, los riesgos asociados a China, especialmente los que tienen que ver con la expansión del crédito, deben seguir siendo considerados relevantes, en particular para economías exportadoras de materias primas.



- El índice PMI del sector manufacturero de Brasil mostró un fuerte aumento, lo que da algunas esperanzas de que efectivamente la actividad en conjunto hay tocado piso y pueda comenzar a recuperarse. En cualquier caso, otros datos no están respaldando todavía un

desempeño tan favorable, pero es probable que lo comiencen a hacer en los próximos meses, pero ello dista de ser seguro. En este contexto, hasta hoy parecía moderadamente más probable que el Banco Central optara esta tarde por un nuevo recorte de la tasa referencial en 75pb.



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.