

# Escenarios para Inversiones

 Scotia Fondos Mutuos

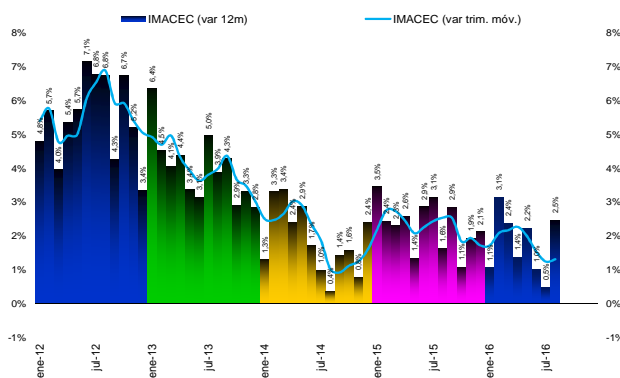


**ESC - 245**  
12 OCTUBRE 2016

## SÍNTESIS PANORÁMICA

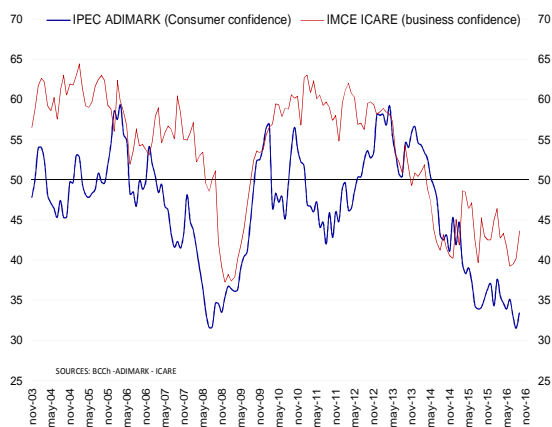
- La actividad económica de ago15 creció 2,5%, por encima del promedio de las últimas encuestas parciales de mercado. **El análisis de los datos a través de nuestro indicador líder sigue siendo coherente con nuestra estimación de crecimiento anual en torno a 1,7% (la media del mercado elevó la suya a ese nivel).**
- Los índices de confianza de empresas y consumidores aumentaron un poco en sep16, pero han tenido estas mejoras varias veces en los últimos años y permanecen la zona pesimista. **Esto impide esperar una gran aceleración en 2017, no obstante que las percepciones pueden presentar cambios muy difíciles de pronosticar.**
- La variación mensual del IPC de sep16 alcanzó al 0,2%, muy por debajo de lo anticipado por los expertos en los pronósticos mensuales. **Mantenemos nuestra proyección anual en torno a 3,3% (el mercado de instrumentos recortó la suya a 3,0% y la encuesta del BCCh apunta a 3,2%), declinando a 2,9% el próximo año (el mercado espera 2,8% y la encuesta BCCh sigue en 3%).**
- En este contexto de actividad y precios proyectados, **sigue pareciendo más probable la mantención de la tasa referencial hasta fines de próximo año, mientras que el escenario alternativo de mayor probabilidad (30%) es de uno o dos recortes antes de ese plazo.**
- La depreciación reciente del peso se ha contenido, pero no hay razones técnicas para esperar una gran reversión. **El panorama central sigue siendo de fluctuaciones dentro de un rango amplio (\$ 650 - \$ 690), pero la mayor parte del tiempo variando en torno a los \$ 670.**
- La información internacional que proviene de los indicadores adelantados fue positiva y en algunos casos superaron las expectativas, pero siguen indicando que la tendencia a un crecimiento muy moderado. Además, **no habría una aceleración muy vigorosa en breve, considerando que los ciclos son normalmente liderados por la inversión.**

## PANORAMA NACIONAL



- La actividad económica de ago15 creció 2,5%, por encima del promedio de las últimas encuestas parciales de mercado. Según lo indicado en el comunicado del Banco Central, en este resultado incidieron positivamente un día hábil más, los servicios y la manufactura (esto último no ocurría hace bastante tiempo). La minería, como se esperaba a partir de los datos del INE, se expandió por primera vez desde mar16 y lo hizo a la mayor tasa desde jun15, aunque favorecido por efectos puntuales. Los escasos datos parciales disponibles

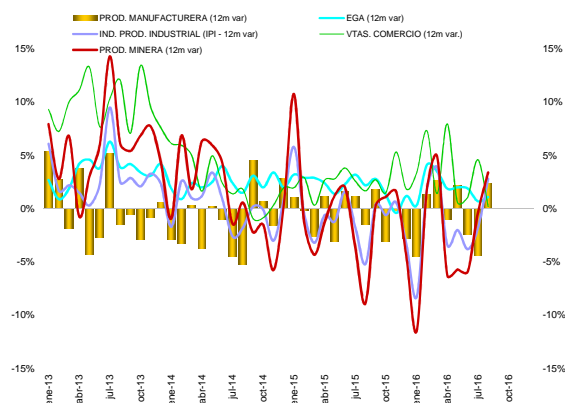
sugieren que la variación debería ser inferior en septiembre, tal vez en torno a 1,8%. Respecto a la coyuntura y los pronósticos, el análisis de los datos a través de nuestro indicador líder sugiere que en el último trimestre habrá una reaceleración un poco más intensa, coherente con nuestra estimación de crecimiento anual en torno a 1,7% (según la encuesta del Banco Central, publicada hoy, la media del mercado incrementó a este nivel su proyección anual, desde el 1,6%). En términos más amplios se advierte una reaceleración más sostenida pero muy moderada de la actividad el próximo año.



- El Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE, elaborado por ICARE y la UAI) mostró que la confianza empresarial mejoró levemente en sep16, y en forma bastante transversal a los sectores relevantes. Aun cuando insuficiente para revertir la deprimida condición, al menos es un indicio de que el deterioro podría haberse detenido. Lo mismo se puede decir de los consumidores: el principal índice (IPCO, elaborado por GFK Adimark) muestra una mejoría, pero insuficiente para cambiar la situación deprimida (aumentos transitorios se han dado en varias oportunidades dentro de la actual trayectoria negativa). No obstante, estos indicadores de confianza (que junto a los riesgos globales y los términos de intercambio constituyen factores que impiden esperar un desempeño mucho mejor en

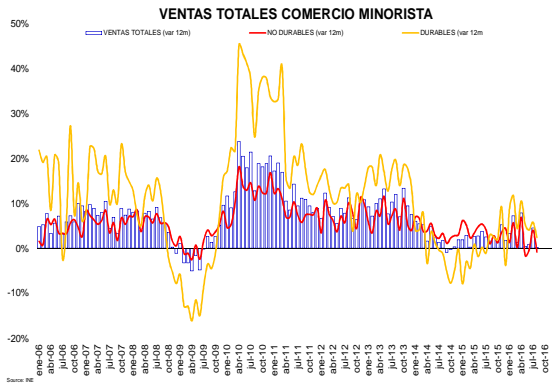
2017) pueden ser elementos muy cambiantes en los próximos trimestres.

- La producción manufacturera en ago16 registró una expansión de 2,4%, por sobre lo esperado, que es la segunda mayor del año y que fue muy favorecida por efectos estadísticos. No obstante que los datos son tendencialmente positivos, probablemente en sep16 y oct16 las cifras serán bastante menos favorables. Más destacable todavía fue la recuperación del sector minero, que aunque también respondió a algunos efectos productivos propios, podrían repetirse en los próximos meses. Los servicios públicos básicos (electricidad gas y agua) siguen creciendo a un bajo ritmo, acotados por el ritmo de actividad agregada. En todos los casos es posible esperar alguna moderada recuperación hacia fines de año.

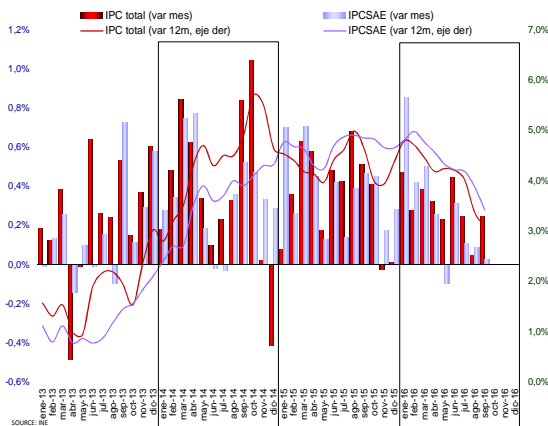


- Las ventas minorista de ago16 mostraron un crecimiento anual casi nulo (0,2%), que se distribuyó en un incremento importante en las ventas de automóviles y una contracción en bienes corrientes. Este efecto estuvo decisivamente influido por la estructura de calendario. Para sep16 cabe esperar una recuperación de las ventas de consumo corriente, apoyada por diversos factores. Cabe señalar que a pesar de que los datos de este mes sugieren una recuperación tendencial de las ventas hacia el próximo año, que será favorecida por la evolución inflacionaria, los deprimidos índices de confianza de los consumidores y el bajo

nivel de actividad no permiten esperar un repunte muy significativo.

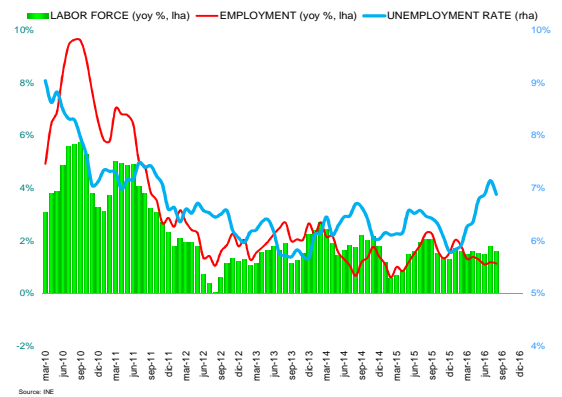


- La variación mensual del IPC de septiembre alcanzó al 0,2%, muy por debajo de lo anticipado por los expertos en los pronósticos mensuales, que apuntaban al 0,5%/0,6%. El resultado redujo la inflación en 12 meses a 3,1%. El índice sin alimentos ni energía (IPCSAE) no registró variación, pero los primeros aumentaron 1% mientras que la segunda lo hizo en 0,3% (las tarifas eléctricas cayeron 0,6% pero los combustibles aumentaron 1,1%). En bienes transables hubo un aumento de 0,3% y no transables el incremento fue 0,2%. Los servicios crecieron sólo 0,1%. A nivel de sectores, las principales caídas están en vestuario y recreación, donde por fin parece empezar a apreciarse el impacto de una demanda moderada y una oferta más expansiva a partir de un tipo de cambio más moderado.



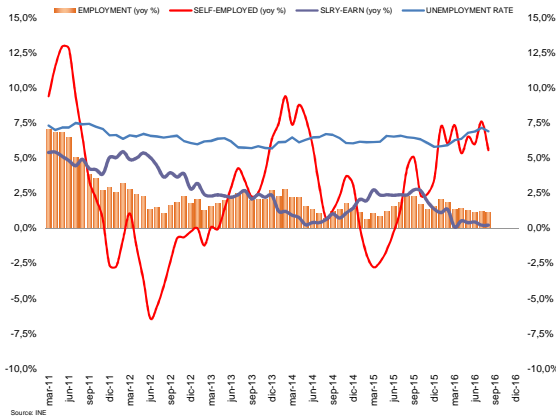
- Como parecía probable, el mercado (instrumentos financieros) recortó de 3,5% a 3,0% su proyección inflacionaria para este año y la baja variación de sep16 generó algunas especulaciones respecto a la inflación en 2017, pero se mantuvo en 3% en la encuesta del BCCh aunque fue recortada por el mercado desde 2,9% a 2,8% (lo que sorprende todavía menos puesto que ya había estado incluso por debajo de esos niveles hace algunas semanas). Con todo, conviene ser cauto, mostrando cierta rigidez y la evolución del tipo de cambio en los próximos meses no presenta un panorama de retroceso intenso y continuo.

- La tasa de desempleo del trimestre móvil terminado en ago16 sorprendió a la baja. No obstante, el deterioro subyacente del mercado laboral no se revirtió, sino más bien podría decirse que se profundizó. En primer término, el crecimiento de la fuerza de trabajo se desaceleró a 1,6%, que puede continuar siendo una variable muy relevante en los próximos trimestres.

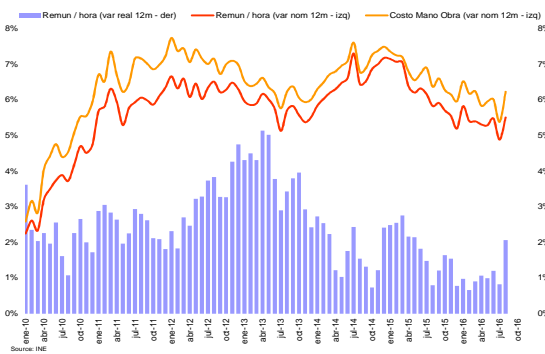


- Además, el crecimiento de los puestos de trabajo disminuyó a 1,1%, y sigue ampliamente sustentado en un crecimiento del empleo por cuenta propia. Por lo tanto, esta menor tasa de desempleo no parece que vaya a mejorar las expectativas de los consumidores ni su disposición al gasto. Por otro lado, considerando los rezagos propios de este mes, no cabe esperar mejorías

verdaderas del mercado laboral un período prolongado.

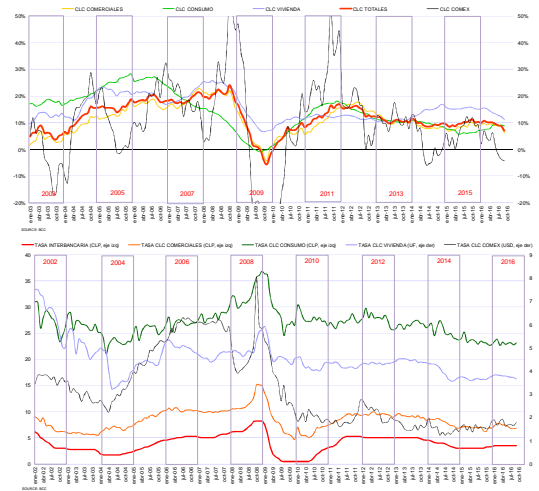


- Las remuneraciones experimentaron una reaceleración importante en ago16 (variaciones de 5,5% nominal y 2,1% real, la mayor desde may15) pero el análisis del reporte sugiere que el incremento obedece principalmente a remuneraciones variables (incentivos y premios), por lo que no se debería colegir un punto de inflexión, que por lo demás, no estaría respaldado por otros datos. Por lo tanto, si bien es una cifra que incrementa la masa salarial del mes, no parece corresponder a una tendencia sostenible y debería normalizarse en los próximos registros, retomando una tendencia a la desaceleración. A principios de este año ocurrió algo similar.



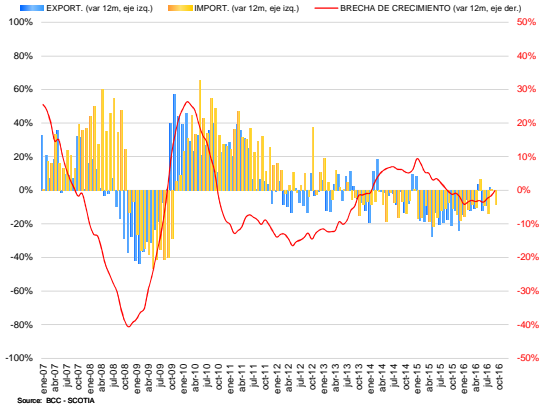
- Las colocaciones decrecieron significativamente en sep16, bajando la tasa de expansión, según los datos del Banco Central, al 7% anual, el menor ritmo en seis años. Las más resistentes fueron las de

consumo, mientras que la mayor incidencia adversa provino de los créditos comerciales. Este ajuste, puntualmente más fuerte de lo anticipado, sin embargo, está en línea con lo previsto a principios de año (ESC-236, 13ene) y es coherente con el comportamiento del ciclo de actividad. Las tasas de interés, con la excepción de las hipotecarias, aumentaron respecto a lo apreciado en ago16. Como también se esperaba a partir de los datos semanales, el dinero disminuyó su velocidad de expansión a 5%.

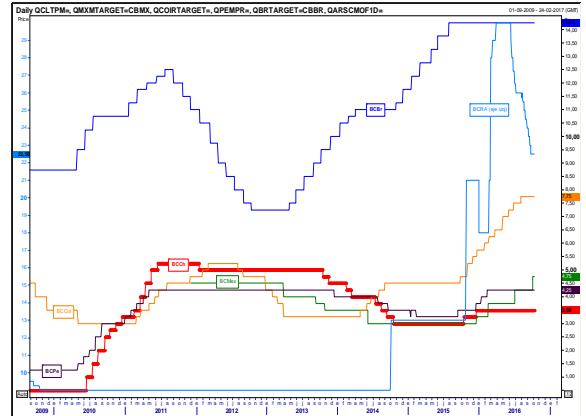


- Los datos de comercio exterior de sep16 mostraron una casi nula variación de las exportaciones, mientras que las importaciones registraron una contracción de 8,5%. Respecto a las primeras, hubo una recuperación en las mineras que no alcanzó a ser compensada por un menor ritmo expansivo en agropecuarias y manufactureras. Aparte de efectos de calendario, el resultado de las importaciones fue afectado por una aguda contracción en bienes de capital, que recoge el esperado desplome en la importación de otros vehículos de transporte, sugiriendo una mayor contracción en la inversión en el tercer trimestre. Aun con estos resultados, las cifras de comercio exterior siguen describiendo una tendencia a la recuperación, aunque moderada, así como

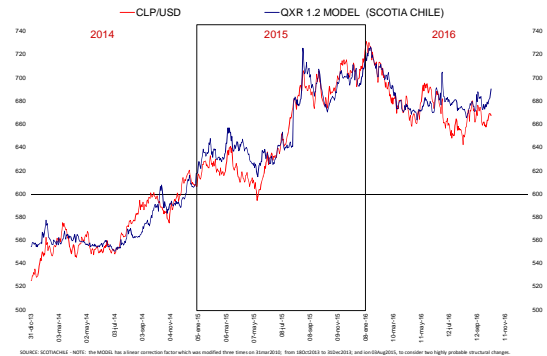
una recuperación en la tendencia de la brecha de crecimiento.



- Es natural que los resultados puntuales de inflación de sep15 hayan intensificado la especulación sobre las decisiones monetarias en los próximos días, aumentando la propensión de muchas opiniones hacia recortes. Sin embargo, es muy importante atender al comportamiento tendencial, que si bien confirma nuestro pronóstico de más rápida convergencia inflacionaria, no indica que los factores subyacentes hayan cambiado decisivamente todavía. En consecuencia, la mantención de la tasa referencial hasta fines del próximo año sigue siendo el escenario más probable (60%), mientras que el escenario alternativo de mayor probabilidad (30%) es uno o dos recortes antes de ese plazo. Conviene indicar que las decisiones un poco apresuradas en estas materias, en uno u otro sentido, tienden a sobre estimar los fenómenos, como parece haber ocurrido en el pasado, con una agilidad que puede terminar aportando muy poco a los objetivos de fondo.

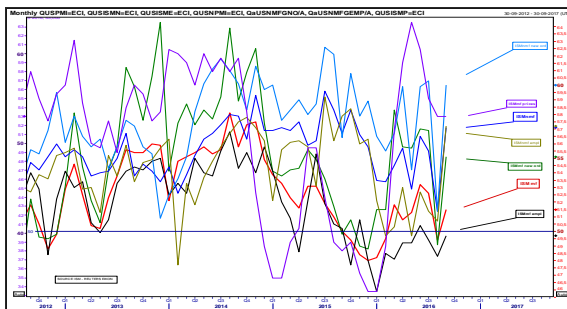


- La depreciación reciente del peso se ha contenido, pero no hay razones técnicas para esperar una gran reversion. Desde un punto de vista cuantitativo, se advierte una brecha moderada pero creciente que favorece más bien un alza cambiaria. Considerando los factores de riesgo, principalmente externo, el panorama central sigue siendo de fluctuaciones dentro de un rango amplio (\$ 650 - \$ 690), pero la mayor parte del tiempo variando en torno a los \$ 670.

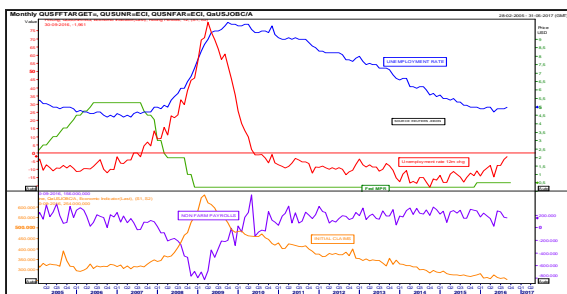


## PANORAMA INTERNACIONAL

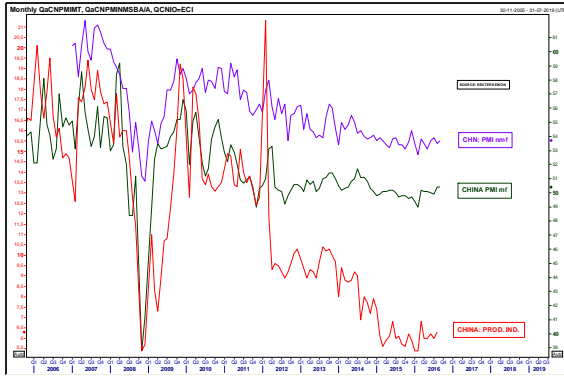
- La información que proviene de los indicadores adelantados fueron positivos y en algunos casos superaron las expectativas, pero siguen indicando que la tendencia global es de un crecimiento muy moderado. Además, no habría una recuperación muy vigorosa en breve, considerando que los ciclos son normalmente liderados por la inversión. Tampoco se observan presiones de precios que pudieran dificultar la expansión.
- Los indicadores ISM en EEUU mostraron una recuperación significativa en sep16, tras un resultado muy débil el mes previo. En particular, se advirtió una mejoría importante en los nuevos pedidos y datos más auspiciosos en empleo, sin que ello implicara repunte en el componente de precios.
- Las condiciones en la Eurozona no han variado significativamente, destacándose el violento debilitamiento de la libra británica contra la mayoría de las monedas. En el mundo real, los indicadores PMI confirmaron los datos flash que habían mostrado en semanas previas: el ritmo de crecimiento se mantienen bastante acotado e incluso hay señales de desaceleración en el margen. Los datos sugieren que el crecimiento de la actividad podría haber crecido entre 0,1% y 0,4% en el segundo trimestre. En este contexto, y considerando que sus mercados de activos no se ven demasiado atractivos y cierto fortalecimiento del USD, probablemente la presión contra el euro persistirá.



- En cuanto a los datos del mercado laboral, si bien aumentó una décima la tasa de desempleo (a 5%), se debió a un mayor incremento en la fuerza de trabajo, y a pesar de que la creación de empleos estuvo por debajo de lo esperado, el resultado se considera coherente con un incremento en la tasa referencial el 14dic.



- Los indicadores adelantados de actividad en China siguen mostrando un crecimiento muy contenido pero marginalmente mejor que el mes previo, manteniendo la tendencia de leve reacceleración. Aunque algunos indicadores ya esbozaban esta recuperación desde el año pasado, en el caso de las cifras del índice PMI oficial el cambio estructural se hizo notable desde mar16, y los datos posteriores han ido confirmando este mejor desempeño. Esto reduce la inminencia de medidas de apoyo, pero no elimina esa posibilidad. La depreciación permitida del yuan sigue incrementándose.



- Los pronósticos de actividad para Brasil no han cambiado significativamente en las últimas semanas, manteniéndose la mayor probabilidad de una contracción de la actividad de más de 3% este año y una leve recuperación el próximo. No obstante, el ambiente ha continuado mejorando en el margen, apoyado por nuevas medidas a favor del mercado que podría tomar el gobierno y más especulaciones al respecto, todo lo cual probablemente llevará a nuevas mejoras en las perspectivas. Podría haber espacio para

recortes siempre que el retroceso de la tendencia inflacionaria se mantenga en los próximos meses. Los precios de los activos líquidos (moneda, bolsa) han mejorado y es probable que estas ganancias tengan sustento.



## 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.*