

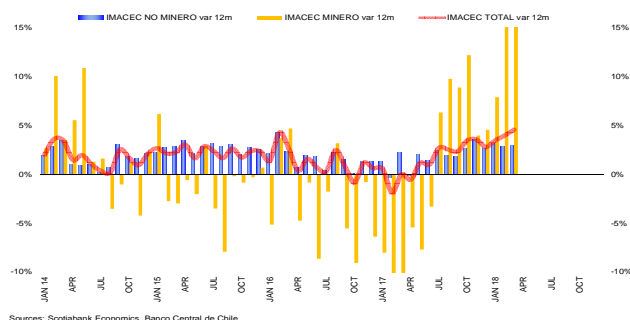
Escenarios para Inversiones



SÍNTESIS PANORÁMICA

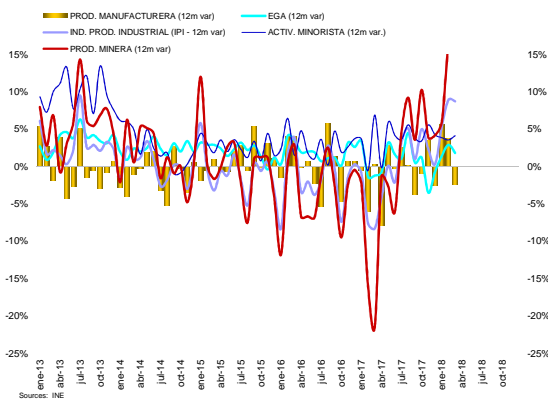
- La actividad económica creció 4,6% en mar18, por encima de nuestra estimación y de gran parte del mercado. Esta cifra estuvo críticamente impulsada por una expansión de más de 30% en minería, producto de bajas bases de comparación. **La economía no minera continuó acelerando su ritmo, alcanzando al 2,9%, adversamente afectada por dos días hábiles menos que en mar17 y una base de comparación más exigente.**
- Reiteramos que estos datos no muestran un notable cambio de tendencia, sino una perspectiva de aceleración que se venido verificando desde hace varios meses. **Es probable que ciertos sectores todavía exhiban cierta debilidad, antes de comenzar una recuperación más vigorosa en el segundo semestre, que debería estar liderada por la inversión.**
- La variación del IPC en abr18 alcanzó al 0,3%, por sobre las expectativas del mercado. El aumento fue generalizado ya que la casi totalidad de los índices subyacentes también aumentaron 0.3%. **El mercado elevó sus expectativas de inflación para el presente año a 2,7%, impulsado también por el abrupto incremento en el tipo de cambio en los últimos días.**
- La tasa de desempleo en el primer trimestre del mes se elevó al 6,9%, por encima de lo esperado, lo no es totalmente sorprendente. **Mantenemos nuestro pronóstico de que la tasa de desempleo promedio de este año será algo superior a la de 2017, por varios elementos, tanto cíclicos como circunstanciales, pero esperamos un disminución progresiva que se evidenciará en 2019.**
- El tipo de cambio estuvo subiendo violentamente en los últimos días. En ello confluyen algunos factores, pero los más importantes son alza del dólar a nivel internacional debido a una perspectiva de mayores tasas cortas en EEUU. **En el escenario más probable, se trataría de un incremento más bien transitorio que se moderaría o revertiría en la medida que las variables de liquidez se ajusten. Los riesgos más bien bajistas para el mercado cambiario local en los próximos meses parecen prevalecer.**
- La velocidad de la economía mundial varió levemente en abr18, tanto en manufacturas como en servicios. **Los precios de commodities de alta incidencia inflacionaria, como el trigo y el petróleo, han mantenido su aumento. Esto ha intensificado las especulaciones sobre políticas monetarias. Hay que mencionar que algunos indicadores adelantados en EEUU sugieren que el ritmo de podría moderarse en los próximos meses.**

PANORAMA NACIONAL



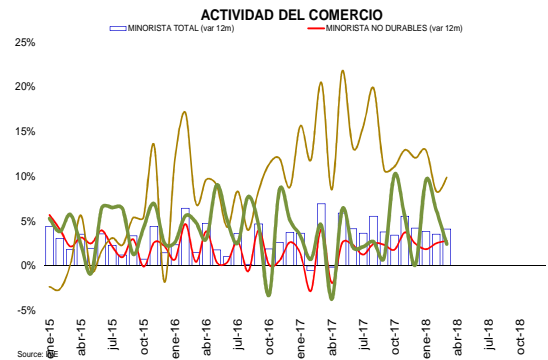
- La actividad de mar18 creció 4.6%, muy por encima de nuestra expectativa (elevada al 3.6% el jueves pasado debido a los datos de comercio que fueron más fuertes de lo esperado). El crecimiento del sector minero se estimó en 31.7% y los sectores no mineros alcanzaron 2.9%, lo que parece muy razonable (mayor base de comparación pero dos días laborales menos que en mar17).

- Teniendo en cuenta este número, el crecimiento del primer trimestre debería haber llegado al 4% (el resultado se conocerá el 18may). Aunque parte de esto es una recuperación en la tendencia, gran parte es base de comparación y veremos datos más normales desde mayo de 2018. Al mismo tiempo, la tendencia no apunta a una recuperación muy vigorosa en el primer semestre y es probable que veamos datos algo débiles antes de comenzar una mejora más significativa y sostenible.
- La producción manufacturera se contrajo 2,4% anual en mar18, bastante más de lo esperado a partir de las cifras preliminares. Por el contrario, la producción del sector minero aumentó en 27%, impulsada especialmente por una base de comparación anormalmente baja. La producción de servicios básicos se desaceleró al 1,8%. Hay que recordar que el mes tuvo dos días hábiles menos. Con estas cifras el Índice de Producción Industrial (IPI) aumentó 8,7%.

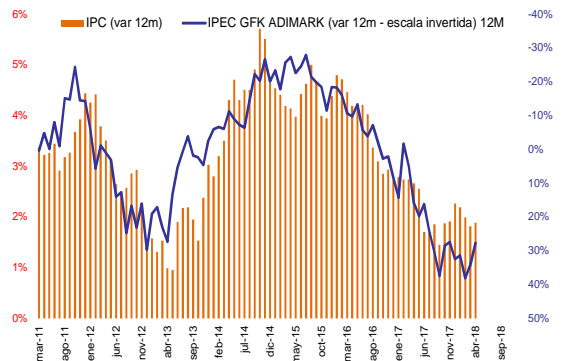


- Los datos del sector del comercio en mar18 estuvieron un poco por debajo de las expectativas del mercado, pero muy por encima de nuestra propia estimación. El índice de actividad creció 3.4%, mientras que el sector minorista se expandió a 4.1% (notable, considerando que la base de comparación fue alta y la pasada marzo tuvo dos días hábiles menos). Los bienes se aceleraron a 9.9%, desde 8.3% en y los bienes no durables también se aceleraron, a 2.8% (2.5% en febrero). La

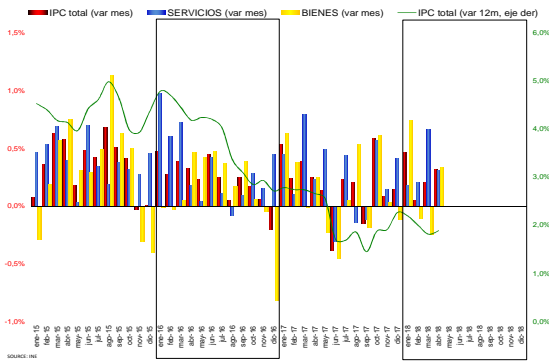
actividad mayorista disminuyó considerablemente, del 6,2% en febrero a 2,4% en marzo. Hasta aquí las cifras siguen pareciendo muy consistentes con nuestra estimación de que el consumo se creciendo en forma acotada en los meses actuales, con un mayor dinamismo a partir del segundo semestre, pero el ritmo efectivo sólo se verificará a partir del próximo año.



- Por otro lado, la confianza del consumidor mejoró en abr18 (el índice principal en Chile es IPEC, construido por GFK Adimark, una prestigiosa compañía de investigación de mercado). Aparte de que es la primera recuperación después del máximo en dic18, no muestra un cambio muy significativo en la tendencia. Teniendo en cuenta su cambio en los últimos 12 meses y su coincidencia con la variación del IPC en el mismo período, podemos ver la fuerte correlación entre ellos, lo que nos lleva a pensar que la inflación es determinante de la confianza del consumidor (una conclusión bastante intuitiva, por cierto, pero frecuentemente olvidada).

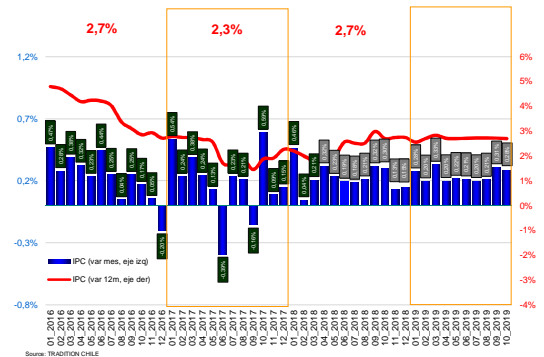


- Otro factor determinante de la confianza del consumidor es el entorno del mercado laboral. Teniendo en cuenta el probable rendimiento de la inflación (bajo, pero en aumento en los próximos trimestres y que el mercado laboral es un rezagado de la actividad), esperamos que la confianza del consumidor vaya detrás de la actividad y la recuperación de la inversión.
- Por encima de las expectativas del mercado (los cálculos de muchos expertos apuntaban al 0.1% y algunos incluso a menos), el incremento mensual del IPC llegó al 0.3% en abr18, dejando los últimos 12 meses en 1.9%. La mayoría de los índices básicos también aumentaron 0.3%, incluyendo el IPC sin alimentos y energía, los bienes transables y los no transables. Una coincidencia no común: los bienes y servicios aumentaron en el mismo 0.3%. Más bien parece un mínimo, es decir, un punto de cambio de dirección, aunque no implica que veamos un aumento muy dramático en los próximos meses o una tendencia alcista sin fluctuaciones desde ahora.

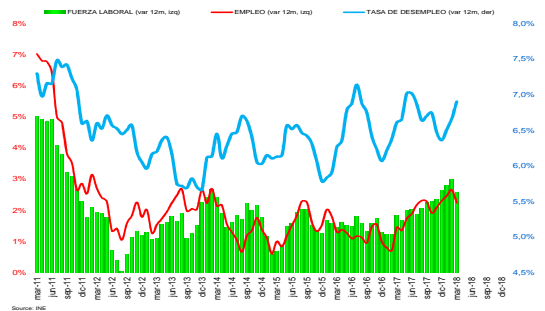


- El telón de fondo de todo el panorama es el fantasma de las expectativas: los precios podrían recuperarse un poco más rápido de lo que la capacidad ociosa justifica (ha sucedido más de una vez en el pasado). Algún alivio podría provenir de la política fiscal (la controversia que surgió en las últimas semanas puede estar respaldada por eso), pero mil millones de dólares de menos gasto fiscal por año (no sabemos qué proporción de esto tiene un efecto directo en

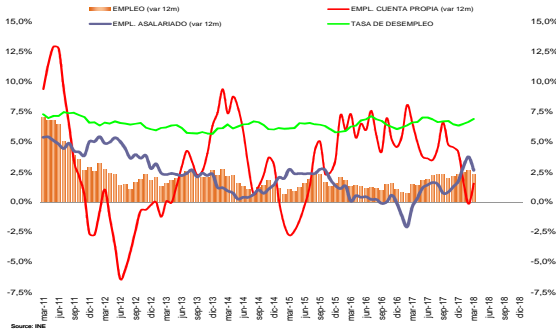
la demanda interna), aunque positivo y relevante para estimular una inversión (privada) mejor asignada, no es seguro que sea suficiente para enfrentar la presión proveniente de expectativas optimistas cada vez más respaldadas. Por el momento, con este resultado y el comportamiento cambiario, el mercado elevó su proyección anual a 2,7%, confirmando la alta volatilidad de este indicador, pero curiosamente mantuvieron hasta oct19 la perspectiva de ese nivel en 12 meses. Esto deberá contrastarse con la encuesta mensual del Banco Central a publicarse mañana.



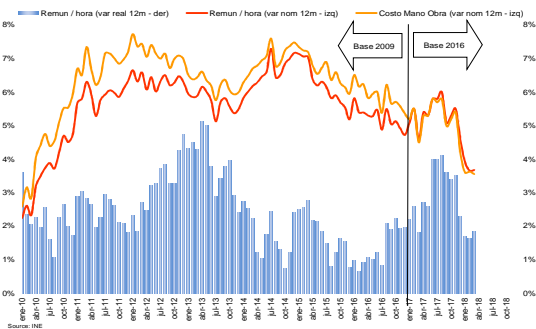
- La tasa de desempleo en el primer trimestre del mes se elevó al 6,9%, que aunque estuvo por encima de lo esperado (incluso el promedio del mercado, según algunos sondeos, apuntaba a 6,8%), no es totalmente sorprendente. Es la consecuencia de una desaceleración del ritmo de la fuerza laboral más que compensado por una menor velocidad de creación de empleo. Conviene recordar que en febrero las bases de comparación fueron más débiles, especialmente para el empleo.



- Respecto al tipo de trabajo, aumentó nuevamente el ritmo de expansión en el empleo por cuenta propia, confirmando que la desaceleración vista el mes previo respondía al fuerte aumento que había experimentado en febrero del año pasado. Respecto al empleo asalariado podría decirse lo mismo, pero en sentido contrario: la contracción en la base del mes previo había sido muy fuerte.



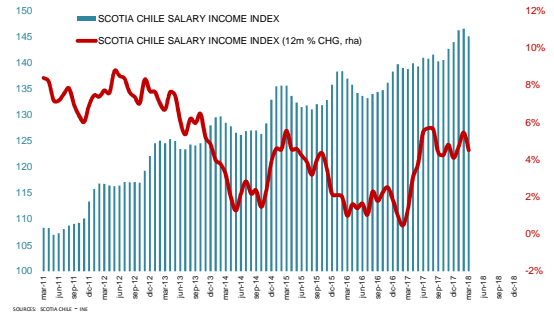
- En cuanto al origen del empleo, se repite que las mayores incidencias positivas provienen de educación y salud, en las cuales seguramente hay un fuerte componente de empleo fiscal. El principal empleador sectorial (el comercio, que responde por casi un quinto del total) tuvo un gran impacto negativo. Mantenemos nuestro pronóstico de que la tasa de desempleo promedio de este año será algo superior a la de 2017, por varios elementos, tanto cíclicos como circunstanciales, pero esperamos una normalización progresiva que se evidenciará en 2019.



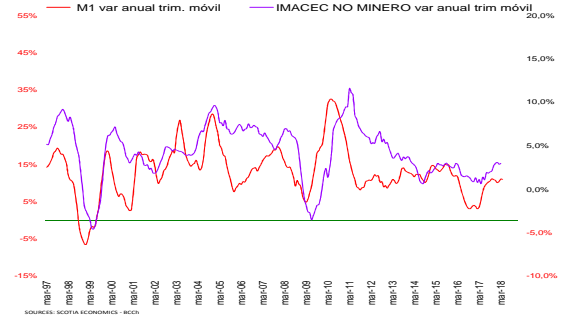
- Los salarios en mar18 no cambiaron su velocidad de crecimiento. El aumento se mantuvo en 3.7%, mientras que el

incremento real (deflactado por la inflación en 12 meses) se aceleró apenas de 1.6% (feb18) a 1.8%. En todos los casos estamos hablando de tasas de crecimiento comparativamente bajas para los salarios.

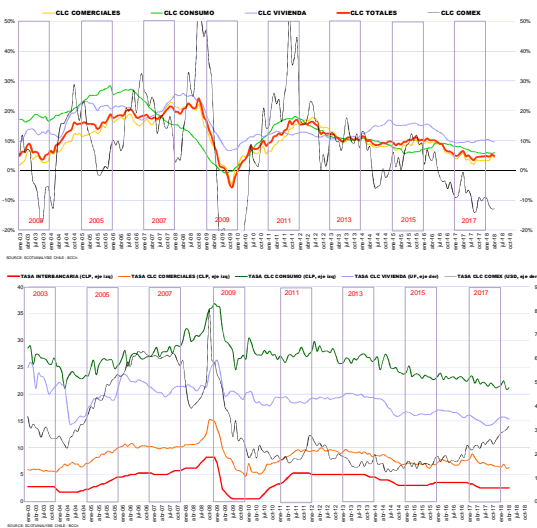
- Con estos datos, estimamos que los ingresos salariales reales disminuyeron su tasa de crecimiento anual a 4.5% (desde 5.5% en febrero). Incluso en esta materia hay algún efecto de las bases para la comparación. En cualquier caso parece no ser muy bueno a corto plazo para la comparación. En cualquier caso parece no ser muy bueno a corto plazo para el consumo, pero nos permite estar más optimistas por el lado de la oferta en el segundo semestre, como lo hemos anticipado desde 2017.



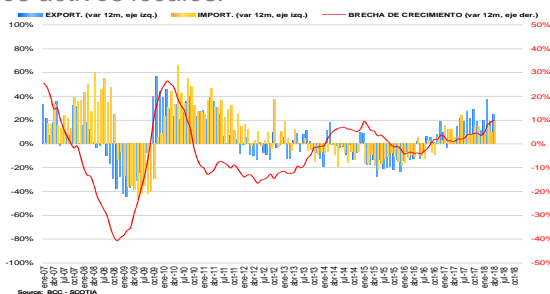
- Desde el punto de vista monetario, los datos empeoraron un poco: el crecimiento anual de M1 cayó por debajo del 10%. Aunque no cambia en la suave tendencia alcista, deja un poco preocupado y pendiente de los datos en los próximos meses. Hasta ahora, la evolución del dinero había estado bastante alineada con lo esperado, si bien es cierto que las anómalas cifras de expansión minera descuadran un poco el total general.



- En cuanto a los datos de préstamos bancarios, en abr18 los préstamos totales mantuvieron un crecimiento similar a los meses anteriores (4,6%), mientras que las tasas de interés, en promedio, aumentaron. Basados en el desempeño histórico, esperamos una recuperación de los préstamos con cierto rezago frente a la actividad, aunque es probable que veamos cierta recuperación en los cambios en el segundo semestre debido a las bases de comparación

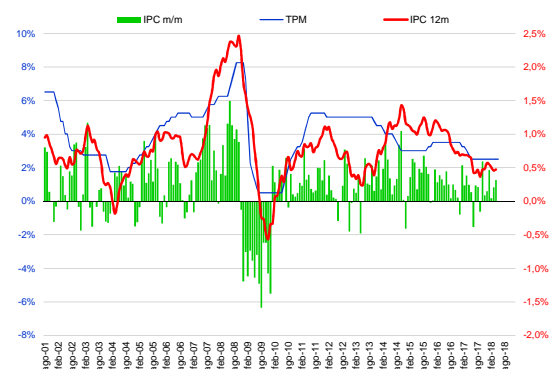


- Los datos de comercio exterior parecieron algo mejores en abr18, pero abr17 fue el mes de crecimiento más débil del año pasado para esas series. Dejando de lado ese efecto, el único aumento para las importaciones proviene de los productos energéticos, pero incluso en ese caso es probable que haya un efecto de los precios internacionales. La brecha de crecimientos sigue tendiendo a favorecer los precios de los activos locales.



- El Banco Central mantuvo la tasa referencial (TPM) en 2,5% en su reunión regular del 3may. Contra lo que se podía esperar a partir de la evolución cambiaria de los últimos días y las expectativas de tasas externas, el comunicado ha mostrado un tono ligeramente más complaciente que el expresado el pasado 20mar, es decir, incluso algunas frases y giros más optimistas respecto a la actividad y la recuperación inflacionaria fueron muy matizadas.

- A partir de este comunicado, por lo tanto, se deduce una muy escasa intención de modificar la tasa de interés por muchos meses y una mayor sensibilidad al riesgo de profundización o prolongación de la tendencia inflacionaria por debajo del objetivo deseado. En este contexto, pareciera no hacerse cargo del incremento cambiario de las últimas semanas, tal vez por estimarlo extraordinariamente transitorio o, de mantenerse, compensado con menor dinamismo. Asimismo, atribuye las turbulencias recientes en mercado internacionales a elementos geopolíticos o de tensiones comerciales (evidentemente que las ha habido, pero su efecto profundo respecto a la incertidumbre monetaria es discutible).



- En este contexto, pareciera que lo más probable es la mantención de la tasa referencial por varios meses. Si esto se funda solamente en lo indicado en este comunicado, no habría movimientos antes de dic18. Es más probable que en los

próximos meses sigan surgiendo e internalizándose noticias que vayan matizando esta postura. Parte de esto ha estado ocurriendo con adelantamiento en la perspectiva de alza de tasa referencial en EEUU para junio próximo. En conclusión, sigue pareciendo levemente más probable (60%) que una primera alza pudiera tener lugar en sep18, pero será muy dependiente de la contundencia de las cifras de actividad, precios y expectativas que vayan apareciendo hasta entonces.

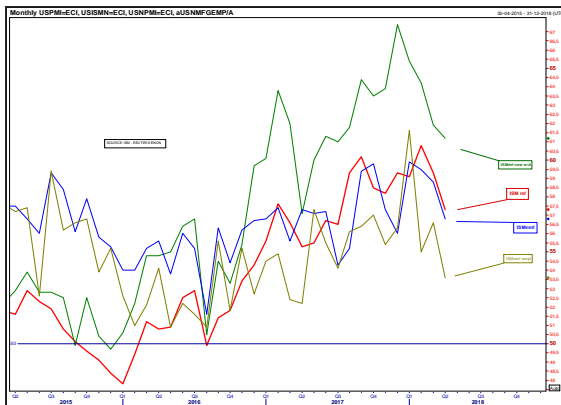
- El tipo de cambio se incrementó considerablemente en los últimos días, lo que parece tener que ver con las expectativas de diferencial de tasas por un mayor o previo incremento en EEUU, no compensado en EEUU, que se manifiesta en un mayor valor del USD a nivel internacional. Por los orígenes más probables y las circunstancias globales (un año que partió con más volatilidad en todos los activos), tenemos la impresión de que se trata de un alza transitoria, a menos que el incremento en el valor del internacional del dólar golpee severamente al cobre o el discurso monetario se desentienda del alza cambiaria.

No nos parecen escenarios muy probables. Por lo tanto, para jun18 trabajamos con valores en torno a \$ 610 y para fin de año mantenemos el pronóstico (alrededor de \$ 595). La tendencia bajista de largo plazo no ha desaparecido por el alza reciente y los riesgos más bien bajistas a partir del tercer trimestre también persisten.

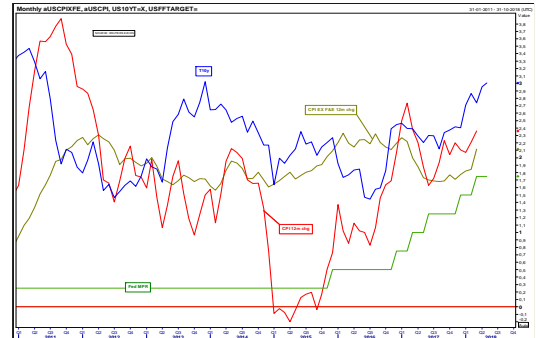


PANORAMA INTERNACIONAL

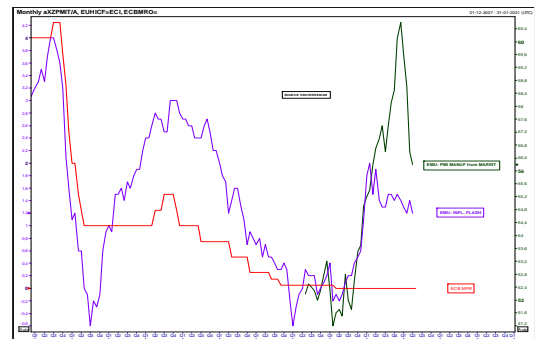
- De acuerdo a los últimos datos disponibles, la velocidad de la economía mundial aumentó levemente en abr18, tanto en manufacturas como en servicios. De acuerdo a los informes, que parecen coherentes con los datos de las respectivas naciones y con el comportamiento de algunos productos básicos, los precios se mantuvieron creciendo a buen ritmo. Esto ha sido más notable en economías desarrolladas que en las emergentes, generando algunas tensiones cambiarias, que pueden ser intensas, pero es improbable que deriven hacia cambio muy significativos en las trayectorias previamente estimadas.
- Las cifras en EEUU han sido interpretadas muy positivamente por el mercado. Sin embargo, los indicadores adelantados más confiables, como el ISM siguieron mostrando un retroceso (todavía desde una zona bastante expansiva), especialmente en componentes relevantes para el futuro, como son los nuevos pedidos y la acumulación de inventarios.



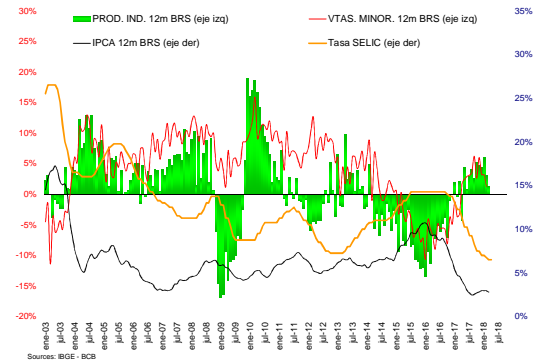
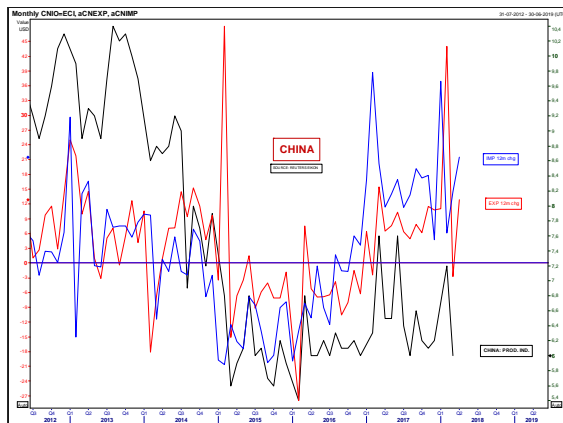
- Con todo, lo que ha resultado más preocupante es el incremento de la trayectoria inflacionaria, cuyo riesgo se ve claramente amplificado por un mercado laboral que se mantiene relativamente ajustado y el sostenido aumento en precios de productos básicos de alta incidencia productiva, como, por ejemplo, el petróleo y el trigo.



- Esta perspectiva, según Scotiabank, impulsaría a la Reserva Federal a incrementar la tasa referencial en jun18, aun cuando no se prevé un aumento la dosis de dos alzas ara el segundo semestre. Podría ser que ese cambio más la evolución de los indicadores de actividad señalados y la apreciación del dólar en los mercados internacionales debería contener las expectativas inflacionarias.
- Los últimos datos adelantados de la Eurozona confirman una desaceleración apreciada con más intensidad en mar18. Si bien las cifras de actividad y empleo todavía son fuertes, algunas señales líderes muestran cierta debilidad que podría volverse preocupante en los próximos meses. Unido a la posible mayor fortaleza del dólar, es probable que estas condiciones mantengan al euro bajo presión, aunque otros activos de riesgo podrían incrementar su atractivo, no sin algunas turbulencias.



- Los datos del sector manufacturero de China prácticamente no variaron en abr18, pero los nuevos pedidos y la demanda externa ha estado mostrando señales de debilidad. Es probable que los riesgos comerciales hayan mellado algo el optimismo en esa economía que, sin embargo, sigue expandiéndose a bien ritmo. Al menos no se aprecian presiones inflacionarias de envergadura. Con todo, el desempeño de la economía, especialmente de su sector externo y la demanda interna puede ir cobrando mayor importancia, será un factor determinante en los próximos meses. Una guerra comercial profunda a nivel global probablemente afectaría el desempeño de esta economía todavía esencialmente exportadora, pero no sería la única afectada, si bien el panorama no parece relativamente menos probable.
- En Brasil, un recorte en la tasa referencial la próxima semana todavía parece un escenario posible, dejándola en 6,25%. Las cifras de actividad manufacturera y los precios están mostrando crecimiento bastante más acotados, adversamente afectados también por encontrarse con bases de comparación más exigentes. La volatilidad cambiaria incidirá marginalmente en la inflación, pero el efecto debería ser moderado. Los riesgos internacionales de carácter monetario afectan a Brasil, pero este año estará dominado por los de carácter político, que continuarán aumentando en los próximos meses y esto puede afectar los niveles de expansión económica el resto del año.



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.