

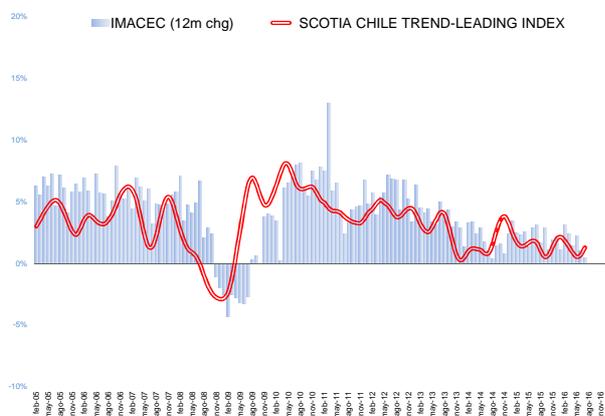
# Escenarios para Inversiones



## SÍNTESIS PANORÁMICA

- La actividad económica de jul16 creció 0,5%, en el extremo inferior de la estimación del mercado (centrada en 1,2%). **El análisis tendencial sugiere que habrá una leve recuperación en la última parte del año y los datos muy primarios apuntan a un crecimiento en ago16 de alrededor de 1,9%.**
- Los principales índices de confianza muestran que el deterioro de ésta se mantiene, lo que reduce sensiblemente la capacidad de las políticas de estímulo monetario y fiscal (ambas son ya expansivas en Chile).
- La nula variación de 0% del IPC de ago16 acentuó la convergencia al 3%, dejando la inflación en 12 meses en 3,4%, su menor nivel desde feb14. **Para los próximos meses las variaciones podrían ser levemente inferiores a lo estimado por el mercado, para concluir el año con una inflación del IPC de 3,3%.**
- El Banco Central efectuó algunos ajustes a sus proyecciones de crecimiento e inflación, al tiempo que enfatizó su sesgo neutral. **No habrá cambios en la tasa ni en el comunicado del próximo 15sep y reafirmamos nuestro pronóstico de mantención de la tasa en 3,5% hasta fines de 2017.**
- De acuerdo a lo anticipado hace un mes (ESC-243, 10ago), el tipo de cambio ha estado sometido a fuertes variaciones, incluso dentro del día, en función de factores externos, principalmente expectativas de tasas cortas y aversión al riesgo. **No se ven señales de una desviación importante respecto al rango reciente.**
- Los indicadores globales más anticipados mejoraron respecto a las señales flash que se habían publicado hace dos semanas. **No obstante hay gran heterogeneidad en los socios más relevantes: los datos de EEUU fueron muy débiles y los de China mejoraron notablemente.**

## PANORAMA NACIONAL



- La actividad económica de julio creció 0,5%, en el extremo inferior de la estimación del mercado (centrada en 1,2%) y por debajo de nuestra proyección de 0,9%. Según lo indicado en el comunicado del Banco Central, el sector minero se contrajo en 3,1% y el resto se expandió 0,8%, incidiendo favorablemente los servicios y el comercio y negativamente la manufactura. Se consigna que el mes tuvo un día hábil menos que su base, lo que incidió negativamente. El resultado es bastante débil, aun cuando el análisis tendencial de las cifras sugiere que

habrá una recuperación en la última parte del año y los datos muy parciales apuntan a un crecimiento en ago16 de alrededor de 1,9%. No hay cambios a nuestra proyección anual: 1,7% para este año y 2% para el próximo, ambos con sesgo a la baja.

- En línea con lo que hace dos semanas (I+V 24ago) parecía más consistente, el Banco Central (BCCh) acotó el crecimiento esperado para este año del 1,25%-2% al 1,5%-2%, con lo cual, en la práctica, elevó el crecimiento medio esperado a 1,75%, máxime considerando que el balance de riesgos es equilibrado. Con todo, incluso más relevante es el recorte de un cuarto de punto del rango de crecimiento estimado para 2017 (a 1,75%, 2,75%, o sea, un promedio de 2,25%). Mayores fueron las novedades en el gasto, que aunque elevó el pronóstico de consumo para este año a algo similar a lo previsto, la contracción en la inversión la rebajó sólo a 1,5% (era de esperar una cifra menos negativa). las perspectivas inflacionarias para este año se corrigieron en línea con lo previsto (3,5%, I+V 24ago), pero para 2017 se elevó la proyección a 3,1%.

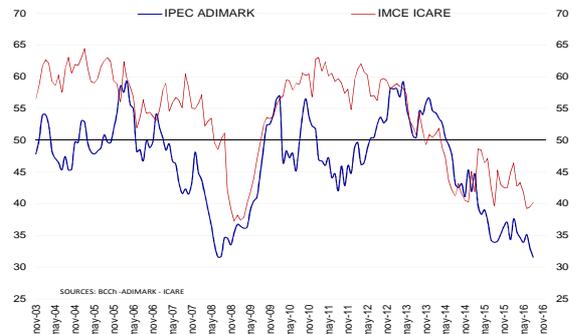
Escenario interno  
(variación anual, porcentaje)

	2015		2016 (f)		2017 (f)	
	IPoM Jun.16	IPoM Sept.16	IPoM Jun.16	IPoM Sept.16	IPoM Jun.16	IPoM Sept.16
PIB	2,1	2,3	1,25-2,0	1,5-2,0	2,0-3,0	1,75-2,75
Demanda interna	1,8	2,0	1,0	1,0	2,4	2,4
Demanda interna (sin var. de existencias)	1,3	1,6	1,1	1,5	2,1	2,1
Formación bruta de capital fijo	-1,5	-1,5	-2,4	-1,5	0,9	0,7
Consumo total	2,2	2,5	2,1	2,4	2,4	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	-1,9	-1,9	1,3	1,2	2,1	2,2
Importaciones de bienes y servicios	-2,8	-2,8	-1,6	-1,6	2,2	2,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-2,1	-2,1	-2,2	-1,6	-2,1	-1,8
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,4	20,3	19,5	19,7	19,5	19,6
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	22,7	22,7	22,0	22,1	21,6	21,8

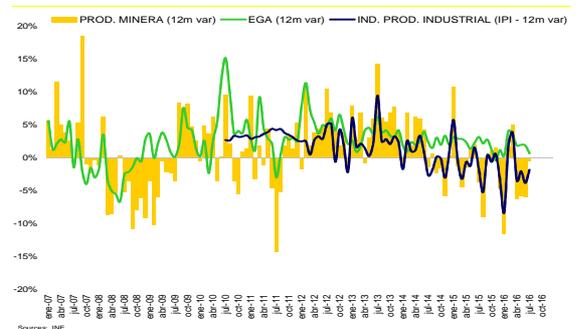
(f) Proyección.  
Fuente: Banco Central de Chile.

- El principal índice de confianza empresarial (IMCE de ICARE) tuvo un repunte en ago16, que fue bastante generalizado a nivel de los cuatro sectores principales, pero se mantiene en niveles históricamente deprimidos (recesivos) y no marca un cambio importante. Por otro lado, el más difundido índice de confianza del consumidor (IPEC, elaborado por Adimark) descendió a su nivel más bajo en 17 años. Es importante consignar que este indicador no refleja solo el nivel de empleo, sino también otras variables que han sufrido gran deterioro en los últimos años. Por lo

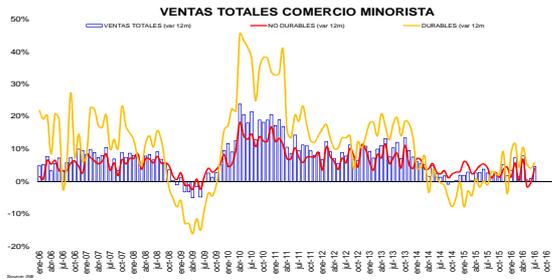
tanto, la confianza de los agentes económicos es un problema de gran amplitud y persistencia y parece el elemento principal del deteriorado ritmo de expansión de la actividad y el gasto.



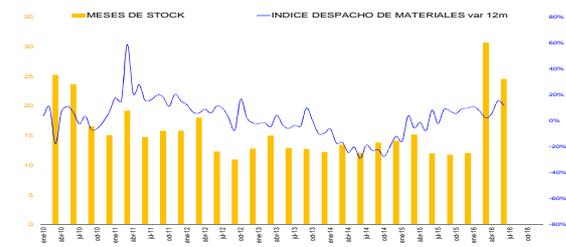
- El resultado de la producción manufacturera en jul16 fue más negativo de lo esperado, que ya era adverso, incluso considerando datos parciales y que el mes tenía un día hábil menos que su base. En todo caso, no sorprende totalmente lo que ocurrió en algunas divisiones (como maderas o refinación, por ejemplo) porque había datos que sugerían que ahí iba a estar la debilidad, pero no de esa magnitud. Es evidente que se mantiene la tendencia a corregir inventarios. la producción minera, que sigue afectada por baja ley del mineral en algunos yacimientos, redujo su contracción a solo 0,4%, mientras que los servicios públicos básicos crecieron un exiguo 0,7%. Con estos datos, el índice analítico de producción industrial (IPI) redujo su caída a 1,8%. En los próximos meses, y en particular hacia el último bimestre, las cifras sectoriales podrían tener alguna mejoría.



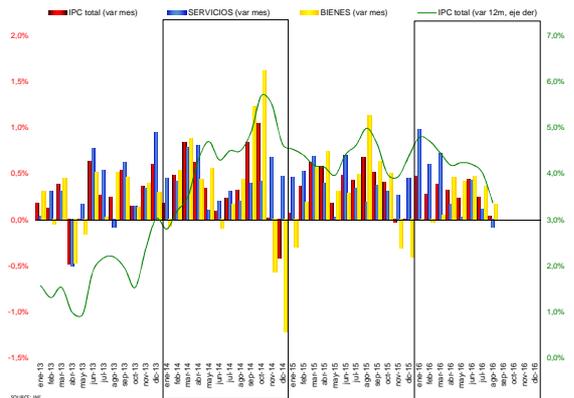
- Las ventas del comercio minorista crecieron 4,6% en jul16, que es un resultado positivo respecto a las expectativas. Hay que notar que se vieron favorecidas por impactos puntuales en vestuario y calzado (semidurables), así como por efectos de calendario. Es notable la recuperación en bienes durables, a pesar de que las ventas de autos se contrajeron 1,6% (a pesar de que la base de comparación era particularmente débil). La tendencia a la recuperación de este sector, que debería manifestarse el próximo año, se verá bastante moderada por la baja confianza de los consumidores y el menor ritmo de la masa salarial, aunque este último efecto normalmente es parcialmente drenado por menor ritmo inflacionario que favorece el gasto real.



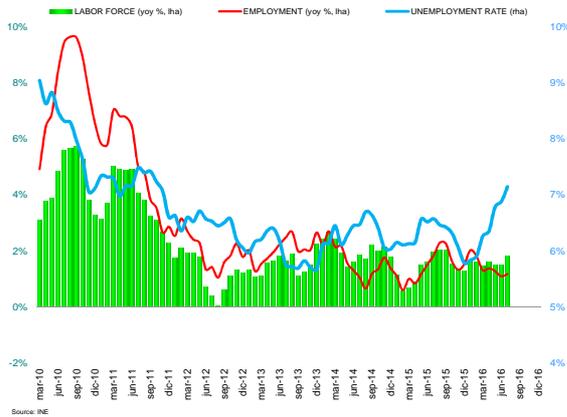
- Los datos más recientes del sector construcción muestran un giro depresivo importante a partir del segundo trimestre del año. Si bien algunos índices como el despacho de materiales se ha mantenido creciendo a buen ritmo, el stock de viviendas para la venta ha aumentado considerablemente. Aunque parte de estas cifras puede estar influida por coyunturas, otras informaciones, como los permisos de edificación y el comportamiento de los créditos sugieren una ralentización que se debería intensificar en los próximos meses.



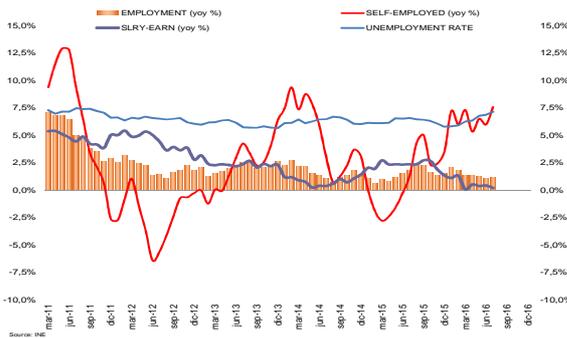
- La nula variación de 0% del IPC de ago16 estuvo en línea con lo esperado por la mayor parte del mercado, acentuando la convergencia al 3% al dejar la variación en 12 meses en 3,4%, su menor nivel desde febrero de 2014. Los componentes más volátiles se movieron en forma opuesta en agosto (alimentos subieron y energía bajó), con la variaciones mensuales de los principales índices subyacentes ligeramente positivas. Los no transables también registraron una variación nula. El análisis tendencial y los factores adicionales sugieren que es más probable que esta última cifra siga disminuyendo en los próximos meses. Para el mes en curso se espera una variación mensual de 0,5% (esencialmente estacional). Sin embargo, para los meses posteriores las variaciones podrían ser levemente inferiores a lo estimado por el mercado, para concluir el año con una inflación del IPC de 3,3%.



- De acuerdo al INE, la tasa de desempleo aumentó a 7,1% en el trimestre terminado en jul16, lo que en primera instancia parece positivo, considerando la estacionalidad adversa y la significativa aceleración de la fuerza de trabajo (1,8%) y el ritmo algo mayor del empleo (1,2%). En conjunto con una reaceleración de la fuerza de trabajo en un contexto de deterioradas expectativas de empresas y consumidores, sugiere una búsqueda de ingresos que se está orientando a trabajo de menor estabilidad e ingreso, como lo anticipáramos y hemos ido constatando.

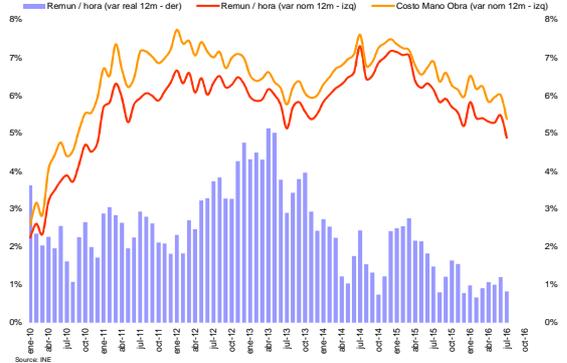


- En cuanto a los sectores, las incidencias negativas de minería y manufacturas y las positivas del comercio minorista y servicios personales, parecen consistentes con las cifras de actividad y del tipo de empleo. La parte preocupante de estos últimos datos tiene que ver con el tipo de empleo: se acentúa la fuerte expansión del empleo por cuenta propia (7,6%), así como la baja expansión del asalariado (0,2%). Mantenemos nuestra proyección de una tasa de desempleo promedio de 6,6% para este año, que aumentará a 7,4% el próximo. Es de esperar que los efectos estacionales (último trimestre de este año y primero del próximo) ayuden a moderar los incrementos del desempleo que son esperables a partir del actual deterioro de la actividad.

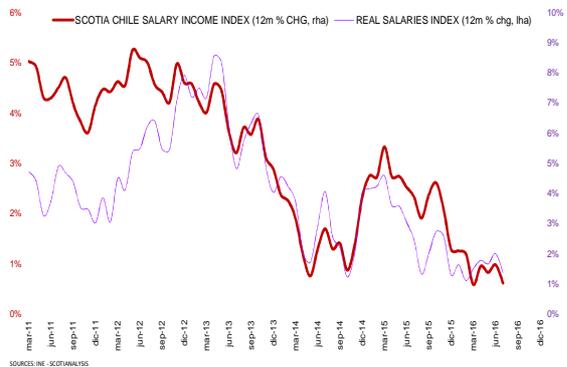


- El índice de remuneraciones nominales de julio muestra una desaceleración a 4,9%, su menor expansión desde 2010, retomando la tendencia al ajuste. Esto sugiere que los efectos indexatorios están cediendo ante la

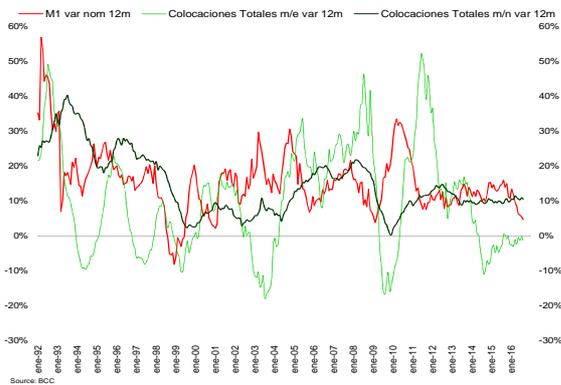
menor fortaleza del mercado laboral, lo que debería continuar profundizándose en los próximos meses.



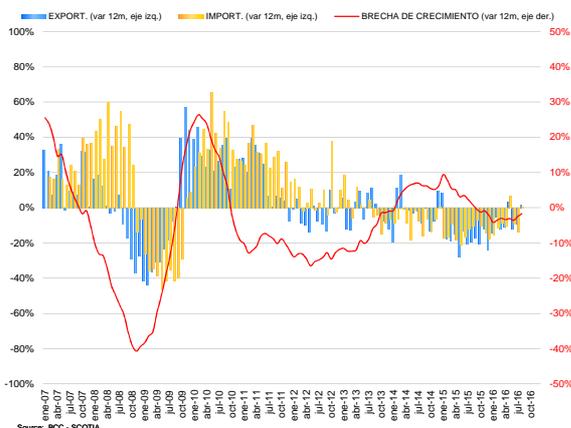
- Nuestro indicador de masa salarial real sigue desacelerándose, lo que probablemente acota el crecimiento del gasto en consumo en los próximos trimestres, al tiempo que alivia la presión de costos a la que estuvieron sometidas algunas funciones de producción. Esto tiene implicancias positivas de menor presión inflacionaria en bienes no transables y en la valorización de algunos activos nacionales.



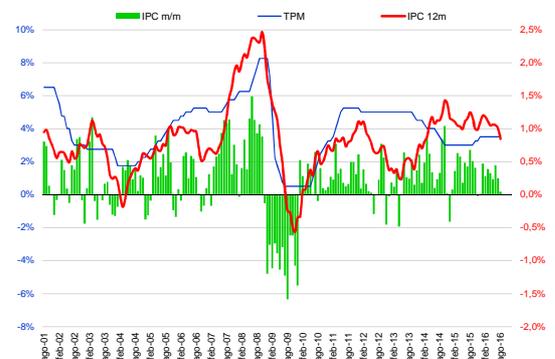
- La tasa de expansión del dinero (M1) siguió disminuyendo, para terminar ago16 con un 4,6%, nuevamente un nivel muy bajo, similar a lo alcanzado en las dos recesiones previas. Como se ha reiterado, el dato no es concluyente, pero seguramente obedece y tiene implicancias dentro de las carteras de inversión. Las colocaciones siguen creciendo de acuerdo al perfil previsto a principios de año.



- Las exportaciones de ago16 crecieron un pequeño 1,5%, que es el primer resultado positivo en dos meses y el segundo del año. Similares características tuvo la leve expansión de 0,5% de las importaciones. Las bases de comparación no era particularmente más favorables que en meses cercanos. En exportaciones, a pesar de que las mineras continuaron cayendo, las agrícolas y manufactureras se recuperaron, mientras que en las importaciones la mayor parte de la recuperación provino de los bienes intermedios (incluso excluyendo energéticos). Estas cifras no son concluyentes, pero sí son consistentes con la estimación de un crecimiento mensual de la actividad en agosto torno a 1,9%. Los datos sectoriales, a conocerse a fines de este mes darán una perspectiva más completa. La brecha de crecimientos redujo su aspecto negativo, lo que da más soporte a los activos nacionales.

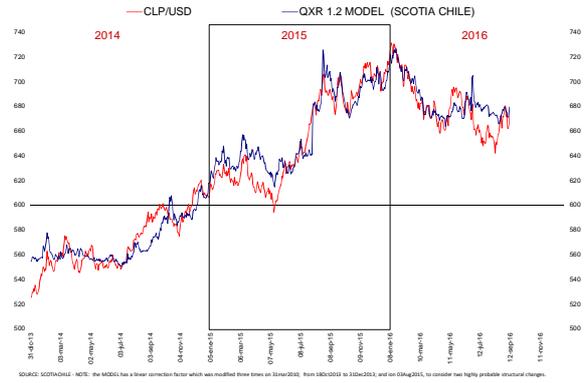


- La primera lectura del Informe de Política Monetaria y de la respectiva cuenta del Presidente del BCCh, indica que las condiciones actuales no dan espacio para cambios de política monetaria en breve, por lo que mantenemos nuestro escenario de 60% de probabilidad de mantención de la tasa referencial hasta el último trimestre de 2017, con un riesgo de 30% de que haya recortes antes de esa entonces y un escaso 10% de probabilidad de alzas. Es casi un hecho que en la reunión de política monetaria de la próxima semana no habrá cambios de significación y se mantiene la mayor probabilidad de que, con matices, esta sea la situación hasta fines del próximo año.



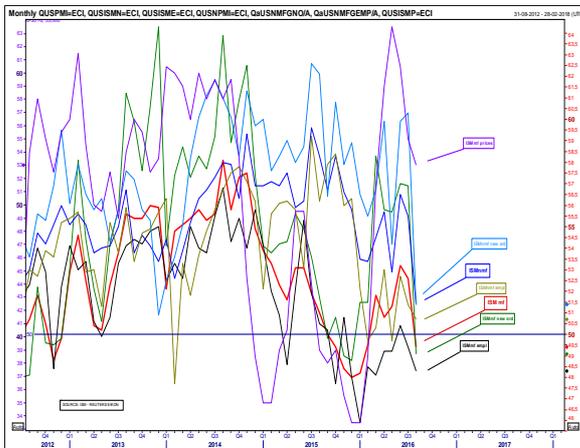
- Explícitamente, el Presidente del BCCh afirmó que un ajuste a la actual tasa sólo se justificaría si hubiera una desviación de las expectativas a dos años. Las probabilidades de nuestro escenario base podrían variar si las cifras de proyección cambiaran, pero ello parece un riesgo acotado por los próximos meses. Con todo, esta relativa estabilidad y persistente convergencia no obsta para que se puedan registrar varios cambios de expectativas en los próximos meses, producto de la alta variabilidad que deberían seguir mostrando algunas variables clave, como los precios de los combustibles y el tipo de cambio.
- Reapareció la presión bajista en el tipo de cambio local, principalmente impulsada, al igual que en otras plazas, por el retroceso en el dólar estadounidense (USD) tras las cifras de extrema debilidad en aquella

economía. Este retroceso, por lo demás significativo en el mercado local, y con perspectivas de continuar un poco más en los próximos días, no modificó significativamente el relativo alineamiento del valor de mercado. No hay cambios significativos en las tendencias y el panorama monetario interno estable pone el peso de la volatilidad casi exclusivamente en las condiciones externas. Los valores cuantitativos no apuntan a grandes variaciones, pero sí a alta volatilidad en las próximas semanas.



## PANORAMA INTERNACIONAL

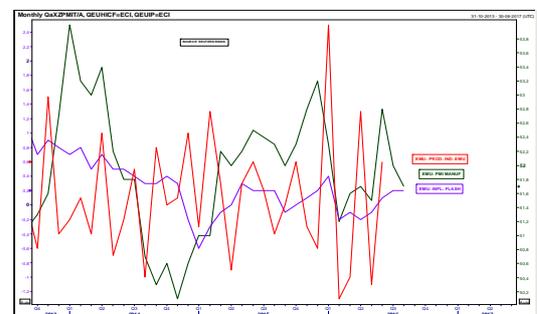
- Los indicadores globales más anticipados mejoraron respecto a las señales flash que se habían publicado hace dos semanas. Los índices de producción y de nuevos pedidos, tanto en manufacturas como servicios se advierten más expansivos, si bien a tasas muy moderadas y con una considerable heterogeneidad. De hecho, las principales economías desarrolladas reportaron crecimientos más lentos que el mes previo.
- La actividad en EEUU se habría desacelerado significativamente en ago16, según los indicadores adelantados. Tanto la actividad manufacturera como los servicios y los respectivos nuevos pedidos, mostraron un fuerte enfriamiento. Esto probablemente no modifique la trayectoria económica en forma radical, pero sí tiende a reducir las perspectivas de crecimiento de resultados de empresas.



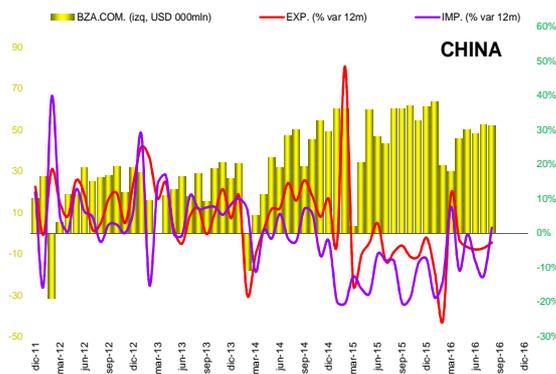
- Los datos del mercado laboral en EEUU en ago16 resultaron algo más débiles de lo previsto por el mercado, y a pesar de que los datos del mes previo fueron corregidos al alza, el informe trasunta una condición más bien débil. La tasa de desempleo se mantuvo en 4,9% y las mismas planillas, con algunas volatilidades normales, muestran un comportamiento bastante estable.



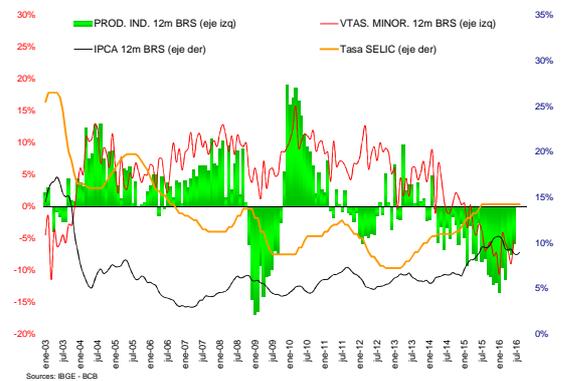
- En estas condiciones, la política monetaria de EEUU probablemente se mantenga estable hasta dic16, cuando parece que podría determinarse una pequeña alza en la tasa referencial. No obstante, la especulación sobre estos factores continuará en las próximas semanas y meses, en función de datos puntuales que se vayan conociendo, lo que seguirá provocando turbulencias transitorias en los mercados de activos.
- Las cifras anticipadas de la Eurozona mostraron un debilitamiento marginal, principalmente centrado en Alemania. Los datos, sin embargo, no se apartan demasiado de la tendencia relativamente plana anterior. Las posibles consecuencias del Brexit se siguen diluyendo, mientras que la posibilidad de nuevas medidas de estímulo se mantiene plenamente vigente, aunque ayer el BCE decidió abstenerse. Las perspectivas del euro, en ese contexto, podrían verse algo debilitadas, pero este efecto es poco perceptible frente a los datos recientes de EEUU que han presionado al USD.



- Los últimos datos disponibles de China ofrecieron una perspectiva más optimista. Los indicadores PMI reflejaron una recuperación importante en ago16 (los índices privados fueron un poco menos optimistas pero también siguieron en la zona expansiva. Las cifras de comercio exterior de ago16 tuvieron un repunte en línea con el comportamiento estacional, que es interpretado favorablemente. El comportamiento de la inflación en el mismo mes ha sido bastante débil, cayendo a 1,3% en 12 meses. En resumen, y esperando a datos más concretos a conocerse la próxima semana, no hay un desplome en el crecimiento ni muchas perspectivas de que ello vaya a ocurrir, pero el ritmo actual parece permitir mayores apoyos gubernamentales.



- Los pronósticos de crecimiento para Brasil este año y el próximo han ido mejorando, y es de esperar que ese sea el camino en la medida que la solución de las incertidumbres políticas estimule un poco el desempeño económico. Scotiabank redujo la contracción esperada para este año desde 3,8% a 3,1% y para el próximo pasó de 0% a una pequeña expansión de 1,2%. No son cifras extraordinarias, pero tienden a reforzar la idea de que lo peor del profundo y prolongado ciclo adverso estaría quedando atrás. El dato de inflación de ago16 conocido hoy (0,44%), lo que representa un pequeño repunte anual, pero sin modificar la trayectoria previa.



## 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.*