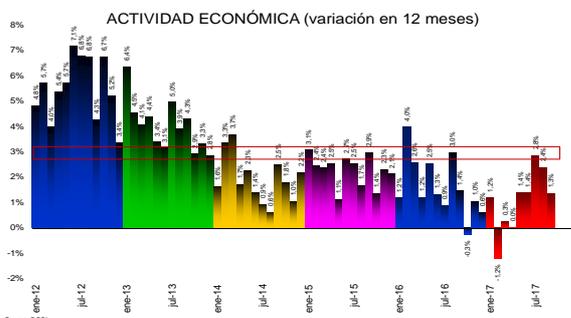




SÍNTESIS PANORÁMICA

- **Sigue pareciendo lo más probable (75%) que la tasa referencial se mantenga en los expansivos niveles actuales por muchos meses, seguida una gradual convergencia hacia la neutralidad.**
- **Aun cuando tras el IPC de oct17 y la reunión de política monetaria de esta semana gran parte de la opinión publicada se alineó con una expectativa similar a la que hemos sostenido desde may17, es muy probable que haya más oportunidades en los próximos meses para apreciar más fluctuaciones de sus estimaciones.**
- **Según el IMACEC, la variación de la actividad económica en sep17 alcanzó al 1,3%. El resultado estuvo por debajo de lo esperado por el consenso (centrado entre 1,5% y 1,8%). El sector minero creció 8,5% y el resto solo lo hizo en 0,7%, muy afectado por el número de días hábiles.**
- **Para oct17 cabe esperar una variación sustancialmente mayor (los escasos datos disponibles apuntan a alrededor de 3%), lo que podría revitalizar el ánimo de aquellos que esperaban un fuerte crecimiento a fines de año. Nuestra estimación para el último trimestre sigue en 2,4%.**
- **El IPC de oct17 aumentó 0,6%, haciendo subir la variación en 12 meses a 1,9% (previamente era 1,5%). El índice que excluye alimentos y energía creció solo 0,34%. Mantenemos nuestro pronóstico de inflación anual en torno a 1,9% para este año y 2,9% para el próximo, con un ritmo de normalización que se debería acelerar a partir de mediados de año.**
- **Las condiciones globales siguen siendo positivas para amplias regiones, en las que prevalecen crecimientos moderados y con perspectivas de mejoramiento, en medio de inflaciones bajas, o muy bajas, y en proceso de normalización. Todo ello contribuye a un buen desempeño de los mercados de activos, aparte de algunas correcciones transitorias.**

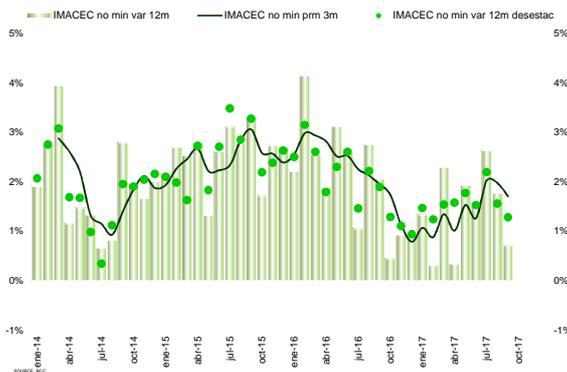
PANORAMA NACIONAL



- **Según el IMACEC, la variación de la actividad económica en sep17 alcanzó al 1,3%. El resultado estuvo por debajo de lo esperado por el consenso (centrado entre 1,5% y 1,8%). Como se sabía, en este resultado fue adversamente influido en algunos sectores por dos días hábiles menos. Puesto que nuestra estimación era igual al resultado conocido, no modificamos el pronóstico de 2,2% para el tercer trimestre**

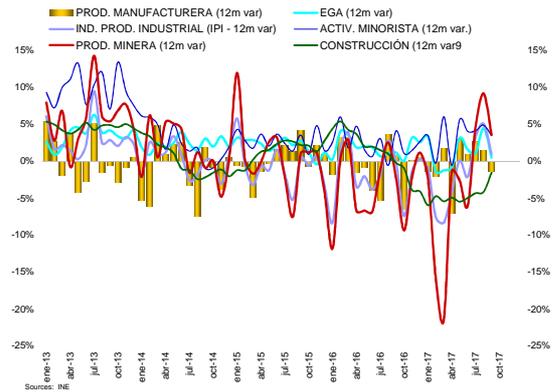
(la cifra efectiva se revelará el próximo lunes 20nov, con las cuentas nacionales, y es probable que se introduzcan algunas correcciones a datos previos). Para oct17 cabe esperar una variación sustancialmente mayor producto de factores estadísticos (los escasos datos disponibles apuntan a alrededor de 3%), lo que podría mejorar el ánimo del mercado, especialmente para quienes esperaban un fuerte crecimiento a fines de año. Nuestra estimación para el último trimestre sigue en 2,4%, lo que permitiría concluir el año con un 1,4%, que es un pronóstico con un riesgo sesgado a la baja.

- El comunicado indica que el sector minero creció 8,5% (que contrasta con la fuerte desaceleración de la producción minera a 3,6% informada por el INE la semana previa). Esto sugiere que efectivamente la desviación algo optimista del mercado difícilmente estuvo relacionada con este sector sino con el resto, que solo creció 0,7%. En un contexto más amplio, el dato pareciera confirmar que los sectores no directamente ligados a la minería siguen bastante flojos. Sin embargo, el resultado más bien sugiere postergación de la reaceleración, lo que incluso puede ser interpretado como un sesgo más positivo para 2018, no solo por factores estadísticos.

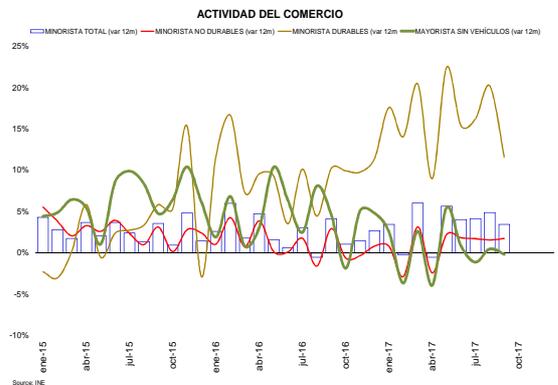


- En sep17 la producción minera desaceleró su crecimiento a 3,6%, según el INE, mientras que las manufacturas se contrajeron en 1,4% (muy cerca de la media pronosticada por el mercado) y los servicios básicos crecieron sólo 0,5%. Cabe recordar que el mes tuvo dos días hábiles menos que septiembre de 2016, lo que implicó

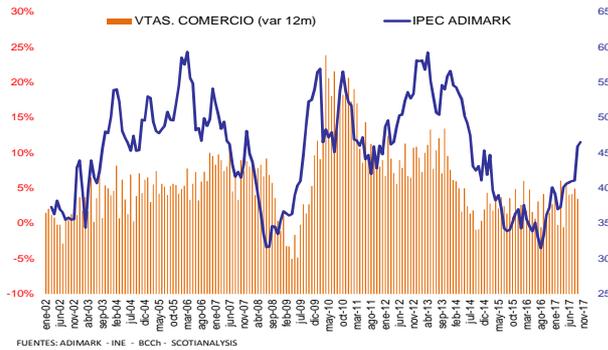
un impacto adverso previsible y relevante en las manufacturas. La construcción se contrajo solo un 1,5% (la caída más pequeña en un año), lo que es muy positivo porque describe (y se está entendiendo) como un comienzo inminente del rebote. Hay otros factores que apuntan a lo mismo, pero la recuperación debería ser muy tímida por un par de trimestres.



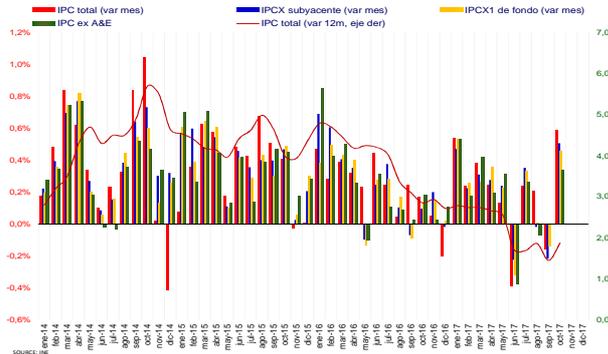
- En sep17 la actividad del comercio se desaceleró al 3,8%, registrando una contracción en el comercio mayorista (-0,2%) y una disminución de la velocidad en el minorista (3,5% vs. el 4,9% de ago17). En esto último influyó decisivamente el sensible menor ritmo de bienes durables (aun así llegó a 11,6%), mientras que el resto mantuvo un crecimiento muy bajo (1,8%, muy similar al de los meses previos). Hay que reiterar que el relativo mejor desempeño del sector en los últimos cinco meses obedece principalmente a ventas de bienes durables. *Esto último es muy...*



- Si bien la confianza se sigue recuperando, parece que ello responde más bien al elemento desinflacionario que a una fortaleza en el mercado laboral. Para los próximos meses se espera que el sector acelere paulatinamente el ritmo, en un proceso que hacia el primer trimestre debería acelerarse un poco más.

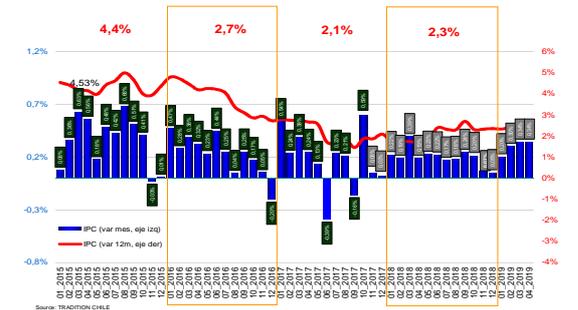


- El IPC de oct17 registró un aumento mensual de 0,6%, haciendo subir la variación en 12 meses a 1,9% (previamente era 1,5%). Como siempre, era relativamente probable que la inesperada y significativa caída de sep17 fuera seguida por algún repunte. En el resultado hay una incidencia importante (y casi igual) de alimentos y vivienda (incluidos los servicios básicos). De hecho, el índice que excluye alimentos y energía creció solo 0,34% (el mes previo no había registrado variación). Con todo, se trata de la mayor variación mensual para el índice total desde agosto de 2015 (año en que la inflación alcanzó al 4,4%), y entre las más altas de ese período para bienes y servicios.

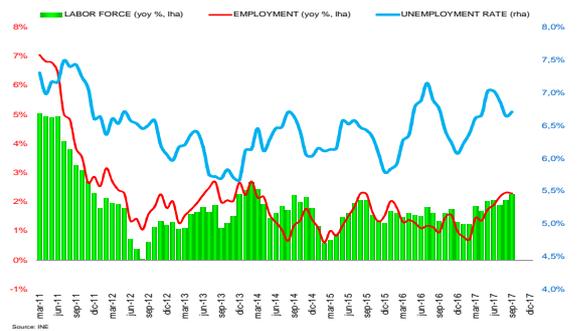


- Con gran probabilidad, la variación de los dos últimos meses del año será inferior, pero tal vez

no tanto como algunos esperaban a partir del dato de septiembre. Mantenemos nuestro pronóstico de inflación anual en torno a 1,9% para este año y 2,9% para el próximo, con un ritmo de normalización que se debería acelerar a partir de mediados de año. En cualquier caso, el mercado espera variaciones cercanas a 0.1% para el mes en curso y 0% para dic17, con lo cual la inflación anual terminaría alrededor de 2,1%. Para 2018 las estimaciones de mercado aumentan solo a 2,3%.

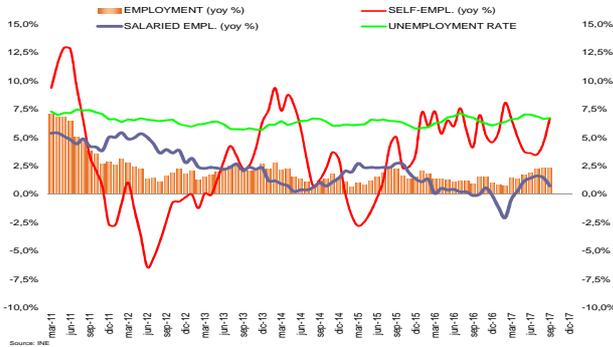


- El desempleo subió una décima en el tercer trimestre, ubicándose en 6,7% (vs. 6,6% en el trimestre móvil anterior y que era nuestra pronóstico), influido por un incremento en la fuerza de trabajo a un mayor ritmo al previo (2,2% vs. 2.1%), lo que terminó dominando sobre un efecto estacional.

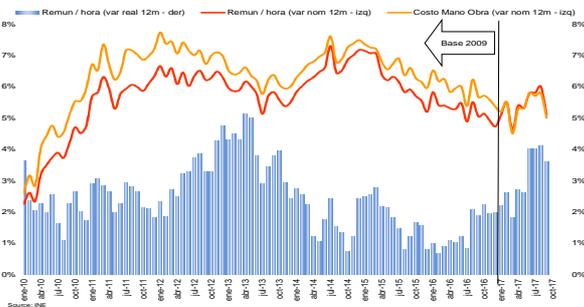


- El ritmo de creación de empleo se mantuvo en 2,3%, como se esperaba, pero hay una notable involución en los componentes. El empleo por cuenta propia se disparó nuevamente a 6,6% (similar al primer trimestre), mientras que el asalariado, que sería predominantemente fiscal, redujo su

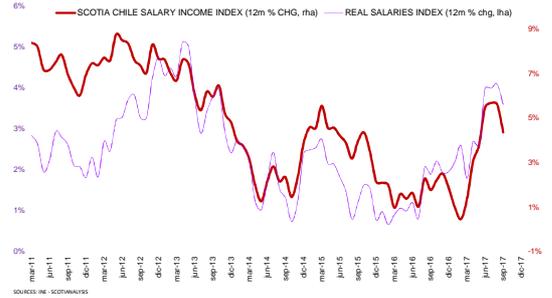
ritmo a 0,7% (un cambio notable respecto a las tasas de los cuatro meses previos).



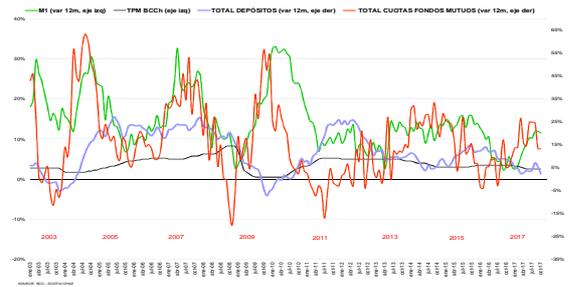
- Este comportamiento requiere evaluar con cautela la evolución esperada del desempleo en los próximos registros y especialmente para el próximo año. Incluso en el escenario más probable de significativa recuperación de la actividad podría advertirse transitoriamente una evolución algo diferente del mercado laboral. Si este fuera el caso, y aun cuando esta evolución del desempleo algo rezagada respecto a la actividad (por lo demás, normal) puede ser incluso más intensa en esta oportunidad, también hay buenas razones para esperar que otros elementos favorables predominen sobre el comportamiento del consumo en los próximos trimestres
- Las remuneraciones redujeron notablemente su ritmo en sep17, tanto en los índices nominales como en los deflactados. El cambio no parece suficiente para modificar la tenencia alcista, pero la modera. Como se ha señalado, de verificarse un panorama de aceleración significativo de la actividad en 2018, es probable que las remuneraciones lo comiencen a reflejar incuso antes que los mismos indicadores de empleo.



- Respecto al índice de masa salarial disminuyó sensiblemente, pero se mantienen en niveles relativamente altos de expansión, de acuerdo a nuestras estimaciones (Scotia Salary Income Index). Por lo tanto, es una desaceleración que parece suficiente para deteriorar los niveles de confianza.

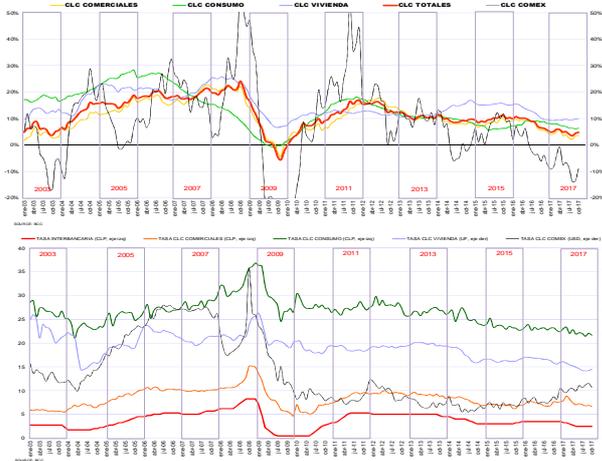


- El dinero básico (M1) experimentó una aceleración moderada en oct17, para alcanzar un ritmo de 11,9%, que es la mayor en dos años. Con todo, se mantienen el pronóstico de que esta variable seguirá evolucionando sin cambios muy extraordinarios. Los depósitos y captaciones disminuyeron su tasa de crecimiento a 0,4%. En todos los casos se trata de comportamientos relativamente coherentes con determinantes críticos, como la actividad, los precios y las tasas de interés.

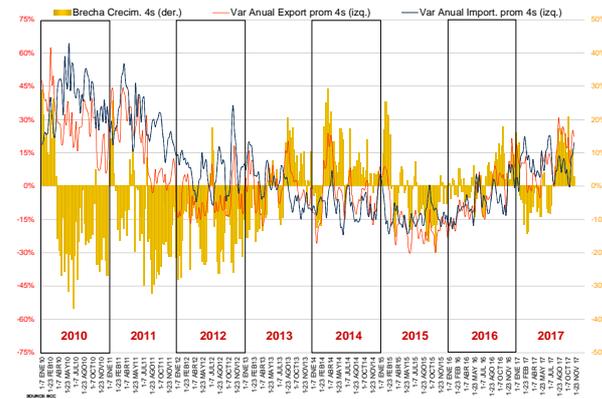


- El ritmo de las colocaciones bancarias registró una leve aceleración moderada en oct17, pero principalmente impulsada por las de consumo y menor caída en las de comercio exterior. Este crecimiento, además, estuvo apoyado en una base de comparación relativamente menos exigente. Por consiguiente, no cambia el pronóstico

de esperar una mayor expansión viene entrado el próximo año. Las tasas de colocación respectivas no registran cambios extraordinarios.

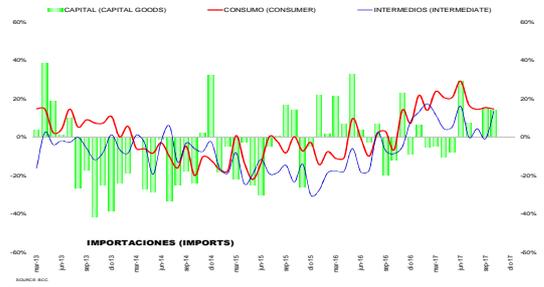


- En oct17 las tasas de expansión de comercio exterior se recuperaron respecto a lo que iba mostrando la tenencia del tercer trimestre, pero una parte se debe, sin duda a menores bases de comparación. Las variaciones además mejoraron un poco el comportamiento de la brecha de crecimiento, aun cuando esta última se deterioró un poco en la primera semana de noviembre.

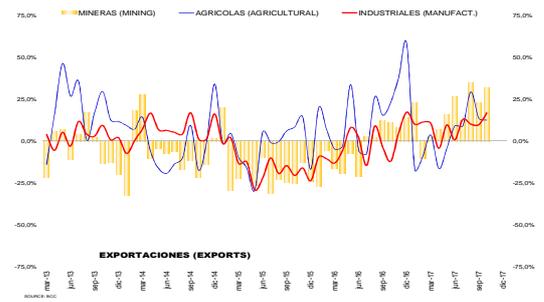


- En lo que respecta a importaciones hay un repunte en bienes intermedios, pero aquí es donde se nota especialmente el favorable efecto comparativo. En cualquier caso, el buen desempeño de las importaciones de bienes de capital augura que la expansión de la formación

de capital bruto del tercer trimestre se prolongará al cuarto.



- En exportaciones los ritmos de crecimiento mejoraron en forma generalizada, pero el efecto bases de comparación también juega un papel importante, especialmente en el sector manufacturero. En el futuro se espera un paulatino mejor desempeño, pero será necesariamente moderado.

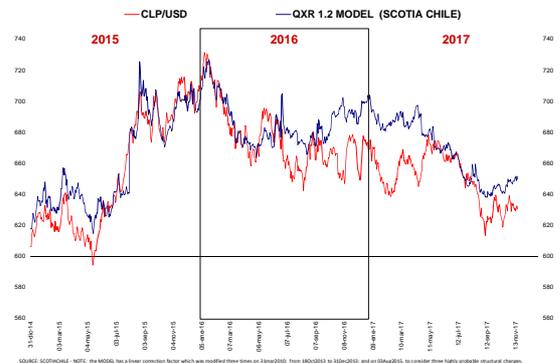


- En línea con lo esperado por la casi totalidad del mercado, el Banco Central (BCC) mantuvo la tasa de política monetaria (TPM) en 2,5% de nov17, el mismo nivel en el que ha estado desde may17. El sesgo neutral fue sostenido con las mismas características del mes anterior, esto es, reiterando el riesgo de que la convergencia a la meta de la inflación en el horizonte de dos años pueda demorar más de lo previsto, lo que obligaría a ajustar la tasa (recortarla) para evitar la prolongación de tal convergencia. Una vez más, vale la pena reiterar que este mensaje lo que hace es sostener un sesgo neutral, intentando acotar posibles desviaciones bajistas en las expectativas de 24 meses. Esto parece absolutamente razonable en las actuales circunstancias. La mediana de las

expectativas inflacionarias en el plazo mencionado sigue en 3%, y si bien la proporción del mercado que así lo espera sigue siendo mayoritaria, ha disminuido un poco.

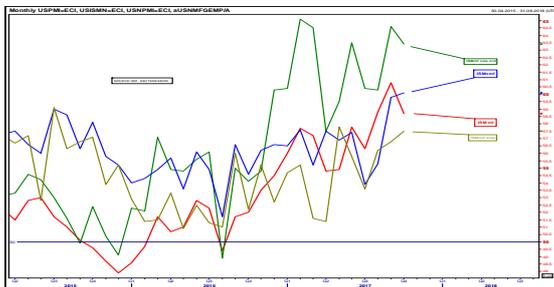
- Por lo mismo, las futuras decisiones seguirán dependiendo ampliamente del comportamiento de los datos y de los efectos que ellos tengan en las expectativas. En este contexto, se mantiene la alta relevancia de la evolución de los indicadores inflacionarios subyacentes, que excluyen los precios de productos altamente volátiles, que se ven altamente condicionados por factores de oferta transitorios. Sigue pareciendo lo más probable (75%) que la tasa referencial se mantenga en los expansivos niveles actuales por muchos meses, para dar paso a una gradual convergencia hacia la neutralidad una vez que los riesgos inflacionarios se disipen en el contexto de actividad y demanda acelerándose. Aun cuando tras el IPC de oct17 y la reunión de esta semana gran parte de la opinión publicada se alineó con una expectativa similar a la que hemos sostenido desde may17, es muy probable que haya más oportunidades en los próximos meses para apreciar más fluctuaciones de su estimación al respecto.

- El tipo de cambio se ha mantenido relativamente estable en los últimos días. Desde un punto de vista estrictamente técnico prevalece una mayor probabilidad de un moderado descenso en los próximos días. No obstante, en términos cuantitativos el nivel actual se mantiene por debajo de su equilibrio y la perspectiva de corto plazo para variables crítica, como el precio del cobre, sugieren impulso. En este contexto, a menos que el actual ajuste en los mercados de activos remitiera efectivamente, parece más probable que se mantenga fluctuando más bien en la zona entre \$ 630 y \$ 640. Con todo, la trayectoria que debería prevalecer es relativamente estable, con la volatilidad propia de esta variable.

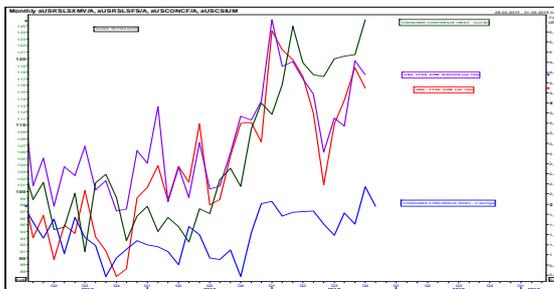


PANORAMA INTERNACIONAL

- Scotiabank elevó a 3,7% su expectativa de crecimiento mundial para este año y mantuvo el 3,6% para el próximo. El alza está influida, entre otros factores, por las mejores perspectivas para China. Las condiciones globales siguen siendo positivas para amplias regiones, en las que prevalecen crecimientos moderados y con perspectivas de mejoramiento, en medio de inflaciones bajas, o muy bajas, y en proceso de normalización. Todo ello contribuye a un buen desempeño de los mercados de activos, aparte de algunas correcciones transitorias, que como la actual, son previsibles y pueden ser saludables para las tendencias de largo plazo.
- Los índices ISM correspondientes a oct17 mostraron que la economía de EEUU sigue creciendo a una velocidad importante. Si bien el ritmo en el sector manufacturero disminuyó levemente, incluso por debajo de lo esperado, en el sector servicios se aceleró más allá de lo previsto por el consenso.



- Los datos de comercio minorista se expandieron a una tasa algo superior a los pronósticos, críticamente influidas por los autos. En general, el consumo sigue creciendo a un buen ritmo (alrededor de 2,5%).



- Las cifras del mercado laboral en EEUU en oct17 resultaron algo por debajo de lo previsto, con un nivel de creación de empleo todavía fuerte, pero con la tasa de desempleo descendiendo a 4,1% condicionada por una menor tasa de participación.

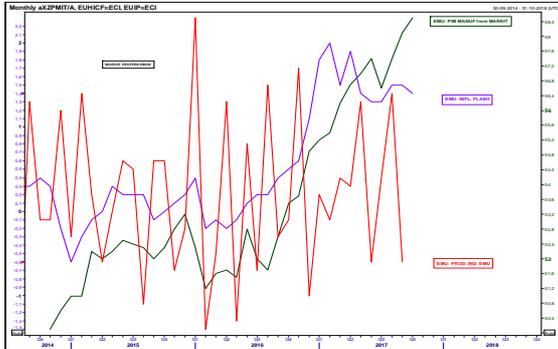


- Las diferentes medidas de inflación se alinearon con lo anticipado. En este contexto, sigue pareciendo más probable que la Reserva Federal determine un alza de 25pb en la tasa referencial en la reunión de dic17 y es probable que haya dos en 2018, más bien en el segundo semestre.

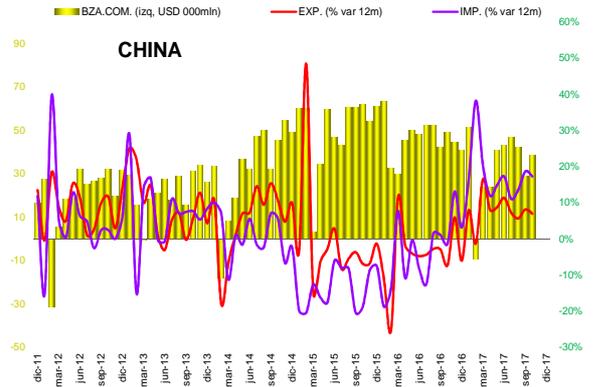


- Las perspectivas para la Eurozona no han variado sustancialmente en el último mes. Los datos del mercado laboral siguen mejorando y la inflación da algunas señales de resurgir, pero a partir de niveles muy bajos. Los PMI de oct17 tuvieron una marginal desaceleración, pero que no cambia la perspectiva de crecimiento para región para este año ni el próximo. Para el

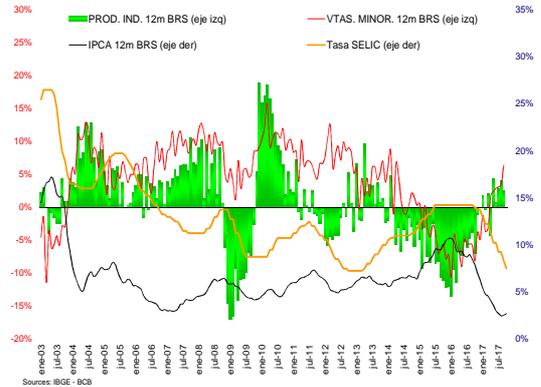
trimestre en curso se espera una expansión en torno a 0,7%, que sigue siendo muy positiva en este contexto. Todo esto permite esperar el inicio del retiro de estímulos monetarios en forma gradual.



- Los datos de China en oct17 mostraron debilitamiento generalizado en relación a las cifras de los meses previos. Si bien las alternativas políticas se resolvieron muy bien, hubo anuncios favorables para la inversión y los mercados mejoraron su perspectiva de riesgo y expectativas de crecimiento, la evolución de las cifras debe ser seguida con cuidado. Con todo, Scotiabank mejoró su expectativa de crecimiento desde 6,7% a 6,8% para este año (mantuvo el 6,4% y 6,1% para el próximo y el subsiguiente, respectivamente), dando cuenta de una mejoría general en ciertas condiciones y cifras previas. Hay que decir que los riesgos en algunas áreas no ha desaparecido totalmente. Tampoco, por lo tanto, los posibles efectos sobre mercados críticos, aunque sean transitorios.



- El Banco Central de Brasil redujo el ritmo del incremento en el estímulo monetario, bajando sólo ¾ de punto porcentual la tasa en la reunión del 25oct, dejándola en 7,50% (las bajas previas venían siendo de 1pp). La decisión tiene varias condicionantes, pero coincide con lo que parece ser una estabilización en la inflación (que venía reduciéndose constantemente) y resultados de manufacturas y ventas minoristas que muestran mayor solidez. La perspectiva de Scotiabank mejoró a 0,6% este año, mientras que para el próximo se mantiene en 2,5%.



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.