



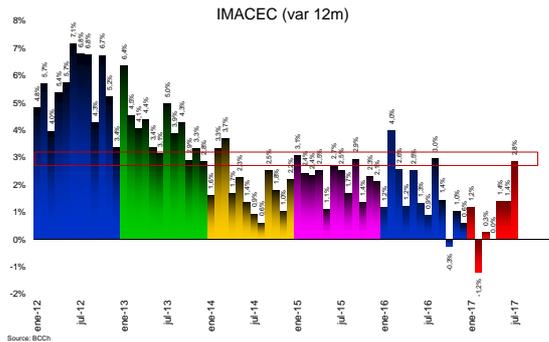
SÍNTESIS PANORÁMICA

- La variación del IMACEC de 2,8% en jun17 estuvo muy por encima de lo estimado por la media del consenso (2,1%) e incluso sobre nuestro 2,5%. **Datos puntuales débiles en los próximos meses son probables, pero sigue afianzándose la tendencia de moderada aceleración de nuestro escenario base original.**
- El IPC de ago17 subió un 0,2%, alineado con lo esperado por la mayor parte del mercado, aun cuando algunos sondeos apuntaban a 0,3%, acumulando 1,9% en 12 meses. **Cabe esperar que converja a un acumulado en 12 meses sustancialmente mayor hacia fin de año y siga aumentando en el próximo, para acercarse al 3%.**
- En el escenario más probable (75%) el actual nivel de la tasa referencial (2,5%) estaría en su mínimo cíclico y mantendría el actual impulso expansivo por algunos trimestres. **Posibles movimientos previos tendrían lugar siempre que los ajustes inflacionarios no fueran provocados por los mismos factores que pudieran modificar en sentido contrario el crecimiento previsto para 2018.**
- Si se agregara un impulso fuerte sobre los indicadores de confianza en los próximos meses y no mediara un ajuste en la expansión fiscal el próximo año y/o una caída inesperada en la inflación, **evidentemente que podría haber un alza en proyecciones de actividad y precios, que podría ser recogido por las tasas largas más intensamente de lo previsto.**
- **Nuestro modelo cuantitativo muestra una apreciación del peso que a todas luces tiene justificaciones, pero muy inferiores a lo que se está produciendo.** Hoy tuvo una apreciación importante, aparentemente explicado por la perspectiva renovada por algunos sobre posibles recortes de tasas, a partir de un resultado inflacionario puntual, que además era el previsto mayoritariamente.
- De acuerdo a los datos más recientes y confiables, en ago17 la economía mundial aceleró su paso a los niveles más rápidos en dos años y medio. **Aunque no constituye un incremento muy significativo respecto a la tendencia en lo que va del año, sugiere una mejor perspectiva.**

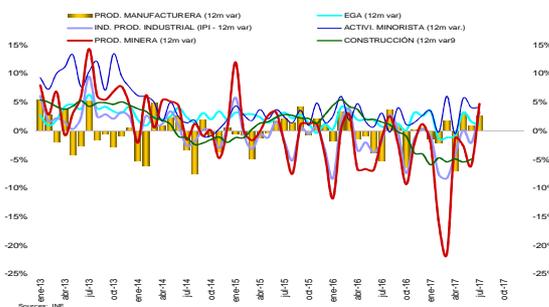
PANORAMA NACIONAL

- La variación de la actividad estimada por el IMACEC para jul17 alcanzó a 2,8%, muy por encima de lo estimado por la media del consenso que apuntaba al 2,1% e incluso por nuestro pronóstico de 2,5%. En esto no influyó el número de días hábiles, aunque sí la baja base de comparación. Las cifras confirman una normalización en el ritmo minero (5,2%) acompañada de factores adicionales que ya se anticipaban la semana pasada en el resultado sectorial. Para el resto de los sectores (2,6%), según el BCCh

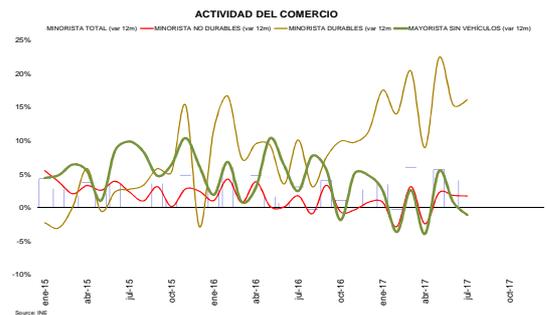
influyeron positivamente comercio, pesca y manufacturas. El dato viene a poner una cota a los resultados negativos previos y desafía un poco las proyecciones más pesimistas para el crecimiento anual (aquellas en torno a 1% o inferiores), no obstante que hacia adelante puede haber datos puntuales renovadamente débiles.



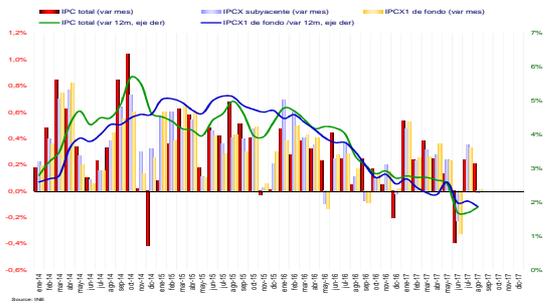
- 2En jul17 la producción minera creció 4,7%, la manufacturera lo hizo en 2,6% (por sobre nuestra estimación de 2,3%) y la de servicios básicos en 1,1%. Respecto a la minería confluyeron varios factores, entre los que destacan los efectos de recuperación de las violentas contracciones del primer trimestre, un mejor precio del cobre, que probablemente incentiva a algunos productores, y hay que mencionar una mejoría en la ley del mineral extraído. En el futuro es de esperar que se vayan consolidando estos desempeños que pueden ser calificados de normalización de situaciones previas excesivamente ajustadas. En el caso de la construcción, por el contrario, es probable que las contracciones se mantengan por varios meses antes de empezar a mostrar una recuperación.



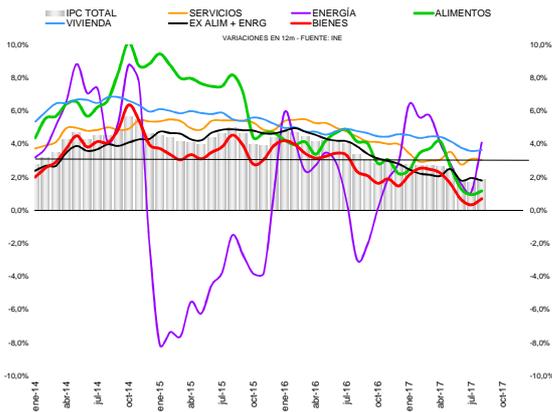
- El índice real de actividad del sector comercio se aceleró levemente, hasta 3,4%. El sector mayorista se contrajo levemente, mientras que el minorista mantuvo aproximadamente el ritmo del mes previo. Las ventas de bienes durables, especialmente del sector minorista, siguieron creciendo a una tasa muy alta (16,1%) como ha sido la tónica durante todo este año, favorecidas por el comportamiento de las tasas de interés y demanda de reposición. Por el contrario, las ventas de bienes no durables siguen creciendo a un ritmo muy bajo. (1,7%). Probablemente las novedades desinflationarias sigan colaborando a sostener algunas ventas del sector, pero mientras los indicadores de confianza no retornen a niveles mejores no debería apreciarse una gran expansión sectorial.



- El IPC de ago17 subió un 0,2%, alineado con lo esperado por la mayor parte del mercado, aun cuando algunos sondeos apuntaban a 0,3%. En 12 meses la variación acumula 1,9%. Los índices que excluyen los componentes más volátiles (IPCX e IPCX1) no registraron variaciones y arrastran la acumulación anual que el total.

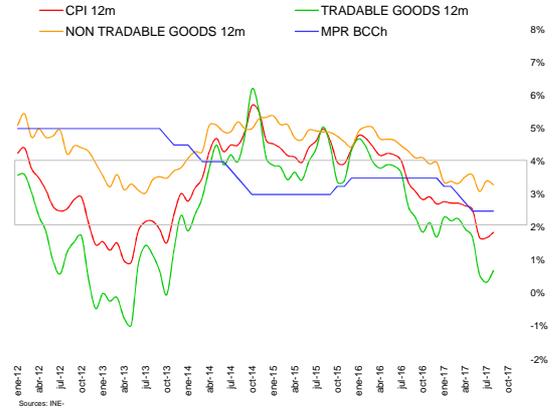


- El índice que excluye alimentos y energía (IPCSAE) retrocedió 0,1% (acumula 1,8% en 12 meses), lo que refleja de dónde provinieron las principales alzas. Es importante recordar que alimentos acumulan un aumento de solo un 1,2% en los últimos 12 meses (frutas y verduras subieron 5,5%, arrastrando una caída de 4,5% en 12 meses, pero que había llegado a -9% en junio). La tendencia hacia la normalización en estos valores es el resultado más probable. Lo mismo pero en sentido contrario puede decirse de energía que subió 0,6% y acumula 4,1% en 12 meses. Los combustibles, por sí solos, aumentaron en 1,1% y acumulan un incremento de 6,9% en 12 meses. De persistir el ajuste cambiario, estos precios podrían retroceder algo, pero es poco probable que ocurra lo mismo con su precio externo base.

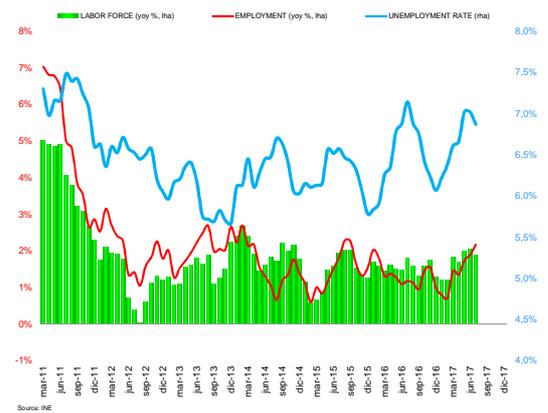


- Los componentes de servicios y no transables cayeron 0,1%, recogiendo su estacionalidad normal del mes. En este mismo sentido, cabe esperar que este tipo de productos tenga un mayor aporte en los próximos registros. En conjunto, las cifras confirman que la inflación no es un problema y que probablemente está atravesando por la parte más baja de su ciclo. Cabe esperar que converja a un acumulado en 12 meses sustancialmente mayor hacia fin de año y siga aumentando en el próximo, para acercarse al 3%, coherente con lo previsto para las principales variables que la determinen. Naturalmente que seguirá habiendo resultado mensuales en uno u otro

sentido, pero es improbable que condicionen los análisis más serios y completos.

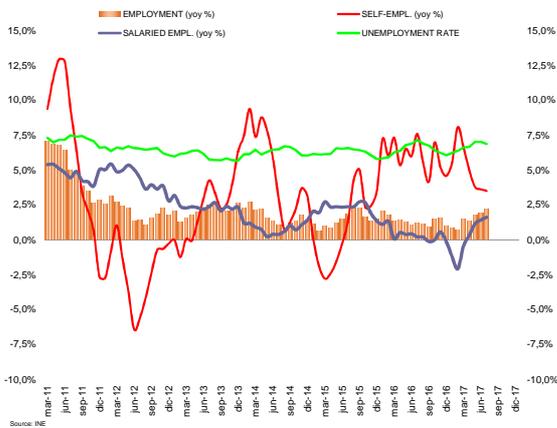


- Contra lo esperado, incluso por efecto estacional, la tasa de desempleo en el trimestre may17-jul17 descendió a 6,9%. En parte, esto se explica por menor ritmo de aumento en la fuerza laboral y una aceleración del empleo a 2,2%, el mayor registro desde octubre de 2015. Las mayores incidencias sectoriales positivas provinieron de actividades de servicios relacionadas con administración pública, educación, salud y otros servicios. De las actividades productivas esencialmente privadas, el mayor efecto positivo, aunque inferior a los mencionados, provino del comercio, y el negativo más fuerte, de la construcción.



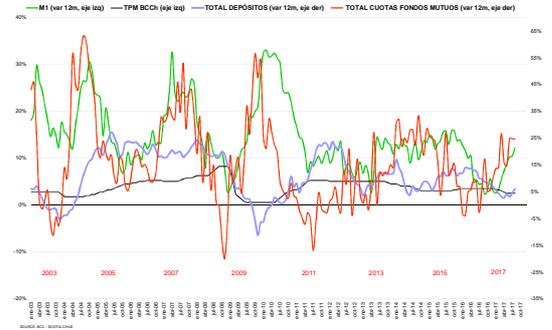
- El incremento del empleo resalta la incidencia del asalariado, que continuó

umentando su ritmo, ahora a 1,6%, también el mayor desde fines de 2015. El trabajo por cuenta propia siguió desacelerándose, ahora al 3,5%, que todavía es un ritmo alto, pero sensiblemente menor al que mostró durante todo 2016 y el primer cuatrimestre de este año. Esta estructura de crecimiento es coherente con lo que se está viendo en actividad, con un desempeño negativo o deprimido en algunos sectores y otros que se comportan mejor, acompañados de un fuerte gasto público en algunas áreas. Desde el punto de vista del consumo, parece una combinación algo más sólida que la vista el año pasado, que implicaba incremento muy desproporcionado del empleo por cuenta propia. En el contexto de un bajo ritmo de expansión de la actividad, esta evolución del empleo probablemente anticipe, como lo hemos reiterado, un ciclo más prolongado y débil del mercado laboral, a menos que la aceleración en la actividad a partir del próximo año fuera mucho más intensamente prolongada de lo previsible.

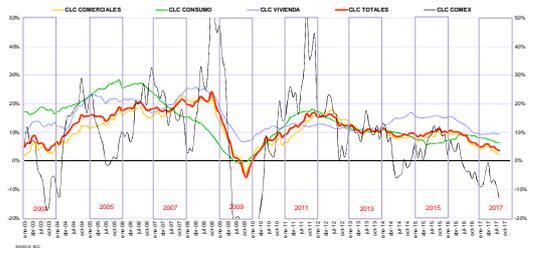


- El dinero básico M1) sigue aumentando su tasa de expansión, lo que parece consistente con los factores principales que lo determinan en la actual coyuntura, que tienen que ver con menor inflación y bajo costo alternativo. En cuanto a otros agregados, los depósitos están creciendo a un ritmo muy bajo, favoreciendo a los fondos mutuos, que mantienen retornos más atractivos. Es de esperar que esta situación se normalice en la

medida que la tasa referencial (TPM) permanezca invariable por muchos meses.

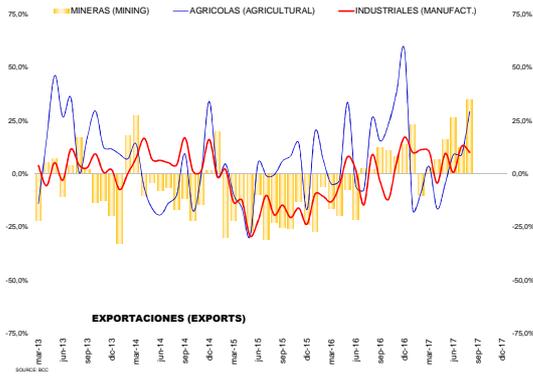


- Las colocaciones bancarias siguieron disminuyendo su ritmo de expansión, que en ago17 llegó a 3,6%, su menor ritmo desde mar10. El efecto es bastante amplio, generalizado y convergamos que predecible, ya que responde a los bajos niveles de actividad apreciados desde el último trimestre de 2016. En este contexto, es de esperar que este menor ritmo se prolongue todavía hasta bien entrado 2018. Las tasas de interés respectivas han seguido disminuyendo, lo que probablemente tienen que ver con la mayor holgura monetaria, pero también con un aumento en las exigencias de crédito.

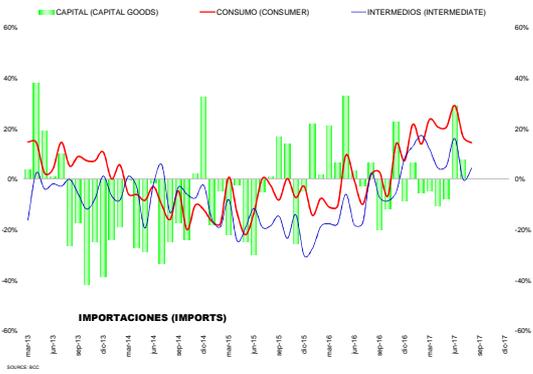


- Los datos de cuentas externas de ago17 siguieron positivamente dominados por el mayor precio del cobre. Sin embargo, las

agrícolas también tuvieron un buen comportamiento y las manufactureras mantuvieron su ritmo positivo. En conjunto, pareciera que el sector exportador está mostrando un buen desempeño, en general (obviamente que siempre hay excepciones), beneficiándose de diversos elementos.

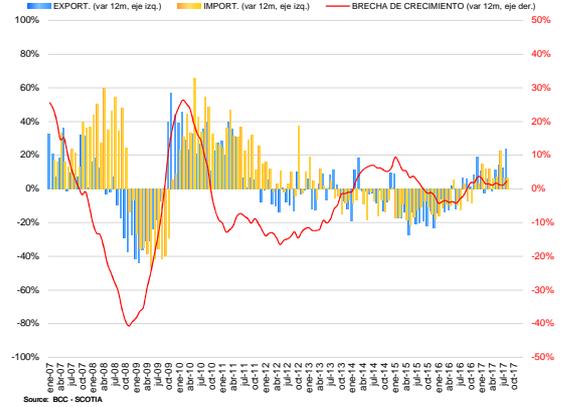


- Por el contrario, el ritmo de las importaciones se vio disminuido, y no se puede hablar de efectos estadísticos muy adversos. La fuerte expansión previa de bienes de capital se corrigió y los intermedios siguen desempeñándose a un ritmo moderado.



- En conjunto, estas cifras arrijan un buen desempeño de balanza comercial, que probablemente seguirá mejorando, al menos en el muy corto plazo, en la medida que el precio del cobre se mantenga comparativamente alto. Esto es un elemento muy favorable para los precios de los activos locales, que en algunos casos, como la bolsa probablemente no se han manifestado

todavía debido a otros elementos predominantes.



- El Banco Central aumentó el promedio del rango esperado de crecimiento para este año desde 1,375% a 1.5%, manteniendo un sesgo de riesgo equilibrado. Con pocas excepciones, el mercado esperaba un rango centrado en 1,25%. Para el próximo año se mantuvo la estimación que promedia 3%. La demanda interna -sin existencias- fue reducida desde 1,8% a 1,7%, debido a una mayor caída proyectada en la inversión, desde -0,9 a -1,6%, mientras que el consumo fue revisado marginalmente al alza. Mantuvo la proyección de demanda para 2018 en 2,9% con cambios marginales en consumo e inversión.

	2016	2017 (f)		2018 (f)	
	IPoM Sept.17	IPoM Jun.17	IPoM Sept.17	IPoM Jun.17	IPoM Sept.17
PIB	1,6	1,0-1,75	1,25-1,75	2,5-3,5	2,5-3,5
Demanda interna	1,1	2,5	2,6	3,9	3,9
Demanda interna (sin var. de existencias)	2,0	1,8	1,7	2,9	2,9
Formación bruta de capital fijo	-0,8	-0,9	-1,6	3,0	3,2
Consumo total	2,8	2,6	2,7	2,9	2,8
Exportaciones de bienes y servicios	-0,1	0,7	0,1	3,9	4,5
Importaciones de bienes y servicios	-1,6	4,3	4,6	6,6	7,4
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,4	-1,0	-1,2	-1,9	-1,8
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,2	20,2	19,8	20,3	20,2
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	23,2	22,1	21,7	22,2	21,8

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

- En inflación, recortó la proyección de este año de 2,6% a 2,4% y se elevó de 2,9% a 3% para el próximo. Los sesgos se diferencian en bajista en el corto plazo y neutral en el largo. Este cambio no parece demasiado relevante en magnitud, pero intensifica el sentido transitorio de la

inflación baja y una tendencia a la normalización hacia mediados de 2018, antes de lo anticipado por muchos en el mercado (que incluso la recortaron muy recientemente a 2,6% para 2018). Los sesgos para el riesgo inflacionario son a la baja en el corto plazo y neutral el resto.

INFLACIÓN

	2016	2017 (f)	2018 (f)	2019 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Inflación IPC promedio	3,8	2,3	2,7	
Inflación IPC diciembre	2,7	2,4	3,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	4,0	2,0	2,2	
Inflación IPCSAE diciembre	2,8	1,9	2,7	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*)				2,9

(f) Proyección.

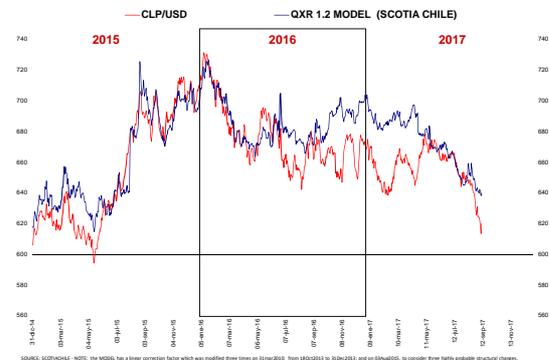
(*) Corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre del 2019.

Fuente: Banco Central de Chile.

- De la máxima relevancia en esta oportunidad, la estimación de crecimiento potencial se estableció en 2,5%, que era el mínimo del rango estimado hace un año. El crecimiento tendencial de la economía se estima entre 3% y 3,5%. Consistente con todo lo anterior, se estima que en el escenario más probable el actual nivel de la tasa referencial está en su mínimo cíclico (2,5%) y mantendría este sesgo expansivo por algunos trimestres. Esto respalda nuestro escenario base de mantención por muchos meses, que aumenta su probabilidad de 60% a 75%.
- En el mismo sentido, considerando los parámetros señalados y las trayectorias posibles, si bien no se pueden descartar ni nuevos recortes ni la anticipación de alzas de la TPM (que proyectamos para el segundo trimestre), da la impresión de que el espacio y el tiempo de la actual política monetaria están mucho más ajustados de lo que algunos proyectan. Cabe reiterar aquí que se refieren a un sesgo bajista de la inflación para el corto plazo.
- Por otro lado, si a lo anterior se agregara un impulso fuerte sobre los indicadores de confianza en los próximos meses, y de no

mediar un gran ajuste en la expansión fiscal el próximo año o una caída inesperada en la inflación por factores exógenos, evidentemente que podría haber un alza en proyecciones, que sería recogido por las tasas largas más intensamente de lo previsto.

- Con los últimos movimientos apreciativos, nuestro modelo cuantitativo (basado en variables que normalmente se alinean con el tipo de cambio local) muestran una apreciación del peso que a todas luces tiene justificaciones, pero muy inferiores a lo que se está produciendo.

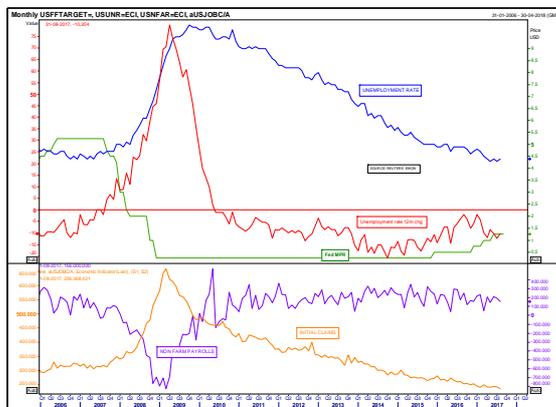


- Hoy el tipo de cambio tuvo un repunte importante, aparentemente explicado por la perspectiva renovada por algunos sobre posibles recortes de tasas, a partir de un resultado inflacionario puntual, que además era el previsto mayoritariamente. Aun cuando el próximo soporte técnico está más cerca de \$ 603 y no se descarta que pueda caer hasta allá, pareciera que está perdiendo el impulso negativo.

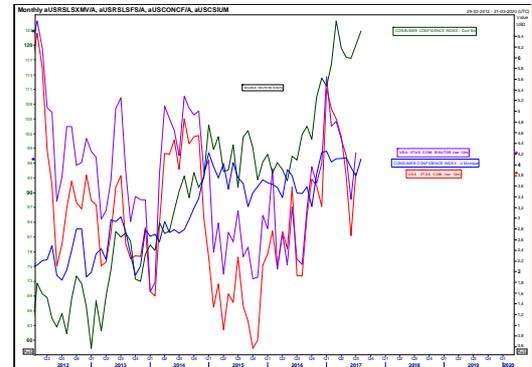


PANORAMA INTERNACIONAL

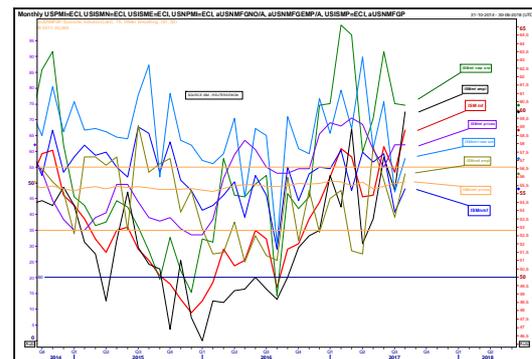
- De acuerdo a los datos más recientes y confiables, en ago17 la economía mundial aceleró su paso a los niveles más rápidos en dos años y medio. Aunque no constituye un incremento muy significativo respecto a la tendencia en lo que va del año, sugiere una mejor perspectiva. En este contexto, Scotiabank aumentó su estimación de crecimiento global de 3,5% a 3,6% para este año, pero mantuvo este último nivel para 2018, principalmente influido por un generalizado mejoramiento en América del Norte.
- Los datos de empleo en EEUU para ago17 aflojaron un poco, elevando la tasa de desempleo a 4,4%, sin que hubiera cambios importantes en el crecimiento de la fuerza laboral. En general, el dato sugiere que efectivamente la tasa de desempleo sigue apuntando niveles mínimos y no cabe esperar disminuciones adicionales.



- Esto parece bastante consistente con los niveles relativamente altos que muestra la confianza del consumidor, que han logrado apoyar un sostenido incremento en las ventas minoristas, que probablemente ha sido favorecido por una inflación que sigue muy contenida (incluso más allá de lo deseado por la autoridad monetaria).



- El indicador ISM de gerentes de compras en el sector manufacturero tuvo un desempeño superior al esperado en ago17. No obstante, debe ser tomado con cuidado, tanto por tratarse de un mes relativamente especial (como febrero en el hemisferio sur) como por el desempeño de los inventarios, anormalmente fuerte (algo que ocurre a veces cuando los nuevos pedidos han sido muy altos y no ha habido mucha acumulación previa, y se corrige posteriormente). Además indicadores alternativos, como el computado por IHS Markit, no muestran un desempeño tan fuerte. Por lo tanto, podría haber una significativa corrección, por lo menos en sep17.



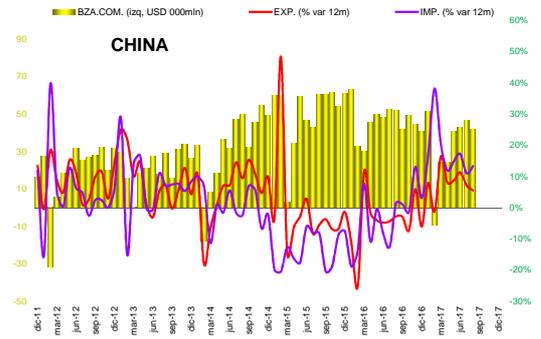
- Con este panorama, la mayoría del mercado no espera que la Fed realice cambios en la tasa referencial, desde luego este mes, pero tampoco en lo que resta del año. No obstante, en la comunicación del

próximo 20sep será muy relevante lo que se diga respecto a la normalización cuantitativa.

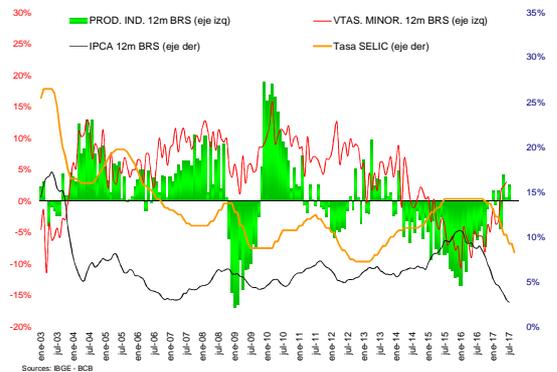
- Las cifras adelantadas para el sector manufacturero en la Eurozona siguieron dando señales de crecimiento de la producción a un ritmo más bien estable y relativamente alto. Scotiabank no ha modificado su expectativa de crecimiento para la región, que alcanza a 2,2% para este año y 2% para el próximo. No obstante que la inflación está dando señales de recuperación, siguen siendo limitadas. Esto sugiere que no podrían desmontarse muy pronto las medidas reflacionarias implementadas en los últimos años, especialmente considerando la trayectoria alcista que está experimentando el euro respecto al dólar en el presente año.



- Los indicadores adelantados más confiables en China siguieron arrojando señales positivas en lo inmediato, tanto en manufacturas como en servicios y los nuevos pedidos continúan mejorando. No obstante, las cifras de comercio exterior son bastante moderadas. Un riesgo que podría crecer en los próximos meses, aparte de posibles restricciones al crédito tras las decisiones políticas, es el inflacionario. Todo, medio de un proceso de reorientación productiva cuyas interpretaciones para las proyecciones y sus efectos en mercados específicos son múltiples. En resumen, hasta ahora todas las noticias muy positivas sobre la economía china, pero los riesgos persisten y los momentos más relevantes al respecto parecen orientarse hacia el último trimestre del año y principios del próximo.



- Las cifras de cuentas nacionales de Brasil en el segundo semestre estuvieron por sobre lo esperado y registraron variaciones positivas tras un largo período. Esto sugiere que definitivamente el periodo recesivo va quedando atrás. De acuerdo a lo esperado, el Banco Central recortó nuevamente la tasa referencial en 100 puntos base esta semana. No obstante, algunos datos inflacionarios recientes y de actividad (como la tendencia en las ventas del comercio) sugieren que posibles incrementos en el estímulo monetario en lo que resta del año podrían estar entrando en la última fase del actual ciclo.



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.