



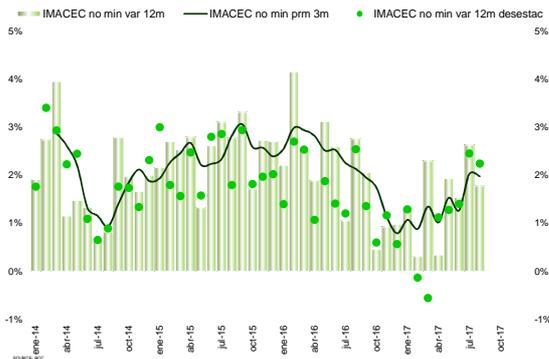
SÍNTESIS PANORÁMICA

- La expansión de la actividad en ago17 alcanzó al 2,4%, algo por debajo de lo esperado por el mercado y de nuestro pronóstico. **Con los escasos datos disponibles, la variación de sept17 podría ser algo inferior, en torno a 1,7%. Seguimos esperando un crecimiento anual en torno al 1,4%.** Cierta irregularidad mensual prevalecerá el resto del año, por factores estadísticos.
- **Algunas cifras sugieren que el ritmo de expansión en el último trimestre podría moderarse respecto a lo anticipado por parte del mercado.** Sin embargo, también hay que advertir que la inversión probablemente mostrará una evolución positiva en el tercer trimestre (tal vez la primera expansión desde el segundo trimestre de 2016).
- El IPC de sep17 cayó 0,2%, contra una expectativa del mercado de alza de 0,2%. Para el presente mes el mercado centra sus expectativas más bien en 0,2%, con un sesgo levemente hacia arriba y nula para los dos últimos meses del año. **Las variaciones acumuladas en 12 meses siguen mostrando un efecto esencialmente centrado en bienes transables.**
- Incluso después de la baja variación del IPC de sep17, **la mayor parte del mercado sigue sin esperar cambio en la tasa de política monetaria (actualmente en 2,5%) por un período prolongado.** Este ha sido nuestro escenario por largo tiempo y no cambia con estos datos.
- **La reciente alza del precio del cobre ha presionado de manera ostensible sobre el tipo de cambio.** Sin embargo, nuestro modelo cuantitativo sugiere que debería moderarse en cuanto el efecto externo se estabilice, lo que podría acontecer en las próximas semanas. **Entretanto, la presión bajista persistirá y podría probarse otra vez el mínimo relativo en torno a los \$ 612.**
- Los datos internacionales siguen mostrando fortaleza en las economías más relevantes, aun cuando las cifras más avanzadas de sep17 sugieren que debería haber una moderación en los próximos meses. **Esto colaboraría a que las principales políticas monetarias no sufran cambios de rumbo demasiado fuertes en el corto plazo.**

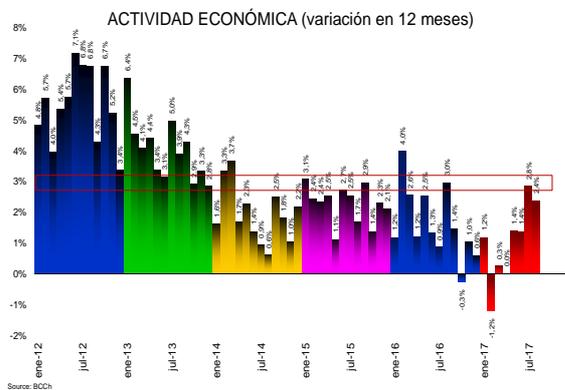
PANORAMA NACIONAL

- El IMACEC de ago17 aumentó en 2,4% anual, de acuerdo a lo informado por el Banco Central (BCCh). El resultado está por debajo pero dentro del rango estimado por el mercado y es bastante inferior a nuestra estimación de 2,9%. Cabe recordar que el sector manufacturero creció menos que el mes previo, pero el resultado indica que eso fue suficiente para revertir ampliamente las aceleraciones de los otros sectores

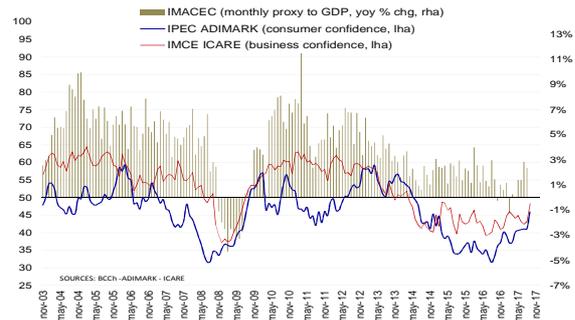
relevantes. La composición del índice responde a un 9,2% de expansión del sector minero y 1,8% en el resto. Respecto a este último, hay que mencionar que persiste una moderada tendencia a la recuperación, como lo hemos venido anticipando hace varios meses y se advierte en el gráfico adjunto.



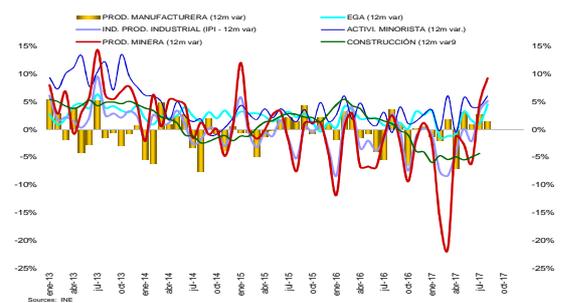
- Esta cifra no altera nuestra proyección de un crecimiento anual en torno al 1,4%. Con los datos disponibles, la variación de sept17 podría ser algo inferior, en torno a 1,7%, y hay que advertir que cierta irregularidad mensual prevalecerá el resto del año, especialmente por factores estadísticos, aparte de que ciertas cifras sugieren que el ritmo de expansión en el último trimestre podría ser algo inferior a lo anticipado por parte del mercado. En este mismo contexto, hay que advertir que la inversión probablemente mostrará una evolución positiva en el tercer trimestre, que tal vez sea la primera expansión desde el segundo trimestre del año previo.



- Los índices de confianza empresarial y de consumidores que tienen mayor difusión (realizados por ICARE y Adimark, respectivamente) mostraron significativas mejoras en sep17, que es coherente con el progresivo fortalecimiento de variables críticas. En ambos casos, con volatilidades puntuales, es probable que se ingresen a la zona optimista este año.



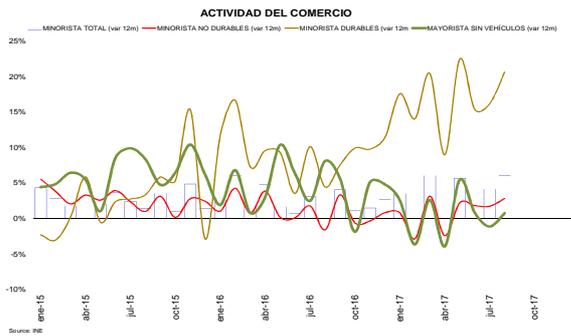
- La producción minera creció un 9,2% en ago17, lo que constituye su mayor variación desde principios de 2015. El sector manufacturero registró un aumento de 1,4%, inferior al mes previo, pero con una base de comparación algo más exigente. Probablemente arrastrado por la evolución minera, el sector de servicios básicos aumentó 4,5%, su mayor expansión en los últimos 4 años.



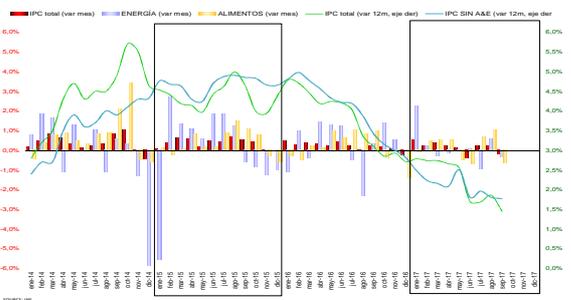
- Estos resultados confirman que el comportamiento de la minería, en la que probablemente convergen diversos factores muy positivos (reanudación de procesos, mejor ley y mejores precios) se suma a lo que anticipáramos hace varios meses respecto a una muy gradual pero sostenida reaceleración del sector no minero, en la

que incluso se advierte una menor contracción de la construcción. Esta parece una tendencia que se sostendrá en los próximos meses, pero con particularidades estadísticas.

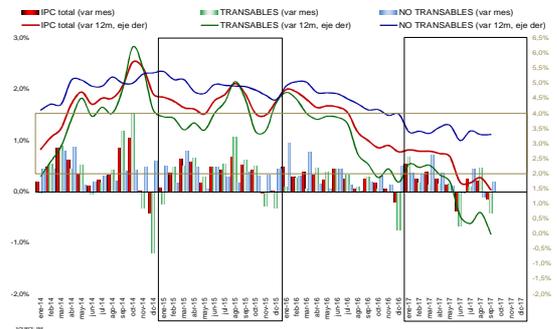
- La actividad del comercio en general se volvió a acelerar, alcanzando una expansión del 6%, que es de las mayores tasas de los últimos años. Las ventas de bienes durables siguieron colaborando, por lejos, con la mayor expansión, al tiempo de las ventas de bienes corrientes se mantuvo relativamente estable (positiva, pero sin alcanzar el 3%) y se advierte algún rebote en el comercio mayorista sin automóviles. Sigue pareciendo más probable que la baja inflación colabore a un incremento en las ventas reales en los próximos meses.



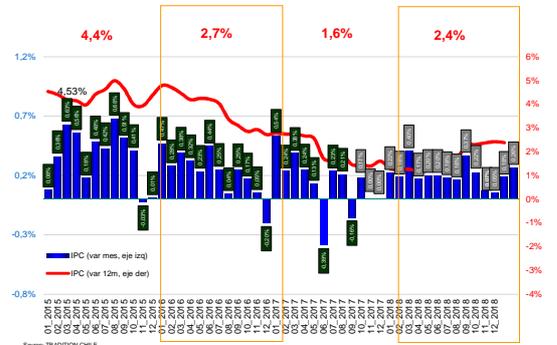
- El IPC de sep17 cayó 0,2%, contra una expectativa del mercado de alza de 0,2% (los expertos apuntaban a ese valor, mientras que muchas encuestas trabajaban con 0,3% y algunos se inclinaban por 0,1% y hasta 0%). Esto dejó la variación en 12 meses en 1,5%. alimentos y energía no registró variación, por cierto, ese también es un resultado inferior al esperado.



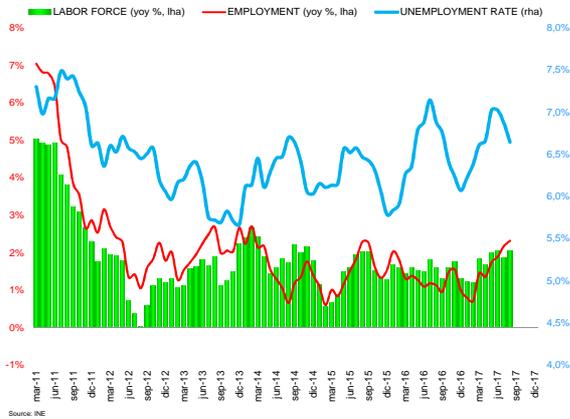
- Por otro lado, si bien los precios de los combustibles subieron, y probablemente lo seguirán haciendo en los meses siguientes, la energía se vio adversamente afectada por nuevas tarifas eléctricas que cayeron 2,9% (lo que responde por parte importante de la caída). Es conveniente consignar que las variaciones acumuladas en 12 meses siguen mostrando un efecto esencialmente centrado en bienes transables, mientras que los no transables mantienen una trayectoria levemente descendente, casi estable, pero sobre 3%.



- El resultado evidentemente que tendrá un impacto en la proyección anual de inflación, aun cuando buena parte de estas bajas probablemente no se repetirán o se revertirán en los próximos registros. El efecto sobre la inflación del próximo año pareciera limitado en la medida que estará dominada por condiciones de demanda que probablemente difieran de las actuales. Para el presente mes el mercado centra sus expectativas más bien en 0,2%, con un sesgo levemente hacia arriba y nula para los dos últimos meses del año.

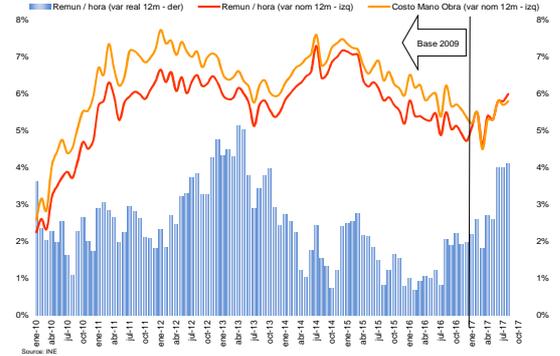


- La tasa de desempleo del trimestre móvil terminado en ago17 descendió a 6,6%, bastante por debajo del 6,9% del mismo período del año pasado. En términos positivos hay que notar que ello se logró a pesar de una aceleración en la velocidad de crecimiento de la fuerza laboral desde 2014, que es una tendencia que debería profundizarse en los próximos trimestres. No obstante, por el lado negativo, si bien la creación de empleo creció a su mayor ritmo desde 2015, respondiendo fundamentalmente a cuenta propia, con los asalariados disminuyendo levemente su ritmo.

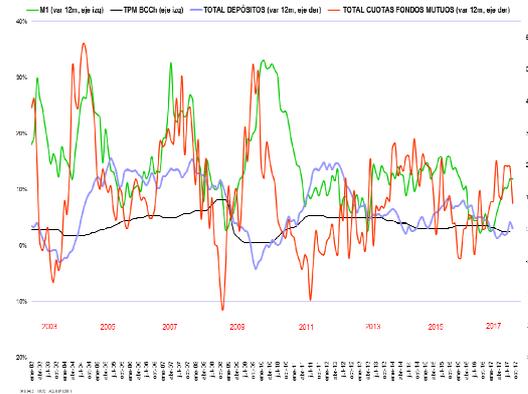


- Por otro lado, se mantiene la tónica de creación de empleo muy positivamente influida por actividades relacionadas con administración pública, educación y salud. Esta combinación de diversas variables del mercado laboral sugiere que si bien puede haber un impulso a las condiciones de consumo y algunas presiones salariales favorables para las expectativas, la tasa de desempleo y el mercado laboral probablemente se recuperará (como es habitual) rezagadamente respecto a la actividad el próximo año.
- El INE informó que en ago17 las remuneraciones nominales aceleraron su ritmo desde el 5,8% al 6%. Este resultado reafirma una tendencia alcista moderada de la serie recientemente ajustada, pero no altera significativamente el panorama general del mercado laboral, aun cuando pero tiende a

justificar el aumento en los indicadores de confianza. Con todo, cualquier recuperación sólida en la actividad hacia el próximo año probablemente se refleje primero más plenamente en remuneraciones que en los niveles de empleo.



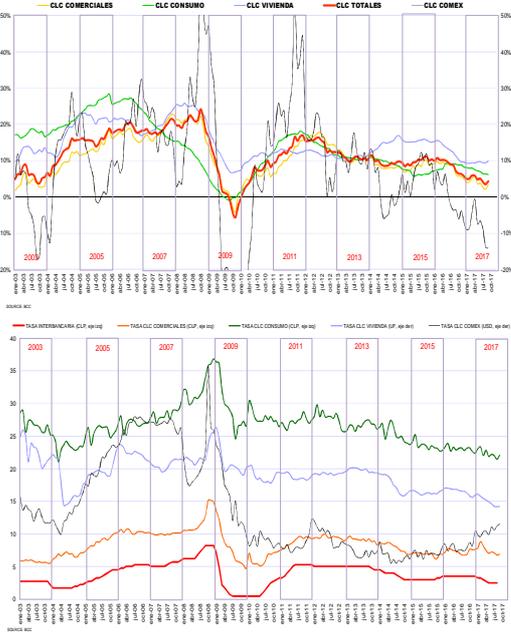
- La tasa de expansión del dinero básico (M1) se mantuvo prácticamente sin cambios en sep17, alrededor de 10,7%. La caída en el ritmo inflacionario ha tendido a acelerar la expansión en términos reales. No se esperan grandes cambios en la tendencia de esta variable en el futuro más cercano. Los fondos mutuos desaceleraron levemente su ritmo, al igual que los depósitos.



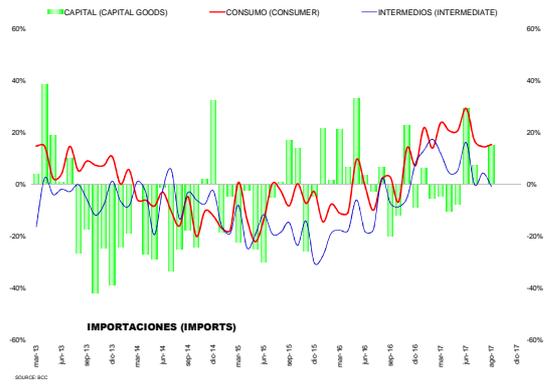
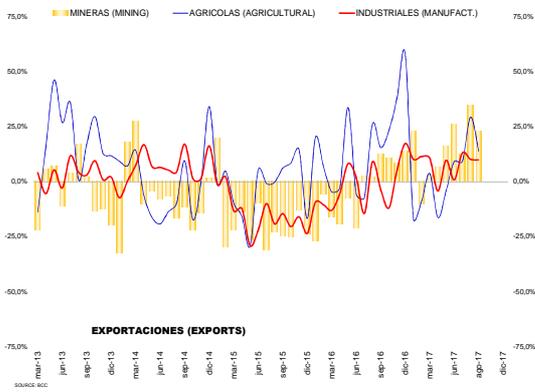
- Las colocaciones totales se reacceleraron notablemente en sep17, tras haber alcanzado en el mes previo su menor expansión desde mar10, ayudadas por una menor base de comparación. Las colocaciones comerciales son las que incidieron más en el repunte. Las tasas

respectivas se mantuvieron relativamente estables.

14



- Los datos de comercio exterior indican que en sep17 las exportaciones siguieron creciendo a muy buen ritmo (17,2%), lideradas por el cobre (casi 30%, con un fuerte efecto de precios), mientras que las importaciones continuaron con una expansión muy moderada (7,3%), favorecidos por el crecimiento de los bienes de consumo durables y semidurables, pero los intermedios se contrajeron y los de capital crecieron principalmente por la baja base de comparación.

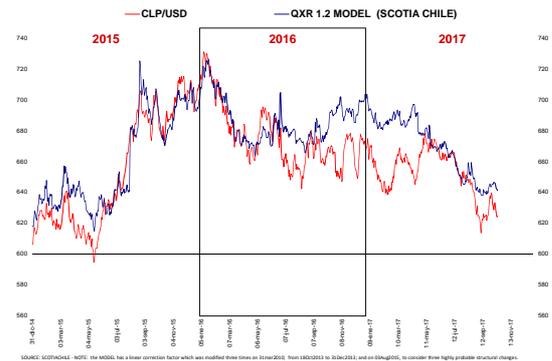


- En conjunto este comportamiento sugiere algunas notas: (1) la trayectoria relativa de exportaciones e importaciones apunta a una posición externa en solidificación, lo cual favorece el precio de los activos locales; (2) la producción probablemente sigue y seguirá creciendo a un ritmo acotado, esto es, difícilmente se verán expansiones superiores al 3% en forma persistente) en los próximos meses (puede que oct17 sea más bien una excepción; (3) que el consumo continúa mostrando buenas perspectivas; (4) la inversión da señales de recuperación, (advirtiendo que hemos tenido episodios similares en años previos y no se sostuvieron).
- Incluso después de la baja variación del IPC de sep17, la mayor parte del mercado sigue sin esperar cambio en la tasa de política monetaria (actualmente en 2,5%) por un período prolongado. Este ha sido nuestro escenario por largo tiempo y no cambia con estos datos. No obstante, cabe hacer algunas precisiones al respecto.
- Primero, si el retroceso de la inflación el mes pasado es interpretado como intenso pero transitorio (que es lo más probable, puesto que eso es lo que parece), considerando las expectativas de crecimiento de la actividad en 2018 (que se centran en 3% y se ubican en extremo alto el rango alto del potencial estimado) no debería afectar seriamente las expectativas para el comportamiento de la tasa, pero ciertamente que da pábulo para que se reavive cierta especulación al respecto. Esto es lo que ha estado

ocurriendo. Normalmente las autoridades monetarias se dan un tiempo para evaluar estos resultados anómalos, con el fin de verificar su persistencia, por lo que cambios en la próxima reunión o la subsiguiente son muy escasos.

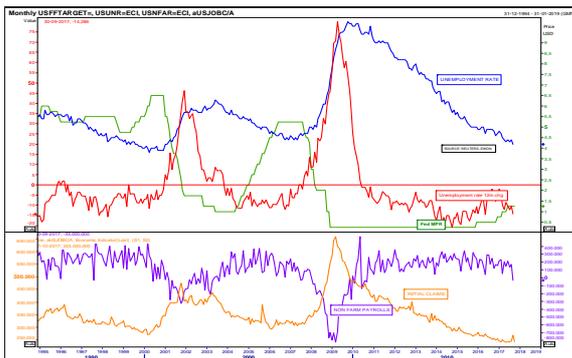
- En segundo lugar, conviene tener presente que los factores detrás de esta caída en la inflación no dan cuenta de una renovada debilidad en la demanda (que por cierto, no es muy fuerte, pero sí relativamente estable, como lo indican los resultados de consumo e inversión) sino de elementos de oferta, como los cambiarios y los regulatorios. Esta distinción, aparentemente poco relevante, sí lo desde la perspectiva monetaria porque indica que en los próximos meses, por este solo concepto (dejando de lado la aceleración esperada que se menciona) debería haber un impacto favorable en el ingreso real.

- La reciente alza del precio del cobre ha presionado de manera ostensible sobre el tipo de cambio. Sin embargo, nuestro modelo cuantitativo sugiere que, nuevamente, se trata de una reacción excesiva que debería moderarse en cuanto el efecto externo se estabilice, lo que podría acontecer en las próximas semanas. Entretanto, la presión bajista persistirá y podría probarse otra vez el mínimo relativo en torno a los \$ 612.



PANORAMA INTERNACIONAL

- Los datos internacionales siguen mostrando fortaleza en las economías más relevantes, aun cuando las cifras más avanzadas de sep17 sugieren que debería haber una moderación en los próximos meses. Esto colaboraría a que las principales políticas monetarias no sufran cambios de rumbo demasiado fuertes en el corto plazo. En sus pronósticos trimestrales, Scotiabank hace referencia a la sincronización en el crecimiento de las principales economías, que se traduce en un efecto conjunto importante, aun cuando no se modifica la expectativa de expansión mundial de 3,6% para este año y el próximo. Para 2019 espera una desaceleración leve, que es el resultado de un menor crecimiento en las principales economías, casi totalmente compensado por un mayor dinamismo en el resto.
- Los últimos indicadores adelantados en EEUU (Institute of Supply Management Indices) mostraron renovada fortaleza de la economía en EEUU en sep17, tanto en el sector manufacturero como en servicios. En la misma dirección, la tasa de desempleo bajó a 4,2% (el menor nivel desde 2001), aunque las planillas no agrícolas cayeron. Scotiabank mantiene su previsión de crecimiento para EEUU en 2,2% y 2,3% para el presente año y el próximo, con una desaceleración a 1,7% en 2019.

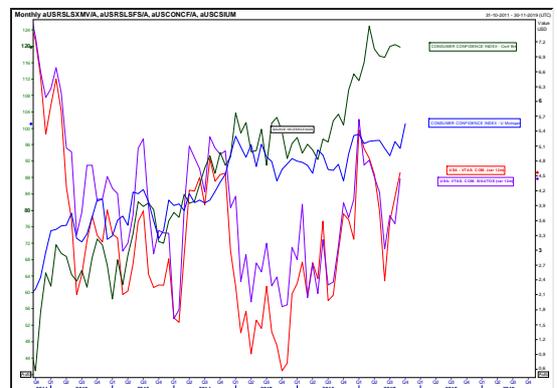


- Las cifras de precios conocidas hoy sugieren que las presiones inflacionarias en sep17 permanecían contenidas. No obstante, otros

indicadores de precios intermedios mantienen sesgos alcistas que indican que las especulaciones sobre la trayectoria monetaria probablemente se mantendrá.

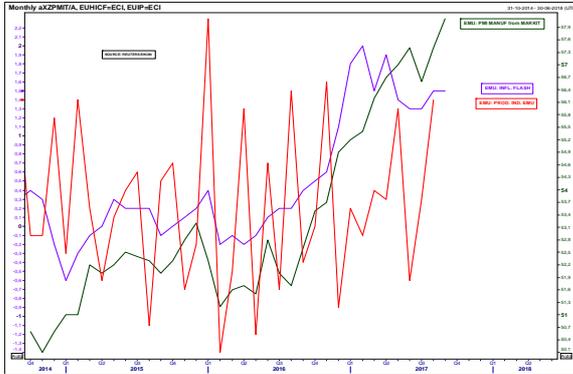


- En este mismo sentido apuntan las cifras de ventas minoristas, aunque estuvieron levemente por debajo de lo previsto. En conjunto sigue pareciendo más probable que la Fed determine un nuevo aumento de la tasa en dic17, aunque esto sea seguido por un período de estabilidad.

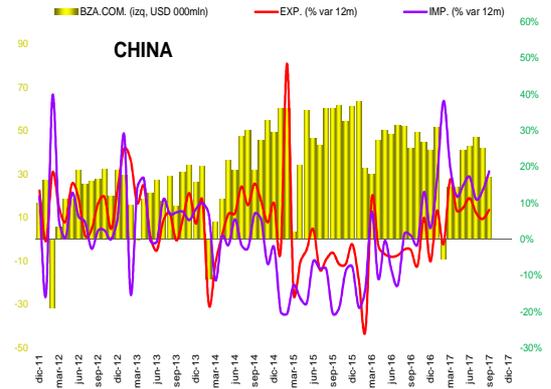


- Scotiabank aumentó sus expectativas de expansión para la Eurozona en una décima para este año, a 2,3%, mientras que mantuvo el 2% para 2018. Para el año subsiguiente, al igual que en EEUU, espera una desaceleración a 1,8%. Los últimos datos adelantados mostraron que la economía continental sigue creciendo a muy buen ritmo. Las expectativas sobre la

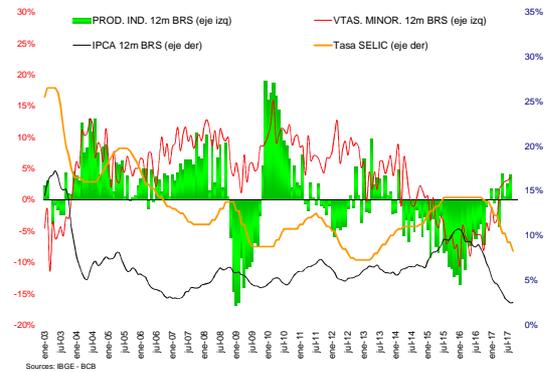
forma en que se normaliza la política monetaria probablemente seguirán dominando en mercados de monedas y acciones, aun cuando las cifras de actividad sigan prevaleciendo en lo más próximo.



- Los resultados parciales de China en sep17 fueron muy favorables y sugieren que efectivamente, contra lo esperado por muchos pronósticos, en los últimos meses se está viendo una aceleración de la actividad. Los indicadores OMI se fortalecieron prácticamente en todos sus componentes, lo que ha sido corroborado por las cifras de comercio exterior, que mostraron una importante aceleración anula de las importaciones. Scotiabank mantiene el pronóstico de 6,7% de crecimiento para este año, pero aumentó una décima, a 6,4% el de 2018. Para el subsiguiente, anticipa una desaceleración adicional a 6,1%. A pesar de que los riesgos sobre China han aminorado sensiblemente, siguen presentes y la evolución tras las decisiones políticas de este mes serán críticas.



- Los últimos datos de Brasil no cambian el panorama previo. La producción industrial y las ventas minoristas dan señales de solidez, pero todavía dentro de niveles moderados. La inflación arroja muy tenues señales de recuperación. En este contexto, es incluso posible que el Banco Central opte por recortes adicionales que consoliden el mejor desempeño. En la perspectiva de Scotiabank, se mantienen los ritmos proyectados de 0,3% y 2,5% de crecimiento para este año y el próximo y una aceleración marginal al 2,7% en 2019.



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.