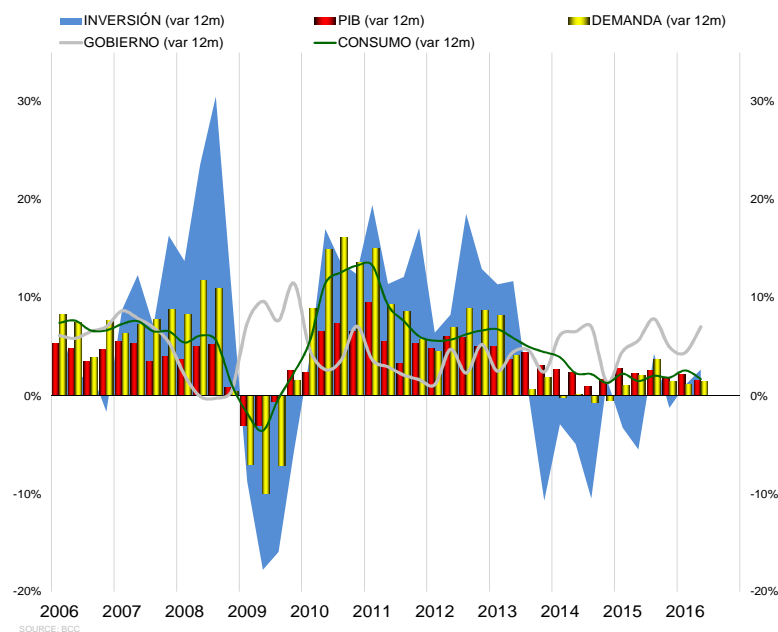




- **La aversión al riesgo en los mercados internacionales de activos se ha incrementado levemente, tras semanas de ser anticipado por algunos indicadores. Esto podría profundizarse adicionalmente en los próximos días.**
- **Como se ha venido reiterando por semanas, varios mercados accionarios muestran divergencias importantes que podrían resolverse mediante correcciones en las en el mes actual o los dos siguientes. En la mayoría de estos casos, incluida la bolsa local, estos movimientos no modificarían las tendencias de largo plazo.**
- **De acuerdo a lo previsto (I+V 17ago), el dólar se comenzó a recuperar internacionalmente tras alcanzar niveles de sobre venta. El alza cambiaria de los últimos días permitió al precio spot alinearse al valor de equilibrio cuantitativo, pero técnicamente, sigue pareciendo más probable que continúe aumentando en los próximos días.**
- **Aun cuando productos específicos podrían presionar a la baja el IPC de ago16, las expectativas de inflación del mercado han aumentado levemente, influidas por el aumento del tipo de cambio y del persistente encarecimiento de los combustibles.**
- **Los datos de actividad del primer semestre no modifican sensiblemente nuestra proyección de crecimiento anual en torno a 1,7% y con sesgo a la baja. La previsible y fuerte corrección de inventarios en el segundo trimestre es coherente con esta visión.**
- **Las cifras también tienden a respaldar el escenario más probable (60%) de mantención de la TPM del BCCh por muchos meses, tal vez hasta fines de 2017. Las proyecciones del próximo IPOM (7sep) contener proyecciones coherentes con este panorama.**

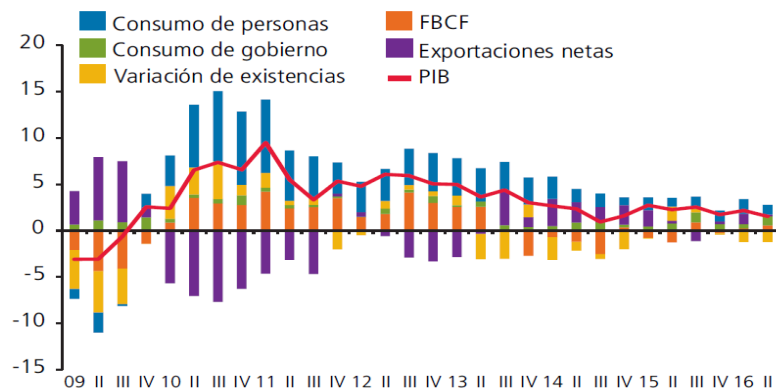


- De acuerdo a las cifras del Banco Central, el crecimiento del segundo trimestre fue de 1,5% (los datos de IMACEC apuntaban a 1,1%), con lo cual en la primera mitad del año la expansión de la actividad alcanzó 1,9%. Casi todos los sectores relevantes redujeron su ritmo respecto al primer cuarto (con la notable excepción del comercio y servicios personales). Como lo había anticipado el propio Banco Central, se

introdujeron correcciones contables a las cifras históricas, lo que implicó un incremento del crecimiento en 2015 a 2,3% (vs. 2,1% previo), mientras que el primer trimestre de este año, originalmente estimado en 2% fue elevado a 2,2%. En términos netos, el resultado fue positivo.

- El gasto se aceleró en el segundo trimestre, llegando a 1,4%, lo que estuvo críticamente asociado al fuerte incremento en la inversión en maquinarias (que era completamente previsible) y en el consumo de gobierno. Probablemente esto lleve a elevar las proyecciones de inversión y gasto total anual, pero no modifica la tendencia débil. Las cuentas históricas de demanda interna también fueron corregidas al alza (de 0,5% a 1,1% en el primer trimestre y desde 1,8% a 2% en 2015), principalmente por el registro de servicios, aunque otras partidas también tuvieron que ser ajustadas. Como lo muestra el gráfico adjunto del Banco Central, el aporte negativo al gasto interno provino principalmente de una corrección de inventarios, que probablemente es deseada y coherente con el bajo nivel de expectativas.

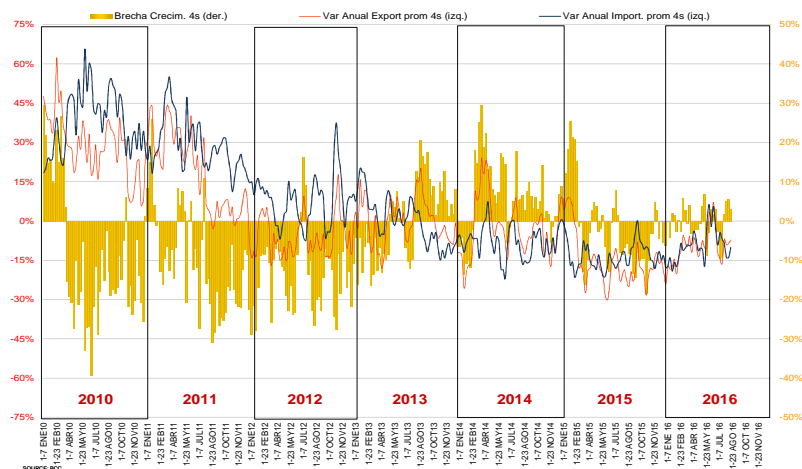
Contribución trimestral de los componentes del gasto al crecimiento del PIB
(contribución porcentual respecto de igual período del año anterior)



- El gasto se aceleró en el segundo trimestre, llegando a 1,4%, lo que estuvo críticamente asociado al fuerte incremento en la inversión en maquinarias (que era completamente previsible) y en el consumo de gobierno. Probablemente esto lleve a elevar las proyecciones de inversión y gasto total anual), pero no modifica la tendencia débil. Las cuentas históricas de demanda interna también fueron corregidas al alza (de 0,5% a 1,1% en el primer trimestre y desde 1,8% a 2% en 2015), principalmente por el registro de servicios, aunque otras partidas también tuvieron que ser ajustadas. Como lo muestra el gráfico adjunto del Banco Central, el aporte negativo al gasto

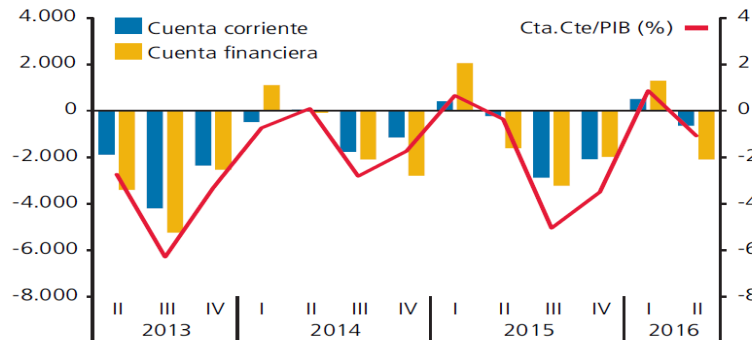
interno provino principalmente de una corrección de inventarios, que probablemente es deseada y coherente con el bajo nivel de expectativas.

- Los cambios contables, preanunciados, reducen potenciales recortes a nuestra proyección de crecimiento para este año, actualmente en 1,7%, aun cuando (1) el sesgo bajista, (2) el diagnóstico de desaceleración en el actual trimestre y (3) el pronóstico de crecimiento bajo por mucho tiempo siguen siendo básicamente los mismos. En lo más inmediato, los datos a la primera quincena de ago16 sugieren una contención muy precaria de la debilidad, pero son cifras muy iniciales.



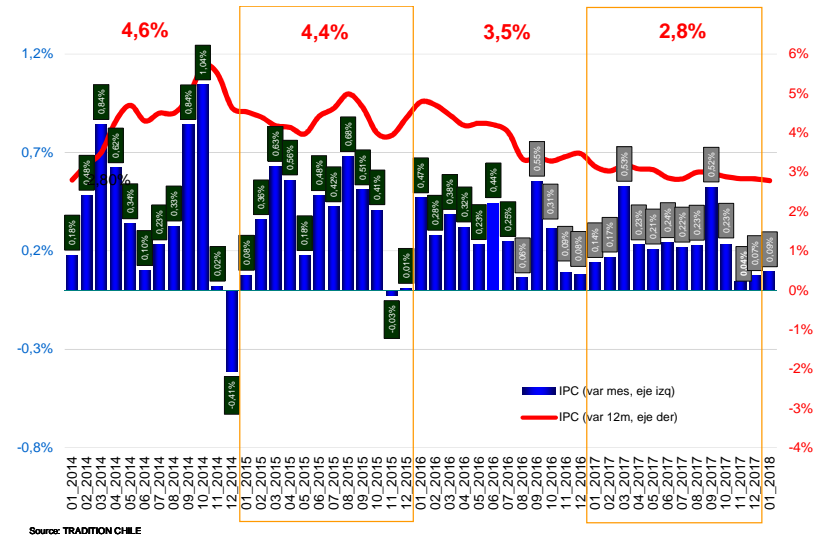
- *Consistente con estos datos, la cuenta corriente se deterioró en el segundo trimestre respecto al primero, pero mantiene un nivel muy sólido, mientras que los inventarios experimentaron una corrección importante.*

Balanza de pagos
(millones de dólares, porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile.

- *El incremento del tipo de cambio de los últimos días, no compensado (en lo inmediato) por un retroceso del precio del petróleo han llevado a un leve aumento de la expectativa inflacionaria para el año al 3,5%. Los efectos de productos específicos, no obstante, mantiene la presión sobre el IPC de ago16 (en el límite de 0%-0,1%). Nuestra estimación anual se mantiene en 3,3% y con un sesgo eminentemente bajista.*



- *Los últimos indicios de actividad y precios tienden a reafirmar el escenario más probable (60% prb) de mantención de la TPM del BCCh por muchos meses, tal vez hasta fines de 2017. Respecto a las proyecciones del próximo IPOM, puesto que el primer semestre el crecimiento fue 1,9% (no 1,6% como indicaban los datos originales) y que poco antes de saberse eso habían dicho que la economía evoluciona de acuerdo a lo indicado en el IPOM de jun16, pareciera más coherente que el rango de crecimiento (actualmente entre 1,25% y 2%) fuera 1,5% a 2%, tal vez se mencionen el riesgo sesgado a la baja. Para 2017 pareciera*

más consistente con su visión un rango entre 1,75% y 2,75% (actualmente entre 2% y 3%, y la mayoría del mercado se inclina por la mantención de este).

- Respecto a otras variables, en inversión, el impacto transitorio de maquinarias en el primer semestre podría llevar el pronóstico a cerca de 0%. El consumo podría subir a 2,3%. En conjunto, la demanda interna podría subir a 1,7%. Probablemente haga un pequeño ajuste para incorporar el menor nivel cambiario, por lo que quizás la rebaje a 3,5%, pero difícilmente más que eso (y con sesgo neutral) y para el próximo año debería mantener el 3%. El cuadro siguiente muestra las proyecciones del IPOM de jun16.

- Los indicadores adelantados parciales (flash PMI) en el mundo fueron mixtos, pero desde la perspectiva de la economía nacional, resultaron predominantemente débiles: si bien Europa sigue mostrando mejor desempeño de lo esperado post-Brexit, las mediciones de China y EEUU estuvieron por debajo de lo anticipado por el mercado.

	2014	2015	2016 (f)	2017(f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	1,9	2,1	1,25-2,0	2,0-3,0
Ingreso nacional	2,1	1,1	0,8	2,2
Demanda interna	-0,3	1,8	1,0	2,4
Demanda interna (sin variación de existencias)	1,1	1,3	1,1	2,1
Formación bruta de capital fijo	-4,2	-1,5	-2,4	0,9
Consumo total	2,8	2,2	2,1	2,4
Inflación IPC promedio	4,4	4,3	4,0	3,2
Inflación IPC diciembre	4,6	4,4	3,6	3,0

TASAS DE INTERÉS

- Las tasas de interés de los instrumentos bancarios se recuperaron moderadamente. El efecto más importante se advirtió en los rendimientos de los instrumentos nominales de menor plazo (aunque los más cortos se mantuvieron relacionados con la tasa referencial, lo que sugiere que no hay un problema de liquidez en el mercado).



- Las tasas largas han experimentado una moderada recuperación, tras los mínimos alcanzados hace unos días. El incremento en variables inflacionarias de alto impacto, como el tipo de cambio y el precio internacional de los combustibles, han disminuido la perspectiva de aumentos en la liquidez que se habían instalado hace pocos días.

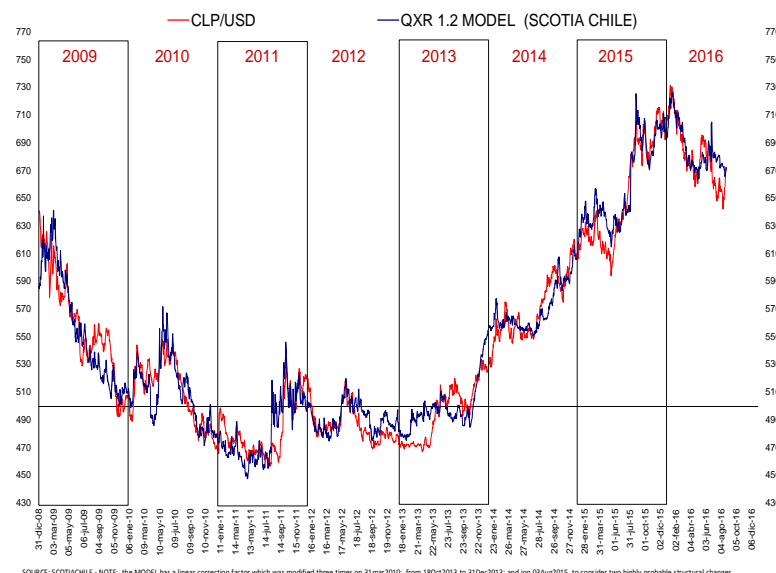


- Tras una prologada depreciación, la condición de sobreventa del dólar estadounidense dio origen a un repunte que ha coincidido con señales monetarias que apuntan a un alza de la tasa referencial respectiva, con un avance de la posibilidad de que ello acontezca en dic16. Este ha sido el factor adverso predominante en la caída de otras monedas.



- El alza cambiaria de los últimos días permitió al precio spot alinearse al valor de equilibrio

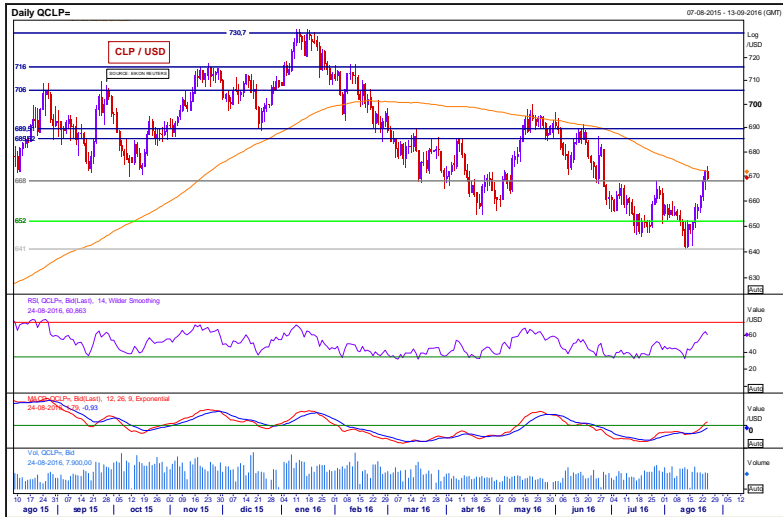
determinado por nuestro modelo cuantitativo. Esto tiende a quitar presión alcista por este concepto, pero no es completamente determinante (como no lo fue en el descenso), sino solo una señal de equilibrio.



SOURCE: SCOTIA CHILE - NOTE: the MODEL has a linear correction factor which was modified three times on 31mar2010, from 180x to 201x to 310x on 31Dec2013; and on 03Aug2015, to consider two highly probable structural changes.

- De acuerdo a lo que parecía más probable desde el punto de vista técnico, el IPSA ha ido subiendo hasta los \$ 668. De terminar superándola con éxito, podría llegar hasta la

zona de resistencia en torno a los \$ 680. Con la información disponible hasta hoy, esto parece más probable, si bien en lo más inmediato podría retroceder levemente.

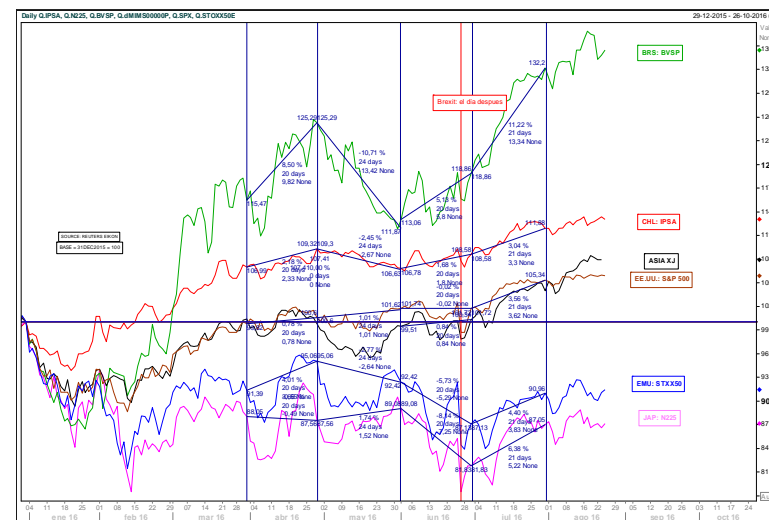


- La aversión global al riesgo permanece muy baja, pero de acuerdo a lo esperado, está dando crecientes señales de recuperación y ha comenzado un repunte moderado. En el escenario más probable, el avance debería continuar en los próximos días y semanas. El comportamiento del VIX refleja muy bien esta condición.



- Con todo, los mercados accionarios han mostrado una importante resistencia y muchos

de ellos mantienen una tendencia de corto plazo a la recuperación. Mercados como los de Europa y Japón dan señales de moderado debilitamiento que debería profundizarse en los próximos días.

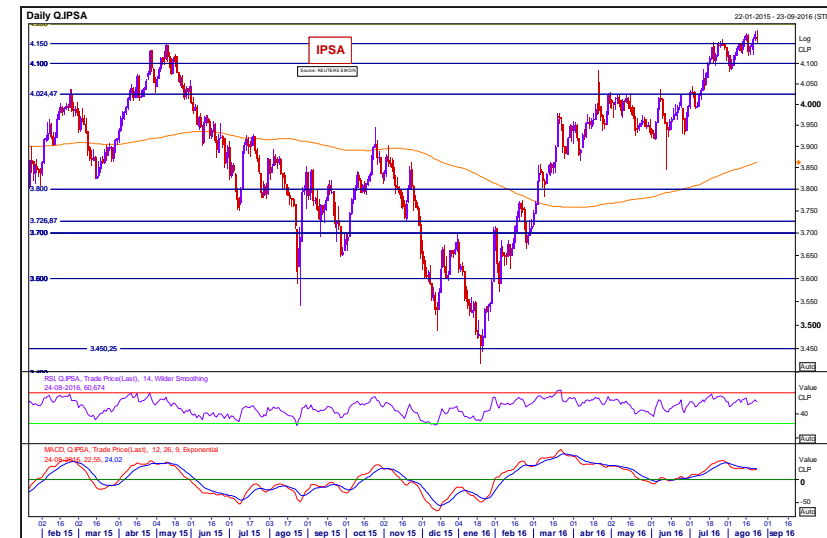


- En el caso del S&P 500, la divergencia adversa se mantienen y hace mucho más probable que haya una corrección dentro de los próximos días, a menos que hubiera un discurso disruptivo muy expansivo, lo que por el

momento parece menos probable. En el Nasdaq la propensión al ajuste de corto plazo es todavía más intensa.

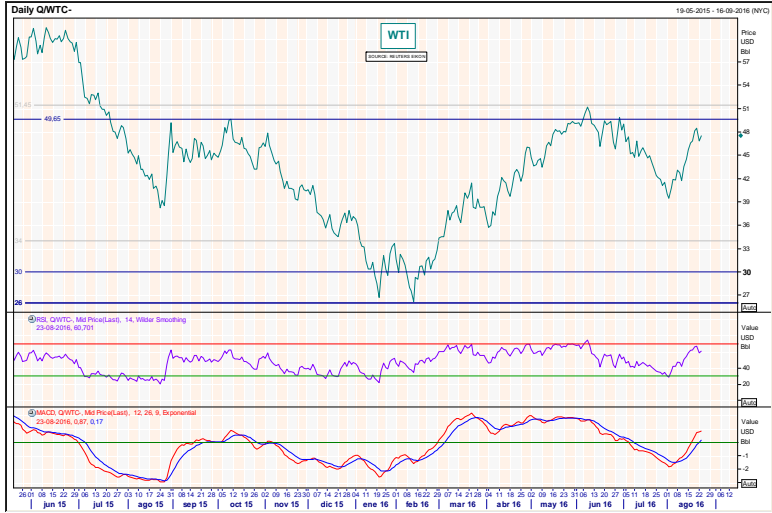


posiciones más amplias en mercados accionarios atractivos.



- Análogamente, y guardando las proporciones, el IPSA de la bolsa local también da señales de divergencia que anticipan una corrección en los próximos días. No obstante, al igual que lo que se aprecia en algunos otros mercados, el ajuste, de producirse, no sería suficiente para desviar las tendencias de largo plazo y podría constituir una oportunidad para tomar*

- De acuerdo a lo que parecía más probable la semana pasada, el precio del petróleo (WTI) siguió subiendo hasta las cercanías de los 50USD/b, pero da señales de un menor impulso. Sin descartar que tratará de probar esa resistencia (muy probablemente sin éxito), parece más probable que se corrija moderadamente, en principio hasta la zona de 45 USD/b.



- En línea con lo previsto la semana pasada, el cobre mantuvo su tendencia bajista, que lo llevó a probar los 213 US\$/lib y hoy incluso cayó por debajo de ese nivel. El impulso negativo con que alcanzó este nivel sugiere que tiene espacio para seguir bajando, tal vez hasta los mínimos relativos de may16-jun16, en la zona de soporte en torno a los 203 US\$/lib.



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.