

Tasas de interés en alza, con mucha más incertidumbre

- El impulso de la economía global sigue siendo fuerte, pero la política comercial estadounidense está generando mucha incertidumbre. Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China representan el principal riesgo para las perspectivas de la economía global y los mercados financieros. Mientras tanto, las negociaciones del TLCAN parecen haber tomado un rumbo mucho más positivo.
- Pese a la mayor incertidumbre, las condiciones económicas de Estados Unidos, el Reino Unido y Canadá continúan justificando un endurecimiento monetario. Se espera que los tres países suban las tasas de interés dos veces más este año.
- La solidez de la demanda global está elevando significativamente los precios de la mayoría de las materias primas en comparación con el año pasado. Esto beneficia a los países exportadores de materias primas, como los de la Alianza del Pacífico, cuyo crecimiento debería ser mucho más vigoroso este año que en 2017, a pesar del clima de incertidumbre política que reinará en algunos de ellos.
- Se espera que el dólar canadiense se aprecie durante el año, fortalecimiento que podría ser incluso más pronunciado si concluyen exitosamente las negociaciones del TLCAN.

Estamos a punto de presenciar la tan temida escalada de las tensiones comerciales, el principal riesgo de la presidencia de Trump. Aunque advertimos acerca de este riesgo desde que resultara electo, habíamos albergado la esperanza de que el precio de una guerra comercial fuera lo suficientemente alto como para que se impusiera una línea de acción más racional. Al momento de finalizar esta edición, ha quedado claro que la administración Trump privilegia el antagonismo por encima del costo económico de las represalias comerciales para Estados Unidos. Lo que no está tan claro por ahora es cuán sería la amenaza de una guerra comercial: el gobierno de Trump ha propuesto imponer aranceles a unos USD 150,000 millones de importaciones chinas, y China amenaza con responder con medidas similares. Habrá que ver también si se trata de una artimaña, como han terminado siendo muchas de las declaraciones belicosas del presidente estadounidense sobre distintos temas. Por el momento, el incremento de las tensiones comerciales está intensificando la volatilidad en los mercados financieros, con efectos en prácticamente todas las clases de activos. No cabe duda de que un recrudecimiento de los ataques al estilo “ojo por ojo” tendrá consecuencias significativas para Estados Unidos y China, que se propagarán a otras economías, especialmente las que están más integradas con estos dos países. Es una amenaza que se cierne sobre la evolución de la economía y las reacciones de los bancos centrales norteamericanos.

Por su parte, las negociaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) contrastan hasta cierto punto con esta agudización del proteccionismo comercial que protagonizan Estados Unidos y el resto del mundo. Resulta ahora obvio que Estados Unidos quiere seguir siendo parte de este gran pacto comercial, pues la administración Trump parece estar dispuesta a ceder en ciertas exigencias, apresurando el paso para garantizar la adopción de un nuevo TLCAN antes de las elecciones legislativas de mitad de mandato en noviembre. Considerando que la incertidumbre asociada a la renovación o ruptura del tratado ha afectado la actividad económica en Canadá y México, la pronta llegada a un acuerdo podría disipar muchas de las consecuencias negativas de estas negociaciones comerciales.

Más allá de los riesgos comerciales, todos los indicadores confirman que la expansión global sigue siendo sólida, resiliente y sumamente sincronizada. Este crecimiento

CONTACTOS

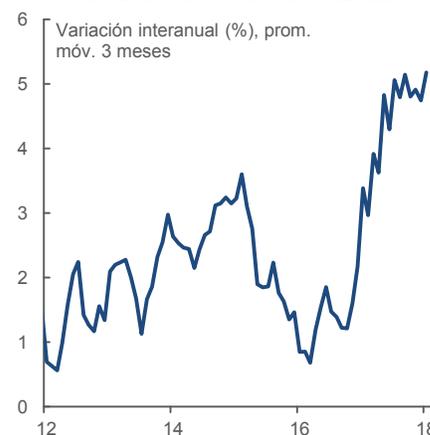
Jean-François Perrault, Vicepresidente Sénior y Economista en Jefe
416.866.4214
Scotiabank Economics
jean-francois.perrault@scotiabank.com

CONTENIDO

Introducción	1–3
Canadá	4–10
Provincias canadienses	11–13
Estados Unidos	14–19
Mercados de capitales y política monetaria de Estados Unidos y Canadá	20–29
México	30–31
América Latina	32–40
Reino Unido	41–42
Eurozona	43–44
Asia-Pacífico	45–51
Materias primas	52–54
Mercado de cambios	55–56
Tablas de pronósticos económicos	A1–A3

Gráfico 1

Volumen del comercio mundial



Fuentes: Scotiabank Economics, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

generalizado es palpable en casi todas las regiones del mundo. El consumo y la actividad empresarial mantienen su vigor, aunque están apareciendo algunos focos de debilidad. Signo de la solidez de la expansión global y de su actual ciclo de autorrefuerzo, el volumen del comercio mundial ha alcanzado un nivel no registrado desde mediados de 2011, con todo y los temores sobre el proteccionismo comercial (gráfico 1).

Debido al ímpetu de la economía global y el crecimiento fuerte de la producción industrial, los precios de las materias primas han subido significativamente en comparación con el año pasado. Cabe esperar que esta fortaleza se mantenga, aun cuando el aumento de la aversión al riesgo por las tensiones comerciales atenuó un poco los precios en el mes de marzo. El oro es quizás el mejor símbolo del impacto de la aversión al riesgo, en la medida en que su precio se ha desvinculado de su relación usualmente estable con las tasas de interés. De la misma manera, el efecto de la fuerte demanda global se manifiesta más notoriamente en el sector energético: el WTI debería ahora situarse en un promedio de US\$65 por barril, casi US\$15 más que en 2017. Los metales y materiales se han visto también muy favorecidos por el auge de la demanda a nivel mundial; por ejemplo, el zinc y el níquel han de cotizarse a un 25% más que el año pasado.

Europa y el Reino Unido mantienen su ritmo vigoroso, pese a la moderación que registraron los indicadores a principios de año. En Europa, esta pausa llega después del avance pujante del año pasado, mientras que en el Reino Unido es más bien un reflejo de factores pasajeros, como el cierre de un gran oleoducto. El crecimiento de Japón debería bajar la marcha con respecto a la aceleración rápida (para la norma japonesa) del año pasado, pero será aún superior al potencial. De estos tres bancos centrales, estimamos que solo el Banco de Inglaterra intervendrá en 2018, subiendo las tasas de interés dos veces más este año. Las presiones inflacionarias siguen siendo demasiado tenues para que el Banco Central Europeo y el Banco de Japón aumenten las tasas en el futuro cercano. En China, el crecimiento se desacelerará a medida que las autoridades reduzcan sus estímulos, pero continuará oscilando en torno a 6.5%. En medio de las reformas estructurales y la transición hacia la liberalización económica en que se halla inmerso el gigante asiático, la acentuación de las tensiones comerciales con Estados Unidos se anuncia como un gran riesgo para el panorama. Tendremos que ajustar nuestras previsiones si estos riesgos se materializan.

En Estados Unidos, el crecimiento sigue siendo robusto, propulsado por el estímulo fiscal que sumará, en promedio, medio punto porcentual a la tasa de expansión este año y el siguiente. La confianza es alta y los fundamentos son todavía muy propicios para este avance sólido, aun cuando el consumo haya comenzado el año con algo de apatía. El sector industrial y el sector servicios crecen a ritmos que no se habían visto desde la última década. A pesar del nivel cuantioso de inversión, las tasas de utilización de capacidad siguen aumentando, lo que revela la necesidad de una mayor inversión. En este sentido, los componentes del recién aprobado paquete fiscal impulsarán los gastos de capital. La economía debería entrar en estado de demanda excedentaria este año, debido principalmente a la política fiscal, lo que elevará las presiones inflacionarias y justificará el endurecimiento monetario. Según nuestro modelo, la tasa de política monetaria de Estados Unidos debe subir en 125 bps de aquí a finales de 2019, pero actualmente prevemos dos incrementos más por parte de la Reserva Federal en 2018 y dos más el próximo año. Esta desviación con respecto al modelo se explica por toda una serie de factores que van desde el aumento reciente del diferencial Libor-OIS, cuyo efecto es difícil de cuantificar, hasta la incertidumbre derivada de la política comercial estadounidense. En resumen, la trayectoria de la normalización monetaria en Estados Unidos dependerá mucho de la evolución de las tensiones comerciales entre ese país y China.

Para Canadá, prevemos aún un crecimiento más lento, pero superior al potencial. De acuerdo con nuestro modelo, el crecimiento del PIB real bajará de 3.0% en 2017 a 2.2% en 2018 y 2.1% en 2019. Estas proyecciones reflejan dos conjuntos de influencias intersectoriales y altamente compensatorias: por un lado, la actividad económica canadiense se beneficia de los efectos positivos del paquete fiscal de Estados Unidos y el alza del precio del petróleo; pero, por otro lado, consideramos que la inversión se verá afectada por la incertidumbre del todavía pendiente TLCAN, la escalada de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos y el ajuste al endurecimiento reciente de los requisitos para la obtención de créditos hipotecarios en Canadá. Sin estas advertencias y salvedades, nuestro modelo macroeconómico arroja tasas de crecimiento de unos 30 bps más en 2018 y 10 bps más en 2019.

Tabla 1

PIB real mundial	2000–16	2016	2017	2018p	2019p
(variación porcentual anual)					
A nivel mundial (PPP)	3.9	3.2	3.7	3.8	3.7
Canadá	2.1	1.4	3.0	2.2	2.1
Estados Unidos	1.9	1.5	2.3	2.6	2.4
México	2.2	2.9	2.0	2.4	2.8
Reino Unido	1.8	1.9	1.8	1.7	1.9
Eurozona	1.3	1.8	2.5	2.5	2.3
Alemania	1.3	1.9	2.6	3.0	3.0
Francia	1.3	1.2	1.9	2.5	2.0
China	9.4	6.7	6.9	6.5	6.2
India	7.1	7.9	6.4	7.4	7.5
Japón	0.9	0.9	1.7	1.3	0.9
Corea	4.2	2.9	3.1	2.8	2.8
Australia	3.0	2.6	2.3	2.6	2.5
Tailandia	4.0	3.3	3.9	3.5	3.4
Brasil	2.6	-3.5	1.0	2.5	2.7
Colombia	4.1	2.1	1.8	2.5	3.5
Perú	5.1	3.9	2.5	3.3	3.7
Chile	4.0	1.2	1.5	3.6	3.9

Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada, BEA, BLS, FMI, Bloomberg.

Se espera que el Banco de Canadá (BoC) continúe aumentando las tasas de interés. Aunque se está desacelerando, el crecimiento canadiense ha de mantenerse por encima del potencial de la economía. Las presiones sobre la capacidad son evidentes y serán cada vez más fuertes: el porcentaje de industrias que están operando con tasas de utilización de capacidad superiores a su promedio de largo plazo está en su nivel más alto en 12 años (gráfico 2), los pedidos acumulados están aumentando, la tasa de desempleo está en mínimos de 43 años y la escasez de mano de obra es cada vez más generalizada. Todos estos factores están generando impulsos inflacionarios; de allí que la inflación subyacente haya subido de una tasa interanual de 1.3% a 2.0% en espacio de nueve meses. Nuestros pronósticos implican que la economía canadiense entrará de lleno en situación de demanda excedentaria este año, con lo que la inflación seguirá repuntando en los próximos dos años para situarse justo por encima de la meta de 2%. Para evitar que supere demasiado la meta, el BoC tendrá que subir las tasas de interés en unos 50 bps antes de finales de 2018 y en otros 75 bps más antes del cierre de 2019. Sin embargo, los temores y dudas que se multiplican en el ámbito comercial son una amenaza para esta previsión. Debido al alza del precio del petróleo y de las tasas de interés canadienses, así como al aumento de las tasas estadounidenses a un ritmo ahora más lento de lo anticipado por el mercado, consideramos probable que el dólar canadiense se aprecie a USDCAD 1.25 (80 centavos) para fin de año. Y si la renegociación del TLCAN termina más prontamente, esto sería un shock positivo importante para la moneda canadiense, que podría llegar a menos de USDCAD 1.23 (81.3 centavos).

Gráfico 2


En general, las perspectivas lucen todavía sólidas para los países de la Alianza del Pacífico, gracias a la fortaleza de la economía global y el alza del precio de las materias primas. En México, toda una serie de indicadores revela que la demanda interna y externa está acelerando significativamente la actividad económica en comparación con el año pasado (de 2.0% en 2017 a 2.4% en 2018), pese a la incertidumbre del TLCAN y las próximas elecciones presidenciales. Al igual que con nuestro pronóstico para Canadá, la culminación temprana y concluyente de las negociaciones del TLCAN podría tener un fuerte impacto positivo en la economía, aunque la incertidumbre en torno al resultado de las elecciones amenaza con lastrar el crecimiento durante un cierto tiempo. En Perú, se espera que la economía cobre fuertemente impulso este año (de 2.5% en 2017 a 3.3% en 2018). Sin embargo, la crisis política que desembocó en la renuncia del presidente afectará el crecimiento económico, que será inferior a lo anteriormente previsto. Un desafío clave para las perspectivas será la capacidad que tenga el nuevo gobierno de poner en marcha los urgentes proyectos de infraestructura que tanto se han retrasado. En Colombia, el crecimiento repuntará este año (de 1.8% a 2.5%), sustentado por la solidez de la demanda externa y los precios de las materias primas, pero las elecciones presidenciales son una gran fuente de incertidumbre debido a las posturas divergentes de los candidatos principales. Por último, con una tasa de crecimiento de 3.6% (dos puntos porcentuales completos más que el año pasado), Chile encabezará la expansión de las economías de la Alianza del Pacífico este año, al beneficiarse también del dinámico entorno global y de un gobierno más favorable para los negocios y la actividad empresarial.

Canadá

- Mientras Estados Unidos y la economía global siguen acelerando su marcha, el crecimiento de Canadá debería atenuarse en los próximos dos años después del pico que registró en 2017, aunque continúa estando respaldado por el estímulo del gobierno canadiense y las medidas fiscales de Estados Unidos. Como la actividad económica seguirá expandiéndose a una tasa superior a su potencial, la inflación ha de rebasar la meta del Banco de Canadá (2%) en 2018, obligando con ello al organismo a incrementar nuevamente las tasas de referencia.
- Los riesgos para las perspectivas a corto plazo son heterogéneos: hay más probabilidades de que se llegue pronto a un acuerdo para la renegociación del TLCAN, pero al mismo tiempo el conflicto comercial entre Estados Unidos y China amenaza con socavar el crecimiento global. A mediano plazo, el panorama para la actividad empresarial canadiense se anuncia un poco más complicado, debido a la reforma fiscal estadounidense y la adopción de ciertas medidas en Canadá.

A UN RITMO MÁS LENTO, PERO SOSTENIDO

En los primeros meses de 2018, el crecimiento económico canadiense se ha moderado en comparación con el ritmo pujante del año pasado, y la inflación ha repuntado gradualmente como habíamos previsto en la edición anterior de nuestro *Panorama Global*. Los indicadores macroeconómicos generales coinciden en gran medida con las previsiones derivadas del modelo macroeconómico global de Scotiabank que desarrollamos el año pasado y describimos en el boletín *Perspectivas a largo plazo*. Hasta ahora, los resultados de este modelo confirman que el crecimiento canadiense debería seguir disminuyendo en 2018 y 2019 hacia nuestro estimado del potencial de la economía, de 1.6%, a medida que los hogares comienzan a recortar los gastos en respuesta a la restricción del crédito.

De acuerdo con nuestro modelo, el crecimiento del PIB real bajará de 3.0% en 2017 a 2.2% en 2018 (tasa inferior a nuestra previsión anterior, de 2.4%) y a 2.1% en 2019 (más que nuestro pronóstico anterior, de 1.9%), porque ahora consideramos que el impacto del estímulo fiscal en Estados Unidos tardará un poco más de lo previsto anteriormente en materializarse en la economía de Canadá por medio del incremento de la demanda de exportaciones (tablas 1, 2 y 3). En 2019, el crecimiento se verá también impulsado por el alza de los precios del petróleo.

Nuestras nuevas proyecciones reflejan también dos conjuntos de influencias intersectoriales y altamente compensatorias: por un lado, la actividad económica canadiense se beneficia de los efectos positivos del paquete fiscal de Estados Unidos; pero, por otro lado, consideramos que la inversión se verá afectada por la incertidumbre del todavía pendiente TLCAN, la escalada de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos y el ajuste al endurecimiento reciente de los requisitos para la obtención de créditos hipotecarios en Canadá. Sin estas advertencias y salvedades, nuestro modelo macroeconómico arroja tasas de crecimiento de unos 30 bps más en 2018 y 10 bps más en 2019.

Aunque el crecimiento se está desacelerando, la brecha del producto se ha cerrado y la economía se halla en situación de demanda excedentaria, lo que implica que la inflación repuntará en los próximos dos años y, de hecho, superará levemente la meta de 2% que ha establecido el Banco de Canadá (gráfico 1). En la sección *Mercados de capitales y política monetaria* de este informe *Panorama Global*, traducimos nuestras perspectivas macroeconómicas en la trayectoria prevista de normalización de las tasas de interés por parte del Banco de Canadá. Seguimos pensando que el crecimiento será más lento, pero todavía superior al potencial, y que el banco central subirá dos veces más la tasa de interés de referencia este año, aunque ahora un poco más tarde de lo previsto anteriormente, y tres veces más en 2019.

CONTACTOS

Brett House, Vicepresidente y Economista en Jefe Adjunto

416.863.7463
 Scotiabank Economics
brett.house@scotiabank.com

Carlos Gomes

416.866.4735
 Scotiabank Economics
carlos.gomes@scotiabank.com

Juan Manuel Herrera

416.866.6781
 Scotiabank Economics
juanmanuel.herrera@scotiabank.com

René Lalonde

416.862.3174
 Scotiabank Economics
rene.lalonde@scotiabank.com

Nikita Perevalov

416.866.4205
 Scotiabank Economics
nikita.perevalov@scotiabank.com

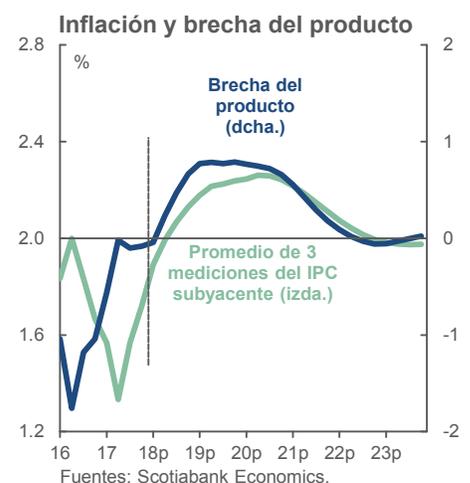
Adrienne Warren

416.866.4315
 Scotiabank Economics
adrienne.warren@scotiabank.com

Mary Webb

416.866.4202
 Scotiabank Economics
mary.webb@scotiabank.com

Gráfico 1



LOS CONSUMIDORES SIGUEN SIENDO EL PILAR DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO

El consumo continúa contribuyendo en forma sustancial al desempeño económico general de Canadá. Una confluencia de factores muy favorables (el mercado laboral todavía sólido, el incremento de los sueldos, el aumento de las asignaciones del gobierno, la mayor riqueza, el bajo costo del crédito y el crecimiento poblacional) disparó el gasto de los hogares el año pasado a la tasa más alta desde 2010. Este ímpetu positivo se mantiene, aunque se ha moderado en 2018 (tabla 3). Por el momento, el repunte del gasto ha estado impulsado por la adquisición de bienes duraderos costosos, signo de la confianza del consumidor. Sin embargo, este optimismo comienza a atenuarse poco a poco, debido al alza de los precios y la introducción de una serie de medidas macroprudenciales más restrictivas.

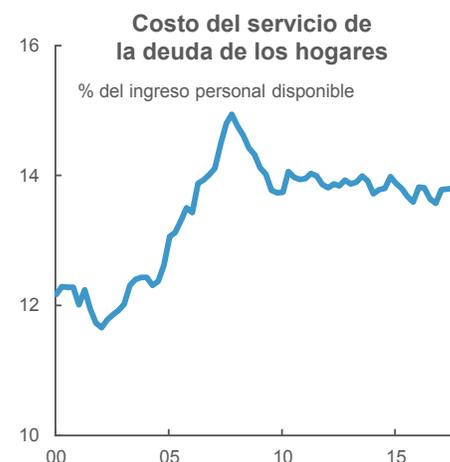
Los fundamentos que sustentan el gasto sólido de los hogares siguen en juego. El año pasado, el empleo creció a su ritmo más alto en una década, y la mayoría de los nuevos puestos de trabajo creados fueron a tiempo completo. La tasa de desempleo ha caído a mínimos de 43 años: 5.8%, lo que equivale a 4.8% cuando se usa la metodología estándar de Estados Unidos, donde la tasa de desempleo se ubica actualmente en 4.1%. El índice de empleo en edad de máximo rendimiento-población (25–54 años) se encuentra ahora en 82.5%, apenas un poco por debajo del máximo récord de 82.7% que marcó en diciembre de 2017.

Si bien las encuestas adelantadas sobre las intenciones de contratación dejan todavía entrever un panorama optimista, una cierta desaceleración del empleo durante el resto del 2018 parece inevitable. Diversos sectores y regiones dan cuenta de una creciente escasez de mano de obra, como efectivamente confirman el número de puestos vacantes y su aumento de 15% de un año a otro. El volumen de trabajadores disponibles para cubrir estas vacantes parece cada vez más limitado o no adecuado a las necesidades de los empleadores, considerando que la tasa de participación en la fuerza laboral de los canadienses de 15-64 años ya casi se acerca a máximos sin precedentes.

El aumento más rápido de los salarios debería contribuir a un crecimiento saludable de los ingresos, incluso aunque se modere el ritmo de contratación. El crecimiento de la remuneración promedio por hora subió a más del doble el año pasado para situarse en una tasa interanual de 3%, en medio del estrechamiento del mercado laboral y el alza del salario mínimo en varias provincias. Se espera que los aumentos del salario mínimo que entrarán en vigor este año y en 2019 en nueve de las diez provincias impulsen el crecimiento salarial a un 4% en 2018 y lo mantengan en torno a 3% en 2019. Junto con el avance del empleo, el crecimiento de la remuneración en todo Canadá superará el 5% en 2018.

El auge del sector turístico alimenta igualmente el gasto en otros rubros, como alojamiento y servicios de alimentación, recreación y entretenimiento, y transporte. El gasto turístico ajustado por inflación subió en 4% el año pasado, gracias al mayor número de canadienses que optó por

Gráfico 2



Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada.

Tabla 1

Pronósticos trimestrales para Canadá	2017		2018				2019			
	T3	T4	T1e	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Económicos										
PIB real (intertrimestral, variación porcentual anual)	1.5	1.7	1.7	2.6	2.4	2.4	2.2	1.9	1.6	1.6
PIB real (interanual, variación porcentual)	3.0	2.9	2.3	1.9	2.1	2.3	2.4	2.2	2.0	1.8
Precios al consumidor (interanual, variación porcentual)	1.4	1.8	2.1	2.2	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3
Promedio de nuevos IPC subyacentes (% variación interanual)	1.5	1.7	1.9	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
Financieros										
Dólar canadiense (USDCAD)	1.25	1.26	1.29	1.27	1.26	1.25	1.25	1.22	1.22	1.25
Dólar canadiense (CADUSD)	0.80	0.80	0.78	0.79	0.79	0.80	0.80	0.82	0.82	0.80
Tasa interbancaria del Banco de Canadá (%)	1.00	1.00	1.25	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	2.25	2.50
Bonos del Tesoro a 3 meses (%)	1.00	1.06	1.15	1.25	1.55	1.80	2.05	2.30	2.30	2.50
2 años, Canadá (%)	1.52	1.69	1.78	1.90	2.10	2.30	2.40	2.50	2.55	2.60
5 años, Canadá (%)	1.75	1.87	1.97	2.10	2.25	2.45	2.55	2.60	2.65	2.70
10 años, Canadá (%)	2.10	2.05	2.09	2.25	2.40	2.50	2.60	2.65	2.70	2.75
30 años, Canadá (%)	2.48	2.27	2.23	2.40	2.60	2.70	2.80	2.85	2.90	2.95

Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada, Bloomberg.

vacacionar dentro del país, así como al alto volumen de visitantes internacionales. Aun cuando el efecto positivo de las celebraciones de los 150 años de Canadá el año pasado se ha disipado, cabe esperar que el endurecimiento de los requisitos de entrada a Estados Unidos, la facilitación de los trámites de obtención de visas turísticas para Canadá y el incremento de las conexiones aéreas desde los mercados clave para este último país (como China, la India y México) contribuyan a la llegada de cada vez más turistas internacionales en 2018 y 2019. Mientras tanto, debido a la debilidad comparativa de su moneda, menos canadienses están cruzando la frontera para hacer compras en Estados Unidos.

Según nuestras previsiones, el consumo continuará en un nivel relativamente saludable, pero es poco probable que el ritmo reciente del gasto pueda mantenerse. El gran impulso inicial que dio a los ingresos y el gasto la asignación federal mejorada para niños durante 2016-17 se ha desvanecido, y las ayudas para los hogares de bajos ingresos son menos amplias. El efecto riqueza debería también debilitarse como resultado de la moderación del precio de la vivienda en algunos mercados y el rendimiento mediocre que han tenido los índices bursátiles en lo que va de 2018.

El aumento del costo del crédito limitará posiblemente también las compras de los consumidores. El costo del servicio de la deuda como porcentaje del ingreso disponible de los hogares está subiendo, tendencia que ha de continuar a medida que el Banco de Canadá siga adelante en su proceso de normalización de las tasas de interés. Durante buena parte de la última década, el crecimiento del crédito estuvo compensado por la disminución de las tasas de interés, con lo que las cargas de financiamiento de la deuda apenas variaron (gráfico 2). De hecho, por primera vez desde 2010, las hipotecas a tasa de interés fija por cinco años se renovararán a tasas más altas que cuando se contrató originalmente el crédito (gráfico 3).

Lo primero que debería moderarse son las ventas de artículos de alto valor que suelen financiarse a crédito, como vehículos, muebles y grandes electrodomésticos. El rápido aumento del precio de los automóviles nuevos y camiones livianos ha reducido la asequibilidad de los vehículos nuevos a su nivel más bajo de la última década, y posiblemente afecte también hasta cierto punto las ventas. Muchos hogares han empezado a dirigirse al mercado de automóviles usados, al punto que las ventas de modelos de segunda mano se dispararon en una tasa interanual de 10% en 2017, superando el crecimiento de las compras de vehículos nuevos. En todo 2018, se prevé que las ventas de vehículos nuevos disminuyan a 2 millones de unidades, poniendo así fin a la racha de cinco años consecutivos de ventas récord, aunque el volumen total se mantendrá todavía en niveles muy elevados.

Asimismo, los hogares canadienses parecen estar dando los primeros pasos hacia el desendeudamiento. El crédito al consumo y los créditos hipotecarios se han desacelerado en los últimos meses, a una tasa de crecimiento interanual de casi 5.5%, cercana a un mínimo de dos años. El índice de deuda crediticia como porcentaje del ingreso disponible de los hogares se redujo a 170.4% en el cuarto trimestre de 2017, desde su máximo récord de 170.5% del tercero, y posiblemente siguió bajando en el primer trimestre de este año a raíz de la desaceleración marcada de la venta de viviendas. Si se calcula utilizando los mismos parámetros que en Estados Unidos, el índice canadiense se ubica actualmente en 156.4%, por debajo del pico que registró su contraparte estadounidense en 2007, de 168.4%. Las encuestas sobre la confianza del consumidor apuntan a una mayor cautela ante las compras grandes. En resumen, según nuestras proyecciones, el crecimiento del gasto de consumo real se desacelerará de 3.5% en 2017, su máximo de siete años, a 2.6% en 2018 y 2.0% en 2019, con lo que entrará más en sintonía con las tendencias subyacentes del ingreso.

LAS NUEVAS REGLAS HIPOTECARIAS Y EL ALZA DE LAS TASAS DE INTERÉS ENFRÍAN LA DEMANDA DE VIVIENDAS

Las reglas más rigurosas de la nueva regulación B-20 sobre las pruebas de estrés para la obtención de créditos hipotecarios, que entraron en vigor el pasado 1 de enero, provocaron una caída más

Tabla 2
Crecimiento del PIB real: impacto del clima político

	2018p	2019p
Proyecciones del modelo basadas en fundamentos	2.5	2.2
Menos: ajustes por evolución de las políticas	-0.3	-0.1
Reglas hipotecarias B-20	-0.1	0.0
Incertidumbre del TLCAN	-0.1	0.0
Proteccionismo global	-0.1	-0.1
Base actual	2.2	2.1

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 3
Tasas hipotecarias fijas a 5 años

Gráfico 4
Venta de viviendas a nivel nacional


fuerte de lo esperado de la venta de viviendas a principios de 2018, después de que los compradores se apresuraran por concretar sus compras y concluir todo el proceso antes del fin de 2017 (gráfico 4). El repliegue ha sido más pronunciado en las áreas metropolitanas de Vancouver (ver nuestro informe reciente sobre el [sector vivienda de Columbia Británica](#)) y de Toronto, que se han visto afectadas en forma desproporcionada por las nuevas reglas en comparación con otras regiones debido a los precios elevados de las viviendas y el porcentaje relativamente alto de hipotecas no aseguradas. Los compradores, algunos de los cuales pueden optar ahora solamente a créditos de menor valor de los que antes tenían previsto, están cambiando sus criterios y buscando otras opciones más asequibles, como condominios y casas adosadas.

Es probable que el sector experimente una recuperación parcial en el segundo trimestre, a medida que los compradores y vendedores se vayan ajustando a las nuevas pautas. Los fundamentos de la demanda (bajo desempleo, mejora del crecimiento salarial, envejecimiento de los *millennials* y aumento de la inmigración) siguen siendo favorables en el sector vivienda. Aunque la asequibilidad se está reduciendo cada vez más en el área metropolitana de Vancouver y de Toronto-Hamilton, todavía existe un nivel de acceso saludable al mercado en gran parte del resto del país.

Aun así, cabe esperar que la combinación de diversos factores, como las nuevas pruebas de estrés, las medidas fiscales recién anunciadas por el gobierno de Columbia Británica y el alza de las tasas de interés, modere un poco la venta de viviendas en Canadá este año. Según nuestros pronósticos, la venta de viviendas a nivel nacional disminuirá en 5–10% en 2018 y luego se estabilizará en 2019 en lo que sigue siendo un nivel históricamente alto. El incremento anual del precio de la vivienda a nivel nacional, medido por el marcador compuesto Índice de Precios de la Vivienda (HPI) de MLS, se suavizará de 14% a cerca de 3% en 2018, y la mayoría de los mercados locales estarán en equilibrio.

Por su parte, la construcción de nuevas viviendas debería reducirse de 220,000 unidades en 2017 a 208,000 unidades en 2018 y 196,000 unidades en 2019, nivel acorde con la demanda demográfica subyacente, que estará también respaldado por las distintas iniciativas de construcción de viviendas asequibles. Aunque el mercado de la vivienda se ha enfriado en términos generales, los constructores mantienen su confianza, gracias al aumento del precio de las nuevas viviendas, el volumen todavía elevado de ventas en pre-construcción y la disminución del inventario de unidades terminadas y sin vender. Existen pocas señales de sobreoferta en la gran mayoría de los principales mercados de Canadá.

SE FORTALECE LA CONSTRUCCIÓN NO RESIDENCIAL

El gasto privado en construcción no residencial ha de exhibir también una recuperación gradual en 2018–19 después de contraerse por dos años durante 2016–17. Ante el fortalecimiento de la actividad industrial y las mayores tasas de utilización de capacidad, algunas empresas están incrementado el gasto en la construcción de nuevas instalaciones, a pesar de toda la incertidumbre que genera la negociación actual del TLCAN. En el sector industrial, los planes de construcción se encuentran ahora en un nivel cercano a su máximo de cinco años.

El volumen de construcción de inmuebles comerciales ha entrado asimismo en una trayectoria alcista. En el centro de Toronto y Vancouver, el mercado de espacios para oficinas sigue estando apretado, lo que está promoviendo nuevos desarrollos, mientras que los mercados de Calgary y Edmonton dan señales de estabilización después de años de altas tasas de desocupación. En todo el país, existe una fuerte demanda de nuevos centros de almacenamiento y distribución, en medio del aumento continuo del comercio electrónico.

LA ALTA TECNOLOGÍA IMPULSA EL AUGUE DEL SECTOR MANUFACTURERO

Aunque la expansión de la economía canadiense se ha moderado en los últimos meses, el sector manufacturero ha mantenido su vigor, con un crecimiento interanual de 3.2% en enero, tasa superior al crecimiento de toda la economía, que se desaceleró a 2.7% (en términos interanuales). Sin embargo, casi la mitad de los rubros industriales manufactureros registraron también una desaceleración a principios de año, casi igual a la de toda la economía. La excepción notable es el sector de alta tecnología, donde el crecimiento del producto se aceleró a un 13.9% interanual en enero, el mejor desempeño desde los primeros meses de 2004. El volumen de pedidos de productos de alta tecnología continúa en un nivel sólido, al punto que los pedidos acumulados han subido en 8%, mientras los inventarios han ido bajando desde finales de 2016.

Tabla 3

Canadá	2000–16	2016	2017	2018p	2019p
	(Variación porcentual anual, salvo cuando se indica lo contrario)				
PIB real	2.1	1.4	3.0	2.2	2.1
Gasto de consumo	2.9	2.3	3.4	2.5	2.0
Inversión residencial	3.7	3.4	3.0	1.2	0.4
Inversiones de empresas	2.2	-8.8	2.5	4.1	2.5
Gasto público	2.2	2.7	2.5	2.4	1.5
Exportaciones	1.3	1.0	1.0	1.6	3.6
Importaciones	2.9	-1.0	3.6	3.0	2.5
PIB nominal	4.2	2.0	5.3	4.4	4.5
Deflactor del PIB	2.1	0.6	2.3	2.2	2.4
Índice de Precios al Consumidor (IPC)	1.9	1.4	1.6	2.3	2.3
IPC subyacente	1.6	1.9	1.6	2.0	2.2
Utilidades corporativas antes de impuestos	3.6	-1.9	20.2	6.0	1.0
Empleo	1.3	0.7	1.9	1.3	1.0
Tasa de desempleo (%)	7.1	7.0	6.3	5.8	5.7
Balanza por cuenta corriente (CAN\$, miles de millones)	-17.1	-65.4	-63.9	-58.6	-47.6
Balanza comercial (CAN\$, miles de millones)	25.1	-25.9	-23.9	-23.8	-16.0
Saldo presupuestario federal* (CAN\$, miles de millones)	-2.8	-1.0	-17.8	-19.4	-15.1
porcentaje del PIB	-0.2	0.0	-0.9	-0.9	-0.7
Construcción de viviendas (miles)	199	198	220	208	196
Ventas de vehículos automotores (miles)	1,657	1,949	2,041	2,000	1,950
Producción industrial	0.6	0.1	5.1	2.2	1.0
Petróleo WTI (US\$/barril)	63	43	51	65	68
Gas natural Nymex (US\$/millones de btu)	4.94	2.55	3.02	2.80	2.85

Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada, CMHC, Bloomberg. *Canadá, excepto ajuste por riesgo de \$1,500 millones y \$3,000 millones para AF18 y AF19.

La manufactura de maquinarias y procesamiento de minerales muestra igualmente un avance robusto, impulsado por el aumento continuo de la inversión de empresas a nivel mundial. Según datos de la OCDE, los gastos de capital en las economías avanzadas de la OCDE tuvieron un crecimiento interanual de 4% en el cuarto trimestre de 2017, la mayor expansión desde principios de 2014. De hecho, los gastos de capital representaron un tercio del crecimiento económico total de las naciones industrializadas el año pasado, cuando en promedio solo suelen contribuir a un quinto de la actividad económica de la OCDE. Los datos preliminares de la industria sobre las ventas de equipos a nivel global reflejan un ímpetu sostenido, encabezado por el incremento interanual de 40% que registró Asia en febrero de 2018.

LA UTILIZACIÓN DE CAPACIDAD CASI RÉCORD APUNTA A UN INCREMENTO DE LA INVERSIÓN

Los datos mensuales dan además cuenta de una aceleración de la demanda interna de maquinaria, que a su vez es resultado de las tasas de operación industrial prácticamente sin precedentes y el fortalecimiento de la confianza de las empresas. El aumento de los pedidos de maquinaria es generalizado, aunque se manifiesta con más fuerza en los rubros de maquinaria metalúrgica, construcción y equipos de minería. Las tasas de operación industrial de Canadá subieron en 4.6 puntos porcentuales el año pasado, llegando a 86%, en lo que fue uno de los aumentos interanuales más grandes de la historia (gráfico 5). La tasa actual se sitúa bastante por encima del promedio de la década pasada, de 80.5%, lo que parece reflejar tanto la demanda alta de productos industriales canadienses como una cierta reticencia a invertir en el desarrollo de nuevas capacidades dentro de los sectores muy orientados a la exportación que dependen del TLCAN para el comercio con Estados Unidos.

Excluyendo el sector automotor, el volumen de pedidos acumulados en las fábricas canadienses continúa creciendo, con un incremento interanual de 10% en enero de 2018, que se presenta incluso después del sólido crecimiento anual de la producción registrado en 2017. Sin embargo, este aumento continuo de la acumulación de pedidos se ha moderado con respecto a la tasa anualizada de más de 20% que se observó en el primer semestre de 2017. El gran interés que existe por la maquinaria hecha en Canadá, reflejado en el mayor número de pedidos provenientes del mercado estadounidense, así como la demanda más alta de químicos y plásticos, explica casi la mitad de la expansión de los pedidos acumulados no automotores el año pasado, incluso aunque estos sectores representan menos de 25% de la actividad manufacturera canadiense total.

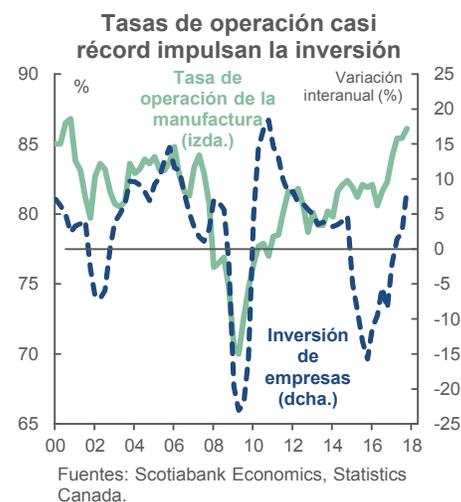
Ahora bien, las encuestas recientes sobre las intenciones de inversión son todavía heterogéneas. En la encuesta de perspectivas empresariales del Banco de Canadá correspondiente al primer trimestre del año, que se dio a conocer el 9 de abril, el 44% de las empresas prevén aumentar sus gastos en maquinaria y equipos en los próximos 12 meses, porcentaje levemente inferior al 48% del trimestre pasado pero muy superior al mínimo de 26% del cuarto trimestre de 2015. En cambio, la última encuesta sobre los gastos de capital de Statistics Canada, que es más amplia y detallada, arroja la cuarta disminución anual consecutiva de las intenciones de inversión de las empresas canadienses en estos primeros meses de 2018.

Por su parte, los datos reales sobre la inversión son más sólidos: la poca capacidad disponible y el crecimiento continuo de los nuevos pedidos llevaron a las empresas a incrementar sus gastos de capital en un 8.6% interanual durante el cuarto trimestre de 2017. Si se atenúa la incertidumbre sobre el TLCAN, la inversión de las empresas canadienses debería repuntar aún más, impulsando con ello los gastos de capital de todo 2018 a su tasa de crecimiento más alta en seis años. Los sectores muy orientados a la exportación de la zona central de Canadá, que llevan ya un par de años en pleno auge, deberían liderar esta expansión.

LA POLÍTICA FISCAL SE VUELVE PROCÍCLICA POR EL FUERTE GASTO

En todos los niveles de gobierno, la contribución ya de por sí robusta que están teniendo el gasto corriente y de capital al PIB real de Canadá debería ahora ascender a un total de 0.5 puntos porcentuales en 2018 (es decir, casi un cuarto del crecimiento total de la economía, de 2.2%) y a 0.3 puntos porcentuales en 2019. Este avance adicional proviene de la ampliación del gasto de los gobiernos de las provincias, especialmente en los presupuestos procíclicos y pre-electorales de Ontario y Quebec. Suponemos que parte de este nuevo gasto se mantendrá incluso si los actuales partidos de gobierno pierden el poder en las próximas elecciones provinciales. De hecho, el aumento del gasto de las provincias que hemos incluido en nuestras previsiones sería aún mayor si no fuera por: (i) nuestra opinión usualmente prudente según la cual es poco probable que los programas de infraestructuras se lleven completamente a cabo cumpliendo el calendario previsto; (ii) la decisión de Alberta de recortar sus gastos de capital en casi 30% en 2018–19; y (iii) la moderación continua del crecimiento salarial y la disminución de personal en el sector público en un par de provincias.

Gráfico 5



El presupuesto del gobierno federal de este año contempla nuevas iniciativas y más gasto en los proyectos en marcha, lo que será suficiente para revertir más que: (i) la reducción del gasto previsto en la actualización presupuestaria del otoño; y (ii) la mejora del saldo total derivada de la aceleración del crecimiento del PIB. Este gasto adicional modifica también la composición del gasto federal con respecto a los planes anteriores. Por ejemplo, durante el ejercicio fiscal 2018–19, la inversión prevista en infraestructura de CAD 1,900 millones se reorienta hacia los próximos años, de manera que los fondos actualmente disponibles se puedan destinar a respaldar la investigación y el desarrollo y a proporcionar incentivos para incrementar la participación de las mujeres en la fuerza laboral. La intención del gobierno federal de explorar, entre otras cosas, la creación de un programa nacional de cobertura universal de medicamentos podría empujar los gastos estructurales de las provincias hacia una senda aún más alcista en la próxima década.

Los desafíos que plantea, para la competitividad de las empresas canadienses, la reciente reforma del impuesto sobre la renta para particulares y empresas en Estados Unidos solo han suscitado hasta ahora muy pocas respuestas por parte del gobierno federal y los gobiernos de las provincias. Varias provincias trabajan en la simplificación de la carga regulatoria, en particular respecto a las evaluaciones ambientales, pero creemos que se necesitará un mayor esfuerzo para mejorar comparativamente las fortalezas del país.

EL ESTÍMULO ESTADOUNIDENSE IMPULSA LAS EXPORTACIONES, PERO LA FALTA DE CAPACIDAD DE DISTRIBUCIÓN LIMITA LAS ENTREGAS DE PETRÓLEO

El crecimiento de las exportaciones fue bastante tenue en el cuarto trimestre de 2017 y muestra una tendencia débil en el primer trimestre de este año, después de que una planta ensambladora de automóviles cerrara temporalmente a finales de 2017 por motivos de reequipamiento y modernización. Sin embargo, según nuestras proyecciones, el crecimiento total de las exportaciones se acelerará de 1.0% en 2017 a 1.6% en 2018 (tabla 3). La manufactura de maquinaria canadiense debería verse particularmente favorecida por la decisión de las empresas estadounidenses de aumentar su inversión a fin de aliviar las crecientes presiones sobre la capacidad en el sector industrial de Estados Unidos, donde varios indicadores sobre la confianza están en su nivel más alto desde 2011 (gráfico 6). La fortaleza del mercado laboral y el incremento del ingreso de los hogares de Estados Unidos deberían también estimular las exportaciones de bienes de consumo canadienses. Y este vigor de la actividad económica no se limita al país vecino: la aceleración del crecimiento en Europa, América Latina y la India, acompañada de la expansión todavía sólida de China, ha de elevar la demanda de bienes industriales y de consumo canadienses.

En 2017, las exportaciones de productos energéticos aumentaron en 10.7% de un año a otro en términos de volumen, su ritmo más rápido de crecimiento anual desde que existen datos disponibles. No obstante, esta alta tasa de crecimiento se ha debido principalmente al rebote del sector energético tras los incendios forestales de Alberta de 2016. Para los próximos 18-24 meses, prevemos una desaceleración de este ritmo de expansión del volumen. Mientras la producción está aumentando, los cuellos de botella que se forman en la red de transporte de crudo debido a la falta de capacidad en los oleoductos (ver al respecto nuestro [informe](#)) han contraído el precio que reciben los productores y han ampliado el descuento del crudo del oeste canadiense frente al marcador West Texas Intermediate (WTI). Exportar parte del volumen por vía ferroviaria contribuirá a aliviar un poco las limitaciones de la zona del oeste del país, aunque los envíos de crudo están llevando la capacidad ferroviaria canadiense al límite, desplazando las exportaciones de otros productos. De hecho, las exportaciones de canola y trigo sufrieron una reducción intermensual aguda en febrero a causa de la falta de vagones y locomotoras.

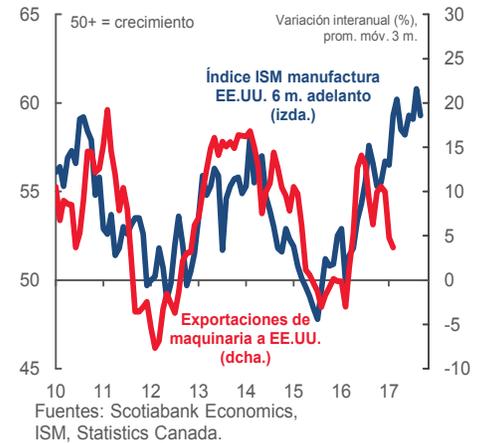
LOS RIESGOS ASOCIADOS AL TLCAN HAN QUIZÁ DISMINUIDO, PERO EL PARTIDO NO SE ACABA HASTA EL FINAL

La administración estadounidense parece últimamente muy dispuesta a concluir un acuerdo de principios sobre la renegociación y modernización del TLCAN; tanto es así que se baraja la posibilidad de que se anuncie un acuerdo preliminar en las próximas semanas o meses. El representante de comercio de Estados Unidos quiere aparentemente dar muestras de un avance en las negociaciones del tratado con Canadá y México antes del 1 de mayo, cuando tendría que prorrogar la exención a los aranceles estadounidenses sobre el acero y el aluminio; de ahí la prisa reciente. El nuevo afán por apresurar el paso puede explicarse también por la necesidad de Estados Unidos de enfocarse en la escalada del conflicto comercial con China. De cualquier forma, si se anuncia un acuerdo de principios, las tres partes deberán flexibilizar aún más sus posturas, partiendo quizá de los avances recientes que se han conseguido en la revisión de las reglas de origen para el sector automotor. Las modificaciones menores que se hicieron al Tratado de Libre Comercio Estados Unidos-Corea, de las que alardeó la Casa Blanca a finales de marzo como una victoria, dan a entender que los criterios para la satisfacción del presidente estadounidense con el TLCAN son ahora menores de lo que anteriormente se pensaba.

La amenaza de imponer aranceles al acero y el aluminio de Canadá (y México) si no se llega a un acuerdo sobre el TLCAN antes de finales de abril es apenas un garrote pequeño en este intento por forzar el cierre de las conversaciones. Tan solo Canadá suministra el 16% del acero y el 45% del aluminio que importa Estados Unidos (gráfico 7), de modo que a este último país le resultará entre difícil e imposible encontrar sustitutos

Gráfico 6

Mayor confianza de la manufactura elevará exportaciones de maquinaria a EE.UU.



dentro de su territorio de corto a mediano plazo, si acaso lo consigue. Por lo tanto, es probable que deba seguir importando acero y aluminio de Canadá, con muy pocos cambios en sus patrones de abastecimiento, lo que implica que la carga de los aranceles impuestos recaerá más que todo en la industria y los consumidores estadounidenses.

Además, una vez que se anuncie un acuerdo de principios, quedará todavía mucho trabajo por hacer antes de concluir las negociaciones y someter el tratado final para su ratificación en los tres países. Por ejemplo, según los procedimientos del Congreso de Estados Unidos, se requieren por lo menos 195 días para proceder al voto de ratificación sobre solo un conjunto de revisiones menores del pacto; si hay cambios más significativos, este plazo puede extenderse hasta por lo menos 285 días antes de convocar a una votación. En cualquiera de los casos, el reloj comienza a correr cuando los negociadores de los tres países hayan concluido un acuerdo definitivo, no solamente un acuerdo de principios.

Canadá y México tendrán que usar esta nueva ventaja en las conversaciones del TLCAN de manera muy juiciosa. La incertidumbre sobre las negociaciones pesará sobre la actividad de las empresas canadienses por lo menos hasta que se anuncie el acuerdo de principios. Ahora bien, esta incertidumbre no desaparecerá por completo hasta que se acuerde y se ratifique el texto final, proceso que casi con toda seguridad continuará hasta 2019, pese al apremio del representante de comercio estadounidense. Sea como sea, a medida que se aclare el panorama para el futuro del TLCAN, la tasa de crecimiento del PIB de Canadá podría subir en 10 bps este mismo año (tabla 2).

SE ATENÚAN LOS RIESGOS A CORTO PLAZO, PERO SE INTENSIFICAN LOS RIESGOS A LARGO PLAZO

Desde la publicación de nuestra última edición trimestral del *Panorama Global*, los riesgos inmediatos para la economía canadiense han seguido siendo divergentes y heterogéneos. Por el momento, los datos muy preliminares dan a entender que el apretado mercado laboral parece estar absorbiendo el reciente aumento del salario mínimo, toda vez que este estímulo del ingreso está posiblemente mejorando la situación financiera de los hogares al modificar el extremo inferior de la distribución salarial. Al mismo tiempo, ha comenzado a disminuir la presión en parte de los mercados de la vivienda más pujantes del país y el nivel de endeudamiento de los hogares ha empezado a estabilizarse, mientras los canadienses se adaptan a las normas más rigurosas para la obtención de hipotecas y reevalúan su apetito por el crédito al consumo.

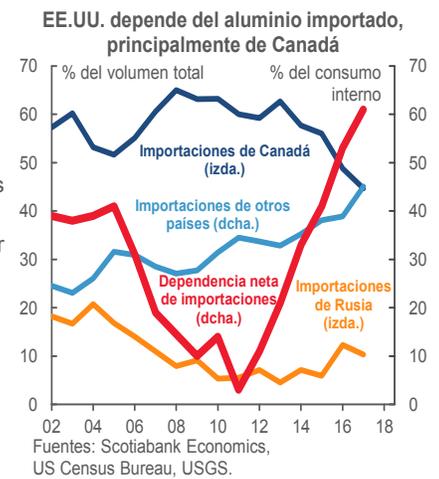
El tono de Estados Unidos con respecto al TLCAN se ha tomado también más positivo. El apremio reciente por culminar rápidamente las negociaciones es un factor favorable para Canadá, porque da un respiro frente al clima de incertidumbre asociado a este proceso y podría traducirse en un conjunto de revisiones relativamente mínimas del pacto comercial. El estímulo fiscal procíclico que están inyectando los gobiernos de Estados Unidos y Canadá es otra fuerza impulsora del crecimiento, aunque el precio a pagar puede ser una respuesta más fuerte por parte de los bancos centrales de ambos países, cosa que suele precipitar el fin de las expansiones muy prolongadas. Mientras tanto, la repentina escaramuza comercial entre China y Estados Unidos puede desbaratar la sincronización del crecimiento económico global justo cuando se había afianzado.

En contraste con el futuro cercano, las perspectivas a mediano plazo para Canadá se han ensombrecido un poco. La economía abierta del país depende mucho del comercio exterior, y la imposición de aranceles al estilo “ojo por ojo” entre Estados Unidos y China, incluso aunque se revierta rápido como ha ocurrido con este tipo de medidas en el pasado, puede desacelerar el crecimiento canadiense más rápido de lo previsto. Según el [modelo de probabilidades de recesión](#) de Scotiabank Economics, la actual baja probabilidad de que Canadá caiga en recesión aumenta considerablemente en 2021 cuando se haya disipado el efecto positivo del actual estímulo fiscal estadounidense.

La reforma fiscal y regulatoria recién aprobada por el gobierno estadounidense eliminó las ventajas de las que gozaba Canadá en materia de impuestos corporativos frente a Estados Unidos. Al mismo tiempo, el gobierno federal y los gobiernos de las provincias han introducido una serie de modificaciones legislativas a largo plazo que buscan promover la sustentabilidad ambiental e inclusión social (alza del salario mínimo, endurecimiento de las reglas sobre la igualdad salarial, tarificación del carbono y procesos más extensos para la aprobación de proyectos) y que, en su conjunto, pueden convertir a Canadá en un lugar relativamente más complicado para invertir y hacer negocios en comparación con Estados Unidos. El atractivo de Canadá como destino de la inversión extranjera directa parece haber menguado desde 2015, pues ésta se ha reducido prácticamente a la mitad desde entonces, de CAD 58,000 millones en 2015 a CAD 31,000 millones en 2017. El debilitamiento de la inversión en el sector energético y minero ha sido responsable de gran parte de esta caída. La volatilidad de los precios del petróleo, aunada a la incertidumbre sobre el entorno regulatorio y las restricciones de capacidad de distribución del crudo, parecen haber erosionado la confianza de los inversionistas, que ahora se muestran más reacios a emprender proyectos con grandes adelantos de capital en las primeras etapas. La entrada de capitales en el sector manufacturero se desaceleró también de manera significativa en 2016 y buena parte de 2017, posiblemente por las preocupaciones comerciales, aunque luego repuntó a fines del año pasado.

En conclusión, la competitividad es más que la suma de bajas tasas impositivas y permisividad regulatoria y legislativa, pero es probable que Canadá tenga que hacer más en los próximos años a fin de realzar todos esos atributos que lo convierten en un país atractivo para invertir y trabajar.

Gráfico 7



Provincias canadienses

- Se espera que Alberta y Columbia Británica continúen a la cabeza de la expansión de las provincias hasta 2019. Todas las provincias deberían registrar un crecimiento positivo este año y el siguiente, pero solo dos de ellas evitarán la desaceleración que se prevé después del repunte de 2017.
- Por segundo año, las provincias prevén un déficit total para el ejercicio fiscal 2017-18 (AF18) de menos de CAD 10,000 millones (0.4% del PIB). Según los presupuestos presentados esta primavera, el déficit combinado del AF19 ascenderá a CAD 17,000 millones, pero estas proyecciones están sujetas al resultado de las elecciones que este año se celebrarán en Ontario, Nueva Brunswick y Quebec.

EXPANSIÓN SOSTENIDA

Las tres grandes provincias productoras de petróleo de Canadá deberían recibir un empujón importante, gracias al aumento fuerte que han de tener los precios del crudo WTI y Brent este año, así como al incremento (comparativamente más moderado) del precio del bitumen Western Canadian Select. Sin embargo, para esto se presupone que por lo menos dos de los tres grandes proyectos de construcción y desarrollo de oleoductos (la renovación de la Línea 3 y la expansión del Trans Mountain o el Keystone XL) seguirán adelante tal como está planificado. Las otras siete provincias han comenzado conjuntamente el año 2018 avanzando a un paso más rápido que sus tasas tendenciales, y ya se observan ciertas restricciones de capacidad. En estas provincias, la tasa de desempleo a largo plazo ha caído a niveles no registrados desde 2012 (gráfico 1) y, en 2017, el porcentaje de trabajadores a medio tiempo en busca de empleos a tiempo completo disminuyó a un mínimo nunca antes registrado en los años posteriores a la recesión.

Ahora bien, en las siete provincias consumidoras de petróleo, cabe esperar que la generación de empleo se modere en los próximos dos años con respecto al ritmo robusto de 2017. A medida que el crecimiento económico se suaviza, tomará tiempo absorber el incremento fuerte del número de puestos a tiempo completo, que fue cercano o superior al 2% el año pasado en seis provincias. El aumento salarial, medido en diversas encuestas, parece estar repuntando en las zonas de mayor crecimiento, reflejando en algunos casos una escasez de mano de obra cualificada. En la región del centro de Canadá, las tasas de desempleo están en sus mínimos históricos. La disminución de los salarios en Alberta y Saskatchewan durante 2015-16, que lastró el promedio nacional a principios de 2017, se está revirtiendo. La tendencia alcista del salario mínimo se ha empujado, gracias al incremento de dos dígitos que ha tenido el salario mínimo en las cuatro provincias más grandes del país desde finales de 2016, así como a la indexación anual en varias otras provincias, resultante en un alza sostenida gradual. Otro factor que está impulsando el ingreso de los hogares es el crecimiento del empleo en los sectores bien remunerados, como el de servicios profesionales, científicos y técnicos, donde el año pasado la remuneración semanal se situó en 38% por encima del promedio de todos los sectores, mientras que el empleo aumentó en nueve provincias (gráfico 2).

Asimismo, en los últimos meses, la inflación del IPC subyacente ha subido en la Isla del Príncipe Eduardo, Nueva Escocia, Manitoba y Columbia Británica. A excepción de Manitoba, una de las causas más frecuentes del alza de los precios son los servicios. En las regiones que registran un crecimiento superior al tendencial, este aumento de la inflación debería reducir el poder adquisitivo real del incremento salarial en los próximos trimestres. Por sectores, el aumento inesperadamente fuerte que tuvo la construcción de nuevas viviendas el año pasado, sumado a las mayores inversiones en infraestructuras, está elevando el costo de la construcción de apartamentos, excluyendo el factor del precio del terreno (gráfico 3).

Nuestras perspectivas sobre el consumo y el sector vivienda para la mayoría de las provincias apuntan a un enfriamiento leve, debido a las nuevas restricciones hipotecarias, la moderación de la generación de empleo, las cargas de la deuda y el alza de las tasas de interés. Por primera vez

CONTACTOS

Mary Webb
416.866.4202
Scotiabank Economics
mary.webb@scotiabank.com

Marc Desormeaux
416.866.4733
Scotiabank Economics
marc.desormeaux@scotiabank.com

Gráfico 1

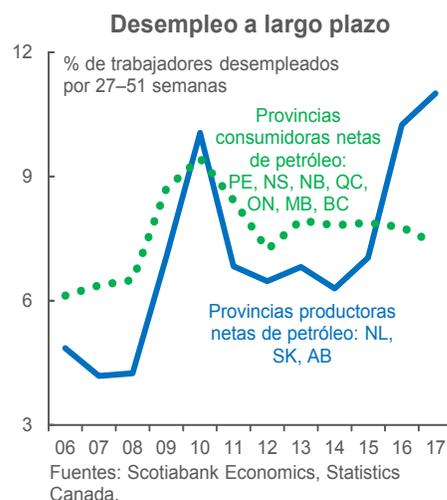
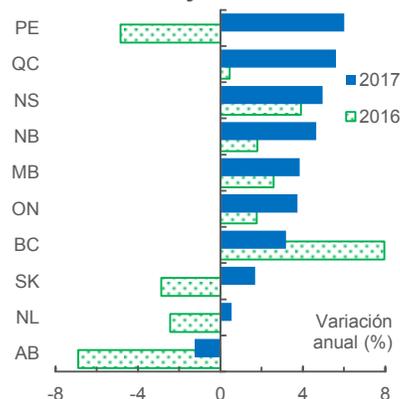


Gráfico 2

Empleo en servicios profesionales, científicos y técnicos



desde que se tiene registro, seis de las provincias consumidoras netas de petróleo dieron cuenta de un crecimiento de las ventas minoristas de más de 6% en 2017, una expansión que probablemente sea insostenible. Según las proyecciones, la venta de vehículos automotores (en términos unitarios) disminuirá en siete provincias este año y el siguiente (tabla 1), mientras un mercado inmobiliario menos pujante restringirá también el gasto en otras categorías de bienes duraderos. Por otro lado, ciertos datos estadísticos favorables del año pasado, como el mayor volumen de visitantes internacionales en siete provincias, confirman la tendencia alcista de los ingresos del sector turístico. El nivel relativamente débil del dólar canadiense, que ha de mantenerse en un promedio de 80¢ de dólar estadounidense, y los diversos proyectos de inversión en turismo regional (finalizados o en marcha) deberían seguir sustentando esta expansión del sector turístico.

Cabe esperar que continúen las dificultades de acceso a la vivienda en las principales ciudades de Columbia Británica y en la zona de la “herradura dorada” de Ontario. Sin embargo, para la mayoría de las otras regiones, se prevé un mercado de la vivienda más equilibrado, con opciones asequibles y tasas de desocupación de viviendas para alquilar en un nivel cercano o superior al umbral de 3%, indicador de equilibrio entre oferta y demanda. En Nueva Escocia, las viviendas multifamiliares representaron el 55% de las nuevas viviendas construidas en los tres últimos años. Este auge transformó el perfil urbano de Halifax y creó un inventario lo suficientemente amplio como para llevar nuevamente la construcción de nuevas viviendas de la provincia a un volumen anual de menos de 4,000 unidades de aquí a 2019. En la ciudad de Quebec, el precio promedio de venta de las unidades residenciales se ha mantenido prácticamente invariable desde 2013; en cambio, el precio de las casas se disparó en 5.5% en Montreal el año pasado, signo de la creación sólida de empleo en el área metropolitana censal como tal y el alivio significativo de la carga fiscal para los particulares. Las existencias de unidades de vivienda finalizadas y no vendidas, que se construyeron desde la corrección del precio de las materias primas de 2014, siguen siendo elevadas en Calgary, Edmonton y Saskatoon y, en menor grado, en Regina. Este alto inventario ha de frenar las nuevas construcciones residenciales y limitar el aumento de los precios, pese al fortalecimiento de la demanda de viviendas.

La recuperación de la inversión de empresas prevista para este año se concentrará en las provincias consumidoras de petróleo y en el sector de maquinaria y equipos. La encuesta sobre las intenciones de inversión de capital de Statistics Canada arrojó un repunte de 4.2% de las compras nominales de maquinaria y equipos en las provincias consumidoras netas de petróleo (gráfico 4). Es probable que esta cifra subestime el volumen de inversión que al final podría inyectarse, considerando las limitaciones de capacidad conocidas, particularmente en el centro de Canadá y Columbia Británica, y las oportunidades de mercado previstas. El crecimiento anticipado de la inversión en maquinaria y equipos en las provincias consumidoras de petróleo se constata en el aumento que mostraron a finales de 2017 las importaciones de maquinaria industrial y el mayor número de pedidos y envíos de maquinaria a nivel nacional.

En cambio, en las tres provincias productoras de petróleo, después de tres años de declive agudo, es poco probable que la inversión de empresas empiece a recuperar el terreno perdido antes de 2019–20. Aunque la compra de maquinaria y equipos debería estabilizarse el próximo año y la exploración convencional de petróleo y gas mantiene su vigor en el oeste de Canadá, el desarrollo de nuevos proyectos de arenas bituminosas será más limitado después de las grandes ampliaciones recientes de capacidad y la finalización de Hebron, el cuarto campo petrolero costa afuera de Terranova y Labrador. Más allá del sector petrolero y gasífero, cabe esperar que la construcción no residencial se acelere este año, en áreas como el desarrollo comercial, oleoductos y servicios públicos.

Al igual que en 2017, las exportaciones netas sustentarán la expansión de las tres provincias productoras de petróleo este año. Al mismo tiempo, la moderada inversión de empresas en medio del aumento continuo de la producción de petróleo (que de todos modos no será tan fuerte como el año pasado) limitará las importaciones de estas provincias. Columbia Británica debería seguir viéndose favorecida por los sólidos vínculos que mantiene con la región de Asia (gráfico 5) para las exportaciones no energéticas, mientras que el Acuerdo Económico y Comercial Global con la Unión Europea generará oportunidades para todas las regiones. En Ontario, las exportaciones netas están lastrando el crecimiento. El gasto elevado de la provincia está incrementando las importaciones, toda vez que la disminución prevista del volumen de vehículos ensamblados, de 7.5%, restringirá el crecimiento en otros rubros, como la maquinaria.

Gráfico 3

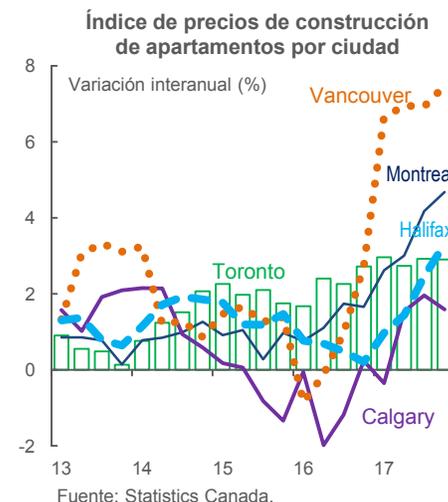


Gráfico 4

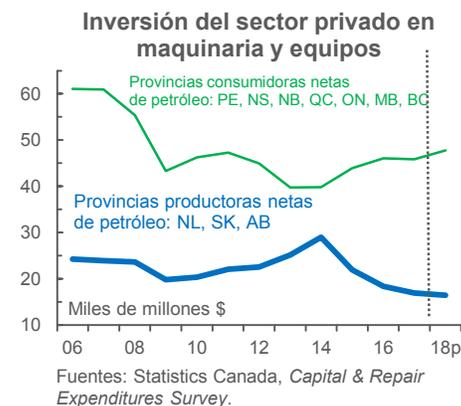
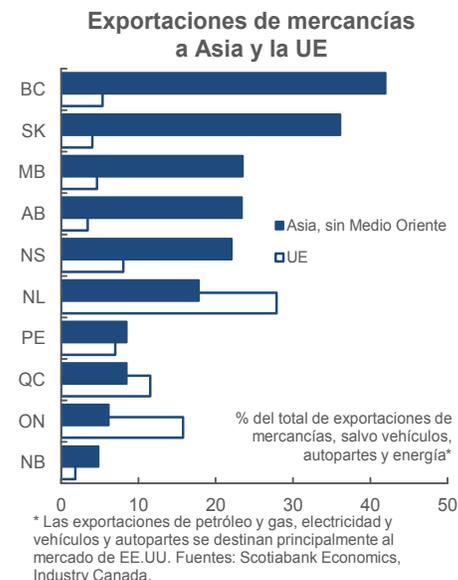


Gráfico 5



DIVERGENCIA POSIBLE EN LA TRAYECTORIA FISCAL DE LAS PROVINCIAS

El incremento del déficit total de las provincias para el AF19 se debe principalmente al superávit más moderado que ahora prevén Quebec y Columbia Británica, así como al déficit de CAD 6,700 millones de Ontario, aunque las próximas elecciones que celebrarán las provincias del centro de Canadá podrían modificar las previsiones (gráfico 6). Las tres provincias productoras de petróleo continúan trabajando en la reducción del déficit, y se prevé una mejora de CAD 3,000 millones (-25%) con respecto al AF17. Entre las nuevas prioridades presupuestarias de este año se encuentran aumentar la disponibilidad y asequibilidad de los servicios de cuidado de niños, ampliar la oferta de viviendas de bajos precios para alquilar, mejorar las iniciativas para atraer y conservar a los inmigrantes y fomentar la innovación, además de la participación de cada región en los “supercentros” de innovación y alta tecnología que Ottawa pretende desarrollar, especializados en océanos, inteligencia artificial, manufactura avanzada, industrias proteicas y tecnología digital. Los desafíos presupuestarios incluyen el alza del costo de los intereses y amortización, después de varios años de expansión de las inversiones en infraestructura, y las exigencias remunerativas de los trabajadores después de una larga austeridad.

Gráfico 6

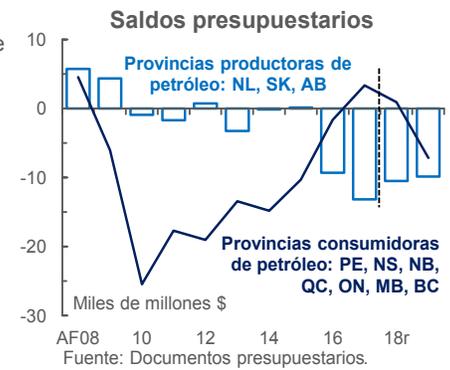


Tabla 1

Provincias canadienses											
(variación porcentual anual, salvo cuando se indica lo contrario)											
	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC
PIB real											
2000–16	2.1	2.5	1.7	1.3	1.2	1.7	2.0	2.3	2.0	2.7	2.8
2016	1.4	1.9	2.3	0.8	1.2	1.4	2.6	2.2	-0.5	-3.7	3.5
2017e	3.0	-1.5	2.2	1.6	1.4	2.8	2.9	2.3	1.9	4.3	3.5
2018p	2.2	0.5	1.8	1.4	1.0	2.1	2.1	2.0	1.8	2.5	2.6
2019p	2.1	1.2	1.6	1.0	0.7	1.9	2.0	1.8	2.0	2.3	2.4
PIB nominal											
2000–16	4.2	5.6	4.2	3.4	3.3	3.6	3.8	4.4	5.3	5.9	4.5
2016	2.0	2.6	4.0	2.8	3.6	2.7	4.3	2.3	-4.0	-4.9	4.8
2017e	5.3	3.1	4.0	3.2	3.0	4.2	5.1	4.0	4.8	7.6	5.6
2018p	4.5	3.6	3.6	3.1	2.7	4.0	4.5	3.9	3.8	5.3	4.8
2019p	4.5	4.5	3.6	2.9	2.4	4.1	4.4	3.6	4.3	5.3	4.8
Empleo											
2000–16	1.3	0.8	1.0	0.6	0.4	1.3	1.3	0.9	1.1	2.3	1.4
2016	0.7	-1.5	-2.3	-0.4	-0.1	0.9	1.1	-0.4	-0.9	-1.6	3.2
2017	1.9	-3.7	3.1	0.6	0.4	2.2	1.8	1.7	-0.2	1.0	3.7
2018p	1.3	-0.8	1.5	0.5	0.3	1.5	1.5	0.6	0.4	1.5	1.6
2019p	1.0	-0.5	0.8	0.2	0.1	0.8	1.0	0.6	0.6	1.1	1.2
Tasa de desempleo (%)											
2000–16	7.1	14.3	11.2	8.8	9.6	8.0	7.1	5.1	5.0	5.1	6.6
2016	7.0	13.4	10.7	8.3	9.5	7.1	6.5	6.1	6.3	8.1	6.0
2017e	6.3	14.8	9.8	8.4	8.1	6.1	6.0	5.4	6.3	7.8	5.1
2018p	5.8	14.9	9.9	8.2	8.0	5.5	5.5	5.3	5.8	7.0	4.8
2019p	5.7	15.0	10.0	8.0	8.0	5.4	5.4	5.2	5.7	6.9	4.8
Construcción de nuevas viviendas (unidades, miles)											
2000–16	199	2.6	0.7	4.3	3.5	44	71	5.1	5.2	34	28
2016	198	1.4	0.6	3.8	1.8	39	75	5.3	4.8	25	42
2017	220	1.4	0.9	4.0	2.3	46	79	7.5	4.9	29	44
2018p	208	1.3	0.9	3.8	2.1	42	77	6.3	5.0	28	42
2019p	196	1.3	0.8	3.8	2.1	38	71	6.3	5.0	30	38
Ventas de vehículos automotores (unidades, miles)											
2000–16	1,657	29	6	48	38	413	635	47	45	216	180
2016	1,949	33	9	54	44	458	807	55	51	220	218
2017e	2,041	33	9	59	42	453	847	62	56	245	235
2018p	2,000	32	8	58	40	445	821	61	56	248	231
2019p	1,950	30	8	56	39	434	791	60	56	250	226
Salvos presupuestarios, año fiscal finalizado el 31 de marzo (millones CAD)											
2000–16*	-2,803	-93	-38	-30	-153	-768	-5,115	-142	307	1,064	319
2016	-987	-2,206	-13	-13	-261	2,191	-3,515	-839	-1,520	-6,442	811
2017	-17,770	-1,148	-1	150	-119	2,361	-991	-764	-1,218	-10,784	2,737
2018p**	-19,400	-812	1	134	-115	850	642	-726	-595	-9,066	151
2019p	-15,100	-683	1	29	-189	0	-6,704	-521	-365	-8,802	219

Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada, CMHC, documentos de los presupuestos. * MB: AF04–AF16; AB: AF05–AF16. ** AF18 y AF19 del gobierno federal y de los gobiernos provinciales: documentos de los presupuestos. AF19 del gobierno federal, excepto ajuste por riesgo de \$3,000 millones

Estados Unidos

- El importante aumento del gasto federal que se ha autorizado para 2018 y 2019 pone punto final a ocho años en los cuales la política fiscal tuvo una contribución neta baja al crecimiento total de la economía. Junto con los recientes recortes fiscales, el mayor gasto público ofrecerá un estímulo fiscal sustancial a la economía estadounidense, en medio de un fuerte repunte ya tardío en esta expansión prolongada.
- Los riesgos siguen teniendo su origen dentro de los mismos Estados Unidos. La disminución del ahorro público y privado podría agravar aún más el déficit comercial, con lo que a la Casa Blanca puede resultarle más difícil enfrascarse en una guerra comercial con China.

LA POLÍTICA FISCAL TOMA UN FUERTE IMPULSO MIENTRAS SE INTENSIFICAN LAS DISPUTAS COMERCIALES

Las últimas decisiones políticas tomadas en Washington reavivaron las preocupaciones de la época Reagan-Bush sobre el aumento del “déficit gemelo” de Estados Unidos como resultado de la flexibilización de la política fiscal y la continua ampliación del déficit de la cuenta corriente externa. Tras la reforma fiscal de diciembre y el incremento de alrededor de USD 300,000 millones del gasto público durante los próximos dos años, de acuerdo con la ley sobre el presupuesto bipartidista de febrero, el déficit federal de Estados Unidos se ampliará de 3.4% del PIB en 2017 a 4.7% del PIB en 2019. Después de ocho años en los que la política fiscal estadounidense ha tenido una contribución mínima o negativa a la expansión económica, cerca de la quinta parte del crecimiento de Estados Unidos se deberá ahora al gobierno (gráfico 1). Y es posible que aumente aún más este estímulo con la iniciativa de desarrollo de infraestructuras que pretende llevar a cabo la Casa Blanca.

Sin embargo, hemos recortado nuestra previsión sobre el crecimiento real respecto a la proyección de las *Tablas de Pronósticos Económicos* de marzo, de 2.7% a 2.6% para 2018, ya que prevemos que los consumidores hagan una pausa temporal a inicios de este año. En cambio, hemos revisado al alza la tasa de 2019, de 2.2% a 2.4%, a medida que se concretiza el efecto del recorte fiscal federal y el aumento del gasto público. En 2018 y 2019, el crecimiento se ve afectado hasta cierto punto por la ampliación del déficit comercial de Estados Unidos, pues el estímulo fiscal impulsará el consumo total, por encima del ahorro total.

En una economía que está en pleno auge, la combinación de un estímulo fiscal sustancial con posibles nuevos aranceles para un volumen considerable de importaciones de China y otros proveedores extranjeros de acero y aluminio implica mayores presiones sobre los precios y mayores motivos para que la Reserva Federal siga aumentando las tasas de interés. Solo en términos de los fundamentos, el modelo macroeconómico global de Scotiabank que presentamos y describimos el año pasado en nuestro informe *Perspectivas a largo plazo* arroja para las tasas de interés una trayectoria similar a los gráficos de puntos del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de marzo. No obstante, decidimos no cambiar nuestra previsión, dejándola en dos incrementos adicionales de 25 bps en 2018 y dos más en 2019, lo que llevaría la tasa de fondos federales a solo 2.75% al final de 2019 (tabla 1). Esta decisión refleja dos factores importantes que ahora han entrado en juego: el endurecimiento reciente de las condiciones financieras en los mercados de capitales (que hacen parte del trabajo de la Fed), y la intensificación de los riesgos para el crecimiento estadounidense y global por la escalada de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Justificamos con más detalle nuestra opinión en la sección *Mercados de capitales y política monetaria* de este *Panorama Global*.

Los riesgos para las perspectivas de Estados Unidos siguen teniendo su origen dentro del país. El enfoque caprichoso de la Casa Blanca en materia de política comercial, aunado al

CONTACTOS

Brett House, Vicepresidente y Economista en Jefe Adjunto

416.863.7463
 Scotiabank Economics
brett.house@scotiabank.com

Carlos Gomes

416.866.4735
 Scotiabank Economics
carlos.gomes@scotiabank.com

Juan Manuel Herrera

416.866.6781
 Scotiabank Economics
juanmanuel.herrera@scotiabank.com

René Lalonde

416.862.3174
 Scotiabank Economics
rene.lalonde@scotiabank.com

Nikita Perevalov

416.866.4205
 Scotiabank Economics
nikita.perevalov@scotiabank.com

Adrienne Warren

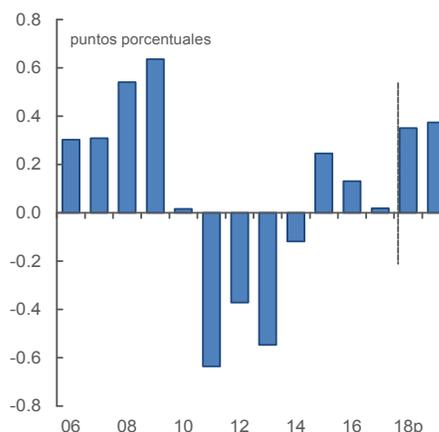
416.866.4315
 Scotiabank Economics
adrienne.warren@scotiabank.com

Mary Webb

416.866.4202
 Scotiabank Economics
mary.webb@scotiabank.com

Gráfico 1

Gasto público: Contribución al crecimiento del PIB real



Fuentes: Scotiabank Economics, BEA.

fuerte estímulo fiscal de Washington en una economía de ciclo tardío que no lo necesita, tiene todos los visos de ser uno de esos errores políticos que suelen frenar las expansiones prolongadas.

EL SÓLIDO MERCADO LABORAL ALIMENTA EL CRECIMIENTO SOSTENIDO DEL GASTO DE LOS HOGARES

Los consumidores estadounidenses han hecho una breve pausa a inicios de 2018, después de una mini ola de gastos a fines de 2017. Los fundamentos sólidos, que incluyen el robusto mercado laboral y el balance saludable de los hogares, nos dan a entender que esta pausa no durará mucho. La confianza de los consumidores está cerca de su máximo de 17 años, y los proyectos de compras importantes se mantienen elevados. Según nuestras previsiones, el crecimiento del gasto de consumo real será de 2.6% en 2018, coincidiendo así con el aumento de los dos años anteriores, antes de moderarse a 2.4% en 2019.

El crecimiento del empleo se enfrió significativamente a principios de año, pero sigue siendo sólido, con la creación de un promedio de 200,000 puestos de trabajo al mes. La contratación de personal ha aumentado en forma generalizada en las industrias de bienes y servicios del sector privado. Cabe esperar que la tasa total de contratación se modere un poco este año, debido al mercado laboral cada vez más apretado. La tasa de desempleo se encuentra en su mínimo de 17 años: 4.1%, por debajo del rango a largo plazo de la Reserva Federal, de 4.2%-4-8%. Las solicitudes de seguro de desempleo se aproximan al mínimo de 50 años.

Los reportes sobre la escasez de mano de obra son cada vez más generalizados. La cantidad de ofertas de empleo alcanzó 6.3 millones en enero, o 4.1% del total de puestos, la cuota más alta en los registros históricos desde 2001. El mayor número de plazas vacantes se está acercando ahora al menor número de estadounidenses desempleados que buscan trabajo (gráfico 2). Como dato alentador, la fortaleza de la contratación comienza a motivar a los trabajadores desalentados a reintegrarse al mercado laboral. El índice de empleo en edad de máximo rendimiento aumentó a 82.0% en el primer trimestre de 2018, su nivel más alto desde 2010, desde el mínimo cíclico de 80.7% en 2015 (gráfico 3).

La tendencia del crecimiento salarial se ha fortalecido y debería acelerarse este año con el mercado laboral cerca del pleno empleo. El poder adquisitivo de los hogares se está fortaleciendo también, como resultado del aumento del salario mínimo en muchos estados y los recortes fiscales que empezaron a implementarse a principios de febrero. Sin embargo, los recortes fiscales benefician en forma desproporcionada a las familias con mayores ingresos y que son menos propensas a gastar, lo cual debería reducir el impacto macroeconómico de estas reducciones. Por otro lado, algunas familias con ingresos medios y más bajos podrían tener que lidiar con la subida

Gráfico 2

Gráfico 3

Tabla 1

Pronósticos trimestrales para Estados Unidos	2017		2018				2019			
	T3	T4	T1e	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Económicos										
PIB real (intertrimestral, variación porcentual anual)	3.2	2.9	2.2	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3	2.1	2.1
PIB real (interanual, variación porcentual)	2.3	2.6	2.8	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3	2.2
Precios al consumidor (interanual, variación porcentual)	2.0	2.1	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
IPC subyacente (interanual, variación porcentual)	1.7	1.7	1.9	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Financieros										
Euro (EURUSD)	1.18	1.20	1.23	1.25	1.28	1.30	1.30	1.33	1.35	1.35
Libra esterlina (GBPUSD)	1.34	1.35	1.40	1.40	1.42	1.47	1.48	1.48	1.50	1.50
Yen japonés (USDJPY)	113	113	106	108	110	110	110	110	108	105
Reserva Federal de Estados Unidos (límite superior, %)	1.25	1.50	1.75	1.75	2.00	2.25	2.25	2.50	2.50	2.75
Bonos del Tesoro a 3 meses (%)	1.04	1.38	1.70	1.85	2.05	2.30	2.30	2.55	2.60	2.80
2 años, del Tesoro (%)	1.48	1.88	2.27	2.40	2.55	2.70	2.80	2.95	3.00	3.05
5 años, del Tesoro (%)	1.93	2.21	2.56	2.65	2.75	2.90	2.95	3.00	3.10	3.15
10 años, del Tesoro (%)	2.34	2.40	2.74	2.85	2.95	3.00	3.05	3.10	3.15	3.25
30 años, del Tesoro (%)	2.86	2.74	2.97	3.00	3.15	3.20	3.25	3.30	3.35	3.40

Fuentes: Scotiabank Economics, BEA, BLS, Bloomberg.

de las primas del seguro médico, debido a la eliminación del mandato individual federal en la nueva legislación fiscal, lo que podría reducir ciertos gastos discrecionales.

LA SÓLIDA SITUACIÓN FINANCIERA DE LOS HOGARES FORTALECE LA CONFIANZA

El balance saludable de los hogares también está estimulando la confianza y el gasto. A pesar del aumento de la deuda, la revalorización de la vivienda y del mercado bursátil ha llevado el patrimonio neto de los hogares a niveles sin precedentes, situándolo en casi siete veces el ingreso disponible en el cuarto trimestre de 2017. Asumiendo un efecto riqueza de tres centavos por dólar, el aumento del valor neto de los hogares el año pasado, que ascendió a USD 7.2 billones, podría haber agregado más de un punto porcentual al crecimiento anual de gasto de consumo en 2017. En promedio, el dueño de una vivienda ganó USD 13,000 en el valor del inmueble el año pasado.

El costo del servicio de la deuda como porcentaje del ingreso disponible está cerca de un mínimo récord; sin embargo, probablemente haya tocado fondo debido al alza gradual y prevista de las tasas de interés. El crecimiento más fuerte de los ingresos ha contribuido a reforzar la tasa de ahorro, que había caído a 2.5% al final del año pasado, su nivel más bajo de la década. Esta tasa de ahorro ha logrado ahora rebotar nuevamente a más de 3%. Las tasas de mora están bajas, aunque están subiendo para ciertos tipos de préstamos.

MAYORES DIFICULTADES PARA LOS COMPRADORES DE VIVIENDA

Los fundamentos de la demanda de vivienda en Estados Unidos, como el robusto crecimiento del empleo, la baja tasa de desempleo y los mayores ingresos, sustentan ampliamente el mercado inmobiliario. Los *millennials* están llegando a la edad de compra de su primera vivienda, lo cual hace que aumente la tasa de adquisición de vivienda por primera vez desde el desplome del mercado en 2007. Además, las entidades de crédito siguen flexibilizando gradualmente las normas de otorgamiento de créditos hipotecarios.

No obstante, el ímpetu de la venta de viviendas sigue siendo mediocre. Los posibles compradores se enfrentan a la escasez persistente de ofertas, en particular para las llamadas "primeras viviendas". El inventario de viviendas en venta cayó a su nivel más bajo en al menos 35 años. La falta de ofertas a bajos precios está llevando la cuota de primeros compradores respecto al total de ventas de viviendas a un 30%, comparado con un nivel típico de alrededor de 40%. La venta de viviendas de alta gama sí ha tenido un desempeño sólido, pero puede desacelerarse debido a las nuevas reglas fiscales que han reducido las deducciones fiscales por tasas de interés e impuestos prediales. La National Association of Realtors (NAR) estima que de 5% a 6% de propietarios de vivienda se verán afectados por estos nuevos límites.

La combinación de unas tasas hipotecarias más altas y unos precios de vivienda que suben a casi el doble del ritmo de crecimiento de los salarios está erosionando gradualmente la asequibilidad de la vivienda. La tasa hipotecaria fija a 30 años ha aumentado en casi 50 bps desde el inicio del año, llegando a su nivel más alto desde principios de 2014. El alza de las tasas hipotecarias reduce también la demanda de compra de vivienda más cara, lo cual podría restringir a su vez la nueva oferta de viviendas en el mercado secundario.

Se prevé que la construcción de nuevas viviendas en Estados Unidos aumente a 1.26 millones de unidades este año y a 1.30 millones de unidades en 2019, en comparación con 1.20 millones de unidades en 2017. A pesar de la continua recuperación, el nivel total de construcción de viviendas unifamiliares se mantiene muy por debajo de la tendencia histórica, limitado por la escasez de mano de obra y el mayor costo de los terrenos y la construcción. La construcción de nuevas residencias multifamiliares se ha recuperado fuertemente después de la recesión de 2008-2009, pero parece haber alcanzado un máximo en el ciclo actual, en medio de la menor demanda de propiedades para alquilar y el incremento de las construcciones (gráfico 4).

Gráfico 4

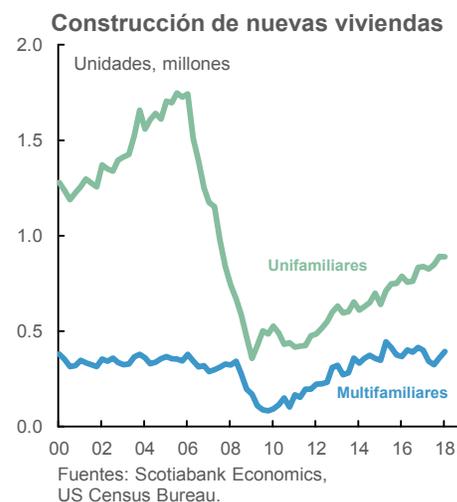


Tabla 2

Estados Unidos	2000-16	2016	2017	2018p	2019p
(Variación porcentual anual, salvo cuando se indica lo contrario)					
PIB real	1.9	1.5	2.3	2.6	2.4
Gasto de consumo	2.4	2.7	2.8	2.6	2.4
Inversión residencial	-0.4	5.5	1.8	2.3	2.1
Inversiones de empresas	2.3	-0.6	4.7	5.1	2.8
Gasto público	1.0	0.8	0.1	2.1	2.2
Exportaciones	3.6	-0.3	3.4	3.3	2.5
Importaciones	3.4	1.3	4.0	4.8	3.2
PIB nominal	3.9	2.8	4.1	4.7	4.5
Defactor del PIB	2.0	1.3	1.8	2.0	2.1
Índice de Precios al Consumidor	2.2	1.3	2.1	2.4	2.4
IPC subyacente	2.0	2.2	1.8	2.2	2.3
Utilidades corporativas antes de impuestos	5.5	-2.1	4.4	2.7	0.5
Empleo	0.7	1.8	1.6	1.4	1.1
Tasa de desempleo (%)	6.2	4.9	4.4	4.0	3.9
Balanza por cuenta corriente (US\$, miles de millones)	-507	-452	-466	-554	-612
Balanza comercial (US\$, miles de millones)	-673	-753	-811	-908	-982
Saldo presupuestario federal (US\$, miles de millones)	-150	-585	-665	-812	-990
porcentaje del PIB	-1.0	-3.1	-3.4	-4.0	-4.7
Construcción de viviendas (millones)	1.27	1.17	1.20	1.26	1.30
Ventas de vehículos automotores (millones)	15.5	17.5	17.1	17.4	17.3
Producción industrial	0.6	-2.0	1.6	2.8	1.1
Petróleo WTI (US\$/barril)	63	43	51	65	68
Gas natural Nymex (US\$/millones de btu)	4.94	2.55	3.02	2.80	2.85

Fuentes: Scotiabank Economics, BEA, BLS, Bloomberg.

PANORAMA HETEROGÉNEO PARA LA CONSTRUCCIÓN NO RESIDENCIAL

El gasto privado en construcción no residencial está avanzando a un ritmo moderado. La fuerte demanda de instalaciones para el almacenamiento y la distribución está impulsando la expansión comercial. Asimismo, la inversión en proyectos de transporte privado, incluidas las mejoras aeroportuarias, está aumentando de manera pronunciada. La actividad del mercado de oficinas se debería mantener más discreta, debido a la gran cantidad de instalaciones finalizadas y la desaceleración prevista del crecimiento del empleo en un mercado laboral cerca de su plena capacidad. El estrechamiento de las tasas de capacidad de la manufactura debería preparar el terreno para una leve recuperación de la construcción industrial en 2018-2019.

EXPANSIÓN GENERALIZADA DEL SECTOR DE SERVICIOS

La actividad del sector de servicios —que representa el 70% del producto y empleo de Estados Unidos— está aumentando a casi su ritmo más rápido en 10 años (gráfico 5). El repunte ha sido generalizado. El fortalecimiento de la confianza de las empresas y la inversión está elevando la demanda de servicios profesionales, científicos y técnicos; la continua ampliación de las capacidades de comercio electrónico de los minoristas estadounidenses está alimentando los sectores de almacenamiento y transporte; y la población que se envejece está incrementando la demanda de servicios de atención médica. De las 18 industrias incluidas en la encuesta de empresas del sector no manufacturero del ISM, solo dos están en contracción: arte, entretenimiento y recreación; y servicios de alojamiento y alimentación.

La debilidad de la última de estas dos industrias puede ser consecuencia, al menos parcialmente, del debilitamiento continuo del turismo internacional. Debido al impacto del dólar fuerte y las nuevas restricciones para los viajeros, las visitas de turistas internacionales a Estados Unidos en los primeros tres trimestres de 2017 bajaron 4% en comparación con el año previo, cosa que a su vez favoreció la mejora del turismo en el resto del mundo. El año pasado, España tomó el lugar de Estados Unidos como el segundo país más visitado del mundo.

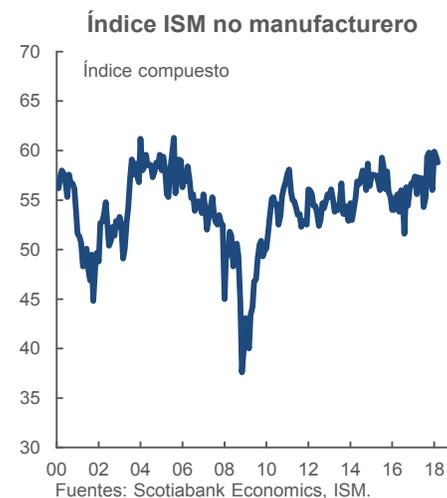
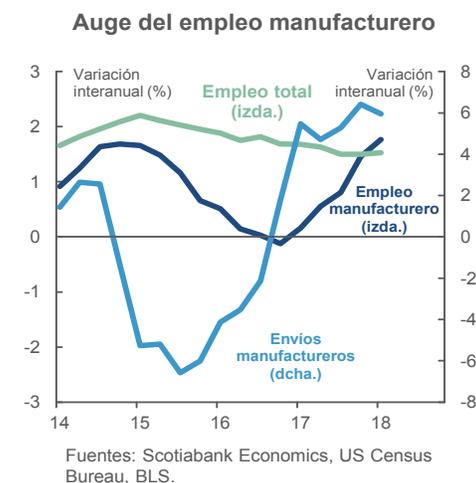
CRECIMIENTO INDUSTRIAL

La actividad industrial en Estados Unidos y a nivel mundial sigue manteniendo el ímpetu, y la reactivación del empleo en el sector manufacturero se ha afianzado en todo el territorio estadounidense. La producción industrial sigue aumentando a una tasa interanual de más de 4% a principios de 2018, el mejor desempeño desde 2011, y está elevando el empleo en el sector manufacturero al ritmo interanual más rápido en 20 años. De hecho, el crecimiento de la nómina manufacturera está superando actualmente el crecimiento total del empleo, tendencia que se observó por última vez cuando la economía mundial apenas estaba empezando a recuperarse de la recesión económica global de hace una década (gráfico 6).

Los nuevos pedidos de bienes manufactureros siguen avanzando a un ritmo aún más rápido que la producción, tanto en Estados Unidos como en todo el mundo, apuntando a una mayor aceleración del producto industrial y el crecimiento del empleo en la industria manufacturera en los próximos meses. Por ejemplo, los nuevos pedidos de bienes manufacturados en Estados Unidos aumentaron a una tasa interanual de 6.6% a principios de 2018, y el avance es incluso más fuerte en Europa, con un crecimiento interanual de pedidos de más de 9%.

Asimismo, a medida que se acelera el crecimiento económico de Estados Unidos, el sector de recursos (económicamente sensible) sigue impulsando el crecimiento del empleo y de los pedidos. Los nuevos pedidos de metales y productos fabricados han aumentado a una tasa interanual de más de 10% desde mayo de 2017, y el crecimiento del empleo en este sector está avanzando al doble del ritmo del crecimiento del empleo total. Esto representa el auge más amplio del sector de recursos desde los primeros meses de 2012, y destaca que la actividad económica general sigue cobrando fuerza, tanto en Estados Unidos como en gran parte del mundo.

La demanda de alta tecnología se mantiene también robusta, como lo demuestra el repunte interanual de 36% de los pedidos de semiconductores en Estados Unidos en el año que finalizó en febrero de 2018, y el aumento de más de 22% (interanual) en todo el mundo. Esto representa el crecimiento más rápido de la demanda desde principios de 2011, y se explica por la aceleración de las inversiones de las empresas. El gasto en productos de alta tecnología repuntó recientemente en Estados Unidos, a la tasa más alta de crecimiento de la última década, lo cual está impulsando el empleo en el sector de computadoras y equipos periféricos al ritmo más rápido del que hay registro. Estados Unidos representa alrededor del 20% del gasto global en alta tecnología.

Gráfico 5

Gráfico 6


SE ACELERA LA INVERSIÓN DE EMPRESAS

La inversión de las empresas en Estados Unidos avanza “a plena máquina”, con un aumento interanual de 9% del gasto en maquinaria y equipos en el cuarto trimestre de 2017, que se presentó incluso antes del alivio reciente de la carga fiscal para las empresas y el tratamiento más favorable de los gastos de capital. El incremento de los pedidos de bienes de capital básicos, barómetro de la inversión de empresas, ha tomado un impulso adicional en los primeros meses de 2018, respaldado por el aumento de más de 2.5 puntos porcentuales de las tasas de operación el año pasado. El sector de alta tecnología, con uso intensivo de capital, tiene la mayor tasa de utilización de capacidad entre todos los sectores manufactureros: las empresas manufactureras de computadoras y equipos periféricos operan a 97% de capacidad, incluso después del repunte de la producción y la contratación el año pasado. De cualquier forma, la tasa de operación total del sector manufacturero ha subido en 2.5 puntos porcentuales de un año a otro hasta el mes de febrero, incluso excluyendo la tecnología, signo de un contexto positivo para la inversión empresarial.

EL IMPORTANTE ESTÍMULO FISCAL NOS LLEVA A REAJUSTAR LAS PERSPECTIVAS

La ley sobre el presupuesto bipartidista de 2018 autoriza un nivel de gasto del gobierno federal para los años fiscales 2018 y 2019 que es atípico fuera de una recesión económica o de un conflicto mundial. Se pone así fin a la tendencia de ocho años de contribuciones leves o negativas del gasto del gobierno al PIB real. El gasto federal superará el crecimiento mínimo del gasto real por parte de los distintos estados y jurisdicciones locales, aumentando la contribución total del gobierno al crecimiento del PIB real de un débil 0.1 a 0.35 puntos porcentuales en el año calendario 2018 y a cerca de 0.4 puntos porcentuales en 2019. Se espera que el plan de desarrollo de infraestructuras a largo plazo acapare la agenda del Congreso después de las elecciones de mitad de mandato de noviembre e inyecte un mayor estímulo fiscal de naturaleza procíclica a la economía de Estados Unidos.

La combinación de este gasto adicional con la reforma fiscal personal y corporativa de Estados Unidos se traduce en un estímulo fiscal de medio punto porcentual en promedio al crecimiento del PIB real este año y el próximo. La respuesta prevista del crecimiento a este estímulo total considerable sería aún mayor si no estuviera ya bien avanzada la recuperación económica. Con una brecha del producto cerrada, se espera que el estímulo respalde los incrementos adicionales de la tasa de referencia de la Fed, tal como se indica en la tabla 1 y se explica en la sección [Mercados de capitales y política monetaria](#).

En el ejercicio fiscal 2019, se espera que el conjunto de medidas de estímulo fiscal eleve el déficit federal a USD 1.0 billón (alrededor de 4.75% del PIB), el doble aproximadamente del déficit fiscal de 2015 de USD 438,000 millones (2.4% del PIB). La tenue tendencia observada en los ingresos fiscales federales durante los ejercicios fiscales 2016 y 2017, que probablemente refleja una gestión particular de los ingresos en previsión de los beneficios de la reforma fiscal, parece estar revirtiéndose (gráfico 7), gracias al repunte del crecimiento económico. Durante el segundo semestre del ejercicio fiscal 2018, se prevé un cierto impacto en los ingresos, debido a la modificación de las tablas y horquillas de retención del impuesto sobre la renta de los particulares a mediados de febrero, así como a la carga impositiva más baja para el traspaso de atributos tributarios y las ganancias de corporaciones estadounidenses. Mientras los gobiernos de los distintos estados determinan el impacto de la reforma fiscal federal en sus definiciones respectivas de ingreso gravable y las deducciones y excepciones permitidas, los presupuestos estatales preliminares para 2019 contemplan por ahora un aumento leve del gasto real, parcialmente como una especie de seguro mientras los programas federales siguen evolucionando.

EL DÉFICIT COMERCIAL SEGUIRÁ AUMENTANDO DEBIDO AL MAYOR GASTO Y EL ESTÍMULO FISCAL

El año pasado, las exportaciones de bienes de Estados Unidos aumentaron al ritmo más rápido desde 2011, pero el déficit comercial del país sigue ampliándose, ya que el crecimiento de las importaciones superó el crecimiento de las exportaciones por cuarto año consecutivo. Es probable que el déficit comercial de bienes de Estados Unidos alcance un máximo sin precedentes en los próximos trimestres a medida que el estímulo fiscal impulse la demanda de bienes extranjeros. No obstante, la imposición de aranceles por parte de la administración estadounidense sobre varios productos podría restringir las importaciones en sectores específicos. Las exportaciones de Estados Unidos también pueden verse perjudicadas si los países afectados por los aranceles toman represalias imponiendo sus propios aranceles sobre los bienes estadounidenses. China ya ha anunciado medidas comerciales en respuesta a (i) los aranceles de Estados Unidos sobre el acero y aluminio, y (ii) los aranceles de Estados Unidos sobre las exportaciones de hasta USD 50,000 millones de China a Estados Unidos. La amenaza de la Casa Blanca de imponer aranceles a otros USD 100,000 millones más de importaciones chinas promete suscitar una respuesta equivalente de Pekín, aunque los comentarios más recientes apuntan a la posibilidad de llegar a un acuerdo.

La capacidad del sector industrial estadounidense está bajo cada vez más presión; los envíos manufactureros en dólares alcanzaron un récord en enero. Cabe esperar que las empresas estadounidenses aumenten su gasto para responder a la demanda derivada de la continua fortaleza de los hogares y el renovado optimismo económico. Para esto será probablemente necesario importar más materias primas e insumos intermedios, así como maquinaria industrial. Todo esto contradice directamente el objetivo de la Casa Blanca de reducir el déficit comercial del país.

Gráfico 7



LA MAYOR OFERTA DE DEUDA PÚBLICA PODRÍA REQUERIR MÁS PARTICIPACIÓN EXTRANJERA

Las compras oficiales netas de bonos del Tesoro de Estados Unidos (UST) por instituciones oficiales están volviendo a niveles positivos después del amplio repliegue que empezó a fines de 2014. Las entidades extranjeras (oficiales y privadas) fueron los mayores compradores de UST en 2017. El aumento de la emisión de títulos, resultante del crecimiento de los déficits y la voluntad de restituir la liquidez, aunado a la reducción del balance de la Fed, debería generar una oferta significativa de nueva deuda comercializable del gobierno de Estados Unidos en los mercados (con excepción de las tenencias de la Fed) en los próximos años, especialmente más allá de 2020.

Así pues, es probable que las entidades extranjeras deban participar más en el mercado de bonos del Tesoro. La participación extranjera se ubica actualmente en 52% del total de UST en manos de entidades privadas (en comparación con cerca de 60% en 2014). Esto ocurre precisamente en el momento en que las escaramuzas comerciales ponen en entredicho la actividad futura de China en el mercado de UST. Ahora bien, al mismo tiempo, la intensificación de las tensiones geopolíticas puede empujar a los inversionistas en busca de refugio seguro hacia los UST.

La compra extranjera de deuda corporativa estadounidense se ha estabilizado desde fines de 2014, mientras que las adquisiciones netas de títulos accionarios estadounidenses dejaron el terreno negativo a mediados de 2016, a medida que los índices bursátiles de Estados Unidos tuvieron un mejor rendimiento que sus pares mundiales en 2017. El discurso proteccionista podría alejar a los inversionistas internacionales de las acciones estadounidenses y las inversiones directas, especialmente en aquellos sectores con amplia exposición extranjera a cadenas de suministro integradas que podrían ser vulnerables a las represalias comerciales de otros países.

La ampliación prevista del déficit de cuenta corriente del país requerirá también financiamiento adicional del extranjero. Incluso si la política oficial de Estados Unidos aviva los conflictos comerciales con otros países, las decisiones a nivel interno harán que los sectores público y privado sean más dependientes del capital extranjero. Sin embargo, podría producirse un cierto efecto de desplazamiento (*crowding-out*) en los mercados de crédito a medida que la mayor cantidad de UST disponibles impulse el alza de las tasas del mercado.

RIESGOS DE ORIGEN INTERNO

La economía de Estados Unidos parece dirigida a comenzar en mayo la segunda expansión más larga de su historia. Mientras tanto, las amenazas principales contra la continua recuperación provienen en su mayor parte de las decisiones de política interna. Justo cuando el mundo se acostumbraba a hablar del “crecimiento global sincronizado”, una de las fuentes esenciales de esta sincronización está perdiendo el ritmo.

La decisión de Washington de inyectar un mayor estímulo fiscal por medio de la reforma tributaria, el incremento del gasto presupuestario y nuevas inversiones en infraestructura puede tanto endurecer las condiciones financieras en los mercados como incitar a la Reserva Federal a eliminar más rápidamente la expansión monetaria. La combinación de una política fiscal más flexible y una política monetaria más restrictiva en una economía ya en recalentamiento aumenta el riesgo de cometer un error estratégico, que podría poner término en forma innecesaria a la larga época “dorada” de crecimiento moderado e inflación moderada.

La manera en que la Casa Blanca busca modificar las relaciones comerciales de Estados Unidos con sus principales socios comerciales entraña todavía más peligro, tanto para la economía de este país como para la economía global. El incipiente conflicto comercial con China podría fácilmente ampliarse y extenderse a otros canales económicos. Si Estados Unidos cumple su amenaza de imponer aranceles a USD 150,000 millones de importaciones de China, las represalias de Pekín podrían incluir a todas las importaciones de productos estadounidenses. En esta pelea al estilo “ojo por ojo”, China se quedaría primero sin productos estadounidenses a los cuales imponer más aranceles, mientras Estados Unidos apenas habría penalizado a un tercio de todo lo que importa de China.

Pekín podría optar entonces por endurecer las barreras no arancelarias y privilegiar a las empresas no estadounidenses en sus procesos de abastecimiento. Sin embargo, el abanico de opciones de Pekín se ve limitado por la demanda china de productos industriales, tecnológicos y agrícolas de Estados Unidos, y la necesidad de mantener un entorno competitivo entre sus proveedores. China podría reducir sus compras de UST, lo cual podría endurecer más las condiciones financieras en Estados Unidos al fomentar un aumento de las tasas de interés, pero aquí también el campo de acción es limitado. Hay muy pocas posibilidades de reemplazar los UST con títulos denominados en USD de otros países; por lo tanto, cualquier decisión de limitar las compras de UST o reducir las tenencias podría provocar la apreciación de la moneda china y volver menos competitivas las exportaciones de este país. China podría incluso aumentar las compras de UST a fin de devaluar el yuan con respecto al dólar estadounidense, pero con esto corre el riesgo de desatar una fuga desestabilizadora de capitales.

De la misma manera, el margen de maniobra de la Casa Blanca contra China estará posiblemente restringido por los intereses de los distintos sectores empresariales y el electorado; por ejemplo, el sector de la agricultura, cuyo mercado de productos podría reducirse y el costo de los insumos podría aumentar por los aranceles recíprocos de China. Para tomar en cuenta esos intereses, los senadores y representantes de Estados Unidos podrían decidir oponerse a la renovación automática, prevista para el 1 de julio, de la Autoridad de Promoción Comercial (TPA) que tiene actualmente el presidente desde 2015. La pérdida de la TPA o la restricción de su uso podría complicar la ratificación de las modificaciones del TLCAN si no se aprueban antes de fin de junio.

Aunque tanto Washington como Pekín tienen limitaciones para continuar enfrascándose en una guerra comercial, existe el peligro de que esas limitaciones no sean obligatorias para las partes antes de que se ocasione bastante daño a la economía mundial y al sistema de comercio internacional.

Mercados de capitales y política monetaria de Estados Unidos y Canadá

- **Mantenemos nuestras previsiones sobre la política de la Reserva Federal en 2018–19, con dos aumentos más de las tasas de interés este año y otros dos más el próximo año.**
- **Para Canadá, hemos postergado los incrementos de las tasas de interés con respecto a lo previsto en el informe anterior. Prevemos dos aumentos más en el segundo semestre de 2018 y luego tres más el próximo año.**
- **Nuestras previsiones contemplan un aplanamiento continuo de la curva de rendimientos en ambos países (gráficos 1–3, tabla 1). Las tasas canadienses mantendrán su ventaja significativa con respecto a los bonos del Tesoro de Estados Unidos.**

BANCO DE CANADÁ: UN CAMINO INCIERTO CON UN FINAL INCIERTO

Las previsiones de Scotiabank apuntan a dos aumentos más de las tasas de interés durante el segundo semestre de 2018, en vías hacia una tasa final de 2.5% a la que debería llegarse al cierre de 2019.

Ahora bien, es necesario tomar en cuenta tres grandes factores de incertidumbre:

- El primero consiste en estimar el punto final o tasa neutral del endurecimiento monetario a largo plazo, de lo que también dependerá el grado en que la tasa de referencia tenga que ser ajustada de manera acumulativa.
- En segundo lugar, hace falta evaluar los fundamentos actuales y futuros del estado de equilibrio para saber cuán rápido se alcanzaría este punto final. Abordaremos brevemente estos puntos más adelante, pero invitamos al lector a consultar la sección sobre Canadá de este boletín *Panorama Global* que describe con más detalles la evolución real de la situación.
- El tercero se relaciona con el análisis de los riesgos geopolíticos y de política comercial que pueden seguir alterando los factores generales del estado de equilibrio y el marco de estabilidad financiera, al punto de definir la trayectoria de las tasas de interés.

1. La tasa neutral como punto de referencia

Como dijimos, en primer lugar, es necesario determinar dónde se encuentra el punto final de la normalización monetaria que equilibra los riesgos inflacionarios a largo plazo en torno a la meta de 2% y la mitad de la banda de 1%-3% establecida para las tasas de referencia. La tasa neutral ajustada por inflación existe teóricamente cuando el PIB real iguala al PIB potencial, lo que significa que no hay capacidad excedentaria mientras la economía sigue operado al nivel de la meta de inflación del Banco de Canadá (BoC), de 2%. Se podría argumentar que, una vez que se cierran las brechas, por definición ya nos encontramos en dicho punto de equilibrio, de modo que la política monetaria ya estaría por detrás de la curva de inflación. Sin embargo, cabe advertir que nunca se sabe con seguridad por cuánto tiempo se puede operar cuando existe poca o ninguna capacidad ociosa, considerando los riesgos de cualquier tipo para la oferta y la demanda de la ecuación. Se puede decir también que otros factores distintos al exceso de capacidad pueden estar elevando la inflación y que existen grandes interrogantes sobre la durabilidad de las cifras actuales de inflación. Más adelante ahondaremos en estas interrogantes, pero por ahora la cuestión radica en la estimación de la tasa neutral como tal.

La tasa neutral se sitúa probablemente en la mitad inferior del rango publicado por el Banco de Canadá, pero para la fecha de publicación de este informe aún estábamos en espera de

CONTACTOS

Derek Holt, Vicepresidente y Jefe de Análisis Económico de Mercados de Capitales
 416.863.7707
 Scotiabank Economics
derek.holt@scotiabank.com

Gráfico 1

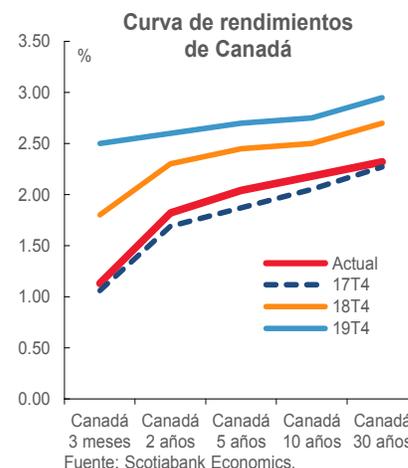


Gráfico 2

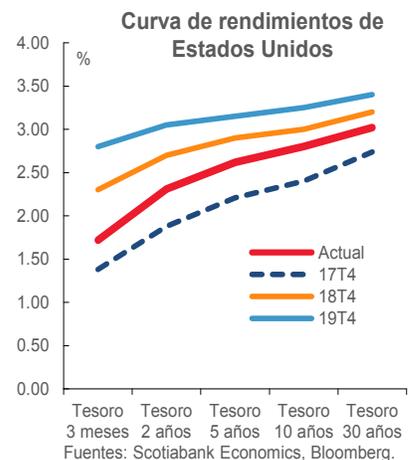
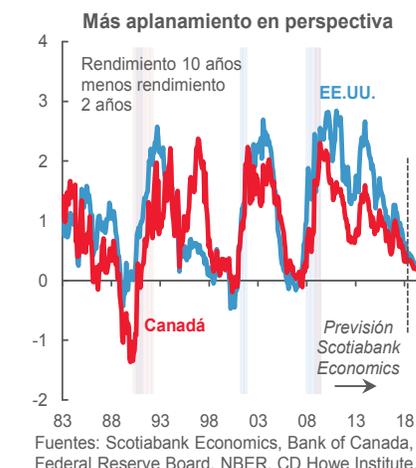


Gráfico 3



la actualización de los indicadores del organismo. Esta **revisión** del pasado otoño confirmó la modificación del estimado de abril del año pasado, cuando el BoC rebajó la tasa neutral de política monetaria ajustada por inflación al rango de 0.5%–1.5%, 25 bps menos que en abril de 2016 y 50 bps menos que su estimado anterior de 1%–2% de 2014 ([aquí](#)). Por consiguiente, la meta de 2% de inflación se traduce en una tasa neutral nominal de 2.5%–3.5%, con su punto medio en alrededor de 3%. La tasa neutral podría ser más baja debido a las incertidumbres sobre la demanda, como los riesgos asociados a la política comercial global que socavan el bienestar y la productividad dentro de las perspectivas de crecimiento a largo plazo.

Este punto medio actual del BoC, de 3%, sería casi igual o levemente superior al nuevo estimado del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal, de 2.9%. ¿Podría acaso Canadá tener una tasa neutral de política monetaria similar a la de la Fed, o incluso superior, si empezamos a apuntar a la mitad superior del rango? Parece imposible porque en parte implicaría que las perspectivas de crecimiento a largo plazo de Canadá serían iguales o mejores que las de la economía estadounidense. Ahora bien, Estados Unidos tiene una reserva de capital más profunda con probablemente menos obstáculos internos para el movimiento del capital y la mano de obra, por lo que cabe esperar que con el tiempo consiga aprovechar con más éxito las nuevas tecnologías, las cuales elevarán la tasa de crecimiento no inflacionario a largo plazo por encima de la de Canadá y, por ende, la tasa neutral de política monetaria estadounidense en comparación con la canadiense.

El misterio se resolverá pronto. El vicegobernador del BoC, Tim Lane, declaró recientemente: “Haremos una evaluación más completa del crecimiento potencial y la tasa de interés neutral en nuestro informe de política monetaria del mes de abril”. Por un lado, alargar el proceso de aumento de las tasas manteniendo el estímulo actual por más tiempo es un riesgo que deriva de la duda de llegar a la tasa neutral demasiado rápido, sin disponer de un gran arsenal de respuesta en caso de crisis futura con este estimado tan bajo. Por otro lado, acelerar el alza de las tasas para llegar a la tasa neutral puede influir de manera incierta sobre la estabilidad financiera al intensificar los riesgos a corto plazo, aunque puede también quizá inculcar más disciplina al mercado para las decisiones financieras futuras. Así pues, la cuestión de saber dónde se encuentra la tasa neutral es sumamente importante para descontar los riesgos para el inicio y la parte intermedia de la curva canadiense. Con la tasa actual de política monetaria, de 1.25%, y una tasa neutral posible de 2.5%–2.75%, las condiciones monetarias son holgadas, pero no exageradamente. Esto brinda al BoC algo de flexibilidad para explorar los riesgos a corto plazo. Sin embargo, no está de más tener ciertas reservas con respecto a la tendencia de los bancos centrales de revisar cada año sus metas de política monetaria, como ha sido la costumbre reciente. Para empezar, es muy difícil pronosticar el crecimiento potencial a largo plazo (y por consiguiente la tasa neutral), de modo que solo queda establecer la tasa neutral y revisarla muy de vez en cuando.

2. Fundamentos del estado de equilibrio

El segundo factor tiene que ver con la evaluación de los fundamentos actuales y previstos. En este sentido, es necesario considerar lo siguiente.

Las brechas del producto actúan como indicadores de la capacidad ociosa, señalando simultáneamente que queda muy poco o ningún espacio para crecer sin que aumenten las presiones inflacionarias. Aconsejan, por lo tanto, prudencia con respecto a las siguientes etapas (gráfico 4). El promedio de las dos brechas del producto del BoC está prácticamente cerrado, pero las mediciones no se han movido mucho en los tres últimos trimestres, durante los cuales el crecimiento se ha situado en una tasa intertrimestral promedio de 1%. Pensamos que el BoC ha subestimado demasiado el hecho de que no ha habido ninguna presión importante en el marco de la brecha del producto y ha preferido, en cambio, hacer hincapié en las tasas de crecimiento de todo el año que no toman en cuenta los argumentos del impulso. Sin embargo, seguimos pronosticando que las restricciones de capacidad se irán estrechando gradualmente. Esto significa que el BoC podría estimar necesario hacer una pausa y reevaluar las presiones sobre el exceso de capacidad; de cualquier forma, creemos que volverán a surgir presiones moderadas.

Gráfico 4

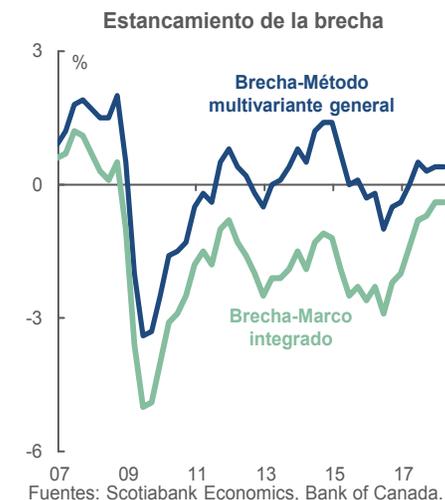


Gráfico 5

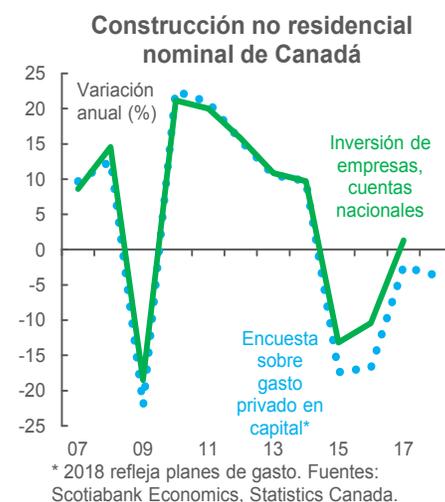


Gráfico 6



El panorama para la inversión luce incierto. El aumento del volumen de capital puede mitigar los riesgos de alza de la inflación al ampliar la oferta, reflejándose en los estimados del PIB potencial (con todas las demás variables intactas), pero también puede ocurrir lo contrario. La inversión de empresas ha mostrado una recuperación decente desde el año pasado, aunque recientemente se han moderado los planes e intenciones, en parte porque se han ido estabilizando las inversiones en el sector energético, y los riesgos del TLCAN y las tensiones comerciales mundiales se infiltran en las salas de juntas y siguen siendo motivo de preocupación (gráficos 5, 6). Hace poco Lane resumió lo que el BoC piensa al respecto: "...aunque todavía es muy pronto para saber cuánto producto potencial adicional se está creando en la economía, las cifras sólidas de inversión de la semana pasada son alentadoras". Y el gobernador Poloz expresó muy bien cómo todo esto influye en el enfoque del organismo: "Hemos concluido que existe todavía un cierto grado de oferta potencial no explotada en la economía. Esto es importante, pues significa que Canadá puede crecer más y aumentar el tamaño de su economía, con más ingresos por persona, sin que con ello suba la inflación."

No es de sorprender que la eliminación de la capacidad ociosa esté generando algo de presión sobre el promedio de los tres parámetros que miden la inflación de tendencia central (gráfico 7). De acuerdo con el IPC general y los indicadores de tendencia central, el BoC ya ha alcanzado su meta de inflación. Varios factores de peso, tanto duraderos como transitorios, explican el hecho de que las mediciones de la tendencia central se hayan acelerado hacia la meta. El modelo de la curva Phillips, utilizado por nuestro especialista René Lalonde, ha resultado bastante acertado en su previsión del alza gradual de la inflación subyacente durante el año pasado (gráfico 8). Así pues, se espera que la economía entre en una situación de leve demanda excedentaria (gráfico 9). La inflación subyacente ha subido un poco más rápido de lo previsto, pero posiblemente por factores pasajeros (véase [aquí](#) un análisis de la situación). Mientras tanto, el BoC ha establecido como meta de inflación el rango de 1%–3%, y todavía no se sabe con certeza si la economía tendrá un tal exceso de demanda agregada que amenace el límite superior del rango de inflación. Nuestros pronósticos indican que esto no ocurrirá, pero también contemplan un endurecimiento monetario moderado este año, con efectos rezagados sobre la inflación.

La solidez del mercado laboral ha coincidido con la mejora del crecimiento salarial. El parámetro que prefiere ahora el BoC en este caso es el indicador común de salarios ([aquí](#)). No se divulga periódicamente, pero dos de sus componentes han aumentado de manera significativa últimamente, como la medición mucho más ponderada que proviene de la encuesta sobre las nóminas, de naturaleza extremadamente volátil (gráfico 10). Es probable que parte de esta aceleración sea transitoria y refleje el impacto del aumento del salario mínimo que han adoptado varias provincias y otras introducirán también durante el resto del año. Otro factor pasajero

Gráfico 7



Gráfico 8



Gráfico 9

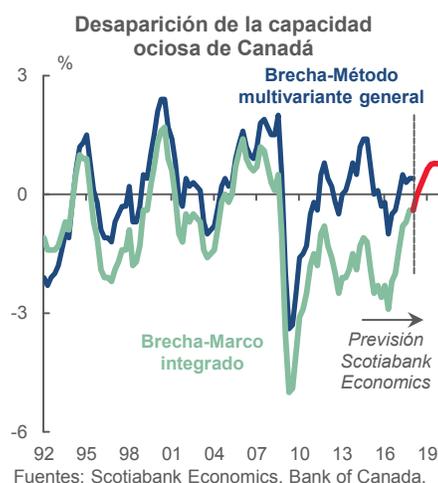


Gráfico 10



Gráfico 11



puede ser la desaparición de la desinflación de los salarios, que estuvo provocada por la caída del precio de las materias primas. De cualquier forma, la capacidad ociosa del mercado laboral se está reduciendo y esto creará condiciones más duraderas para una futura inflación salarial.

Al BoC no le preocupa solamente el crecimiento. Se trata más bien de su composición: desde hace tiempo se espera que la expansión deje de depender tanto de los mercados inmobiliarios inflados y el gasto de consumo y se dirija hacia fuentes más constructivas de un crecimiento a largo plazo y mejora del nivel de vida, como las exportaciones y la inversión. Y en este sentido, es muy poco el avance que se ha conseguido en forma duradera (gráfico 11).

Por último, las condiciones de crédito resultan difíciles de evaluar, porque implican tanto un análisis prospectivo de los riesgos como una evaluación retrospectiva de las fuerzas impulsoras. Algunos indicadores, como el índice de alto rendimiento canadiense de Bloomberg, siguen estando muy elevados. Otros, como el crecimiento del crédito de los hogares, tienen poca utilidad, en nuestra opinión. Es lógico que el crédito haya aumentado a la par del mercado pujante de la primavera pasada (gráfico 12). Los datos hipotecarios de hace un mes no nos dicen mucho, porque corresponden a la zona muerta del “invierno canadiense”. En cualquier caso, el aumento del saldo vivo del crédito hipotecario refleja las decisiones que se tomaron después de las preaprobaciones y las tasas de interés pactadas a finales de 2017. Aún no se han publicado los datos sobre la evolución de la temporada primaveral, pero las preaprobaciones de créditos son un elemento clave. Los datos sobre las hipotecas contratadas reflejarán lo que ocurra en la primavera solo cuando ya haya llegado el verano. Por otro lado, es todavía algo prematuro determinar si las otras entidades no bancarias podrán cubrir el vacío.

3. Cambio de las previsiones

El tercer aspecto se relaciona con el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) y otros riesgos geopolíticos. Este tema influye en los riesgos para la política monetaria del BoC, pero al momento de publicar esta nota no hay gran cosa que permita suponer que el organismo debería disminuir sustancialmente las consideraciones negativas de sus perspectivas debido al TLCAN o la incertidumbre sobre la política comercial mundial. Por supuesto que todo esto puede cambiar abruptamente en cualquier dirección. Los tres países tienen la voluntad de negociar, lo que inclina la balanza de riesgos hacia el lado más positivo. Sin embargo, existen todavía divergencias importantes y los órganos legislativos de los tres países deberán ratificar cualquier TLCAN 2.0 que se acuerde. Antes de que el BoC se convenza de que los riesgos comerciales están teniendo un desenlace más favorable, es prematuro esperar que cambie sus juicios de apreciación. El tema se reexaminará en las futuras rondas de previsión a medida que haya más información, pero por ahora es probable que el BoC recorte sus proyecciones de crecimiento en relación con el TLCAN debido a la incertidumbre sobre la política comercial en la ronda de previsiones del mes de abril. Ahora bien, no está claro todavía si esto significa que deberá reducir sus consideraciones negativas para los pronósticos debido a la coyuntura comercial mundial.

RESERVA FEDERAL: LOS MERCADOS CONTRIBUYEN AL ENDURECIMIENTO MONETARIO

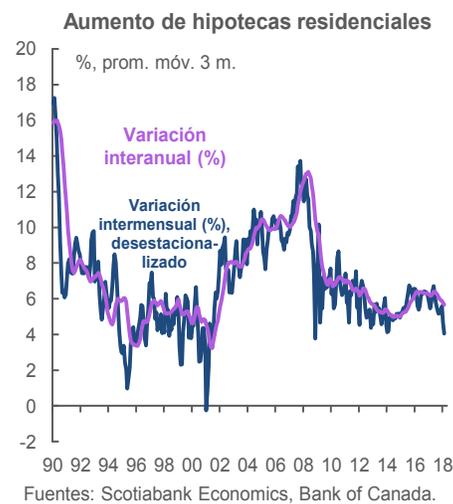
Las previsiones de Scotiabank apuntan a dos aumentos más de las tasas de interés este año y otros dos el próximo año para llegar a una tasa de política nominal de 2.75% al cierre de 2019. Las condiciones financieras un tanto más restrictivas, la incertidumbre sobre la política comercial, las consideraciones de ciclo tardío, el efecto de la política fiscal en los mercados de bonos, la intensificación del ritmo de adelgazamiento del balance de la Fed y la posibilidad de que la mejora de los datos de inflación se deba a factores transitorios se encuentran entre los aspectos que imprimen gran incertidumbre a las previsiones y son las razones por las cuales nuestro pronóstico es inferior al consenso y su tasa de 3% para el cierre del próximo año. En este momento, admitimos que existe un buen impulso económico y el efecto favorable del estímulo fiscal sobre las perspectivas, pero tenemos dudas acerca del endurecimiento, porque hay demasiadas incógnitas en torno a la vulnerabilidad de los mercados financieros y la incertidumbre de las políticas comerciales. Estaremos en capacidad de evaluar mejor estos riesgos en nuestra próxima ronda de previsiones. Nuestra proyección de cuatro subidas más de las tasas de interés de aquí a finales de 2019 contempla un alza menos que el consenso de Bloomberg y es mucho más moderada que la de otros analistas que prevén siete aumentos en este mismo periodo de tiempo, a razón de uno por trimestre.

Exploraremos a continuación las tres fuentes de incertidumbre que influyen en los pronósticos.

1. Los puntos de referencia de la política monetaria

En primer lugar, existe algo de incertidumbre con respecto al marco general de política monetaria de la Reserva Federal y los puntos de referencia que se toman como metas y su variación. La designación de John Williams como presidente de la Reserva Federal de Nueva York es

Gráfico 12



signo de una postura algo “suave” y puede quizá reflejar el deseo de tener perspectivas más diversas sobre la política monetaria dentro del equipo del presidente Powell. La junta regional tomó la decisión, basada sin duda alguna en muchas fuentes; de cualquier modo, el nombramiento fue aprobado por la junta de gobernadores de la Fed.

Williams respalda las metas monetarias de la Fed a corto plazo, pero ha tendido a mostrarse más abierto en público frente a la posibilidad de tener una tasa neutral nominal más baja que la del consenso del FOMC (2.5% en vez de 2.9%), así como una meta de inflación más alta que implique no obstante una tasa neutral más baja y la consideración de otros métodos alternativos, como los esquemas basados en el nivel de precios o el PIB nominal. Ahora bien, el Congreso es el que establece el mandato de la Reserva Federal y tomó años adoptar un mandato doble hace cuatro décadas, de modo que Williams no tendrá una incidencia inmediata sobre el marco general, aunque la Fed es la que establece los parámetros del marco, entre ellos, la meta de inflación y la tasa neutral. Las perspectivas de Williams podrían entonces tener ahora una repercusión mayor. Si aún es partidario de una tasa neutral de 2.5%, la suya corresponde al segundo punto más bajo del gráfico de puntos a largo plazo de la Reserva Federal, que abarca un rango de 2.25% a 3.5%. El estado de la Fed de Nueva York de miembro permanente con derecho a voto implica una postura por lo menos tan laxa como la de su exitoso presidente predecesor, Bill Dudley, e incluso hasta un poco más.

2. La estabilidad financiera

Las condiciones financieras generales siguen siendo estimulantes, pero cada vez menos en medio de todos los riesgos inciertos. Esto insta a la prudencia en el seno de la Fed, lo que en nuestra opinión rebaja las proyecciones sobre la política monetaria a nuestra previsión base de dos aumentos más este año, en vez de más subidas de lo anticipado. De hecho, según ciertos indicadores como el diferencial LIBOR-OIS, Estados Unidos ya habría tenido el equivalente a un aumento extra de las tasas de la Reserva Federal este año. Trabajos como [éste](#) de la Fed de Nueva York demuestran efectivamente la importancia del manejo de los riesgos en las previsiones del crecimiento y el papel que puede desempeñar la incertidumbre sobre las condiciones financieras.

Es importante precisar cuáles son los parámetros más informativos de las condiciones financieras. Los indicadores muy generales, como el índice nacional de condiciones financieras de la Fed de Chicago, combinan más de cien variables con frecuencias y fechas de actualización distintas (gráfico 13). Por ejemplo, las opiniones de las entidades de crédito se incluyen trimestralmente y, por lo tanto, con bastante rezago. El indicador de Bloomberg (gráfico 13) incluye acciones, pero con un sesgo hacia los títulos de mejor rendimiento. Es por ello que, en última instancia, preferimos las mediciones derivadas de los mercados de deuda y divisas, que reflejan más las condiciones económicas reales al reajustar los costos del financiamiento de la deuda.

Los diferenciales LIBOR-OIS, en aumento, dependen de factores inciertos. Sin embargo, desde el punto de vista de los mercados de deuda vinculados a la tasa LIBOR, estos diferenciales equivaldrían a dos aumentos extra, adicionales a lo que la Reserva Federal ya ha hecho con su alza de 25 bps de este año. Obviamente no toda la deuda está sujeta a LIBOR; estimamos que un 30% de los créditos personales y comerciales y títulos de deuda de Estados Unidos lo están. El aumento de unos 50 bps que han registrado los diferenciales desde noviembre equivale, por lo tanto, a poco menos de un incremento adicional de las tasas de la Fed aplicado a través de este canal, que se suma al alza de marzo. Los partidarios de los “cuatro aumentos” pueden confiar en que la evolución de los mercados monetarios acentuará el efecto de los tres incrementos de la Fed en 2018, incluyendo el de marzo. Si bien los efectos son más significativos para las empresas que tienen deuda sujeta a LIBOR, el impacto no es grande, aunque conviene estar atentos de ahora en adelante en vista de la gran incertidumbre sobre los demás factores determinantes.

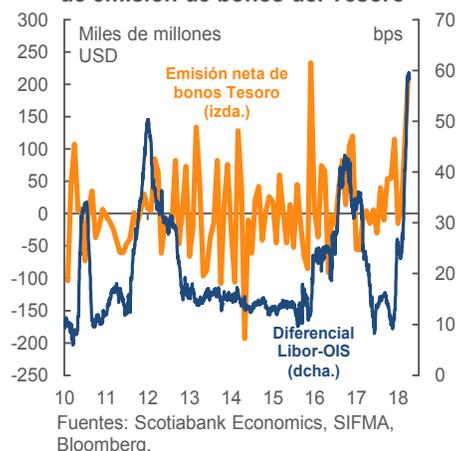
Con respecto a estos factores, la emisión de más bonos del Tesoro (que hace bajar los precios y aumentar las tasas de rendimiento exigidas) es solo una parte de toda la historia, porque: a) el vínculo

Gráfico 13

Estos indicadores subestiman quizá el estrés financiero


Gráfico 14

Diferencial Libor-OIS no depende solo de emisión de bonos del Tesoro


Gráfico 15

¿Advierten los mercados de divisas sobre la economía estadounidense?



histórico entre el diferencial y la emisión ha sido imperfecto; b) el diferencial está en máximos de 10 años, pero la emisión de bonos del Tesoro definitivamente no lo está (gráfico 14); y c) la emisión ya está en caída libre y todo el mundo espera que siga así. ¿Por qué entonces no reacciona el diferencial?

Otros factores determinantes del diferencial LIBOR-OIS pueden también mantenerlo elevado por algún tiempo. La reciente ley de empleo y recortes fiscales es posiblemente uno de ellos. Anteriormente, los beneficios se gravaban a la tasa impositiva única de 35% y las obligaciones fiscales en el extranjero se podían diferir por un periodo indefinido. Ahora las empresas deben pagar impuestos por sus beneficios dondequiera que los obtengan, pero la tasa de 21% que se aplicaba a las ganancias obtenidas en Estados Unidos se ha reducido casi a la mitad y quizá aún más para los activos líquidos que se repatrien. Es una medida que actúa sobre la liquidez para pagar las cargas fiscales que, básicamente, implica vender los activos líquidos, lo que a su vez generará más presión sobre las tasas del mercado monetario. Si la repatriación es la que está influyendo en este movimiento, entonces una porción considerable de los casi \$3 billones de ganancias que las empresas estadounidenses mantienen en el extranjero podría, conforme a las disposiciones de la nueva ley, estar sujeta a esta conversión por un periodo prolongado. El aumento del diferencial LIBOR-OIS puede reflejar también otras influencias, como los riesgos de contrapartida en un mundo marcado por la escalada de las tensiones comerciales en medio de las vulnerabilidades de los activos financieros y consideraciones de final de ciclo. Si este último conjunto de influencias es el factor determinante principal, conviene entonces ser conservadores y no desestimar las posibilidades de que el diferencial se amplíe aún más durante nuestro horizonte de previsión, así como usar esta presuposición en nuestro análisis de las expectativas de la Fed.

Además del incremento de los rendimientos de los bonos del Tesoro este año, con su impacto en las tasas hipotecarias, otro aspecto que se debe tomar en cuenta son los costos de la cobertura cambiaria. Los costos de cobertura del cruce EURUSD no han estado tan altos desde la época anterior a la crisis financiera global, mientras que los costos de cobertura de yenes a dólares también son elevados. Todo esto se explica, en parte, por la base de divisas que actúa como barrera contra la paridad de los intereses cubiertos. Si bien los mercados de divisas pueden de vez en cuando reaccionar en forma exagerada al riesgo de noticias negativas, son todavía los mercados más eficientes a nivel general y podrían estar dando señales sobre riesgos futuros con una incidencia en los fundamentos. En este sentido, vale la pena proyectar los costos de cobertura EURUSD a largo plazo y observar cómo pueden determinar la evolución del crecimiento del PIB de Estados Unidos (gráfico 15).

3. Los fundamentos

La dinámica de crecimiento, inflación y salarios en Estados Unidos es positiva en el sentido de que favorece las perspectivas de mayor endurecimiento monetario. La sección correspondiente a Estados Unidos de este *Panorama Global* ahonda más en el tema, así que aquí nos concentraremos más bien en los motivos por los cuales las preocupaciones sobre un endurecimiento a un ritmo más rápido de lo previsto se deben mitigar con el análisis de otras influencias posiblemente transitorias sobre los salarios y los precios.

Actualmente, la brecha del producto de Estados Unidos indica que ya no existe capacidad excedentaria (gráfico 16). Recordemos que esta brecha da una orientación general sobre los riesgos futuros de inflación. Ahora bien, nuestra previsión base supone que el crecimiento del PIB real, estimulado por la política fiscal, superará el límite de velocidad no inflacionario de la economía estadounidense, empujándola cada vez más hacia un exceso de demanda agregada en 2018–19. De ahí que hayamos previsto unos 100 bps de aumento de las tasas de interés hasta fines de 2019. Con el tiempo, sin embargo, el impulso fiscal se atenuará y el crecimiento subyacente será más débil, al punto que podría regresar a la tasa de crecimiento potencial si ésta no se subestima. La política actual de la Reserva Federal debe tomar en cuenta estos riesgos en vista de los desfases largos y variables que puede tener la política monetaria.

Aunque la capacidad excedentaria permite suponer que la inflación subirá con el tiempo, existen también otros factores transitorios que pueden contrarrestar esta fuerza. Uno de los principales es la influencia del dólar estadounidense (USD). Varios estudios anteriores de la Fed ([aquí](#)) han concluido que una apreciación o depreciación de 10% en el índice dólar ponderado por el comercio

Gráfico 16



Gráfico 17

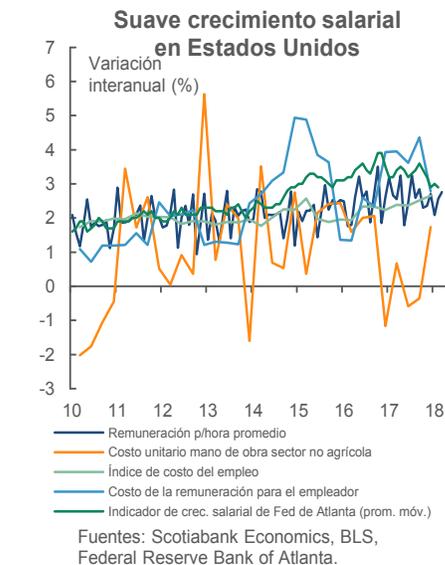


Gráfico 18



hace que la inflación del gasto de consumo personal (GCP) baje o aumente en 0.5% en espacio de dos trimestres, lo que en un año se diluye a 0.3%. Así pues, la apreciación que registró el USD hasta principios del año pasado contribuyó probablemente a moderar la inflación, mientras que el aumento leve reciente del GCP subyacente puede ser reflejo del debilitamiento del dólar.

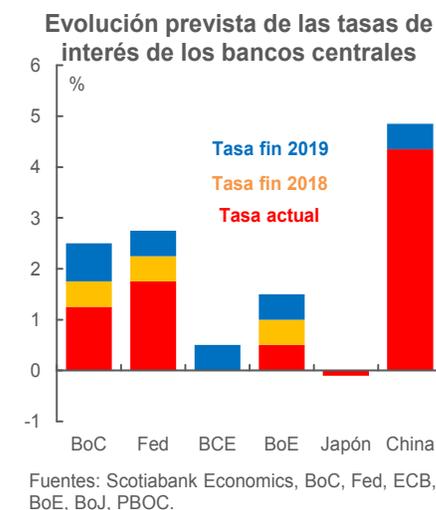
En cuanto al crecimiento salarial, los factores que determinan su evolución son inciertos, pero es necesario tomar en cuenta diversos indicadores. El gráfico 17 muestra varios parámetros del crecimiento salarial y no se observan rupturas evidentes o persistentes en las tendencias recientes. La remuneración horaria promedio puede variar como resultado de cambios distorsionados en la distribución de los ingresos en determinado periodo. En su nivel actual de 2.6% interanual, este indicador casi no ha fluctuado después de acelerarse brevemente en 2015. Otro parámetro es el indicador salarial de la Fed de Atlanta, que registra el salario mediano basándose en fuentes sujetas a interpretación. Es ahora más alto que el crecimiento salarial promedio, pero se ha desacelerado un poco en los últimos 12–18 meses. Otra medida es el índice de costo del empleo del BLS, que se ajusta por las variaciones composicionales entre los asalariados, pero este parámetro solo está disponible cada trimestre y apenas ha aumentado. El costo puro de la remuneración del personal para los empleadores, que proviene de ese mismo informe del BLS, no se ajusta por las variaciones composicionales y estaba aumentando más rápido hasta que el crecimiento se suavizó durante el segundo semestre de 2017. El costo unitario de la mano de obra, que ajusta la remuneración al crecimiento de la productividad, se ha acelerado recientemente, pero en su nivel actual de 1.7% interanual sigue estando débil; estuvo cayendo anteriormente por unos cuatro trimestres y, en este periodo posterior a la crisis financiera global, ha tenido muchas salidas en falso de muy corta duración. En resumen, para usar estos indicadores heterogéneos en periodos relativamente cortos con muchas salidas en falso se necesitan muchos más datos que muestren sostenidamente la aceleración de las presiones salariales. Nadie lo sabe mejor que la misma Reserva Federal, pues las autoridades del FOMC han señalado erróneamente avances del crecimiento salarial en esta época post-crisis solo para luego resignarse a que estas expectativas no se concretaran.

CURVAS DE RENDIMIENTOS: MUY Poca INFORMACIÓN NUEVA PARA AJUSTAR LA PREVISIÓN DE APLANAMIENTO

Nuestros pronósticos siguen apuntando a un aplanamiento de las curvas a 2 años/10 años en Estados Unidos y Canadá durante todo el horizonte de previsión, tendencia que se confirmó razonablemente bien en el primer trimestre de este año. Esperamos que las curvas se tornen muy planas, pero no que se inviertan, aunque las curvas invertidas deben verse bajo otro ángulo hoy en día. Por ejemplo, es posible que la reducción de unos 100 bps de la prima a plazo de los bonos del Tesoro como resultado de las políticas de expansión cuantitativa (QE) (medidas que de todas formas se están retirando paulatinamente) haga que la pendiente actual sea incomparable a las pendientes de las curvas de ciclos anteriores e implique que existe más margen para que la curva se invierta a un diferencial negativo más profundo a 2 años/10 años antes de que comencemos a preocuparnos por las señales del crecimiento potencial. Muchos de los factores determinantes de los mercados de bonos no han variado con respecto a nuestra ronda anterior de previsiones, así que los retomamos a continuación con algunas actualizaciones según corresponde.

1. **Inflación:** Los indicadores del mercado tocaron ya su máximo, e incluso comenzaron a moderarse, a principios de año y coinciden generalmente con una tasa de inflación estable a largo plazo de aproximadamente 2% (gráfico 18). Se espera que el incremento previsto de la inflación del GCP en Estados Unidos y la inflación del IPC en Canadá influya más en las tasas de interés a corto plazo que el rendimiento nominal de los bonos a más largo plazo. El mercado de las operaciones con inflación se prepara para los datos más elevados, pero también es sensible a los riesgos al alza y a la baja. El rendimiento implícito real está deprimido por otras razones.
2. **Aversión al riesgo:** Es bueno seguir advirtiendo acerca de las valoraciones bursátiles históricamente altas (gráfico 19), pero no con tanta algarabía. Es posible que la debilidad que han mostrado los mercados accionarios en lo que va del año y las presiones limitadas sobre los rendimientos sean un reflejo del proceso de reequilibramiento de las carteras, que seguiría privilegiando los instrumentos de deuda soberana y manteniendo el apetito por los activos de riesgo seguro dentro de carteras bien diversificadas.

Gráfico 19

Gráfico 20

Gráfico 21


3. **Influencia de las tasas de política monetaria en el arbitraje global:** Los bancos centrales de las economías anglo-americanas han de permanecer en modo de endurecimiento monetario, especialmente en Estados Unidos y Canadá, mientras que el Banco de Inglaterra subirá posiblemente las tasas una vez más en mayo. En comparación, las perspectivas para las tasas de política monetaria de los otros grandes bancos centrales dejan entrever una postura más relajada (gráfico 20). Se espera que el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón mantengan sus tasas de interés de referencia en cero o en territorio negativo durante este año y posiblemente el próximo. Un factor que sustenta esta previsión es el hecho de que Japón no debería avanzar mucho en su objetivo de llegar a una tasa de inflación de 2%; el gobernador Kuroda ha sido designado para un nuevo mandato y se necesitará flexibilizar la política en preparación al aumento previsto del impuesto a las ventas el próximo año. Otro factor que sustenta la previsión es que la fortaleza del euro sigue restringiendo la inflación subyacente a una tasa interanual de 1%, justo cuando es posible que las señales del crecimiento hayan tocado máximos. Después de dispararse en febrero, los rendimientos de los bonos alemanes a 10 años se han replegado al nivel en que se hallaban a principios de enero, quizá reconociendo los desafíos que afronta la política del BCE. Es probable que más adelante este año se decida comenzar a retirar el estímulo, pero para pasar al endurecimiento se necesitarán pruebas mucho más contundentes de un avance en la meta de una tasa de inflación inferior al 2%. En consecuencia, este supuesto sobre un riesgo bajo de movimientos de las tasas de interés de referencia fuera de las economías anglo-americanas limita a su vez la posibilidad de que suban las primas a plazo de los bonos del gobierno de Japón y de Europa. Asimismo, esto puede limitar también la magnitud de las ventas masivas en otros mercados de bonos soberanos (incluyendo los bonos del Tesoro estadounidense) sin caer en el arbitraje a través de operaciones de *carry trade* con cobertura de divisas.

4. **Arbitraje de divisas:** En relación con este último punto, un aspecto que limita actualmente la evaluación del apetito extranjero por los bonos del Tesoro de Estados Unidos ha sido el alza brusca de los costos de cobertura cambiaria (gráfico 21). Si el rendimiento de los bonos del Tesoro aumenta de manera significativa, esto podría superar el costo de la cobertura cambiaria e incitar a los inversionistas a reanudar las compras por encima de cierto umbral, que de cualquier modo consideramos no será muy superior al 3%.

5. **Retiro gradual de la expansión cuantitativa:** El único balance que debería reducirse a lo largo de nuestro horizonte de previsión es el de la Reserva Federal, cosa que todos los mercados ya saben muy bien porque el mismo organismo lo ha comunicado claramente a través de sus planes de reinversión (gráfico 22). La reducción del volumen de compras de títulos por parte del Banco de Japón se suele malinterpretar como una señal de mayor disposición hacia un próximo endurecimiento de la política monetaria, sin controlar cualquier cambio en la meta de rendimiento nominal de los bonos japoneses a 10 años (de "alrededor de 0%"), lo que representa una amenaza creíble contra las ventas en corto. Ahora bien, no creemos que esa meta se modifique y, si acaso lo hace, el movimiento no será significativo. El BCE ha reducido sus compras de bonos a €30,000 millones mensuales este año, al menos hasta septiembre. Debido a los límites que impone la clave del capital a mayores compras de bonos, así como las restricciones para modificarla, cabe esperar que las compras graduales se acaben a finales de este año o poco después. Lo que vendrá después será probablemente un periodo largo de reinversión del balance, ya que el BCE seguirá el ejemplo de la Fed, reduciendo la reinversión para luego eliminarla cuando la normalización monetaria ya esté bien encaminada con una serie de alzas de las tasas de interés de referencia. No obstante, este cambio solo debería producirse hacia finales de la década, como más temprano.

6. **Desequilibrio global entre ahorro e inversión:** Se ha dicho que los desequilibrios que provocaron un exceso de ahorro a nivel mundial han sido una de las causas del bajo rendimiento de los bonos en los años anteriores y posteriores a la crisis ([aquí](#)). Justo antes de la crisis, el superávit de cuenta corriente de los mercados emergentes se tradujo en una exportación masiva de capitales a países como Estados Unidos, lo que jugó un

Gráfico 22

QE total de los bancos centrales no disminuirá mucho en los próximos años

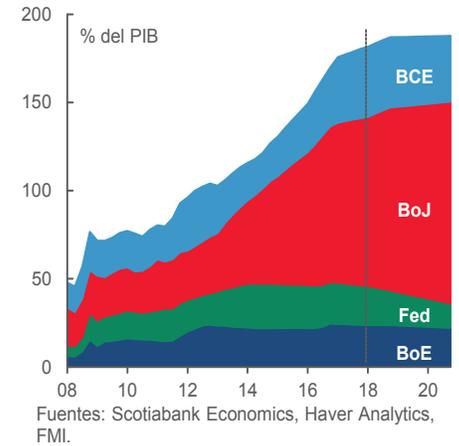


Gráfico 23

Europa mejora su déficit por cuenta corriente, a diferencia de EE.UU.

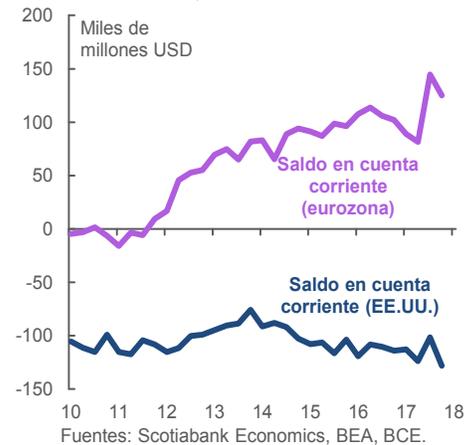
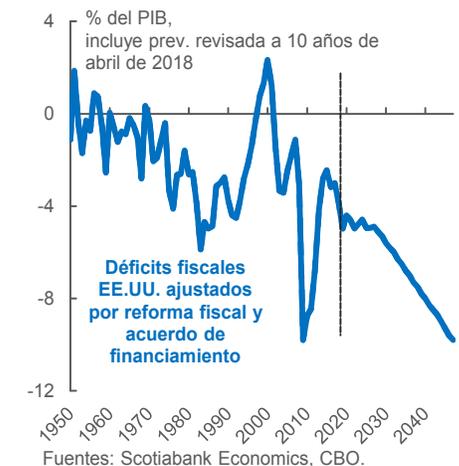


Gráfico 24

Descarrilamiento fiscal en EE.UU.



papel clave en la efervescencia exagerada de los mercados financieros estadounidenses en aquella época, especialmente la compra por parte de China de lo que luego se supo eran instrumentos hipotecarios de baja calidad. En lo que se refiere al vínculo del mercado del Tesoro de Estados Unidos con el resto del mundo, estos desequilibrios dejaron de mejorar justo después de la crisis financiera (gráfico 23). Para financiar su déficit por cuenta corriente, Estados Unidos sigue dependiendo de una cuantiosa entrada de capitales provenientes del resto del mundo. Sin embargo, hoy en día un porcentaje más alto de esos flujos proviene de los grandes superávits de la cuenta de capital de otras economías avanzadas: la eurozona (Alemania especialmente) y Japón. Esto debería reforzar el apetito por las operaciones de *carry trade* con instrumentos financieros estadounidenses, entre ellos, los bonos del Tesoro. Ahora bien, actualmente ha surgido también otro riesgo importante. Si Estados Unidos adopta un sesgo más proteccionista contra China, y aunque el superávit por cuenta corriente del país asiático se haya reducido de 10% a 1% en los últimos diez años, cualquier deterioro de la posición comercial de China significa que recibirá menos divisas, de manera que tendrá menos capital para invertir en los mercados internacionales y en los bonos del Tesoro estadounidense. Por otro lado, claro está, a China tampoco le convendría vender todas sus posiciones, porque ello afectaría el valor de sus tenencias de bonos del Tesoro, de US\$1.2 billones, que alcanzaron un máximo el pasado mes de agosto. Canadá tiene también un déficit por cuenta corriente relativamente elevado en comparación con su superávit pre-crisis. Cabe destacar también que el realineamiento global del volumen de ahorros que se ha producido en la última década ha colocado más de US\$11.5 billones en reservas internacionales a nivel mundial, más del quíntuple de los bonos del Tesoro que tiene la Cuenta del Sistema de Mercado Abierto (SOMA) de la Fed y un 70% más que a fines de 2008. Esta acumulación de ahorros da una ventaja poderosa en el mercado a las naciones que concentran el volumen de reservas, como China, Japón y diez otros países con reservas de más de US\$200,000 millones, así como otras economías con saldos más pequeños.

7. **Tasas neutrales de política monetaria:** Nuestros estimados sobre las tasas de crecimiento potencial a largo plazo de las principales economías avanzadas que cuentan con los mayores mercados de deuda no han cambiado significativamente con respecto a lo indicado en las últimas previsiones. Por ejemplo, lo que estamos observando ahora con la reforma fiscal en Estados Unidos no tiene casi ningún efecto estimulante sobre el crecimiento a largo plazo. De la misma manera, no hemos modificado mucho nuestros estimados sobre las tasas neutrales de política monetaria. Creemos que, tanto para Canadá como para Estados Unidos, las tasas neutrales de política monetaria se ubican dentro del rango de 2.5%-3%. Los estimados de la tasa neutral de política monetaria más los supuestos sobre las primas determinan la forma en que la curva descuenta las próximas posibles intervenciones monetarias de la Fed.
8. **Política fiscal:** Estados Unidos se dirigía ya hacia un déficit fiscal elevado y creciente, incluso antes de la adopción de reformas fiscales limitadas. La falta de fondos para atender las obligaciones en materia de seguridad social y los gastos en salud era uno de los grandes motivos de preocupación. Ahora que se sumarán unos US\$1.5 billones más al déficit acumulado en el transcurso de la próxima década, el panorama se enturbia mucho más, como se observa en el gráfico 24. Y la situación empeora con el paquete de \$300,000 millones de gasto adicional que se introdujo en febrero para 2018–19, aunque por su naturaleza esto tiene un efecto pasajero sobre las necesidades de financiamiento. No se sabe a ciencia cierta cuál es el verdadero impacto que tiene el déficit en el rendimiento de los bonos. Por ejemplo, los grandes déficits de los años siguientes a la crisis no afectaron prácticamente el rendimiento de los bonos debido a otros factores de influencia, como el apetito por el refugio seguro y las políticas de los bancos centrales. La mayoría de los economistas sigue pensando que los déficits tienen un efecto positivo a largo plazo en los rendimientos de los bonos, pero los estimados son muy variables. En dos estudios

Tabla 1
Pronósticos de Scotiabank Economics para la curva de rendimientos Canadá-Estados Unidos

	2017		2018				2019			
	(al cierre del trimestre, %)									
Canadá	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	
Tasa interbancaria del BoC	1.00	1.25	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	2.25	2.50	
Tasa preferencial	3.20	3.45	3.45	3.70	3.95	4.20	4.45	4.45	4.70	
Bonos del Tesoro a 3 meses	1.06	1.15	1.25	1.55	1.80	2.05	2.30	2.30	2.50	
2 años, Canadá	1.69	1.78	1.90	2.10	2.30	2.40	2.50	2.55	2.60	
5 años, Canadá	1.87	1.97	2.10	2.25	2.45	2.55	2.60	2.65	2.70	
10 años, Canadá	2.05	2.09	2.25	2.40	2.50	2.60	2.65	2.70	2.75	
30 años, Canadá	2.27	2.23	2.40	2.60	2.70	2.80	2.85	2.90	2.95	
Estados Unidos	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	
Tasa objetivo de los fondos federales	1.50	1.75	1.75	2.00	2.25	2.25	2.50	2.50	2.75	
Tasa preferencial	4.50	4.75	4.75	5.00	5.25	5.25	5.50	5.50	5.75	
Bonos del Tesoro a 3 meses	1.38	1.70	1.85	2.05	2.30	2.30	2.55	2.60	2.80	
2 años, Tesoro	1.88	2.27	2.40	2.55	2.70	2.80	2.95	3.00	3.05	
5 años, Tesoro	2.21	2.56	2.65	2.75	2.90	2.95	3.00	3.10	3.15	
10 años, Tesoro	2.40	2.74	2.85	2.95	3.00	3.05	3.10	3.15	3.25	
30 años, Tesoro	2.74	2.97	3.00	3.15	3.20	3.25	3.30	3.35	3.40	

Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

previos a la crisis sobre este impacto, antes de que se conocieran los otros factores de influencia ([aquí](#) y [aquí](#)), se argumentó que por cada punto porcentual de aumento del déficit con respecto al PIB, los rendimientos de más largo plazo de los bonos podían subir con el tiempo en unos 20–60 bps. Si las proyecciones sobre los déficits se mantienen generalmente intactas toda vez que los otros factores (como las políticas de los bancos centrales) se van disipando, entonces el futuro luce bastante sombrío para el mercado de bonos, en vista de la magnitud del deterioro previsto del déficit fiscal estadounidense. No obstante, la relación entre el déficit y el PIB se mantendría luego bastante constante en el rango de 4.5% a 5% de 2019 hasta fines de la década de 2020, en comparación con el 3.5% del año pasado y el 4% de este año. Estados Unidos ha estado operando con déficits de esta magnitud o más altos por buena parte del periodo que comenzó en la década de los 80. Las proyecciones de la CBO comienzan realmente a inflarse más tarde, en la década de 2030, para llegar a 10% a finales de la década de 2040. Claro está, las proyecciones a largo plazo de la CBO deben tomarse con un buen sentido del humor, considerando su historial con respecto a la previsión de déficits y deuda a largo plazo, para no hablar de su capacidad (o la de cualquiera) para proyectar la evolución de las tasas y otras variables durante un periodo tan amplio. De cualquier forma, en lo que respecta a la capacidad de crecimiento de la economía estadounidense, la mayoría del deterioro de los déficits que podría preocupar a los mercados de bonos sigue estando muy lejana y dependerá de la evolución de los costos de atención sanitaria y seguridad social. No creemos que el sesgo a corto plazo de los mercados se vea muy afectado por lo que podría sucederle a esta relación entre déficit y PIB dentro de muchos años. El aumento del nivel de 3.5% en que estaba en 2017 a 4.5% el próximo año es gradualmente negativo para los mercados de bonos, pero solo en forma moderada cuando se toman en cuenta los demás factores.

9. **Prima a plazo:** Según un análisis ([aquí](#)), el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años es actualmente más o menos 1% inferior al nivel en que se situaría si la Fed no hubiera inflado su balance y controlado otros factores de influencia. No creemos que esta prima a plazo se restablezca repentinamente a medida que la Reserva Federal ponga fin a la reinversión y deje que su balance empiece a contraerse el próximo año. Nuestra presuposición se fundamenta en muchos de los puntos que analizamos en esta sección. Más bien es probable que observemos un reajuste gradual de la porción de la prima a plazo que depende del balance de la Fed, cosa que ya está ocurriendo de manera moderada.
10. **Madurez del ciclo:** Estamos ya en la segunda expansión más larga de la historia de la economía estadounidense. Si para principios del próximo año se mantiene este ritmo de crecimiento, el ciclo actual pasará a ser el más largo de la historia de Estados Unidos. Los temores sobre una recesión inminente alimentarán posiblemente el apetito por los activos de refugio seguro, como la deuda soberana de las economías maduras. Sin embargo, creemos que a menudo se exagera este riesgo. No todas las grandes variables apuntan a riesgos de final de ciclo. Por ejemplo, los pagos de reembolso de la deuda de los hogares estadounidenses como porcentaje del ingreso se encuentran en su mínimo de tres décadas y media, y el crecimiento del salario nominal está en un nivel que cuando mucho nos parece de mitad de ciclo. Bajo estas condiciones, y con el apoyo del efecto de la riqueza y las reformas fiscales limitadas pero regresivas, los consumidores estadounidenses tienen todavía mucha capacidad para impulsar el crecimiento futuro del gasto.
11. **Fondos de pensiones y aseguradoras:** Los bancos centrales no son los únicos protagonistas de la historia. De hecho, los fondos de pensiones generaron gran parte de las compras que se registraron en el segundo semestre de 2017 en parte en un intento por reequilibrar sus carteras; si no fuera por esto, el mercado de bonos se habría deteriorado porque China redujo gradualmente sus posiciones a partir de agosto cuando tocaron un máximo tras subir durante el primer semestre de 2017. Los fondos públicos y privados de pensiones poseen más de US\$2.25 billones en bonos del Tesoro estadounidense, al punto que si el rendimiento de los bonos a 10 años llega a 3%, cabe esperar un movimiento ambicioso y fuerte de compras para asegurar y aprovechar los retornos en beneficio de los pensionados. En este sentido, los movimientos en la asignación de activos dentro del volumen existente de bonos y acciones podrían modificar considerablemente más los precios relativos que, por ejemplo, los riesgos sobre la dependencia del financiamiento extranjero. La capitalización del mercado accionario de Estados Unidos es de aproximadamente US\$29 billones y la del mercado accionario mundial, de US\$80 billones. En comparación, la deuda pública del gobierno federal estadounidense se sitúa en US\$21 billones. Esto quiere decir que los movimientos en la asignación de activos pueden fácilmente anular el impacto del aumento más lento y gradual de la emisión de deuda pública para compradores estadounidenses y extranjeros.

México

- Las tendencias positivas de diversas variables nos hacen pensar que podemos esperar una mejora gradual de la economía mexicana durante este año y el siguiente.
- Los factores más importantes a considerar son la evolución de la renegociación del TLCAN y los resultados de las elecciones del mes de julio.

SE ACERCAN MOMENTOS DECISIVOS

Varios indicadores recientes sugieren que la economía mexicana está tomando impulso. El Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) subió 2.1% de un año a otro en enero, lo que representó el crecimiento más alto en los últimos cuatro meses, con todo y la debilidad crónica de la producción minera (-5.0% interanual real) debido a los problemas de la extracción de petróleo. Por otro lado, el sector de la construcción creció 4.0% de un año a otro en el mes de enero, después de haber registrado un crecimiento de 3.6% en diciembre, retomando así un ritmo sólido tras las cifras negativas de la mayor parte de 2017. Esta recuperación es especialmente relevante al presentarse en un entorno muy incierto como el que se vive actualmente. El sector servicios creció 2.9% de un año a otro en enero, con un comportamiento positivo en el comercio (+5.4% interanual en ventas minoristas), restaurantes y hoteles (+4.4% interanual) y transporte (+3.2% interanual).

Alineadas con las cifras de la actividad económica, las cifras del empleo también muestran buenos resultados: en los dos primeros meses de 2018, se crearon 278,000 nuevos empleos, 17% más que el año anterior. La tasa de desempleo abierto llegó a 3.21% en febrero, lo que representó el menor nivel durante ese mes desde 2003. El año comenzó también en forma alentadora para las ventas minoristas ajustadas a la inflación, las cuales crecieron 0.5% de un año a otro en enero, después de cinco meses de contracción. La actividad financiera se unió a la ola de noticias positivas, con un crecimiento interanual de los depósitos de 4.8% en febrero, lo que significó un aumento del ritmo de crecimiento con respecto a los cuatro meses previos, mientras que el crédito bancario al sector privado creció 6.3% de un año a otro, el mayor ritmo registrado en ocho meses. Vale la pena mencionar que parte de la mejora observada en el crecimiento de las tasas reales de crecimiento se explica por el descenso rápido de la inflación interanual, que se ubicó en 5.55% y 5.34% en enero y febrero respectivamente, después de haber cerrado 2017 en 6.77%.

En el ámbito externo, y a pesar de la retórica negativa de la administración del presidente Trump, el comercio exterior mexicano está en pleno auge, como se puede ver en el gráfico 2. En los dos primeros meses del año, las exportaciones totales tuvieron un crecimiento interanual de 12.4%, con una importante expansión de las exportaciones petroleras de 30.4% y un rebote de las exportaciones automotrices de 13.9%. Por su parte, las importaciones totales aumentaron en 12.9%. En particular, las importaciones de bienes de capital mostraron un incremento significativo de 19.4% de un año a otro, lo cual sugiere que las inversiones se están ampliando. En total, el comercio exterior aumentó en USD 75,000 millones en el último año hasta el mes de febrero. El crecimiento de las exportaciones se explica por la aceleración de la economía de Estados Unidos, el alza del petróleo y un peso subvaluado, mientras que el dinamismo de las importaciones nos da a entender que se está recuperando el ritmo de la actividad económica interna. Además, los flujos de remesas siguen creciendo a tasas significativas (+6.9% interanual), para llegar a un total de USD 29,100 millones en los últimos 12 meses, hasta febrero.

A más largo plazo, esperamos una mejora gradual del ritmo de la actividad económica, con un crecimiento del PIB real de 2.4% en 2018. Se espera que el mercado interno siga sustentando la economía, a medida que el consumo privado se mantiene con un crecimiento saludable (+3.1%) y las inversiones presentan un crecimiento leve, pero positivo (+1.2%). Se prevé que la creación de empleos continúe con un ritmo similar (más de 806,000), mientras que las remesas

CONTACTOS

Mario Correa
 52.55.5123.2683 (México)
 Scotiabank Mexico
mcorrea@scotiabank.com.mx

México	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	2.0	2.4	2.8
IPC (% interanual, cierre)	6.8	4.3	3.8
Tasa del banco central (% , cierre)	7.25	7.75	7.00
Peso mexicano (USDMXN, cierre)	19.66	19.46	19.71

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

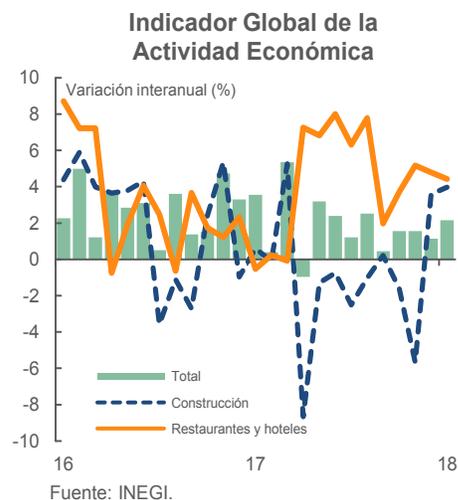
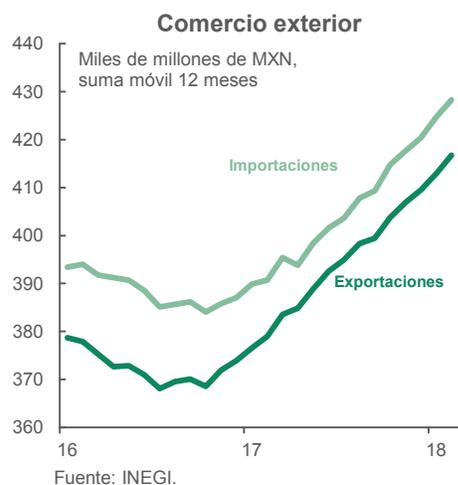


Gráfico 2



deberían superar ligeramente los USD 30,000 millones. En nuestro escenario base, la inflación disminuirá a 4.3% al final del año, y se espera que el Banco de México ajuste una vez más la política monetaria, con un incremento de la tasa de interés a mitad del año.

Si consideramos únicamente las tendencias económicas actuales, el panorama es relativamente bueno en el futuro. Sin embargo, hay muchos otros factores que tendrán un impacto significativo en el desempeño de la economía mexicana e imprimen un alto grado de incertidumbre a los pronósticos. El primero, y quizá el más significativo, es el proceso de renegociación del TLCAN, que ha estado sujeto a muchos altibajos y distintos puntos de vista. Nuestro escenario base sostiene que el proceso de renegociación continuará hasta 2019 y al final culminará con un acuerdo con ligeras mejoras. Ahora bien, si Trump disuelve abruptamente el TLCAN o se logra un acuerdo ampliamente mejorado (conocido como TLCAN 2.0), nuestros pronósticos económicos podrían cambiar radicalmente.

El segundo factor, que tiene cada vez más relevancia, es el proceso electoral, con el candidato López Obrador a la cabeza de todos los sondeos recientes. El candidato puntero ha causado gran controversia, ya que ha hablado de cambiar significativamente las políticas económicas para volver a un modelo más centralizado, en el que el gobierno juegue el papel preponderante en la economía, y también ha prometido suspender la construcción del nuevo aeropuerto de la Ciudad de México, ya en marcha. Una de las presunciones clave de nuestro escenario base es que, sin importar quién gane, se mantendrán las políticas económicas sensatas y sólidas. Si hay cambios significativos y la solidez de la política económica se ve mermada por la siguiente administración, el panorama económico podría ser muy distinto.

Brasil

- La política, en lo que se refiere tanto a la reforma del sistema de pensiones como a las elecciones presidenciales, será posiblemente una fuente de volatilidad para los mercados de divisas y las tasas de interés. Es poco probable que se aprueben grandes reformas antes de 2019, como mínimo. Y por ahora, ni siquiera se sabe con certeza quiénes serán los candidatos electorales, o cuáles son sus planes en materia de ajuste fiscal y reformas.
- La principal buena noticia la dará posiblemente el crecimiento económico. Los efectos de base, la disminución de las tasas de interés y el repunte de los precios de las materias primas están impulsando la economía brasileña. Gracias a la reducción de las tasas de interés y de la inflación, los hogares están estimulando cada vez más la demanda interna. La producción industrial decepcionó en febrero, pero sigue por una senda favorable.
- Con respecto a la política monetaria, como gran parte de los actores del mercado, estimamos que el banco central recortará nuevamente la tasa de referencia en 25 bps en su próxima reunión de mayo. Sin embargo, consideramos que el ciclo de normalización de la política monetaria comenzará antes de lo que prevé la mayoría de analistas, posiblemente a finales de 2018 o principios de 2019.

LAS REFORMAS, EN EL MEJOR DE LOS CASOS, SERÁN TEMA DE 2019, Y LOS MERCADOS LO ESTÁN REFLEJANDO

Puesto que todo parece indicar que la reforma del sistema de pensiones deberá esperar, en el mejor de los casos, hasta 2019, después de que fracasara el intento por aprobarla en febrero, mientras al mismo tiempo el panorama electoral no está nada claro, cada vez se teme más que las mejoras fiscales que anticipaban los mercados no logren concretarse. Por el momento, no se sabe aún con certeza quiénes serán los principales contendientes en las elecciones presidenciales del mes de octubre, pero las encuestas recientes han dado repetidamente como favoritos a candidatos que los mercados ven como populistas de izquierda o de derecha. Como la contienda está indefinida, ni siquiera podemos hacer conjeturas sobre los futuros planes de gobierno y posturas en materia de reformas o ajuste fiscal. Así pues, por ahora, la buena noticia para Brasil en 2018 vendrá por el lado macroeconómico y, hasta el momento, los datos han sido sólidos. Debido a la decepción por el aplazamiento de las reformas y la incertidumbre política, el real brasileño (BRL) ha sido la moneda latinoamericana de peor rendimiento (-0.1%), sin contar al bolívar de Venezuela (VEF) y al peso argentino (ARS). Por el lado del crédito, es la misma historia. Después de bajar a cerca de 140 bps, los CDS a 5 años de Brasil han vuelto a superar los 160 bps, nivel similar a los de países como Rusia, Turquía y Sudáfrica, que enfrentan grandes desafíos.

EL CRECIMIENTO Y LA INFLACIÓN MUESTRAN TENDENCIAS POSITIVAS

La economía brasileña arrancó el año 2018 con buen ritmo, como pudo observarse en el indicador del PIB mensual, que se ubicó en una tasa interanual de +3.0% en enero. En general, los datos por sector apuntan a una recuperación bastante generalizada: la demanda interna, las exportaciones y la producción industrial nos hacen pensar que por fin ya se está viendo la luz al final del túnel. Las ventas minoristas decepcionaron un poco en enero al registrar un crecimiento interanual de +3.2% en lugar del +3.5% del consenso, pero siguieron reflejando que los consumidores están contribuyendo más, tendencia que posiblemente sea consecuencia del nivel más tenue de inflación (la tasa IPCA se ha mantenido en menos de 3.0%) y de las menores tasas de interés, que dan algo de respiro a unos hogares todavía bastante endeudados.

CONTACTOS

Eduardo Suárez, Vicepresidente, Análisis Económico, América Latina
 52.55.9179.5174 (México)
 Scotiabank Economics
eduardo.suarez@scotiabank.com

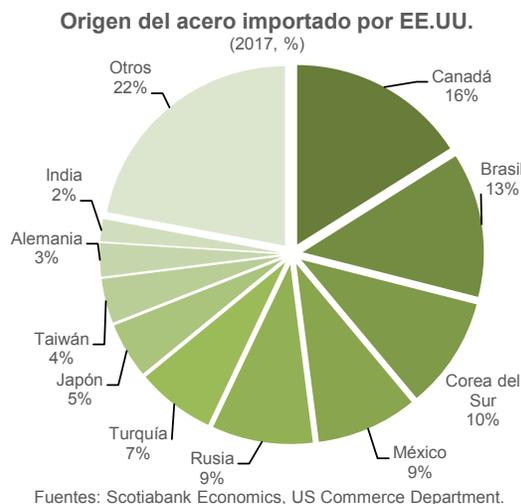
Brasil	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	1.0	2.5	2.7
IPC (% interanual, cierre)	2.9	4.1	2.6
Tasa del banco central (% , cierre)	7.00	6.75	8.50
Real brasileño (USDBRL, cierre)	3.31	3.25	3.35

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1



Gráfico 2



Con respecto a la producción industrial, el repunte gradual sigue en marcha, incluso aunque los últimos datos hayan sido desalentadores. Se esperaba un crecimiento interanual de +3.9% en febrero, pero finalmente el resultado fue de solo +2.8%. En comparación con la tasa sólida de +5.8% interanual que se registró a comienzos de 2018, la de febrero resultó un tanto decepcionante, pero lo importante es que después de su contracción sostenida de 2014-2016 el sector industrial parece cobrar vigor. En el ámbito comercial, la mejora del precio de las materias primas está impulsando la economía brasileña, con un aumento de los ingresos de exportación de 15% en términos interanuales en 2017. Esta aceleración podría moderarse en 2018, dado que el precio de las materias primas parece haberse estabilizado, pero la mejora del volumen dentro del comercio global ha de seguir siendo positiva. Un riesgo es que, a excepción del Mercosur, Brasil no tiene actualmente ningún acuerdo comercial importante, lo que podría dejarlo en una posición más vulnerable que la mayoría de los demás países si estalla realmente una guerra comercial. No incluimos esta posibilidad como escenario base, pero de cualquier forma se trata de un riesgo. A raíz del anuncio de imposición de aranceles al acero por parte de Estados Unidos, Brasil figuró en la lista de los países que podrían verse más afectados. Posteriormente fue eximido de esta medida arancelaria estadounidense (ver gráfico 2), pero es una amenaza considerable que habrá que tomar en cuenta.

UNA POLÍTICA MONETARIA MÁS RELAJADA ANTE LA SORPRESIVA DISMINUCIÓN DE LA INFLACIÓN

El banco central de Brasil (BCB) anunció un recorte de 25 bps de la tasa de referencia tras la última reunión del Comité de Política Monetaria (Copom) y pareció enviar la señal de un posible recorte adicional de 25 bps, al indicar que las próximas alternativas eran una interrupción del ciclo de relajamiento o una suavización adicional de final de ciclo. El último párrafo del [acta de la reunión](#) reza textualmente: “*En vista de la evolución del escenario base, se consideró adecuado reducir la tasa SELIC en 0.25 puntos porcentuales en esta reunión del Copom. Con respecto a la próxima reunión, por el momento el Copom considera que una moderada flexibilización monetaria adicional sería conveniente. El Comité piensa que este estímulo adicional mitigaría el riesgo de una convergencia diferida de la inflación con la meta. Esta opinión sobre la decisión a tomar en la próxima reunión del Copom podría cambiar para privilegiar, en cambio, la interrupción del proceso de relajamiento monetario, si la mitigación del riesgo luce innecesaria. Después de la siguiente reunión, si no se producen más cambios relevantes en el escenario base, el Copom considera que es adecuado interrumpir el proceso de relajamiento monetario para evaluar los próximos pasos, tomando en cuenta los factores clave que se perfilan en el horizonte para la política monetaria en ese momento.*”

Básicamente, inferimos que el BCB consideró necesario proceder a un par de recortes más de la tasa de referencia para evitar los riesgos deflacionarios ante la sorpresivamente baja inflación. Por ahora, la curva DI (el mercado local de swaps de tasas de interés) parece tomar en cuenta las indicaciones del BCB, pues ha descontado el recorte adicional de 25 bps mencionado por el Copom, seguido de una pausa. Tal como ha dejado entrever el organismo, por nuestra parte esperamos también un recorte más en la próxima reunión y luego una pausa. Sin embargo, creemos que el ciclo de endurecimiento comenzará un poco antes de lo previsto por la mayoría de analistas: según nuestras proyecciones, la tasa SELIC se recortará a 6.25% en la próxima reunión del 16 de mayo y se mantendrá estable hasta finales de año cuando subirá en 25 bps, bien sea en la reunión del 12 de diciembre o en la primera reunión del año 2019. ¿Por qué prevemos que el ciclo de normalización monetaria empezará más pronto? Por toda una serie de factores:

- 1) El crecimiento está tomando rápidamente impulso y, si la inflación se normaliza en cerca de 3.5%–4%, la actual tasa SELIC se volverá rápidamente “demasiado holgada”. Debido a la inflación tan volátil del país y los efectos de indexación, resultaría arriesgado quedarse nuevamente rezagado en la curva. Esperamos que el BCB haya aprendido la lección del ciclo pasado. Sería también prudente mantener el barco navegando con un rumbo ya definido de cara al próximo cambio de gobierno.
- 2) Es poco probable que se introduzca un ajuste fiscal, al menos por el resto de 2018, de modo que el BCB podría verse obligado a compensar la política fiscal flexible con un aumento de las tasas de interés, a medida que la economía va regresando al crecimiento potencial, del cual cada vez está más cerca.
- 3) ¿Cuánta capacidad excedentaria existe? No creemos que haya tanto exceso de capacidad como implican los actuales niveles de producción. Aunque en términos de volumen, la producción industrial equivale actualmente a los niveles de 2005, cuando está ociosa por tanto tiempo, la capacidad tiende a deteriorarse.
- 4) El nivel de incertidumbre es alto y, como la tasa de cambio incide considerablemente en la inflación, los riesgos de que esta última se incremente son considerables. De hecho, el efecto traspaso de la tasa de cambio en la inflación de Brasil es uno de los más altos de Latinoamérica, de casi 20%. Por lo tanto, si se presenta un coctel de incertidumbre política y riesgos comerciales a nivel mundial, el BRL podría debilitarse significativamente. Al carecer de acuerdos de libre comercio, el país estaría particularmente expuesto a un deterioro del comercio mundial, cosa que no consideramos un escenario base, pero sí un riesgo.

PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS

Nos preocupa un poco que las últimas encuestas no coincidan con lo que, en nuestra opinión, casi todos están de acuerdo, es decir, que un candidato reformista ganará posiblemente las próximas elecciones presidenciales, y lo hará con el mandato de seguir adelante con las reformas y el ajuste fiscal. Muchos consideran que ahora que Lula está prácticamente fuera de la contienda debido a su sentencia de encarcelamiento, los

candidatos moderados obtendrán un mayor porcentaje de votos. Es ciertamente posible que el electorado de Lula y Bolsonaro sea compatible, aunque uno sea de izquierda y el otro de derecha, en el sentido de que ambos son antisistema. Los simpatizantes de Lula, enojados con su condena, podrían apoyar al candidato que consideren más opositor al gobierno actual, pese a cualquier diferencia ideológica.

Estamos en las primeras etapas del proceso electoral y es probable que las encuestas cambien, pero hasta hace muy poco los mercados se mostraban demasiado complacientes frente al riesgo político. Ahora que están aumentando los riesgos políticos y que el proceso de reformas podría verse comprometido, las previsiones para el BRL son un poco menos optimistas. Existen altas probabilidades de que la situación fiscal no mejore tampoco en 2019, lo que resquebraja la confianza. Es, de hecho, una de las razones por las cuales hemos adelantado la fecha prevista de inicio del proceso de normalización monetaria del BCB: debido al fuerte impacto que tiene la tasa de cambio en la inflación, el organismo tendrá que ser prudente.

Colombia

- Se puede decir que las elecciones son la principal fuente de incertidumbre para Colombia. Las encuestas recientes y los resultados de las primarias dan a entender que habrá posiblemente una segunda vuelta entre Iván Duque (apoyado por el expresidente Álvaro Uribe) y Gustavo Petro, exalcalde de Bogotá, a quien se le considera “de izquierdas”. Según los resultados de las primarias del 11 de marzo, Duque estaría actualmente a la cabeza y llevaría bastante ventaja (recibió 1/3 más de votos que Petro en esa consulta).
- En el ámbito económico, el crecimiento sigue estando lento (+1.3% interanual en diciembre), pero va dando señales de mejora. El fortalecimiento del comercio global y el aumento del precio del petróleo deberían impulsar la expansión a tasas de 2.5% en 2018 y 3.5% en 2019. Nuestras previsiones se sitúan en 50 bps más que el consenso para 2019.
- Los mercados locales han exhibido un desempeño sólido. El peso colombiano (COP) ha sido la segunda moneda latinoamericana con mejor rendimiento en lo que va del año (+7.0%). En los mercados de bonos, los títulos de Colombia (BBB-) se cotizan muy cerca de los de México (BBB+), lo que refleja que los mercados tienen más dudas sobre las elecciones mexicanas y la renegociación del TLCAN que sobre el proceso político en Colombia.

LAS ELECCIONES SERÁN POSIBLEMENTE EL PRINCIPAL FACTOR DE INCERTIDUMBRE EL PRÓXIMO TRIMESTRE

La carrera electoral comenzó con mucha agitación en Colombia. En la primera semana de marzo, Gustavo Petro (exalcalde de Bogotá y candidato presidencial) fue violentamente agredido, mientras el expresidente Álvaro Uribe (que apoya al candidato Iván Duque) recibió también abucheos e insultos. Si las elecciones terminan convirtiéndose, como todo parece indicar, en una lucha entre Duque y Petro, será un proceso muy polarizado, puesto que las plataformas económicas y políticas de estos dos actuales líderes de las encuestas tienen diferencias muy importantes. Un primer indicio de la elevada polarización de la contienda fue el resultado de las primarias, que tuvieron una participación récord de más de 9 millones de votantes, signo de que el electorado se está tomando muy en serio estos comicios. Para evitar la segunda vuelta, uno de los candidatos debe obtener más de la mitad de los votos, hazaña que no es imposible, pero luce muy poco probable según arrojan los sondeos recientes.

Por ahora, los resultados de las primarias celebradas el 11 de marzo se inclinan a favor de Iván Duque, que estaría adquiriendo una ventaja considerable tras recibir 4 millones de votos, dejando en segundo lugar a Gustavo Petro, con 2.8 millones de votos. En resumen, en estas consultas interpartidistas, la derecha consiguió casi el doble de votos que la izquierda.

En la Gran Consulta por Colombia, la consulta de la centroderecha, el total de votos alcanzó los 5.9 millones. Iván Duque resultó victorioso y se convirtió en el candidato de la derecha:

- Iván Duque: 4 millones
- Marta L. Ramírez: 1.5 millones
- A. Ordóñez: 0.4 millones

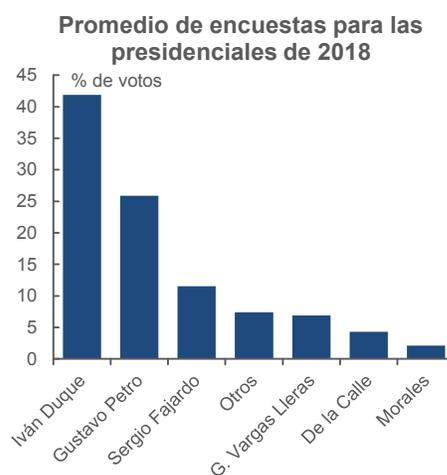
CONTACTOS

Eduardo Suárez, Vicepresidente, Análisis Económico, América Latina
 52.55.9179.5174 (México)
 Scotiabank Economics
eduardo.suarez@scotiabank.com

Colombia	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	1.8	2.5	3.5
IPC (% interanual, cierre)	4.1	3.3	3.1
Tasa del banco central (% cierre)	4.75	4.25	5.00
Peso colombiano (USDCOP, cierre)	2,986	2,900	3,050

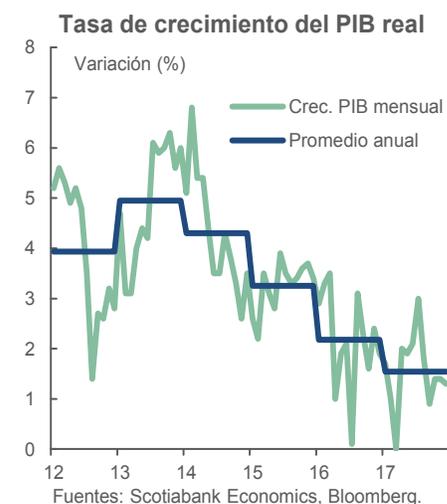
Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1



Fuentes: El País (28 de marzo), Scotiabank Economics.

Gráfico 2



Por su parte, Inclusión Social por la Paz, la coalición de centroizquierda, sumó un total de 3.3 millones de votos. Gustavo Petro se ubicó a la cabeza con una ventaja sólida:

- Gustavo Petro: 2.8 millones
- C. Caicedo: 0.5 millones

¿Quiénes son entonces los candidatos?

- **Gustavo Petro** (las encuestas le dan entre 20% y 30% de los votos, pero parece haberse estancado en ese rango): Antiguo militante del movimiento guerrillero M-19 y exalcalde mayor de Bogotá, Petro es el candidato que está más a la izquierda del espectro ideológico ahora que Rodrigo Londoño (antiguo cabecilla de las FARC) se retiró por motivos de salud. El exalcalde fue destituido del cargo por acusaciones de corrupción y mala gestión. Sin embargo, los tribunales internacionales rehabilitaron posteriormente sus derechos políticos. Ha prometido aumentar los impuestos para las multinacionales y fortalecer el papel del Estado en el sector bancario y de pensiones. Se considera que algunas de sus propuestas implican una ruptura con el status-quo. Busca posicionarse como el candidato antisistema para aprovechar los bajos índices de aprobación que tendría el actual gobierno del presidente Santos.
- **Iván Duque** (las encuestas le otorgan cerca de 40% de los votos, con tendencia alcista): El exsenador es considerado por la gran mayoría el hombre del expresidente Álvaro Uribe. Se puede decir que es el más derechista de los cuatro contendientes principales y está avanzando con fuerza últimamente. Un elemento polarizador de su plataforma podría terminar siendo su postura con respecto al proceso de paz. Uribe ha sido un férreo opositor y crítico del proceso de paz de Santos, y esto podría diferenciar a Duque del actual gobernante si efectivamente sigue la línea dura de Uribe. Hasta ahora, el candidato ha declarado que no destruirá los acuerdos de paz, pero sí podría hacer ciertas modificaciones. En el ámbito económico, se espera que sea prudente y favorable al status-quo.
- **Germán Vargas Lleras**: Fue candidato presidencial en 2010 y exsenador. Este representante de la centroderecha fue vicepresidente con Santos, pero renunció a su cargo en 2017.
- **Sergio Fajardo**: Posiblemente el candidato más al centro de los cuatro principales, el exgobernador de Antioquia y exalcalde de Medellín fue también fórmula vicepresidencial de Antanas Mockus en las elecciones de 2010. Podría decirse que es quien mejor se presenta como “verdadero independiente”; se le considera pragmático en vez de sujeto a cualquier ideología. Ha prometido concentrarse en el desarrollo de instituciones, la educación (con un incremento del 10% del gasto anual en educación) y la generación de empleo.

CRECIMIENTO E INFLACIÓN

El banco central ha reaccionado en forma bastante enérgica a la desaceleración económica, con recortes sucesivos de la tasa de interés de referencia, que ha pasado de 7.75% en 2016 a 4.5% actualmente. No se descarta otro nuevo recorte de 25 bps en las próximas reuniones, dado que el crecimiento sigue tenue en medio de la mejora de la inflación. Según los últimos datos consultados, la inflación habría disminuido de 3.68% a 3.37%, y los miembros del organismo han dado a entender que podrían optar por un mayor relajamiento si la inflación llega a la meta (se necesitaría que el IPC bajara más o menos otros 40 bps). La actividad económica cerró 2017 con mucha debilidad (el índice de actividad económica fue de 1.3% en diciembre), pero debería ir tomando impulso gradualmente este año, debido al regreso de la confianza, la reducción de las tasas de interés y el alza del precio del petróleo. Las primeras cifras del año (enero) mostraron ya más solidez, con un crecimiento interanual de 2.2%.

Creemos que el crecimiento mejorará durante los dos próximos años, llegando a una tasa interanual de 2.5% en 2018 (1.8% en 2017) y nuevamente al potencial (3.5%) en 2019. Nuestros pronósticos coinciden exactamente con el consenso de Bloomberg para 2018 y son unos 50 bps más elevados que el consenso para 2019. La razón por la que somos más optimistas es la combinación de toda una serie de factores: la tendencia positiva del comercio global (aunque habrá que estar atentos al riesgo de una guerra comercial), el relativamente bajo nivel de incertidumbre, propicio para la inversión, y la evolución favorable de los precios de las materias primas. Estamos también de acuerdo con los actores del mercado que prevén que el Banco de la República relajará un poco más su política monetaria, con el objetivo de estimular el crecimiento ante su ritmo todavía anémico.

MERCADOS: TODAVÍA ESTABLES, PERO ESTÁ AUMENTANDO EL NERVIOSISMO

Por ahora, las tenencias extranjeras de bonos TES no parecen haberse visto afectadas por la incertidumbre de las elecciones, manteniéndose bastante estables en 26.2% en febrero, apenas un poco por debajo del 26.46% que se observó el mes anterior. El diferencial de rendimientos entre México y Colombia se ha reducido sustancialmente durante el mes pasado: de unos 120–130 bps hace un mes a cerca de 60 bps al 2 de abril. Puesto que Colombia tiene la calificación BBB- y México BBB+, esta diferencia permite suponer que los inversionistas ven un mayor grado de incertidumbre en México, atribuible a las próximas elecciones y la renegociación del TLCAN. Desde el inicio del año hasta el 8 de marzo, el peso colombiano ha sido la segunda moneda latinoamericana de mejor rendimiento (+7.0%), después del peso mexicano (+7.2%).

Perú

VOLVIENDO A LA SENDA DEL CRECIMIENTO

- Hemos reducido nuestro pronóstico de crecimiento del PIB para 2018, de 3.7% a 3.3%, debido a que la turbulencia política ha afectado el programa de inversiones del gobierno.
- La reacción de los mercados al cambio de gobierno fue moderada y de corta duración.
- Durante los últimos meses, el crecimiento económico se ha mantenido bastante estable, en alrededor de 3.0%. De aquí en adelante, el principal problema es que tan rápido el gobierno podrá normalizar su programa de inversiones.
- Como la inflación está muy por debajo de la meta, el banco central podría recortar nuevamente su tasa de referencia, para llegar a 2.5% en mayo.

Hemos reducido nuestro pronóstico de crecimiento del PIB para 2018, de 3.7% a 3.3%. Ya anticipábamos la disminución del crecimiento, pero estábamos esperando que se despejara la incertidumbre política y que tuviera lugar el cambio de gobierno y del gabinete. Nuestra previsión a la baja toma en cuenta el aplazamiento de los estímulos fiscales, puesto que la turbulencia política y el cambio de gabinete han afectado el programa de inversiones del gobierno.

Después de dos intentos de destitución, un nuevo presidente, dos nuevos gabinetes, la renuncia de cinco ministros y de que varias importantes compañías de construcción, empresarios y líderes de partidos políticos estuvieran bajo investigación por corrupción, todo esto en un periodo de menos de dos años, la interrogante no debería ser tanto por qué el ritmo de crecimiento del PIB se ha reducido, sino más bien cómo el país ha sido capaz de tener crecimiento. En realidad, los cambios políticos nunca fueron una amenaza para la gestión económica, y las turbulencias han tenido lugar en medio de una mejora de los términos de intercambio y sólidos indicadores macroeconómicos. Es por ello que las reacciones negativas de los mercados fueron moderadas y de corta duración. El sol peruano (PEN) no fluctuó mucho, los mercados de bonos y acciones tuvieron una reacción tímida, y las agencias calificadoras ratificaron la calificación y perspectivas de Perú.

El año comenzó con un crecimiento moderado del PIB: 2.8% interanual al mes de enero. Durante los últimos meses, y dejando de lado el corto periodo de volatilidad en el sector pesquero, el crecimiento se ha mantenido estable, en alrededor de 3.0%. De aquí en adelante, el principal problema es que tan rápido el gobierno podrá normalizar su programa de inversiones. A pesar de que el daño está hecho (las cifras del PIB de marzo y abril serán más reveladoras al respecto), el crecimiento podría comenzar a repuntar durante el gobierno de Vizcarra, puesto que el Congreso dominado por la oposición se ha mostrado más dispuesto a trabajar con la nueva administración. El nuevo gabinete de Perú es pro-mercado, pero si bien algunos de sus integrantes tienen experiencia en administración pública, deben demostrar también que tienen la capacidad de dirigir al Estado en su conjunto y superar los obstáculos que enfrenta la inversión en infraestructura.

La inflación anual cayó a 0.4% en marzo, muy por debajo del piso del rango meta del banco central, establecido en 1.0%. Se prevé que marzo sea el último mes que registre un descenso en la inflación, atribuible más bien al efecto que tuvo el fenómeno El Niño durante 2017. En adelante, la inflación debería repuntar y probablemente volver al rango meta establecido por el banco central. El organismo recortó su tasa de referencia de 3% a 2.75%

CONTACTOS

Guillermo Arbe
 511.211.6052 (Perú)
 Scotiabank Peru
guillermo.arbe@scotiabank.com.pe

Perú	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	2.5	3.3	3.7
IPC (% interanual, cierre)	1.4	2.0	2.5
Tasa del banco central (% , cierre)	3.25	2.75	3.25
Sol peruano (USDPEN, cierre)	3.24	3.18	3.12

Fuente: Scotiabank Economics.

Tabla 1

Crecimiento del PIB - Componentes de la demanda

	2017	2018p
PIB	2.5	3.3
Demanda interna 1/	1.8	3.3
Consumo privado	2.5	2.8
Consumo público	1.6	4.0
Inversión fija total	0.0	4.6
Sector privado	0.1	3.7
Sector público	-0.1	8.4
Exportaciones	8.5	3.3

P: Proyección 1/ Sin inventarios

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

Inflación y tasa de interés de referencia



en marzo y dejó entrever que podría reducirla de nuevo, a 2.5%, en mayo. Si esto es así, es posible que sea la última vez. El banco central está consciente de que la inflación rebotará pronto y es posible que también esté cada vez más preocupado por la disminución del diferencial con las tasas de la Reserva Federal.

Durante los últimos 12 meses hasta febrero, el déficit fiscal fue de 3.3% del PIB, ligeramente por encima del 3.2% que se registró al cierre de 2017, pero dentro del rango esperado. Tanto los ingresos como los gastos se incrementaron significativamente (8.7% y 17.1% de un año a otro, respectivamente), lo cual refleja el efecto de los altos precios de los metales, por un lado, y de la política de estímulos fiscales, por el otro. Aún es pronto para tener un panorama de todo el año, que dependerá principalmente del incremento de los ingresos durante el periodo fiscal de marzo-abril. Sin embargo, las preocupaciones sobre las cuentas fiscales están aumentando. Esto podría afectar la política gubernamental en un momento dado, aunque es 2019 y no 2018 el que parece ser el año clave.

Después de aumentar de 3.22 a 3.27 durante la mayor parte del periodo de turbulencia política, en febrero y marzo, el PEN parece haber vuelto a su rango anterior, entre 3.20 y 3.23. No vemos ningún motivo para modificar nuestra previsión sobre la tasa de cambio al cierre del año, de 3.18. Las cuentas externas de Perú están mejorando significativamente. El gran volumen de ventas de USD por parte de las empresas mineras que deben pagar impuestos sobre la renta en moneda local ha compensado lo ocurrido en el ámbito político, y seguirá incidiendo en la tasa de cambio, de manera especial, aunque no exclusiva, durante abril. Los fundamentos siguen apuntando a un fortalecimiento leve del PEN en el futuro, incluso después de la reciente corrección de los precios de los metales base. El banco central no ha intervenido prácticamente en los mercados, excepto para enviar señales sobre sus posibles intenciones, que han actuado eficazmente al mantener la tasa de cambio en 3.27 (compra) y 3.20-3.21 (venta) frente al USD.

Chile

ALGUNAS TURBULENCIAS, PERO LISTOS PARA EL DESPEGUE

- Una vez más, los pronósticos de crecimiento para el presente año fueron revisados al alza, esta vez al 3.6%, validando el fuerte sesgo alcista que apreciábamos hace tres meses. El mayor impulso proviene de los sectores ligados a la inversión y las exportaciones. El consumo debería ganar impulso a un ritmo más lento.
- Las autoridades no aplicarán el freno en la medida que el Banco Central no vea, en el corto plazo, signos de normalización en la inflación. La política monetaria seguirá siendo estimulante por un tiempo más largo del previsto. La política fiscal no debería ser un obstáculo, pero no aportará impulso adicional.
- Las condiciones externas son más turbulentas que en enero pasado, y han aumentado los riesgos relevantes para la economía chilena, pero no parecen suficientemente fuertes como para poner en peligro la aceleración del crecimiento en los próximos trimestres.

ACTUALIZACIÓN MACRO: ESPERANDO QUE LAS EXPECTATIVAS CRISTALICEN

En los últimos tres meses, las expectativas mejoraron considerablemente, en la medida que el panorama político se volvió más amistoso con el ambiente de negocios y los pronósticos del precio del cobre se hicieron más sólidos, superando incluso los 3 USD/lb para el presente año. Si bien este nuevo entorno todavía no se refleja en resultados efectivos, nuestro pronóstico para el año actual se elevó desde 3.1% en enero a 3.6%. Para el próximo año esperamos una expansión de 3.9%.

A pesar de este mejor ambiente, los riesgos subsisten. El precio del cobre viene declinando desde su máximo, y han resurgido los riesgos proteccionistas provenientes de Estados Unidos. Además, la situación política en América Latina se ha vuelto más riesgosa (y parece que este será el caso durante el presente año). Finalmente, aun cuando estamos viendo datos más fuertes para la inversión en nuestras proyecciones, se hará cada vez más evidente que buena parte de la inversión contenida no comenzará a materializarse este año, sino el próximo. Algunos indicadores, como la confianza empresarial, se han estado moderando recientemente, aun cuando esperamos que el tono ampliamente optimista prevalezca en los próximos trimestres.

La economía alcanzará su potencial de crecimiento (estimado en 3.5%) este año y lo superará en 2019. Este elemento fundamental nos permite mantener nuestra proyección de inflación para este año en 2.8%, a pesar de que las expectativas del mercado apuntan a casi medio punto porcentual por debajo de ese nivel. Por supuesto, el tipo de cambio será un factor muy incierto en el muy corto plazo, pero hasta ahora un derrumbe muy significativo es solo una posibilidad; y parte del último retroceso parece estar ya en el nivel de precios. Coherente con esto, la política monetaria permanecerá en las condiciones actuales (TPM en 2.5%) por un tiempo algo más prolongado de lo esperado hace tres meses. Aunque la mayoría del mercado espera que el inicio del proceso de normalización monetaria sea hacia fines de año o principios del próximo, un alza en septiembre es probable en la medida que la recuperación se vuelva más intensa y definitiva, y que la efectividad de las medidas políticas sea más clara. Hay que decir que, aun cuando el tipo de cambio puede ayudar a determinar la inflación, en la economía chilena los efectos de largo plazo relacionados con las brechas de capacidad (crecimiento potencial vs. crecimiento efectivo) se mueven más lentamente, pero son muchísimo más poderosos y persistentes.

CONTACTOS

Benjamin Sierra
56.2.2619.4974 (Chile)
Scotiabank Chile
benjamin.sierra@scotiabank.cl

Chile	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	1.5	3.6	3.9
IPC (% interanual, cierre)	2.3	2.8	3.0
Tasa del banco central (% , cierre)	2.50	3.00	3.50
Peso chileno (USDCLP, cierre)	615	595	584

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

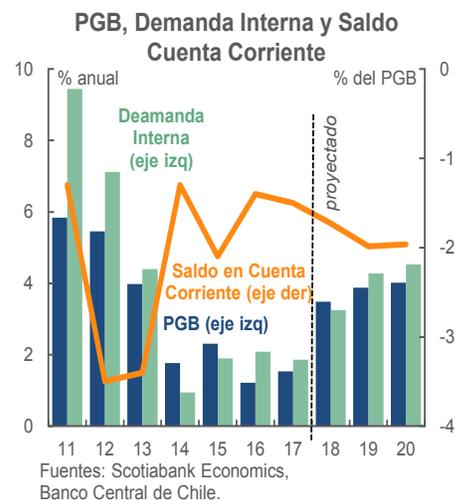
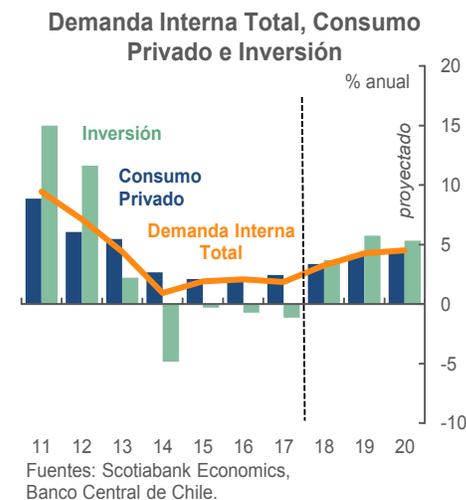


Gráfico 2



PANORAMA POLÍTICO: ENTRANDO EN LA ETAPA DECISIVA

El frente político resulta promisorio, pero el proceso de afianzamiento está todavía en la primera etapa o, a lo sumo, en la segunda. La mayoría de los nombramientos clave del nuevo gobierno han sido efectuados (solo unos pocos servicios públicos restaban por confirmar o reemplazar al cierre de esta edición), pero ahora comienza la etapa más decisiva para el nuevo ejecutivo: su habilidad para negociar con la oposición para alcanzar acuerdos que permitan mejorar las condiciones económicas, entre otras cosas. El discurso ha sido apuntar a los acuerdos más amplios posibles, no solo los mínimos suficientes para lograr las aprobaciones requeridas, sino otorgar estabilidad de muy largo plazo a las nuevas políticas. El mismo presidente está muy comprometido en el proceso, lo que subraya la importancia que se le atribuye. Además, la oposición izquierdista menos tradicional parece dividida sobre la posibilidad de alcanzar acuerdos con el gobierno. Nos parece que el gobierno tendrá éxito en manejar estos desafíos, pero también hay riesgos de que no sea así.

LOS PRINCIPALES RIESGOS SIGUEN SIENDO LOS MISMOS... PERO CON DIFERENTES ASPECTOS

Ha surgido el riesgo de un conflicto comercial entre los dos principales socios de Chile (Estados Unidos y China). Aun cuando en el muy corto plazo podría haber algunos impactos favorables de una disputa de este tipo que escalara efectivamente a medidas de envergadura (nuevos mercados para ciertas exportaciones y menores precios para algunas importaciones), sería una miopía esperar que ése fuera el resultado final para Chile. Los efectos de segunda vuelta para la economía nacional estarían vinculados a una mayor probabilidad de problemas en algunos mercados debido a las preocupaciones extremas que sobrevendrían a partir de una nueva era de proteccionismo.

Otros riesgos están relacionados con las condiciones políticas internas. El más obvio es el fracaso del gobierno para alcanzar los acuerdos con la oposición en materia económica. Esto implicaría un retraso o la cancelación de parte de la agenda productiva y forzaría a revisar los pronósticos de crecimiento.

Gráfico 3

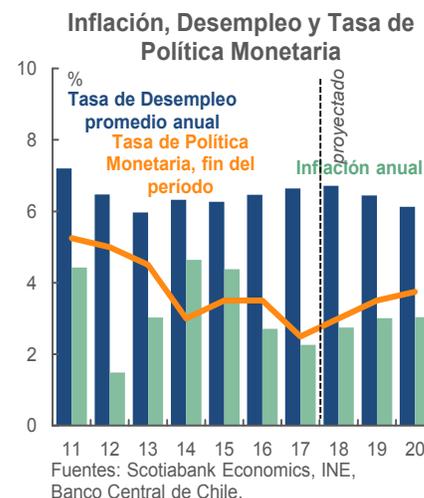
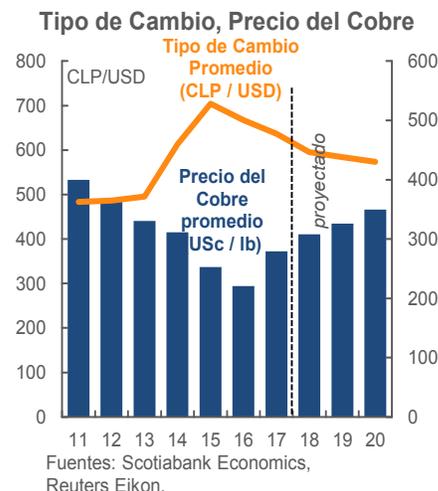


Gráfico 4



Reino Unido

- **Es muy probable que el Banco de Inglaterra suba la tasa de referencia en la reunión de mayo, tal como habíamos previsto desde hace algún tiempo.**
- **A pesar de varias perturbaciones pasajeras, los fundamentos están mejorando y prevemos una tendencia alcista del crecimiento del PIB este año.**
- **La inflación ha empezado a desacelerarse y debería bajar mucho más a partir de este momento.**

El Banco de Inglaterra (BoE) subirá probablemente la tasa de referencia en la reunión del Comité de Política Monetaria (MPC) de mediados de mayo, tal como ya habíamos previsto. De allí en adelante, creemos que el MPC aumentará nuevamente la tasa de referencia en noviembre, pero hasta entonces el camino será accidentado. En términos de la reunión del MPC en mayo, hay suficientes condiciones para una subida inmediata de la tasa de referencia. En particular, las señales de aceleración de la inflación de salarios, el mercado laboral más apretado y el sólido crecimiento del PIB respaldan un segundo aumento de la tasa de referencia en este ciclo. Prevemos una mayor aceleración del crecimiento del PIB y de la inflación de salarios para justificar otro aumento en noviembre. No obstante, sabemos que este análisis puede perder validez en los próximos meses si nuestra previsión sobre la caída brusca de la inflación se concretiza.

CRECIMIENTO

Los datos recientes sobre el producto se han visto afectados por shocks pasajeros y un cierto nivel de ruido que va a continuar por ahora. Por ejemplo, el cierre de un importante oleoducto de crudo del Mar del Norte por una falla restó casi 0.1% al crecimiento del PIB en el cuarto trimestre; ahora que este oleoducto ya está nuevamente en servicio, el crecimiento debería recuperar en el primer trimestre el monto perdido. Las malas condiciones climáticas podrían neutralizar este aumento en el primer trimestre, aunque lo dudamos.

Estos shocks son puro ruido y sospechamos que el Banco de Inglaterra mirará más allá en su análisis de la situación. De hecho, los fundamentos del crecimiento están mejorando. En particular, la inflación del IPC ha empezado a perder impetu y la inflación de salarios se está acelerando, tendencia que probablemente se mantendrá durante el resto del año. A su vez, esto apunta a un crecimiento más rápido del ingreso real disponible, lo que debería traducirse en la aceleración del consumo de los hogares y del crecimiento general del PIB. Básicamente, prevemos que 2018 sea todo lo contrario de 2017. Empezamos a ver las primeras señales tentativas de que la mejora comienza a cristalizarse; por ejemplo, en la confianza más sólida de los consumidores. Sin embargo, es probable que pasen varios meses antes de que esto se refleje concretamente en los datos oficiales sobre ventas minoristas o el PIB.

Los medios de comunicación han destacado las dificultades de los sectores minoristas y de restaurantes. Creemos que el problema es más bien consecuencia de la caída del crecimiento del ingreso real disponible de los hogares el año pasado, que debería disiparse pronto. Este análisis en retrospectiva no debería obstaculizar el aumento de la tasa de referencia del BoE a corto plazo.

En conclusión, prevemos que el PIB del Reino Unido siga una trayectoria ascendente durante todo este año. Si bien nuestra previsión de crecimiento interanual para 2018 de 1.75% sugiere un ritmo similar al crecimiento de 2017, esto oculta la realidad subyacente. El crecimiento mostró una tendencia a la baja en todo 2017; para este año, prevemos una tendencia alcista. La economía británica acelerará levemente el paso en 2019, con un crecimiento interanual de casi 2%.

CONTACTOS

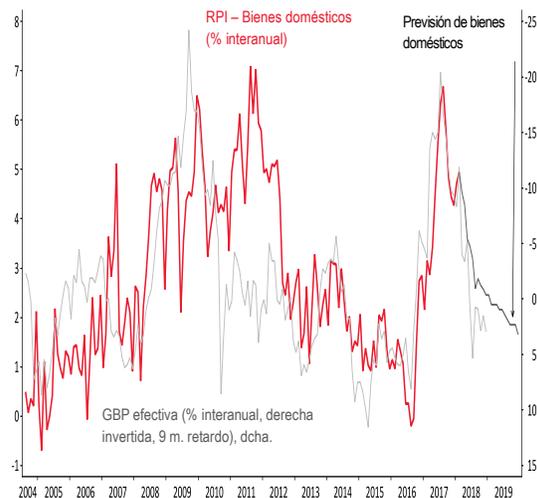
Alan Clarke, Director, Estrategia de Renta Fija, Europa
 44.207.826.5986 (Londres)
 Fixed Income Strategy
alan.clarke@scotiabank.com

Reino Unido	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	1.8	1.7	1.9
IPC (% interanual, cierre)	3.0	1.9	1.9
Tasa del banco central (% , cierre)	0.50	1.00	1.50
Libra esterlina (GBPUSD, cierre)	1.35	1.47	1.50

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

Tasa de cambio de la GBP apunta a mayor desaceleración de inflación de bienes (RPI)



Fuentes: Macrobond, Scotiabank FICC Strategy.

INFLACIÓN

En el contexto de la inflación, los últimos problemas en el sector del comercio minorista y de restaurantes nos sugieren que no hay capacidad de fijación de precios. Durante cierto tiempo, hemos apuntado a una inflación baja este año debido a la caída de la inflación de bienes. Esperábamos que el efecto de la inflación de bienes importados (tras el debilitamiento de la libra esterlina luego del voto sobre el *brexít*) se fuera disipando este año. Algunos componentes de la inflación ya están confirmando que lo anterior está sucediendo (gráfico 1) y esperamos que muchos más lo hagan también.

El punto en el que nuestra opinión difiere del consenso y del BoE es en las previsiones para la inflación de servicios. Algunos creen que el alza de la inflación de servicios compensará con creces el efecto de la desaceleración de la inflación de bienes, lo cual provocará solo una disminución moderada de la inflación total. A su vez, esta opinión se basa en la hipótesis simplista de que solo porque la inflación de salarios se está acelerando, así lo hará también la inflación de servicios. No obstante, si se analizan con más detalle las razones exactas de la inflación de servicios, es más difícil asumir que solo los salarios la elevarán, al menos este año. En particular, hay varios recortes de precios previstos o “conocidos conocidos” que han de mantener en un nivel relativamente tenue la inflación de servicios este año.

Por ello, nuestra previsión sobre la inflación se sitúa entre 0.25 y 0.5 puntos porcentuales por debajo de la mayoría de los demás pronósticos. Prevedemos que la inflación del IPC baje a 1.75% al final de 2018, apenas por debajo de la meta de 2% del Banco de Inglaterra y unos 0.75% por debajo de la previsión del organismo. Durante 2019, la inflación debería mantenerse generalmente estancada.

Todo esto nos lleva de nuevo al camino accidentado que prevedemos entre ahora y la decisión del BoE en noviembre. En teoría, si la inflación del IPC es más baja de lo esperado, el ente no debería proceder a más aumentos de la tasa de referencia después de la reunión de mayo. Sin embargo, hay varios motivos por los que sí debería hacerlo. Esperamos que el Banco de Inglaterra analice bien los componentes que mantienen artificialmente baja la inflación (por ejemplo, los recortes aplicados por el gobierno en los alquileres, la disipación del aumento en los componentes sensibles a la tasa de cambio del año pasado, etc.). Además, el alza de la inflación anuló totalmente el crecimiento el año pasado, lo que llevó al organismo a postergar el endurecimiento. Para este año, prevedemos lo contrario: una inflación más baja que acelerará el crecimiento y justificará así el alza de las tasas de referencia.

BREXIT, FINANZAS PÚBLICAS Y POLÍTICA

El Reino Unido y la Unión Europea lograron un “acuerdo de transición”. Este acuerdo estipula básicamente que las disposiciones comerciales y legales del Reino Unido con el resto de países de la Unión Europea (UE) se mantendrán en su mayor parte intactas durante los dos primeros años tras la salida oficial del Reino Unido de la UE, en marzo de 2019. Si bien a este acuerdo se le ha denominado el “acuerdo de transición”, todavía no sabemos cuál es el punto final al que se dirige esa transición. Ignoramos también qué tipo de relación comercial tendrá el Reino Unido con el resto de la UE después del vencimiento de este acuerdo de transición. Suponemos que la salida se desarrollará relativamente sin problemas, con un acuerdo comercial específico que cubra los productos y servicios entre las dos economías. Es probable que se ceda en algunos aspectos (como pesca a cambio de finanzas) y también sospechamos que el Reino Unido aceptará inyectar dinero en el presupuesto de la UE para asegurarse el acceso a estos mercados.

En general, creemos que el crecimiento del Reino Unido se verá afectado por su salida de la Unión Europea, al menos al principio. Hasta ahora la economía ha enfrentado las consecuencias indirectas del *brexít*, es decir, la contracción del ingreso real a medida que la inflación subía por la depreciación de la libra esterlina. Al final, esto debería ser transitorio. Mientras tanto, todavía están por materializarse totalmente las consecuencias más directas del *brexít*, ya que el Reino Unido aún no se ha separado de la UE. El gobierno del Reino Unido aspira a establecer una frontera sin problemas con el resto de la UE, pero es probable que los bloqueos y barreras administrativas afecten el producto. La inversión, por ejemplo, podría ser un arma de doble filo. Las compañías orientadas hacia el comercio exterior podrían relocalizar sus operaciones fuera del Reino Unido, con un impacto en el crecimiento de este país. Por otro lado, es también posible que las compañías con actividades de comercio interior inviertan más a medida que el Reino Unido se vuelva más autosuficiente en ciertas industrias y que las fuentes de productos provenientes del exterior sean menos abundantes. En resumen, creemos que el crecimiento tendencial del producto se ha reducido a alrededor de 1.6% (interanual), frente al 2% interanual anterior.

Aunque los defensores de un *brexít* duro estarán decepcionados por las amplias concesiones ofrecidas a la UE, dudamos que se cuestione el liderazgo o que haya otra elección general en los próximos dos años. Si bien existe el riesgo de una contienda por el liderazgo (lo más probable en octubre), esto no constituye nuestro escenario base. Sin embargo, ciertamente prevedemos que la cobertura mediática avive la incertidumbre en el mercado.

Las finanzas públicas han seguido obteniendo mejores resultados de lo previsto. Si se mantiene esta tendencia a lo largo de 2018, el Ministro de Finanzas ha prometido utilizar todo beneficio para aumentar el gasto público. Se espera que el ritmo de endurecimiento de las finanzas públicas sea relativamente suave en los próximos años, con un impacto insignificante sobre el crecimiento

Eurozona

- El crecimiento del PIB de la eurozona debería superar las cautelosas expectativas del consenso, a pesar de cierto debilitamiento de los indicadores adelantados.
- La inflación subyacente se ha mantenido obstinadamente tenue; sin embargo, la disminución de la capacidad excedentaria sugiere que debería acelerarse durante este año.
- Prevedemos que el Banco Central Europeo cancele su programa de compra de activos al final de la ronda actual, prevista hasta septiembre.

CRECIMIENTO

Los indicadores adelantados de crecimiento de la eurozona se han moderado un poco recientemente. Sin embargo, creemos que el énfasis debería ponerse en “menos pujante” y no en “enfriamiento”. En particular, si bien los datos de encuestas como la Ifo se han debilitado en los últimos meses, esta disminución se ha presentado tras varias décadas de niveles máximos. Dicho lo anterior, aunque el consenso ha aumentado sus pronósticos hacia nuestra previsión optimista, nos ha decepcionado un poco el ritmo intertrimestral de crecimiento del PIB que han arrojado los últimos datos. Los indicadores adelantados de encuestas apuntan a cifras de crecimiento intertrimestral de cerca de 1%, pero los datos reales apenas superan 0.5% (intertrimestral). Es todavía un ritmo respetable de crecimiento, apenas un poco inferior a la cifra sugerida por la encuesta.

Una noticia positiva en los últimos meses ha sido la mejora del índice CPB del volumen del comercio mundial. A pesar de los titulares sombríos sobre las guerras comerciales, el índice CPB ha aumentado repentinamente, apuntando a un crecimiento más sólido de las exportaciones, al menos por ahora (gráfico 2). Mientras tanto, el índice PMI de manufactura se mantiene muy elevado, signo de la fortaleza sostenida de la inversión. Asimismo, la mayor confianza de los consumidores en medio de la caída de la inflación (que debería fortalecer el ingreso real) es un buen augurio para el consumo de los hogares.

Por país, Alemania sigue a la cabeza, con un crecimiento interanual de casi 3% al cierre de 2017. España creció un poco más rápido en ciertos sectores, pero tiene una participación más baja en el PIB total de la eurozona. El país más rezagado parece ser Italia, con un crecimiento interanual de solo 1.5% durante 2017.

En conclusión, prevedemos un crecimiento interanual del PIB de 2.5% para este año, un poco más alto que la última proyección del Banco Central Europeo (BCE). Para el año próximo, prevedemos una leve moderación a un 2.25% interanual. Si bien el crecimiento es bueno, todavía hay un margen considerable de capacidad excedentaria para compensar los años de debilidad del producto. Así pues, el crecimiento robusto debe interpretarse como una recuperación del tiempo perdido y no como un riesgo de sobrecalentamiento.

INFLACIÓN

Tal como estaba previsto, la inflación general se ha desacelerado en los últimos 12 meses, tocando un mínimo de 1.1% (interanual) en febrero. Gran parte de la desaceleración se debe a efectos de base que ahora han desaparecido en gran medida. Más bien, de aquí a julio, el efecto de base del alza del precio de la gasolina debería impulsar la inflación general, mientras que el precio de los alimentos podría frenarla un poco.

CONTACTOS

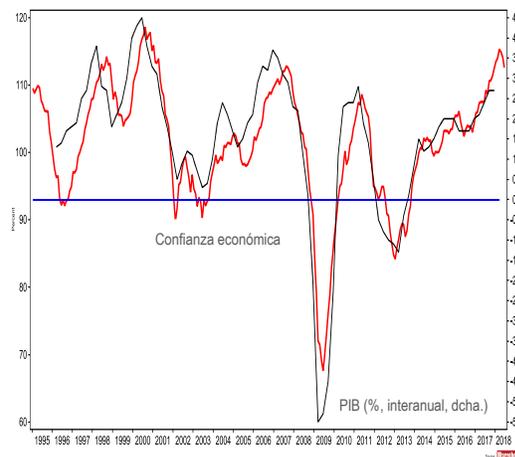
Alan Clarke, Director, Estrategia de Renta Fija, Europa
44.207.826.5986 (Londres)
Fixed Income Strategy
alan.clarke@scotiabank.com

Eurozona	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	2.5	2.5	2.3
IPC (% interanual, cierre)	1.4	1.5	1.5
Tasa del banco central (% , cierre)	0.00	0.00	0.50
Euro (EURUSD, cierre)	1.20	1.30	1.35

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

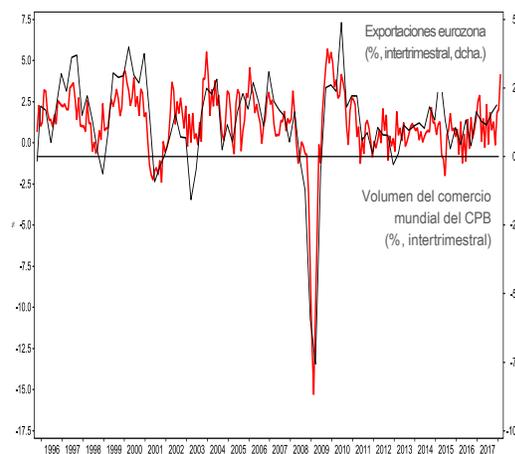
Crecimiento del PIB vs. confianza económica



Fuentes: Macrobond, Scotiabank.

Gráfico 2

Exportaciones de la eurozona vs. volumen del comercio mundial (CPB)



Fuentes: Macrobond, Scotiabank.

Básicamente, todo lo anterior es en realidad ruido, y el BCE debería preocuparse más por lo que está sucediendo con la inflación subyacente. En este sentido, hay relativamente pocas noticias nuevas. La inflación subyacente “debería” aumentar el próximo año, gracias a la reducción del desempleo con respecto a la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU) (gráfico 3), así como a la erosión más generalizada de la capacidad excedentaria. No obstante, hasta ahora ha habido poca evidencia valiosa que demuestre que la inflación subyacente esté tomando impulso; actualmente se sitúa en 1% (interanual).

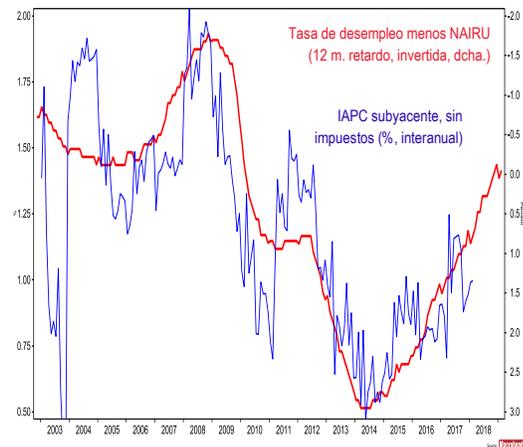
En resumen, según nuestras previsiones, la inflación general del IPC se ubicará entre 1.5% y 1.75% al final de 2018, con un aumento gradual durante 2019. La mayoría de la aceleración de la inflación se deberá a los componentes no subyacentes, de modo que la inflación subyacente subirá solo un 0.25% este año para llegar a 1.25% al cierre de 2018.

POLÍTICA MONETARIA

El dilema principal sobre la política monetaria se resume a si el BCE pondrá fin a sus compras de activos una vez que termine la ronda actual de expansión cuantitativa en septiembre, o si el programa se retirará más gradualmente por etapas. Aunque el nivel continuamente suave de la inflación subyacente justifica hasta cierto punto la ampliación de la compra de activos, dudamos que el BCE pueda seguir relajando su política monetaria mientras la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra sigan avanzando en sentido opuesto. Por lo tanto, preveemos que las compras de activos del BCE terminen a fines de septiembre cuando culmine la última ronda.

Gráfico 3

Inflación subyacente vs. desempleo con respecto a tasa NAIRU



Fuentes: Macrobond, Scotiabank.

China

- **A corto plazo, los líderes del país se muestran dispuestos a continuar con las reformas estructurales y las medidas de liberalización económica.**
- **Las perspectivas económicas se ven respaldadas por el impulso del sector servicios y el consumo, mientras la inversión basada en el crédito se va desacelerando. El conflicto comercial entre China y Estados Unidos amenaza con reducir el crecimiento.**
- **La política monetaria prudente y neutral seguirá garantizando la estabilidad financiera.**

CLIMA POLÍTICO

La sociedad y la economía de China evolucionarán en los próximos años de acuerdo con la visión que ha trazado el presidente Xi Jinping. La Asamblea Popular Nacional, el parlamento anual de China que se reunió el pasado mes de marzo, eliminó el límite de dos mandatos para el presidente y el vicepresidente del país, con lo que el presidente Xi podrá mantenerse en el poder indefinidamente. Mientras tanto, el parlamento nombró vicepresidente a Wang Qishan, el antiguo líder de la rigurosa campaña contra la corrupción. Si bien consideramos que el programa de reformas estructurales del presidente Xi y los logros obtenidos hasta ahora son alentadores y apuntan a una mayor modernización y apertura de la economía, debemos también ser algo cautos y señalar que, en general, el autoritarismo muy pocas veces se traduce en políticas de alta calidad a largo plazo.

Así pues, esperamos una continuidad general de las políticas actuales en los próximos meses y años. El programa de la dirigencia china se concentrará en las reformas estructurales (preservando siempre la ideología socialista) y el fortalecimiento del papel de China en el mundo. La designación, también este mes de marzo, del principal asesor económico del presidente Xi, Liu He, como uno de los cuatro viceministros del primer ministro Li Keqiang, implica que a corto plazo se pondrá un fuerte énfasis en el primer objetivo. Liu, responsable de supervisar la economía y el sector financiero, ha dado a entender que implementará una serie de medidas dirigidas a la liberalización significativa de los mercados a corto plazo. Creemos que dará prioridad a las reformas del sector financiero con el objetivo de reducir los riesgos sistémicos, dado que se necesita un sistema bancario sólido para una mayor liberalización económica exitosa. Además, es probable que haga particularmente hincapié en reformar las ineficientes empresas estatales y modernizar las políticas industriales, disminuyendo aún más la sobrecapacidad. Además de estas responsabilidades a nivel interno, Liu He se encargará de las relaciones de China con Estados Unidos, tarea que tendrá grandes repercusiones a nivel mundial, tanto a muy corto plazo debido a las tensiones comerciales actuales, como en los próximos años a medida que el poderío económico de China siga acercándose al de Estados Unidos (gráfico 1).

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Las perspectivas económicas de China son bastante favorables. Aunque el crecimiento se desacelerará gradualmente en 2018–19, creemos que las tasas de expansión serán más sustentables y de mayor calidad. Durante la Asamblea Popular Nacional se dio a conocer el objetivo de crecimiento del PIB real para 2018: 6.5%. Es la misma tasa del año pasado, pero esta vez se eliminó del objetivo la intención del gobierno de superarla en la medida de lo posible. Seguimos previendo que el crecimiento del PIB real de China cumplirá el objetivo oficial este año y que luego se desacelerará a 6.2% el próximo año. Valga decir que el año pasado el producto chino creció en 6.9%. Mientras tanto, continúa la transición

CONTACTOS

Tuuli McCully
 65.6305.8313 (Singapur)
 Scotiabank Economics
tuuli.mccully@scotiabank.com

China	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	6.9	6.5	6.2
IPC (% interanual, cierre)	1.8	2.3	2.5
Tasa del banco central (% , cierre)	4.35	4.35	4.85
Yuan chino (USDCNY, cierre)	6.51	6.30	6.10

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

El PIB per cápita de China se aproxima al nivel de Estados Unidos

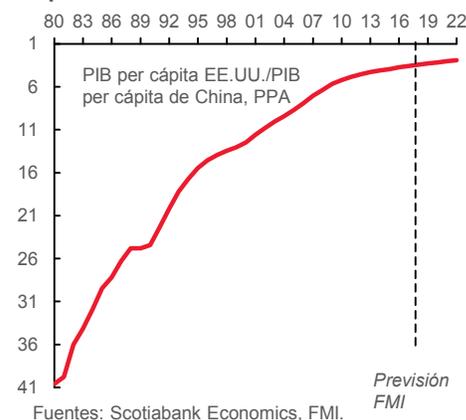
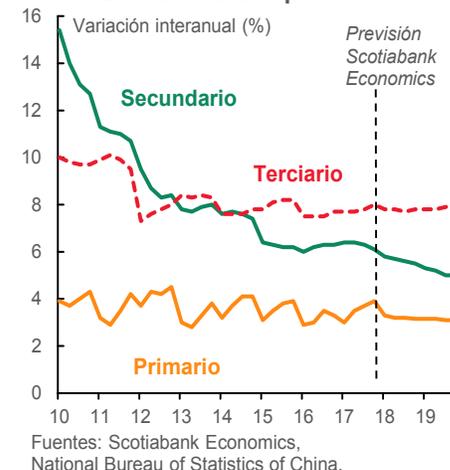


Gráfico 2

PIB real de China por sector



estructural de la economía, y el sector servicios se convierte en una fuente cada vez más importante de crecimiento (gráfico 2). De hecho, en 2017, los servicios representaron el 52% de la economía, mientras que la participación del sector industrial bajó a 40%. Gracias al desarrollo económico sostenido, el sector servicios debería mantener una expansión interanual cercana a 8% en los próximos dos años, mientras que el crecimiento anual del sector industrial ha de desacelerarse hacia un 5% para fines de 2019.

Las principales causas de la desaceleración del crecimiento económico chino son la disminución del estímulo fiscal y el debilitamiento de la inversión impulsada por el crédito. En marzo, la cámara legislativa anunció que el objetivo de déficit fiscal para este año se reduciría a 2.6% del PIB, en comparación con 3% el año pasado, lo que permite suponer que el gasto público no contribuirá tanto como antes al crecimiento. Mientras tanto, las autoridades chinas seguirán concentrándose en el desendeudamiento gradual de la economía interna, proceso que ha reducido la inversión en capital fijo (gráfico 3). El impulso crediticio (es decir, la variación de la emisión de nuevos créditos como % del PIB) ha estado en terreno negativo durante los últimos meses, lo que se traducirá en un avance menor del PIB real a corto plazo. Pese a todos estos frenos del ímpetu económico, el gasto de los hogares seguirá aumentando en forma sólida, gracias al incremento de los ingresos y de la clase media. En suma, la economía está pasando gradualmente del modelo de crecimiento basado en la inversión a un modelo de crecimiento estimulado por el consumo.

Por otro lado, la fuerte demanda que existe a nivel mundial sustenta las exportaciones chinas y, con ello, las perspectivas generales de crecimiento. El desempeño favorable del sector externo brinda a las autoridades chinas suficiente margen de maniobra para dedicarse a corregir los desequilibrios internos (como el exceso de crédito) sin que el crecimiento del PIB real disminuya drásticamente. Sin embargo, ahora es necesario tomar en cuenta que las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos pueden afectar el crecimiento del gigante asiático. Tras imponer aranceles al acero y el aluminio importado (con las represalias de China), la administración estadounidense ha indicado que tiene previsto aplicar derechos de 25% a unos USD 150,000 millones de importaciones chinas. De ser así, un tercio de los envíos de China a Estados Unidos se vería afectado (6.2% de las exportaciones mundiales chinas). Sin embargo, si China responde con la misma medida, el impacto en Estados Unidos sería comparativamente más significativo: la imposición de derechos adicionales a USD 150,000 millones de exportaciones estadounidenses abarcaría prácticamente toda la mercancía que vende Estados Unidos a China (de un total de USD 155,000 millones en 2017) y un 10% de las exportaciones mundiales estadounidenses. Con su economía de planificación centralizada, China puede tomar represalias de otras maneras: interviniendo en los mercados de divisas, modificando las pautas de las empresas estatales que operan con Estados Unidos o estableciendo regulaciones directas adicionales para las compañías estadounidenses que operan en China. Como las guerras comerciales no las gana realmente nadie, consideramos que las autoridades de ambos bandos tienen más que suficientes alicientes para resolver la disputa por medio del diálogo en los próximos meses.

INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

El Banco Popular de China tiene un nuevo gobernador: el vicegobernador Yi Gang sustituyó a Zhou Xiaochuan, quien se jubiló en marzo. A Yi se le conoce por defender el papel del banco central en la reducción de los riesgos financieros; en este sentido, cabe esperar una continuidad en la política monetaria y un esfuerzo sostenido por fomentar el desendeudamiento. Desde que asumió sus funciones, el nuevo gobernador ha recalcado que la política monetaria seguirá siendo “prudente y neutral”. Esto quiere decir que el organismo evitará cualquier cambio repentino de las condiciones monetarias, buscando mantener un entorno financiero favorable y estable que permita a las autoridades seguir adelante con sus reformas estructurales. De hecho, Yi ha prometido abrir más el sistema financiero.

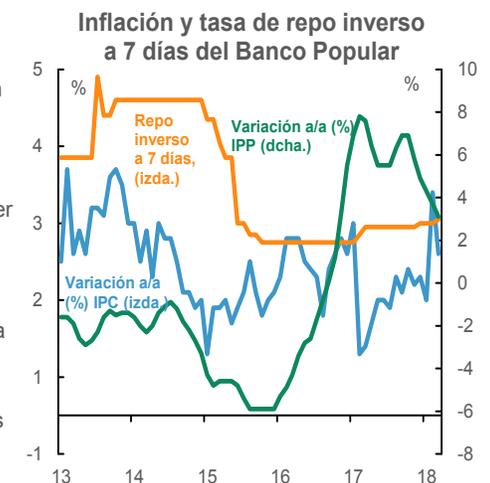
Por su parte, la inflación de precios al consumidor se disparó a principios de 2018 (gráfico 4), coincidiendo con el año nuevo chino, cuya fecha de celebración cambia cada año en el calendario occidental. Sin embargo, desde entonces, la inflación ha vuelto a suavizarse a una tasa interanual levemente superior a 2% y, según nuestras previsiones, cerrará el año en una tasa interanual de 2.3%. El Banco Popular mantendrá intactas este año las tasas sobre préstamos y depósitos a un año (la referencia oficial) en 4.35% y 1.50% respectivamente, aunque posiblemente siga subiendo cautelosamente en los próximos meses la tasa de repo inverso a siete días, que es la tasa de política monetaria “de facto” del organismo. El alza más reciente (de 5 puntos base, a 2.55%) se produjo en marzo después del aumento de las tasas de interés de la Reserva Federal. Pese al endurecimiento gradual, cabe esperar que las condiciones monetarias continúen siendo relativamente flexibles y propicias para el crecimiento en todo 2018.

Gráfico 3



Fuentes: Scotiabank Economics, National Bureau of Statistics of China.

Gráfico 4



Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

Japón

- **Japón goza de un ímpetu generalizado del crecimiento económico.**
- **Como los salarios no aumentarán, la inflación se mantendrá baja y la política monetaria continuará siendo expansiva.**

CRECIMIENTO ECONÓMICO

La economía japonesa exhibe un desempeño sólido en términos históricos. En 2017, el PIB real creció en 1.7%, gracias a la demanda interna y externa. En 2018–19, el mercado laboral cada vez más apretado (gráfico 1) sustentará el crecimiento del consumo, aunque el salario real todavía no consigue despegar (gráfico 2). Mientras tanto, las políticas fiscales propicias para el crecimiento y los balances saludables de las empresas, que mejoran las perspectivas para la inversión, respaldarán el avance del producto. El principal riesgo para las previsiones radica en la intensificación de las tensiones comerciales que ha provocado Estados Unidos. Aunque es aliado de Estados Unidos, Japón también estará sujeto a los aranceles estadounidenses sobre las importaciones de acero y aluminio. Además, el país está muy integrado en las cadenas de suministro de Asia: más de la mitad de sus exportaciones son bienes intermedios, de modo que indirectamente queda también expuesto a las tensiones con China. Los principales mercados de exportación de Japón son China y Estados Unidos, a los que se destina cerca del 40% de las ventas al extranjero, o casi 6% del PIB de Japón. Seguimos muy atentos a los riesgos comerciales, pero aun así esperamos que el PIB real de Japón tenga un crecimiento de 1.3% en 2018, superior al potencial. En 2019, el crecimiento del producto debería desacelerarse al nivel más sustentable de 0.9% (interanual), como resultado de factores cíclicos y el incremento previsto del impuesto al consumo en octubre de ese año.

INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

La inflación general ha estado subiendo en los últimos meses y, en febrero, llegó a una tasa interanual de 1.5%. El repunte ha sido consecuencia del alza del precio de la gasolina y los alimentos. El IPC sin alimentos frescos, el parámetro que prefiere el Banco de Japón para medir la inflación, se ubica actualmente en una tasa interanual de 1% (gráfico 2), mientras que el indicador que excluye alimentos y gasolina se mantiene todavía en un nivel bajo, de 0.5% interanual, lo que significa que no existe una inflación impulsada por la demanda. Estimamos que el máximo al que llegará la inflación general equivale más o menos al nivel actual, antes de que los efectos de base reduzcan la tasa nuevamente en el segundo semestre de 2018. La apreciación reciente del yen es otro obstáculo para el aumento de la inflación. Por lo tanto, no creemos que el Banco de Japón cumpla este año su meta de alcanzar, en forma sustentable, una tasa interanual de inflación de 2%, a menos que el crecimiento salarial o el precio internacional de la energía repunten de manera más decisiva. Según nuestros pronósticos, la tasa de inflación general cerrará el año 2018 en 1.1% interanual. El alza del impuesto al consumo elevará temporalmente la inflación a más de 2% a finales de 2019.

Cabe esperar que el Banco de Japón continúe su política de expansión monetaria cuantitativa y cualitativa con control de la curva de rendimientos hasta 2019. El gobernador Kuroda ha declarado que el organismo empezará a hablar de su salida del relajamiento monetario en el ejercicio fiscal 2019 (abril de 2019 a marzo de 2020), puesto que prevé que la inflación llegue a la meta del 2% en el transcurso de ese año fiscal. Sin embargo, creemos que el hecho de que se mencione esa salida no necesariamente se traducirá en un verdadero endurecimiento. Nuestro análisis se basa en dos factores: 1) el alza del impuesto al consumo (de 8% a 10%) se ha programado para finales de 2019 y será la razón principal del aumento de la inflación hasta la meta de 2%, en vez de mayores presiones sobre los precios generadas por la demanda; y 2) el consumo se verá posiblemente muy afectado por este incremento del impuesto, como ocurrió en 2014 cuando subió de 5% a 8% y la economía cayó en una corta recesión. El Banco de Japón no procedería a endurecer su política monetaria en estas condiciones.

CONTACTOS

Tuuli McCully
 65.6305.8313 (Singapur)
 Scotiabank Economics
tuuli.mccully@scotiabank.com

Japón	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	1.7	1.3	0.9
IPC (% interanual, cierre)	1.0	1.1	2.3
Tasa del banco central (% , cierre)	-0.10	-0.10	-0.10
Yen japonés (USDJPY, cierre)	113	110	105

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

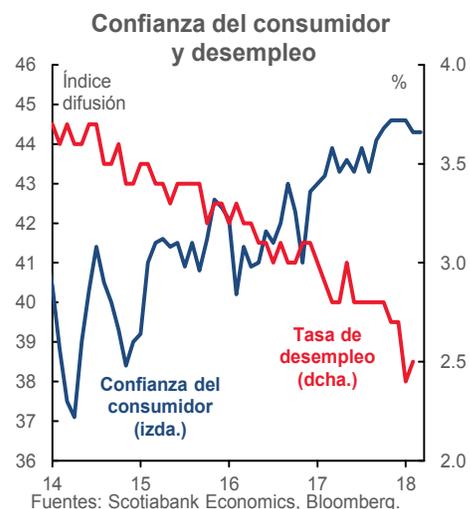
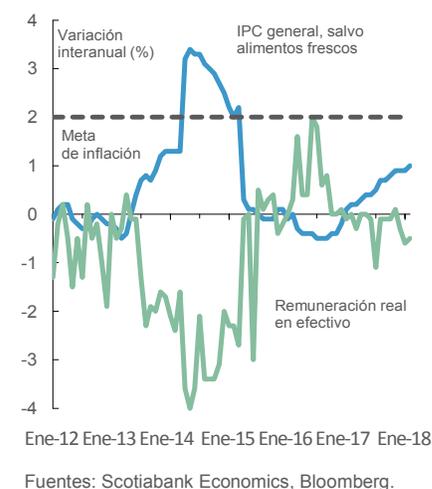


Gráfico 2

Evolución de la inflación y los salarios



India

- El fortalecimiento de la demanda interna impulsa la economía.
- No se modificará la política monetaria en 2018, pues la inflación se mantendrá dentro del rango meta.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

La economía de la India se está recuperando y se ha convertido en el líder regional de crecimiento. El producto creció en una tasa interanual de 7.2% en el cuarto trimestre de 2017, después de una expansión interanual promedio de 6.1% en los tres primeros trimestres del año (gráfico 1). La demanda interna es y seguirá siendo el motor principal de la actividad económica. Por otro lado, al tener una economía menos orientada a las exportaciones que la de otras naciones asiáticas, el país está menos expuesto al aumento del proteccionismo estadounidense. Según nuestras previsiones, el PIB real de la India registrará un crecimiento interanual de 7.5% en los dos próximos años, tras un avance de 6.4% en 2017.

Consideramos que la mejora del entorno de negocios fortalecerá las perspectivas sobre el empleo y los ingresos, al incrementar la confianza de los hogares y estimular el gasto en los próximos trimestres. La política fiscal del país sigue siendo propicia para el crecimiento y se enfoca en la economía rural y la infraestructura. De hecho, ya se observa un cierto desvío de los objetivos fiscales en el presupuesto para el ejercicio fiscal 2018–19 (abril-marzo), antes de las elecciones generales de 2019.

La economía de la India está en capacidad de aprovechar los efectos a mediano y largo plazo de las reformas estructurales que se han aplicado recientemente, una vez que se disipe aún más su impacto negativo a corto plazo. La reforma fiscal, la nueva ley sobre las quiebras, la recapitalización bancaria y las iniciativas dirigidas a formalizar la economía son algunos ejemplos de la voluntad del gobierno por mejorar el clima de negocios del país. Este esfuerzo se traducirá en un repunte sostenido de la inversión fija, que mejorará las previsiones de crecimiento del PIB. Sin embargo, existen también ciertos riesgos para la economía por el lado de la inversión. Por ejemplo, la pérdida de confianza por las recién descubiertas operaciones fraudulentas en la banca pública puede debilitar el crecimiento del crédito y restringir así la formación de capital fijo.

INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

La postura monetaria del Banco de Reserva de la India (RBI) seguirá siendo favorable para el crecimiento en los próximos trimestres. La tasa de referencia debería mantenerse en 6% durante todo 2018 y, en el primer trimestre de 2019, comenzará posiblemente un ciclo de endurecimiento prudente (gráfico 2). La inflación general oscila actualmente en torno al 4.5% (interanual), mientras que la inflación subyacente es más alta y se sitúa un poco por encima de 5% (interanual). El aumento del costo de la vivienda es la principal fuerza impulsora de la inflación subyacente y refleja el impacto del incremento de las asignaciones para el alquiler de vivienda de las que gozan los empleados públicos. Estimamos que la inflación general repuntará un poco en los próximos meses, llegando a un máximo de 5.8% en junio de 2018, antes de moderarse a una tasa interanual de 4.6% al cierre del año. El Comité de Política Monetaria del RBI ha adoptado recientemente un sesgo un poco más restrictivo, explicando que existen varios riesgos para un alza de la inflación. Aunque reconocemos estos riesgos —presiones inflacionarias por el desvío fiscal o el posible encarecimiento de los alimentos si las precipitaciones durante la próxima temporada del monzón en el suroeste del país (junio-septiembre) son inferiores a la norma—, creemos que la inflación general se mantendrá dentro del rango a mediano plazo del RBI, de una tasa interanual de 4% ±2%, durante todo nuestro horizonte de previsión.

CONTACTOS

Tuuli McCully
 65.6305.8313 (Singapur)
 Scotiabank Economics
tuuli.mccully@scotiabank.com

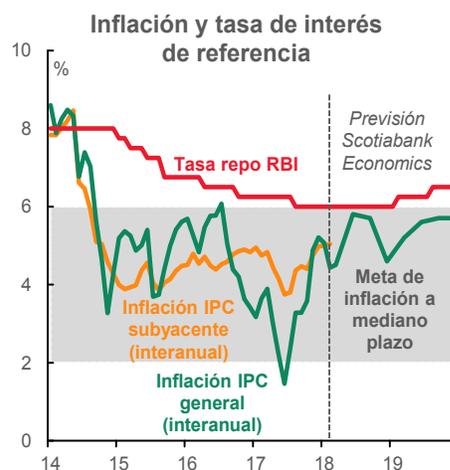
India	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	6.4	7.4	7.5
IPC (% interanual, cierre)	5.2	4.6	5.7
Tasa del banco central (% , cierre)	6.00	6.00	6.50
Rupia india (USDINR, cierre)	63.9	64.0	63.0

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1



Gráfico 2



Corea del Sur

- Las tensiones comerciales globales empañan el panorama para Corea del Sur, pero la demanda interna se mantiene sólida.
- Se avizora un endurecimiento monetario prudente, porque la inflación se está acelerando gradualmente.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

La intensificación del proteccionismo comercial a nivel mundial constituye el principal riesgo para la economía surcoreana, que está muy orientada a la exportación y se ve actualmente favorecida por la fuerte demanda global, en particular de semiconductores. Las exportaciones del país aumentaron en más de 14% de un año a otro (en USD) durante los últimos 12 meses. Afortunadamente, la incertidumbre a corto plazo se ha atenuado un poco, ya que los negociadores estadounidenses y surcoreanos acordaron eximir a Corea del Sur de los aranceles a las importaciones de acero, así como renovar el tratado de libre comercio bilateral. Más del 13% de los bienes que exporta Corea del Sur se destina a Estados Unidos, lo que equivale a más del 5% de su PIB. Además de depender directamente de la demanda estadounidense, las exportaciones surcoreanas están muy estrechamente integradas en las cadenas mundiales de suministros, entre ellas las de China y el TLCAN, y se verían muy afectadas en caso de que las tensiones comerciales se extendieran o se agudizaran.

Los indicadores sobre la confianza de las empresas surcoreanas siguen estando sólidos, al menos por ahora, pese a los grandes riesgos comerciales. De hecho, la economía se está desempeñando bien, gracias al impulso de la demanda interna: gasto de consumo, inversión fija y gasto público. El incremento continuo de los ingresos y la confianza sólida del consumidor dan a entender que el gasto de los hogares seguirá aumentando en los próximos trimestres. Por su parte, las condiciones monetarias expansivas (con todo y la normalización gradual) sustentarán la inversión, que ha sido robusta, especialmente en el sector de las tecnologías de la información. Además, en su presupuesto de 2018, el gobierno ha optado por mantener su postura fiscal favorable para el crecimiento. Según nuestras previsiones, el producto del país crecerá en una tasa interanual aproximada de 2.8% en 2018–19, después de la expansión de 3.1% que tuvo en 2017 (gráfico 1).

INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

El Banco de Corea adoptará un enfoque prudente con respecto al endurecimiento monetario en los próximos trimestres, puesto que no han desaparecido los riesgos externos, relacionados con el proteccionismo comercial, la geopolítica y el giro monetario en las principales economías. En noviembre de 2017, el banco central subió la tasa de repo a siete días en 25 puntos base (bps), a 1.5%, en lo que fue el primer aumento de las tasas de referencia en más de seis años. Como la demanda interna da muestras de solidez, la brecha del producto se ha vuelto positiva y se acumulan las presiones inflacionarias, se avecina un mayor endurecimiento monetario gradual.

La inflación general debería subir gradualmente de su nivel actual de 1.3% interanual (gráfico 2), en vista de la vigorosa demanda interna. Esperamos que alcance la meta del banco central (2%) en el segundo semestre de 2018. La trayectoria alcista de la inflación y la designación del gobernador Lee para un segundo mandato (signo de continuidad de la política monetaria sesgada hacia un endurecimiento prudente) llevarán al organismo a incrementar la tasa de referencia en 25 bps, a 1.75%, bastante pronto, muy posiblemente en el tercer trimestre de 2018.

CONTACTOS

Tuuli McCully
 65.6305.8313 (Singapur)
 Scotiabank Economics
tuuli.mccully@scotiabank.com

Corea del Sur	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	3.1	2.8	2.8
IPC (% interanual, cierre)	1.5	2.1	2.5
Tasa del banco central (% , cierre)	1.50	2.00	2.25
Won surcoreano (USDKRW, cierre)	1,067	1,040	1,020

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

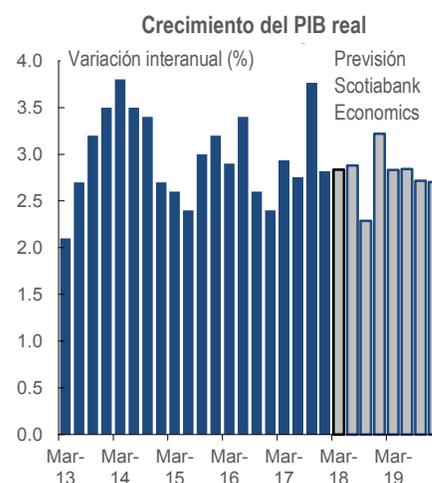
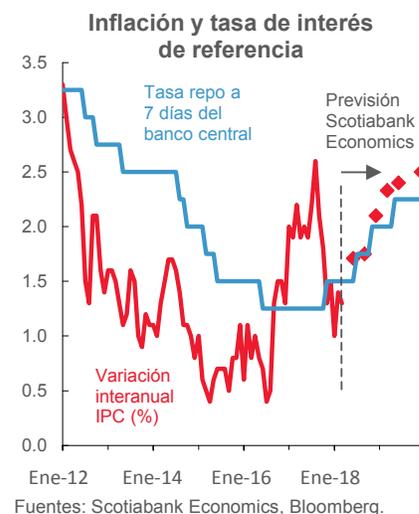


Gráfico 2



Australia

- La demanda interna estará respaldada por el aumento de la inversión no minera, particularmente en infraestructuras.
- Las tendencias divergentes del auge del proteccionismo en Estados Unidos, por un lado, y la profundización de la integración regional, por otro lado, definirán las perspectivas del sector externo.
- El crecimiento sólido del empleo terminará traduciéndose en un incremento de los salarios y presiones inflacionarias leves, por lo que el Banco de Reserva de Australia comenzará a endurecer la política monetaria hacia fines de año.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Las perspectivas de la economía australiana son sólidas para 2018–19. Según nuestras previsiones, el crecimiento del PIB real se situará en una tasa interanual promedio de 2.6% en los próximos dos años, nivel bastante similar al potencial de la economía (gráfico 1). En 2017, la economía creció en 2.3%. Por el lado interno, los indicadores de la actividad empresarial y la confianza del consumidor son robustos (gráfico 2) y apuntan a un crecimiento continuo del empleo, la inversión de empresas y el gasto de consumo. Los proyectos de inversión en infraestructuras públicas sustentarán este ímpetu del crecimiento, toda vez que mejorarán también la productividad económica y el panorama a largo plazo.

Por el lado externo, las dos tendencias dominantes del comercio mundial influirán en las perspectivas: 1) el aumento del proteccionismo en Estados Unidos; y 2) las iniciativas dirigidas a profundizar la integración en el resto del mundo. Con respecto al primer factor, Australia no exporta un gran volumen de acero a Estados Unidos, pero fue eximida (por ahora) de los aranceles que impuso la administración estadounidense el 23 de marzo. Sin embargo, Australia sí es un exportador importante de mineral de hierro (ingrediente clave para la fabricación de acero) a China, cuyos productos estarán sujetos a derechos más altos en Estados Unidos. De cualquier forma, como el 85% de la producción de acero de China se consume dentro del país (en el mercado inmobiliario e infraestructuras), el impacto secundario que tendrán los aranceles estadounidenses en Australia ha de ser relativamente pequeño. Las consecuencias del recrudecimiento de los conflictos comerciales a nivel mundial para la economía de Australia se harán sentir posiblemente a través de los mercados financieros y los términos de intercambio, a medida que el dólar australiano y los precios de las materias primas reaccionen a las políticas proteccionistas. Aunque el precio del mineral de hierro y del cobre ha de disminuir durante el horizonte de previsión, el mayor volumen de exportaciones servirá hasta cierto punto de contrapeso para la economía.

En cuanto a la segunda tendencia del comercio mundial, la profundización de la integración, Australia sentirá el impacto del desplazamiento del poder económico de Occidente a Oriente, mientras Estados Unidos se encierra en sí mismo y Asia-Pacífico sigue promoviendo un comercio internacional cada vez más libre. Australia forma parte del Tratado Integral y Progresista de Asociación Transpacífico (CPTPP), que fue firmado por sus 11 miembros a principios de marzo y ahora deberá ser ratificado por cada uno de los países. Tras el retiro de Estados Unidos del pacto original, Australia fue una de las naciones que más abogó por mantener y renovar el acuerdo. Además, el país es miembro de la Asociación Económica Integral Regional (RCEP), integrada por las naciones del sudeste asiático que forman parte de la ASEAN, así como por China, Japón, la India, Corea del Sur y Nueva Zelanda. Cabe mencionar, no obstante, que este último tratado aún debe ser firmado. En suma, como Asia seguirá siendo el líder del crecimiento económico global

CONTACTOS

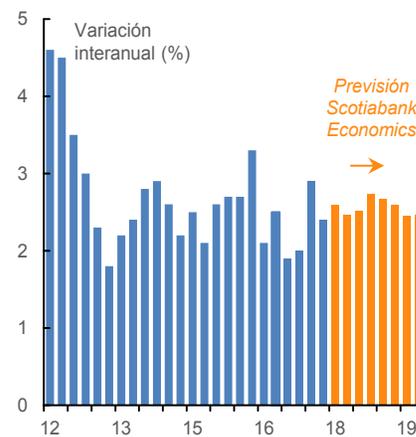
Tuuli McCully
 65.6305.8313 (Singapur)
 Scotiabank Economics
tuuli.mccully@scotiabank.com

Australia	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	2.3	2.6	2.5
IPC (% interanual, cierre)	1.9	2.2	2.6
Tasa del banco central (% , cierre)	1.50	1.75	2.25
Dólar australiano (AUDUSD, cierre)	0.78	0.80	0.82

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

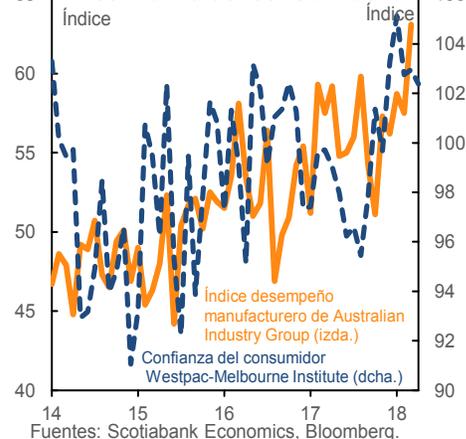
Crecimiento del PIB real



Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

Gráfico 2

Desempeño de la manufactura y confianza del consumidor



Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

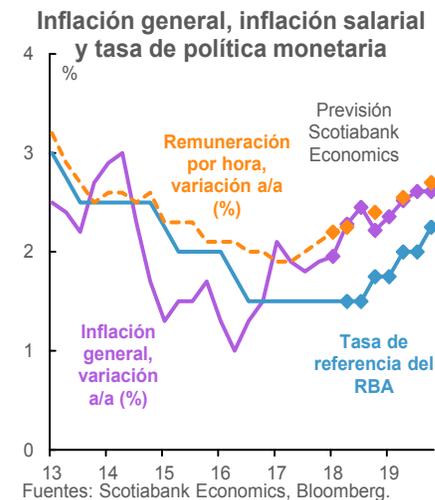
por muchos años más, creemos que cualquier integración más profunda dentro de la región será beneficiosa para la economía australiana en el futuro.

INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

Se espera que las condiciones monetarias sigan siendo propicias para el crecimiento en los próximos trimestres. Después de su reunión del 3 de marzo, el Banco de Reserva de Australia (RBA) decidió dejar intacta la tasa de interés de referencia en 1.5%. Las autoridades creen que la inflación general se acelerará gradualmente durante 2018 a poco más de 2% en términos interanuales, considerando que en el cuarto trimestre de 2017 subió a 1.9%, desde 1.8% en el tercero. Además, el RBA estima que la restricción del crédito y las medidas de supervisión recién adoptadas han disminuido un poco los riesgos del mercado de la vivienda y la vulnerabilidad financiera de los hogares.

Según nuestros pronósticos, el RBA entrará en una fase de normalización monetaria prudente en el último trimestre de 2018, pues las presiones salariales irán aumentando gradualmente, alimentando con ello la inflación impulsada por la demanda. Además, las fluctuaciones de los precios de las materias primas (especialmente el del mineral de hierro después del anuncio de los aranceles estadounidenses) y su impacto en el dólar australiano influirán en la evolución de la inflación durante los próximos trimestres. Aunque pensamos que las presiones inflacionarias se intensificarán un poco, la tasa de inflación se mantendrá posiblemente por debajo del punto medio del rango meta de 2–3% durante todo 2018. Es probable que los precios repunten con más fuerza en el transcurso de 2019, de modo que la tasa interanual de inflación debería situarse en alrededor de 2.6% para el cierre de ese año (gráfico 3).

La inflación salarial continúa estando débil: los salarios aumentaron en una tasa interanual de 2.1% en términos nominales en el cuarto trimestre de 2017, con lo que apenas superaron la tasa de inflación del país. Seguiremos muy atentos a la evolución del empleo y su impacto en los salarios durante los próximos meses, pero consideramos que el mercado laboral da señales notorias de solidez. De acuerdo con los datos correspondientes al periodo anterior de 12 meses, se crearon más de 25,000 puestos de trabajo a tiempo completo cada mes entre septiembre de 2017 y febrero de 2018 (gráfico 4), crecimiento que nunca se había registrado desde el inicio de la serie de datos en 1978. Las encuestas sobre las intenciones de contratación de las empresas y los anuncios de empleo apuntan a un avance sólido del empleo en los próximos meses, que a su vez debería generar leves presiones salariales en la economía.

Gráfico 3

Gráfico 4


Materias primas

- Las materias primas están aprovechando el viento de cola del fuerte crecimiento económico y la demanda industrial robusta de insumos (gráfico 1).
- Las perspectivas para el petróleo han mejorado y ahora se espera que el crudo WTI cierre el año 2018 en un promedio de \$65/bbl y luego suba a un promedio de \$68/bbl en 2019, aproximadamente un 15% más que el nivel que habíamos previsto en el mes de enero.
- Los metales base deberían seguir gozando del entorno más favorable (con excepción del mercado petrolero), gracias a la demanda sólida y una oferta minera cada vez más apretada.
- Los productos básicos a granel posiblemente se debilitarán como consecuencia de la desaceleración del mercado de la construcción en China, mientras que el oro se mantiene en un rango estrecho, atrapado entre el aumento de las tasas de interés y la depreciación del dólar estadounidense.

EL MERCADO DE PETRÓLEO LUCE CADA VEZ MÁS APRETADO Y EL WTI PODRÍA SUPERAR LOS \$70 A PRINCIPIOS DE 2019

El mercado petrolero sigue estrechándose. Según los pronósticos más recientes, el crudo WTI se situará en un promedio de \$65/bbl en 2018 (en comparación con nuestra previsión de \$57 del mes de enero) y de \$68/bbl en 2019 (anteriormente \$60/bbl), mientras que el Brent conservará su prima de \$5/bbl frente al marcador norteamericano. Incluimos ahora también nuestras previsiones para el crudo Western Canadian Select (WCS), cuyo descuento frente al WTI se ampliará en 2018 y 2019 a \$22/bbl y \$20/bbl, respectivamente, debido a la falta de capacidad de distribución en la red de oleoductos. En adelante, el equilibrio entre la oferta y demanda mundial de petróleo se restringirá cada vez más, al punto que prevemos un déficit de la oferta hasta finales de 2019 (gráfico 2), en vista de la demanda global sólida y una mayor limitación de la oferta de la OPEP+, factores que contrarrestarán el crecimiento fuerte de la producción estadounidense. Cabe destacar que, si bien nuestra previsión sobre el precio del crudo a corto plazo ha subido en un 15%, no hemos modificado la proyección a largo plazo, que se mantiene en \$65/bbl para el WTI. De hecho, se espera que el precio vaya disminuyendo gradualmente después de llegar a un máximo a principios de 2019, pues la oferta estará cada vez más accesible y disponible. Mientras tanto, la estrechez actual del mercado físico se está agravando con el incremento de los riesgos por el lado de la oferta, como la posible anulación del acuerdo nuclear de Irán y la inestabilidad que están provocando las sanciones en Venezuela.

Los esquistos de Estados Unidos: la principal fuente de crecimiento de la oferta global en adelante (y por mucho)

Todo indica que Estados Unidos será la única gran fuente de crecimiento de la oferta petrolera global en 2018–19. Frente al aumento sólido de la demanda mundial de petróleo que se prevé para los próximos dos años, de 1.5–1.7 MMbpd en términos interanuales, los productores estadounidenses de hidrocarburos de esquistos responderán bombeando unos 1.3 MMbpd más durante 2018–2019 (en términos interanuales), un crecimiento casi récord con respecto a casi todas las comparaciones históricas. Aunque este ritmo frenético de expansión deja muy poco espacio para que otros productores puedan colocar su oferta en el mercado, lo cierto es que la producción de prácticamente todas las demás regiones fuera de Estados Unidos, Canadá y la OPEP+ ha de estancarse o disminuir hasta el fin de nuestro horizonte de previsión.

Desde el inicio de 2018, Estados Unidos ha incrementado su producción de crudo en un promedio de 1.1 MMbpd de un año a otro. Si el WTI se mantiene en más de \$60/bbl, cabe esperar que sigan aumentando las inversiones en la explotación de esquistos. Según una encuesta reciente de Dallas Federal Reserve, la mayoría de las regiones productoras de petróleo de roca compacta son actualmente rentables a un precio de \$47–\$55/bbl para el WTI, mucho menos del nivel que se anticipa para los precios en los próximos años. Sin

CONTACTOS

Rory Johnston
 416.862.3908
 Scotiabank Economics
rory.johnston@scotiabank.com

Gráfico 1

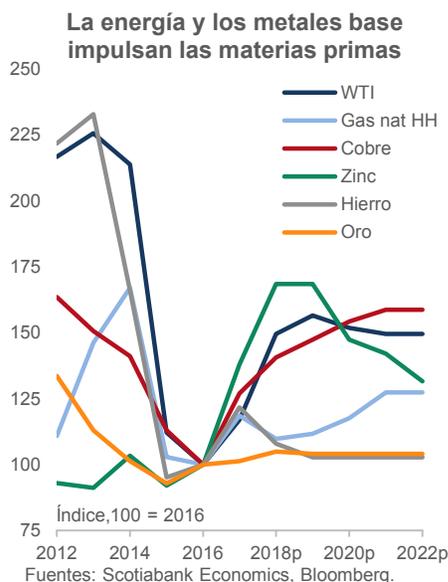
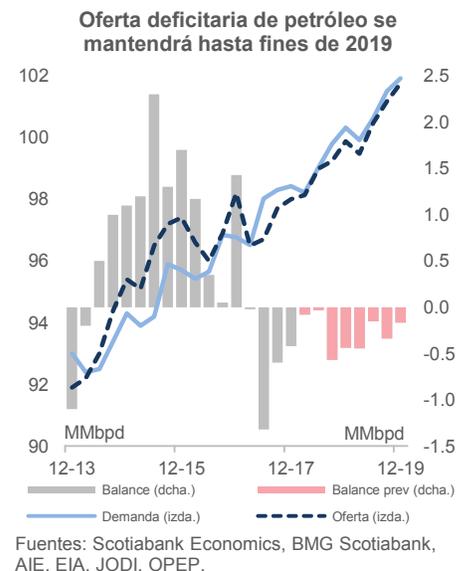


Gráfico 2



embargo, el ritmo de crecimiento de la producción estadounidense dependerá en gran medida de la capacidad de toda la industria en sentido amplio y no solamente de las capacidades técnicas de los productores dedicados al área de la exploración y extracción. La demanda de mano de obra y de servicios como el bombeo a presión para los pozos, así como de los materiales necesarios (por ejemplo, la arena que se usa como agente apuntalante), ha incrementado el precio de los insumos y, con ello, los costos de producción. Aun cuando prevemos una inflación de costos moderada en el sector de los hidrocarburos de esquistos de Estados Unidos, se observan también señales tempranas que dan a entender que las estrategias de “valor sobre volumen” y “puesta en forma para los \$50” han resultado más poderosas y duraderas de lo que muchos temían: los estimados del flujo de caja de 2018 superan con creces el crecimiento previsto de los gastos de capital, porque el efectivo se está destinando a recompensar a los inversionistas o al pago de deudas.

El ritmo vertiginoso del crecimiento ha también consumido y saturado la capacidad regional de distribución hacia los centros de exportación, lo que ha tenido un impacto en los ingresos netos de ciertos productores y ha limitado el efecto del alza de los precios mundiales del crudo. La prueba más visible de esta presión sobre la infraestructura es el diferencial entre WTI y el Brent, que según nuestras previsiones fluctuará entre \$2–7/bbl a medida que la oferta satura periódicamente la capacidad de construcción de nuevos oleoductos entre el centro de Cushing, Oklahoma, y la costa estadounidense de Golfo de México, expansión que lleva ya cierto rezago. Estamos observando también descuentos entre el precio del WTI en Cushing y los contratos del WTI en Midland, lo que refleja mejor los precios de los que gozan realmente los productores de la prolífica cuenca Permian (gráfico 3) y será otro obstáculo más para un mayor crecimiento de la producción.

La OPEP+ mantendrá su disciplina y suavizará gradualmente los límites de producción durante 2019

El esfuerzo de la OPEP+ por acelerar el reequilibramiento del mercado petrolero mundial parece haber dado sus frutos, ya que los inventarios comerciales de la OCDE han caído rápidamente desde el inicio de los recortes conjuntos de la producción en enero de 2017. El cumplimiento del acuerdo ha sido impresionante desde el punto de vista histórico y el grupo ya está anunciando que prevé prolongarlo formalmente hasta mediados de 2019 como mínimo (actualmente está previsto que concluya en diciembre de este año). Los inventarios de la OCDE equivalen ahora en gran medida al nivel del promedio de cinco años, que la OPEP+ estableció como su principal parámetro de un mercado en equilibrio. Según se desprende de las comunicaciones actuales del grupo, los miembros estarían inclinados hacia una mayor restricción de la producción. Se han propuesto otros indicadores de un “mercado balanceado” para ajustarse al periodo de inventarios elevados de 2015–17, entre ellos, el promedio de siete años sin incluir el último periodo de sobreabundancia o el uso de un vínculo explícito con la demanda global (por ejemplo, los días de demanda).

Creemos que la OPEP+ mantendrá su actual disciplina de producción mucho más allá de 2019. Además, Riad y Moscú han estado dialogando públicamente sobre la posibilidad de prolongar el mecanismo de cooperación formal del grupo OPEP+ por un periodo de 10 a 20 años. Sin embargo, esta voluntad de cooperación no significa necesariamente que se mantendrán los límites actuales de producción: el crecimiento del consumo global en los próximos 18 meses superará el aumento de la producción no-OPEP+, lo que facilitará el relajamiento de los límites de bombeo de la OPEP+. Así pues, es probable que el número de barriles retirados del mercado baje a 0.9 MMbpd para finales de 2019, desde su nivel inicial de 1.8 MMbpd (gráfico 4).

Se amplía el descuento del crudo canadiense por la capacidad insuficiente de la red de oleoductos

Mientras los marcadores internacionales del precio del crudo continúan por su senda alcista, el descuento que sufre el Western Canadian Select (WCS) se ha ampliado significativamente por la falta de capacidad de la red de oleoductos (gráfico 5). Según nuestras previsiones, la demanda de capacidad de distribución será superior a la oferta hasta fines de la década y el descuento del WCS frente al WTI se mantendrá en \$22/bbl durante este año antes de reducirse levemente a \$20/bbl en 2019.

El desafío que enfrenta el sector petrolero del oeste canadiense se puede describir en forma más concreta como un forcejeo entre el aumento sostenido de la producción y la construcción rezagada y a ritmo entrecortado de nuevos oleoductos. En el transcurso del próximo año, varios proyectos han de acelerar su producción (Fort Hills y Horizon), lo que elevará la oferta canadiense en 200–300 kbpd (interanuales) durante 2018–19. La Línea 3 debería entrar en servicio en el segundo semestre de 2019, pero será necesario terminar el oleoducto Trans Mountain Expansion (TMX) o el oleoducto Keystone XL

Gráfico 3

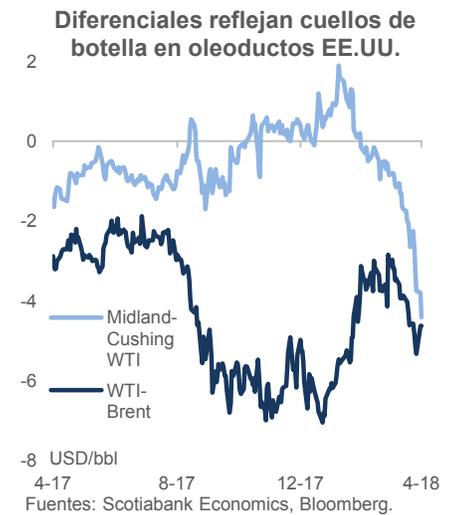
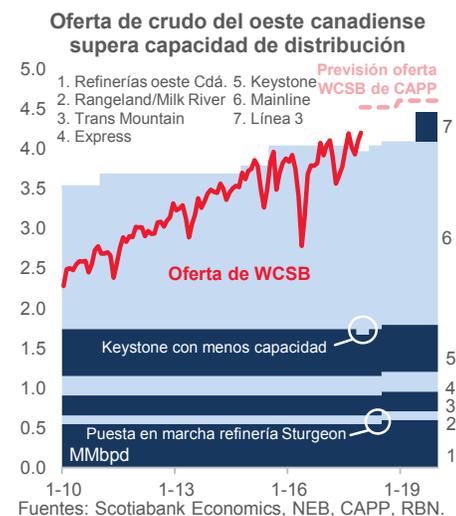


Gráfico 4



Gráfico 5



(probablemente a principios de la década de 2020) para que el descuento del WCS baje de su nivel actual artificialmente alto a menos de \$15/bbl, signo de una capacidad adecuada de la red de oleoductos. Para complicar el panorama a largo plazo, Kinder Morgan anunció recientemente que suspenderá toda inversión no esencial en el TMX hasta que se aclare el clima de negocios. Si el proyecto del TMX no ve la luz, toda la presión recaerá sobre el KXL, que se convertiría en el único oleoducto restante capaz de cubrir la demanda de distribución a principios de la próxima década. La situación dista de ser ideal y es un asunto de interés nacional que el TMX se construya cumpliendo el calendario establecido, es decir, a tiempo para evitar el déficit agudo de capacidad en 2021–22.

LOS METALES Y MATERIALES SE VEN RESPALDADOS POR LA SÓLIDA DEMANDA INDUSTRIAL

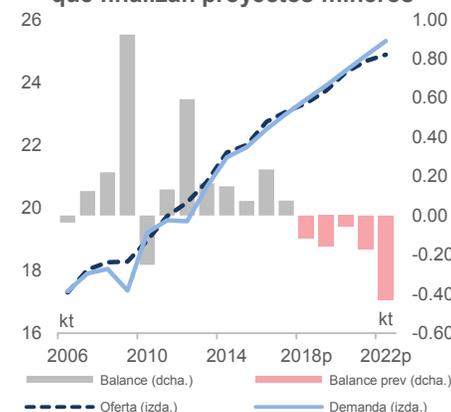
Los metales industriales gozan de un viento de cola favorable, pues las fábricas del mundo entero están ávidas de insumos materiales para responder a la aceleración del crecimiento económico. Dentro del universo de los metales en pleno auge generalizado, los metales base tendrán los mejores fundamentos, a medida que repunta la manufactura avanzada y la oferta minera se vuelve cada vez más apretada después de años de racionalización en la industria minera. Los productos básicos a granel, sostén de la industria siderúrgica mundial, gozan de episodios periódicos de fortalecimiento, pero deberían debilitarse gradualmente por la desaceleración de la producción de acero de China y la necesidad de racionalizar parte de la oferta minera de más alto costo (mineral de hierro chino). Por último, se espera que los metales preciosos se mantengan en un rango estrecho, limitados por el alza de las tasas de interés a nivel mundial, pero impulsados a la vez por el debilitamiento del dólar y el sentimiento de intensificación del riesgo en los mercados.

El cobre finalmente ha bajado de su máximo reciente de \$3.25/lb a cerca de \$3.00/lb, nivel que desde hace tiempo consideramos más acorde con los fundamentos actuales del mercado. Este año, y por primera vez desde 2010, los mercados del cobre deberían registrar un déficit de la oferta. Aunque creemos que se necesitarán más años de déficit para consumir los inventarios que no se transan en bolsa antes de que los precios puedan subir más, nuestras previsiones apuntan a una oferta deficitaria en cada uno de los próximos cinco años, escasez que seguirá en aumento a medida que se va agotando el suministro minero tras la finalización de los proyectos previstos (gráfico 6). El incremento reciente de los precios ha sido un factor atractivo que ha empujado un volumen adicional de metal hacia las bolsas mundiales y ha llevado los inventarios a su nivel más alto desde finales de 2013. Esto ha asustado a los inversionistas, con lo que las posiciones especulativas netas han caído a su nivel más bajo desde octubre de 2016, época en que justamente la mayor especulación empezaba a impulsar los precios. Esta racionalización del sentimiento alcista es un paso necesario para que el cobre pueda fortalecerse en forma mucho más sostenida durante los próximos años. Según nuestras previsiones, los precios se ubicarán en un promedio de \$3.10/lb en 2018 y subirán a \$3.25 en 2019.

De todos los metales, el zinc es el que exhibe los fundamentos más sólidos. En marzo de 2018, los costos de tratamiento estaban en el bajísimo nivel de \$19/t, signo de escasez aguda y continua de concentrados (gráfico 7). Ante las últimas entradas de suministros a los centros de almacenamiento de LME, algunos están dudando acerca de esta escasez, pero consideramos que estas entregas representan parte del volumen que estaba fuera de los grandes mercados y no un verdadero repunte de la oferta. Según nuestras proyecciones, los precios del zinc se mantendrán en un promedio de \$1.60/lb durante 2018–19 antes de retroceder gradualmente a un precio de incentivo (a largo plazo) de \$1.00/lb a medida que llega la próxima oleada de suministros mineros, atraída por los mejores precios del metal desde la última oferta deficitaria de 2007.

Gráfico 6

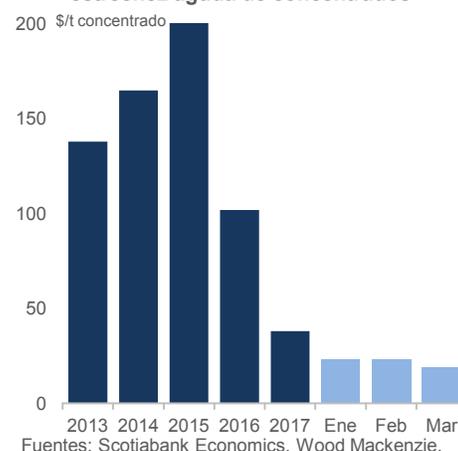
Continuará déficit de cobre a medida que finalizan proyectos mineros



Fuentes: Scotiabank Economics, BMG Scotiabank, Wood Mackenzie.

Gráfico 7

Costos de tratamiento de zinc apuntan a estrechez aguda de concentrados



Fuentes: Scotiabank Economics, Wood Mackenzie.

Tabla 1

Materias primas	2000–2016			Promedio Anual			
	Bajo	Prom.	Alto	2016	2017	2018p	2019p
Petróleo WTI (US\$/barril)	17	63	145	43	51	65	68
Petróleo Brent (US\$/barril)	18	66	146	45	55	70	73
WCS - WTI Discount* (USD/bbl)	-43	-17	-6	-14	-13	-22	-20
Gas natural Nymex (US\$/millones de btu)	1.64	4.94	15.38	2.55	3.02	2.80	2.85
Cobre (US\$/libra)	0.60	2.35	4.60	2.21	2.80	3.10	3.25
Zinc (US\$/libra)	0.33	0.81	2.10	0.95	1.31	1.60	1.60
Níquel (US\$/libra)	2.00	7.26	24.58	4.36	4.72	6.00	6.50
Aluminio (US\$/libra)	0.56	0.86	1.49	0.73	0.89	0.95	1.00
Mineral de hierro (US\$/tonelada)	17	67	187	58	72	63	60
Carbón metalúrgico (US\$/tonelada)	39	127	330	114	187	182	160
Oro, London PM Fix (US\$/onza)	256	869	1,895	1,251	1,257	1,310	1,300

* 2008–16 promedio.

Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

Mercado de cambios

EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE EN VÍAS DE DEBILITARSE DESPUÉS DE SU CONSOLIDACIÓN

El dólar estadounidense (USD) se cotizó en un rango estrecho durante la mayor parte del primer trimestre, después de caer con fuerza a principios de año. Los datos económicos positivos contribuyeron a estabilizar las pérdidas en febrero y marzo. La moneda se ha beneficiado también, en parte, de la mayor demanda de valores refugio a raíz del desplome de dos dígitos que registraron los principales índices bursátiles de Estados Unidos a finales de enero. La prima de liquidez del USD se mantiene intacta por ahora, incluso si algunos de los vientos cruzados que sacudieron a los mercados accionarios se han originado y avivado dentro de los mismos Estados Unidos, en medio de las tensiones comerciales y el revuelo de las últimas noticias sobre el sector tecnológico.

A corto plazo, observamos un deterioro general del sentimiento en torno al USD, que se refleja en el aumento de las posiciones bajistas en el mercado de futuros de divisas. Creemos que la moneda se acerca a su periodo estacionalmente débil del año. De hecho, desde 1990, abril ha sido el mes de peor de rendimiento del índice dólar (DXY) de todo el año (-0.6% en promedio, según datos de Bloomberg) y suele augurar un periodo prolongado de debilidad relativa del USD que solo se revierte más adelante en el año. A estas alturas, los mercados parecen haber descontado ya por completo el endurecimiento de la política de la Reserva Federal, de modo que este factor quizá no ofrezca mucho respaldo.

Nuestras perspectivas a más largo plazo para el USD no han cambiado. Creemos que la mejora del crecimiento, la anticipada normalización monetaria y la disminución de los riesgos políticos fuera de Estados Unidos hacen que otras monedas estén resultando más atractivas para los inversionistas internacionales, que podrían estar en cierta medida sobreexpuestos a un USD aún cercano a su máximo de larga duración. El aumento del desequilibrio fiscal y por cuenta corriente es otro factor negativo para el USD. El deterioro previsto de la política fiscal estadounidense llega en un momento en que los participantes más activos del mercado de bonos del Tesoro muestran menos apetito por la deuda pública estadounidense, tendencia que podría también complicar el panorama para la moneda en el futuro. El volumen de bonos del Tesoro de Estados Unidos que poseen en conjunto Japón y China cayó a menos de 36% en enero, un gran declive en comparación con el máximo de 51% de 2004.

El dólar canadiense (CAD) tuvo un comportamiento bastante decepcionante en el primer trimestre de 2018, al caer en 2.6% frente al USD, el peor rendimiento entre las principales monedas. La economía canadiense continuó enfriándose en el primer trimestre, mientras el escaso avance en las conversaciones del TLCAN generó aún más incertidumbre sobre las perspectivas económicas y monetarias. Al mismo tiempo, las zonas productoras de petróleo del oeste canadiense están atiborradas de suministros, porque no cuentan con suficientes oleoductos para exportar su crudo. Esta falta de capacidad ha incrementado el descuento del crudo pesado canadiense con respecto al marcador WTI de Estados Unidos, desvinculando también el desempeño del CAD de las perspectivas para el complejo energético mundial, con el que esta moneda solía tener una correlación fuerte y positiva.

Sin embargo, somos cautelosamente optimistas con respecto al panorama para el CAD por el resto del año, pues pensamos que pronto terminará la reciente cadena de datos desalentadores y que el Banco de Canadá endurecerá levemente su política en los próximos meses, en medio de la moderación general del USD. Además, los precios de las materias primas deberían fortalecerse, impulsados por el avance sólido del crecimiento global, lo que será también favorable para el dólar australiano y el dólar neozelandés. La resolución rápida de la renegociación del TLCAN sería un acontecimiento positivo e

CONTACTOS

Shaun Osborne, Jefe de Estrategias de Divisas
 416.945.4538
 Foreign Exchange Strategy
shaun.osborne@scotiabank.com

Eduardo Suárez, Vicepresidente, Análisis Económico, América Latina
 52.55.9179.5174 (México)
 Scotiabank Economics
eduardo.suarez@scotiabank.com

Qi Gao
 65.6305.8396 (Singapur)
 Foreign Exchange Strategy
qi.gao@scotiabank.com

Eric Theoret
 416.863.7030
 Foreign Exchange Strategy
eric.theoret@scotiabank.com

Gráfico 1

Tendencias estacionales del DXY en deterioro

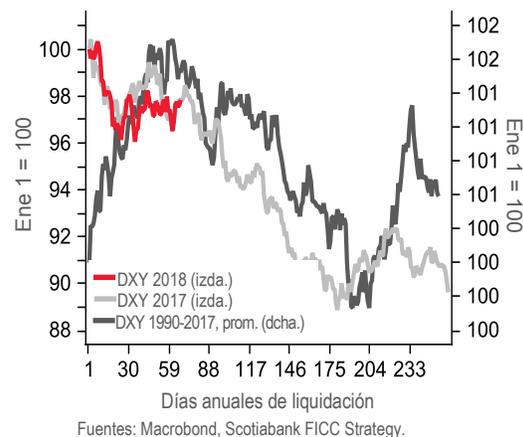
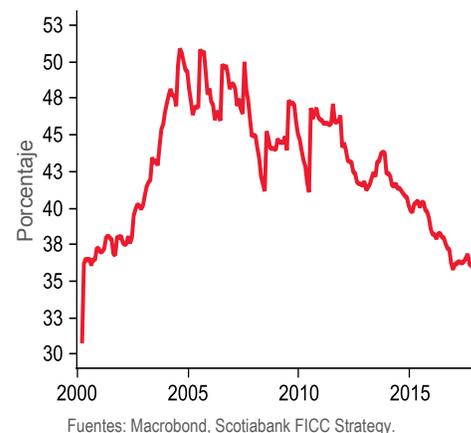


Gráfico 2

Títulos del Tesoro EE.UU. en manos de China y Japón



importante para el CAD, ya que las expectativas del mercado han estado supeditadas a la postura belicosa de Washington sobre el comercio. Mantenemos nuestro pronóstico de CAD1.25 para el cierre del año.

El euro (EUR) se cotizó igualmente en un rango estrecho durante buena parte del primer trimestre, consolidando la apreciación fuerte que registró a finales de 2017 y principios de 2018. Es posible que el impulso del crecimiento de la eurozona se atenúe un poco, desde el nivel relativamente elevado en que se ha situado en los últimos meses. Aunque las presiones inflacionarias siguen siendo tenues, las autoridades del Banco Central Europeo (BCE) están allanando el camino para alejarse de la expansión monetaria en el transcurso de este año. El EUR ha sido bastante insensible a los diferenciales negativos de rendimiento frente al USD, tendencia que en nuestra opinión no cambiará por el momento. Puesto que el clima político se ha calmado desde el año pasado (salvo en Italia, donde todavía no se ha podido formar gobierno tras las elecciones de marzo) y las carteras soberanas están generalmente subponderadas en EUR, creemos que la moneda común puede verse aún más favorecida por las señales de mejora de la entrada de capitales hacia la eurozona en los próximos meses. En vista de la apreciación más rápida y sostenida que ha registrado el EUR a principios de año y las perspectivas todavía alentadoras, elevamos nuestro pronóstico para el cruce EURUSD por el resto del año y prevemos que la tasa de cambio al contado cerrará 2018 en USD1.30.

La libra esterlina (GBP) ha recibido bien la tan esperada clarificación de los términos del *brexit* para el Reino Unido, así como las señales que dan a entender que el mercado laboral estrecho finalmente se está traduciendo en un incremento de los salarios. Esto aliviará las presiones sobre los consumidores británicos que hasta ahora han estado bastante agobiados por el crecimiento débil del salario real. El Reino Unido y sus socios de la Unión Europea (UE) han avanzado en la definición de las condiciones de salida de la UE, evitando el riesgo de hallarse “al borde del abismo” el próximo año (lo que ayudará también a las empresas a planificar y prepararse mejor). Todavía queda mucho trabajo por hacer, pero la atenuación de las tensiones del *brexit* por el momento y el aumento sostenido que viene registrando la remuneración semanal promedio desde el año pasado despejan un poco el panorama para el Banco de Inglaterra, que podría endurecer levemente su política el próximo mes de mayo, respaldando con ello a la libra esterlina. Habíamos previsto que la trayectoria futura de la GBP estaría llena de altibajos debido a *brexit* y, si bien no descartamos tropiezos, creemos que la moneda puede consolidar su avance en los próximos meses. Así pues, pensamos que el cruce GBPUSD cerrará el año en USD1.47.

El yen japonés (JPY) ha tenido un desempeño sólido en los últimos meses, desafiando el aumento del diferencial de rendimiento con el USD. La intensificación de la volatilidad en los mercados accionarios ha sido un factor favorable, al estimular los flujos hacia activos de refugio seguro. La moneda se ha fortalecido también por los rumores sobre el futuro del primer ministro Shinzo Abe. Si Abe se ve obligado a renunciar por el escándalo sobre corrupción en la venta de terrenos públicos, los mercados creen que la llamada “Abeconomía”, que privilegia la depreciación del yen, se iría también con él. La insensibilidad del JPY a los diferenciales de tasas de interés a corto plazo (y los indicios que hacen pensar que los inversionistas japoneses se estarían alejando de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a medida que el aumento de las tasas estadounidenses a corto plazo y los rendimientos relativamente bajos a largo plazo están hundiendo la rentabilidad una vez que se aplican los costos de cobertura de divisas) nos llevan a moderar nuestra previsión bajista para el JPY por el resto del año. Como resultado, prevemos ahora que el cruce USDJPY cierre el año en JPY110.

Mantenemos el sesgo bajista para el USD frente a las monedas de la región de Asia, aunque los mercados de divisas asiáticos deberían tener un rendimiento inferior si aumenta la aversión al riesgo. Creemos que el renminbi chino (CNY) continuará por una senda alcista, pese a las preocupaciones por la desaceleración del crecimiento de China. Según nuestras previsiones, el USD bajará hacia CNY6.20 este año. El alivio de las tensiones en la península coreana, la mejora de la relación comercial con Estados Unidos y las perspectivas de estrechamiento de los vínculos comerciales entre China y Corea del Sur son factores positivos para el won surcoreano (KRW). Por su parte, la rupia india (INR) ha de fluctuar entre INR64.50–65.50 a corto plazo, pero el aumento de la confianza en el mercado de bonos, sumada a la atenuación de las presiones inflacionarias, podría atraer más capitales extranjeros, inclinando con ello los riesgos hacia el fortalecimiento de la moneda. Pensamos que el ringgit malayo (MYR) luce todavía un poco subvaluado antes de las próximas decimocuarta elecciones generales de Malasia. Por último, el baht tailandés (THB) y el dólar taiwanés (TWD) seguirán mostrando una trayectoria positiva gracias a sus fundamentos sólidos.

El peso mexicano (MXN) se apreció considerablemente en el primer trimestre, aun cuando tuvo que remontar de un mínimo sin precedentes frente al USD. De todas las grandes divisas, fue la moneda que logró ofrecer el mejor rendimiento al contado (8.1%) con respecto al USD en términos brutos (y, neto de rendimientos, incluso más: 10.3%). Sin embargo, el MXN sigue teniendo un comportamiento volátil, supeditado a los titulares de las noticias (como los tuits del presidente estadounidense) y el riesgo de eventos (volatilidad del mercado accionario). Cualquier avance en la negociación del TLCAN —así como la impresión de que Estados Unidos estaría buscando llegar rápidamente a un acuerdo ahora que se acercan las elecciones presidenciales mexicanas— reforzará el impulso del MXN a corto plazo, aunque es posible que el avance se estanque en el rango de 17.00/50 justo antes de los comicios de julio. El sol peruano (PEN) se ha estabilizado en torno a su nivel de inicios de 2018 frente al USD, después de la volatilidad que generó el proceso de destitución del presidente. El traspaso de poderes se ha desarrollado en forma ordenada, y los principales miembros del gabinete que han sido designados tienen una postura bastante pro-mercado. No obstante, todo este clima de agitación podría reducir la inversión pública y afectar levemente las perspectivas de crecimiento económico. El peso colombiano (COP) y el peso chileno (CLP) siguen sujetos a las negociaciones comerciales internacionales y los riesgos para el panorama de las materias primas a corto plazo. Aun así, la actividad económica global de ciclo tardío o mitad de ciclo debería respaldar la demanda de materias primas a nivel generalizado. El buen posicionamiento de un candidato pro-mercado en las encuestas de las elecciones presidenciales de Colombia, a celebrarse este mes de mayo, ha contribuido a elevar el valor del COP en las últimas semanas.

APÉNDICE 1

Internacionales	2000–16	2016	2017	2018p	2019p	2000–16	2016	2017	2018p	2019p
	PIB real (variación porcentual anual)					Precios al consumidor (variación porcentual interanual, al cierre del año)				
Mundo (con base en la paridad del poder adquisitivo)	3.9	3.2	3.7	3.8	3.7					
Canadá	2.1	1.4	3.0	2.2	2.1	1.9	1.4	1.8	2.3	2.3
Estados Unidos	1.9	1.5	2.3	2.6	2.4	2.2	1.8	2.1	2.4	2.4
México	2.2	2.9	2.0	2.4	2.8	4.4	3.4	6.8	4.3	3.8
Reino Unido	1.8	1.9	1.8	1.7	1.9	2.0	1.6	3.0	1.9	1.9
Eurozona	1.3	1.8	2.5	2.5	2.3	1.7	1.1	1.4	1.5	1.5
Alemania	1.3	1.9	2.6	3.0	3.0	1.5	1.7	1.6	1.6	1.9
Francia	1.3	1.2	1.9	2.5	2.0	1.6	0.8	1.2	1.5	1.5
China	9.4	6.7	6.9	6.5	6.2	2.3	2.1	1.8	2.3	2.5
India	7.1	7.9	6.4	7.4	7.5	6.9	3.4	5.2	4.6	5.7
Japón	0.9	0.9	1.7	1.3	0.9	0.1	0.3	1.0	1.1	2.3
Corea	4.2	2.9	3.1	2.8	2.8	2.6	1.3	1.5	2.1	2.5
Australia	3.0	2.6	2.3	2.6	2.5	2.8	1.5	1.9	2.2	2.6
Tailandia	4.0	3.3	3.9	3.5	3.4	2.0	1.1	0.8	1.2	2.0
Brasil	2.6	-3.5	1.0	2.5	2.7	6.7	6.3	2.9	4.1	2.6
Colombia	4.1	2.1	1.8	2.5	3.5	5.1	5.7	4.1	3.3	3.1
Perú	5.1	3.9	2.5	3.3	3.7	2.8	3.2	1.4	2.0	2.5
Chile	4.0	1.2	1.5	3.6	3.9	3.4	2.7	2.3	2.8	3.0
Materias primas	(promedio anual)									
Petróleo WTI (US\$/barril)	63	43	51	65	68					
Petróleo Brent (US\$/barril)	66	45	55	70	73					
Descuento* WCS - WTI (USD/bbl)	-17	-14	-13	-22	-20					
Gas natural Nymex (US\$/millones de btu)	4.94	2.55	3.02	2.80	2.85					
Cobre (US\$/libra)	2.35	2.21	2.80	3.10	3.25					
Zinc (US\$/libra)	0.81	0.95	1.31	1.60	1.60					
Níquel (US\$/libra)	7.26	4.36	4.72	6.00	6.50					
Aluminio (US\$/libra)	0.86	0.73	0.89	0.95	1.00					
Mineral de hierro (US\$/tonelada)	67	58	72	63	60					
Carbón metalúrgico (US\$/tonelada)	127	114	187	182	160					
Oro, London PM Fix (US\$/onza)	869	1,251	1,257	1,310	1,300					

* Promedio 2008-16.
 Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada, BEA, BLS, FMI, Bloomberg.

APÉNDICE 2

Norteamérica	2000-16	2016	2017	2018p	2019p	2000-16	2016	2017	2018p	2019p
	Canadá (var. porcentual anual, salvo cuando se indica lo contrario)					Estados Unidos (var. porcentual anual, salvo cuando se indica lo contrario)				
PIB real	2.1	1.4	3.0	2.2	2.1	1.9	1.5	2.3	2.6	2.4
Gasto de consumo	2.9	2.3	3.4	2.6	2.0	2.4	2.7	2.8	2.6	2.4
Inversión residencial	3.7	3.4	3.0	1.2	0.4	-0.4	5.5	1.8	2.3	2.1
Inversiones de empresas	2.2	-8.8	2.5	4.1	2.5	2.3	-0.6	4.7	5.1	2.8
Gasto público	2.2	2.7	2.5	2.4	1.5	1.0	0.8	0.1	2.1	2.2
Exportaciones	1.3	1.0	1.0	1.6	3.6	3.6	-0.3	3.4	3.3	2.5
Importaciones	2.9	-1.0	3.6	3.0	2.5	3.4	1.3	4.0	4.8	3.2
PIB nominal	4.2	2.0	5.3	4.5	4.5	3.9	2.8	4.1	4.7	4.5
Deflactor del PIB	2.1	0.6	2.3	2.2	2.4	2.0	1.3	1.8	2.0	2.1
Índice de precios al consumidor	1.9	1.4	1.6	2.2	2.3	2.2	1.3	2.1	2.4	2.4
IPC, excepto alimentos y energía	1.6	1.9	1.6	2.0	2.2	2.0	2.2	1.8	2.2	2.3
Utilidades corporativas antes de impuestos	3.6	-1.9	20.2	6.0	1.0	5.5	-2.1	4.4	2.7	0.5
Empleo	1.3	0.7	1.9	1.3	1.0	0.7	1.8	1.6	1.4	1.1
Tasa de desempleo (%)	7.1	7.0	6.3	5.8	5.7	6.2	4.9	4.4	4.0	3.9
Balanza por cuenta corriente (CAN\$, US\$, miles de millones)	-17.1	-65.4	-63.9	-58.6	-47.6	-507	-452	-466	-554	-612
Balanza comercial (CAN\$, US\$, miles de millones)	25.1	-25.9	-23.9	-23.8	-16.0	-673	-753	-811	-908	-982
Saldo presupuestario federal* (AF, CAN\$, US\$, miles de millones)	-2.8	-1.0	-17.8	-19.4	-15.1	-150	-585	-665	-812	-990
porcentaje del PIB	-0.2	0.0	-0.9	-0.9	-0.7	-1.0	-3.1	-3.4	-4.0	-4.7
Construcción de viviendas (miles)	199	198	220	208	196	1.27	1.17	1.20	1.26	1.30
Ventas de vehículos automotores (miles)	1,657	1,949	2,041	2,000	1,950	15.5	17.5	17.1	17.4	17.3
Producción industrial	0.6	0.1	5.1	2.2	1.0	0.6	-2.0	1.6	2.8	1.1
	México (variación porcentual anual)									
PIB real	2.2	2.9	2.0	2.4	2.8					
Índice de precios al consumidor (cierre del año)	4.4	3.4	6.8	4.3	3.8					
Balanza por cuenta corriente (US\$, miles de millones)	-14.6	-22.8	-18.8	-27.4	-29.9					
Balanza comercial (US\$, miles de millones)	-7.2	-13.1	-10.9	-13.0	-16.0					

Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada, CMHC, BEA, BLS, Bloomberg. * Déficit del gobierno federal de Canadá, excepto ajuste por riesgo de \$3,000 millones para el AF19.

Pronósticos trimestrales	2017		2018				2019			
	T3	T4	T1e	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Canadá										
PIB real (intertrimestral, variación porcentual anual)	1.5	1.7	1.8	2.6	2.4	2.4	2.2	1.9	1.6	1.6
PIB real (interanual, variación porcentual)	3.0	2.9	2.4	1.9	2.1	2.3	2.4	2.2	2.0	1.8
Precios al consumidor (interanual, variación porcentual)	1.4	1.8	2.0	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Promedio de nuevos IPC subyacentes (% variación interanual)	1.5	1.7	1.9	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
Estados Unidos										
PIB real (intertrimestral, variación porcentual anual)	3.2	2.9	2.2	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3	2.1	2.1
PIB real (interanual, variación porcentual)	2.3	2.6	2.8	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3	2.2
Precios al consumidor (interanual, variación porcentual)	2.0	2.1	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
IPC, excepto alimentos y energía (% variación interanual)	1.7	1.7	1.9	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3

Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada, BEA, BLS, Bloomberg.

APÉNDICE 3

Tasas de los bancos centrales	2017		2018				2019			
	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	
América	(% , cierre del periodo)									
Banco de Canadá	1.00	1.25	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	2.25	2.50	
Reserva Federal de Estados Unidos (límite superior)	1.50	1.75	1.75	2.00	2.25	2.25	2.50	2.50	2.75	
Banco de México	7.25	7.50	7.50	7.50	7.75	7.75	7.50	7.25	7.00	
Banco Central de Brasil	7.00	6.75	6.50	6.50	6.75	7.00	7.50	8.00	8.50	
Banco de la República de Colombia	4.75	4.50	4.25	4.25	4.25	4.50	4.75	5.00	5.00	
Banco Central de Reserva del Perú	3.25	2.75	2.75	2.75	2.75	3.00	3.00	3.25	3.25	
Banco Central de Chile	2.50	2.50	2.50	2.75	3.00	3.25	3.25	3.50	3.50	
Europa										
Banco Central Europeo	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.25	0.50	
Banco de Inglaterra	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.50	1.50	
Asia y Oceanía										
Banco de Reserva de Australia	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75	2.00	2.00	2.25	
Banco de Japón	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	
Banco Popular de China	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.60	4.60	4.85	4.85	
Banco de Reserva de la India	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.25	6.25	6.50	6.50	
Banco de Corea	1.50	1.50	1.50	1.75	2.00	2.00	2.25	2.25	2.25	
Banco de Tailandia	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75	2.00	2.00	2.25	
Tipos de cambio y tasas de interés										
América	(cierre del periodo)									
Dólar canadiense (USDCAD)	1.26	1.29	1.27	1.26	1.25	1.25	1.22	1.22	1.25	
Dólar canadiense (CADUSD)	0.80	0.78	0.79	0.79	0.80	0.80	0.82	0.82	0.80	
Peso mexicano (USDMXN)	19.66	18.18	19.11	19.18	19.46	19.56	19.38	19.43	19.71	
Real brasileño (USDBRL)	3.31	3.31	3.15	3.25	3.25	3.30	3.30	3.35	3.35	
Peso colombiano (USDCOP)	2,986	2,794	2,900	2,900	2,900	2,950	2,950	3,000	3,050	
Sol peruano (USDPEN)	3.24	3.23	3.19	3.20	3.18	3.18	3.14	3.15	3.12	
Peso chileno (USDCLP)	615	604	608	602	595	592	589	587	584	
Europa										
Euro (EURUSD)	1.20	1.23	1.25	1.28	1.30	1.30	1.33	1.35	1.35	
Libra esterlina (GBPUSD)	1.35	1.40	1.40	1.42	1.47	1.48	1.48	1.50	1.50	
Asia y Oceanía										
Yen japonés (USDJPY)	113	106	108	110	110	110	110	108	105	
Dólar australiano (AUDUSD)	0.78	0.77	0.79	0.80	0.80	0.81	0.81	0.82	0.82	
Yuan chino (USDCNY)	6.51	6.28	6.30	6.30	6.30	6.20	6.20	6.10	6.10	
Rupia india (USDINR)	63.9	65.2	64.5	64.0	64.0	63.5	63.5	63.0	63.0	
Won coreano (USDKRW)	1,067	1,064	1,060	1,040	1,040	1,030	1,030	1,020	1,020	
Baht tailandés (USDTHB)	32.6	31.2	31.0	31.0	31.0	30.5	30.5	30.0	30.0	
Canadá (rendimiento, %)										
Bonos del Tesoro a 3 meses	1.06	1.15	1.25	1.55	1.80	2.05	2.30	2.30	2.50	
2 años, Canadá	1.69	1.78	1.90	2.10	2.30	2.40	2.50	2.55	2.60	
5 años, Canadá	1.87	1.97	2.10	2.25	2.45	2.55	2.60	2.65	2.70	
10 años, Canadá	2.05	2.09	2.25	2.40	2.50	2.60	2.65	2.70	2.75	
30 años, Canadá	2.27	2.23	2.40	2.60	2.70	2.80	2.85	2.90	2.95	
Estados Unidos (rendimiento, %)										
Bonos del Tesoro a 3 meses	1.38	1.70	1.85	2.05	2.30	2.30	2.55	2.60	2.80	
2 años, del Tesoro	1.88	2.27	2.40	2.55	2.70	2.80	2.95	3.00	3.05	
5 años, del Tesoro	2.21	2.56	2.65	2.75	2.90	2.95	3.00	3.10	3.15	
10 años, del Tesoro	2.40	2.74	2.85	2.95	3.00	3.05	3.10	3.15	3.25	
30 años, del Tesoro	2.74	2.97	3.00	3.15	3.20	3.25	3.30	3.35	3.40	

Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

Este documento ha sido elaborado por Scotiabank Economics como un recurso para los clientes de Scotiabank. Las opiniones, estimaciones y proyecciones que aquí se exponen son las nuestras a la fecha del presente y están sujetas a cambios sin previo aviso. La información y las opiniones incluidas en este documento provienen de fuentes consideradas confiables, pero no se ofrece ninguna declaración ni garantía, expresa o implícita, con respecto a su exactitud e integridad. Ni Scotiabank ni alguno de sus oficiales, directores, socios, empleados o empresas afiliadas asumen ninguna responsabilidad por cualquier pérdida derivada del uso de este documento o su contenido.

Esta publicación se elabora únicamente para fines informativos. Esta publicación no es, ni debe ser interpretada como una oferta para vender ni fue elaborada para hacer una oferta de compra de ningún instrumento financiero, ni deberá ser interpretada como una opinión que pudiera indicar que a usted le convendría efectuar un swap u operar en función de alguna otra estrategia con swaps conforme a lo definido en el reglamento 23.434 de la Comisión del Comercio en Futuros sobre Mercancía de los Estados Unidos (Commodity Futures Trading Commission) y su Anexo A. Este material no se ha diseñado pensando en sus necesidades y características individuales y específicas, y no debe ser considerado como un "llamado a la acción" o una sugerencia para que efectúe un swap u opere en función de una estrategia con swaps o cualquier otro tipo de transacción. Scotiabank podría participar en transacciones que resulten incongruentes con las opiniones planteadas en este documento y podría tomar posiciones, o estar en el proceso de adoptar posiciones aquí previstas.

Scotiabank, sus empresas afiliadas y cualquiera de sus oficiales, directores y empleados respectivos pueden ocasionalmente tomar posiciones en divisas, actuar como gerentes, cogerentes o suscriptores de una oferta pública o actuar como propietarios o agentes, operar, ser dueños o actuar como generadores de mercado o asesores, corredores o banqueros comerciales o de inversión con relación a los valores o derivados relativos. Como resultado de estas acciones, Scotiabank podría recibir cierta remuneración. Todos los productos y servicios de Scotiabank están sujetos a los términos de los contratos aplicables y reglamentaciones locales. Los oficiales, directores y empleados de Scotiabank y sus empresas afiliadas podrían desempeñar cargos de directores de empresas.

Cualquier valor mencionado en este documento podría no ser recomendable para todos los inversionistas. Scotiabank recomienda que los inversionistas evalúen de forma independiente a cualquier emisor y valor mencionado en la presente publicación, y que consulten con cualquiera de los asesores que estimen conveniente antes de realizar cualquier inversión.

Esta publicación y toda la información, opiniones y conclusiones contenidas en ella quedan protegidas por derechos de autor. No podrá reproducirse esta información sin el previo consentimiento por escrito de Scotiabank.

TM Marca de The Bank of Nova Scotia. Utilizada bajo licencia, donde corresponda.

Scotiabank, y "Banca y Mercados Globales", son los nombres comerciales utilizados para los negocios globales de banca corporativa y de inversión, y mercados de capital de The Bank of Nova Scotia y algunas de sus empresas afiliadas en los países donde operan, lo que incluye a Scotiabanc Inc.; Citadel Hill Advisors L.L.C.; The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York; Scotiabank Europe plc; Scotiabank (Ireland) Limited; Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V., Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., todos ellos miembros del Grupo Scotiabank y usuarios autorizados de la marca Scotiabank. The Bank of Nova Scotia es una sociedad de responsabilidad limitada constituida en Canadá y está autorizado y regulado por la Oficina del Superintendente de Instituciones Financieras de Canadá (OSFI). The Bank of Nova Scotia está autorizado por la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido y está sujeto a la reglamentación de la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido y regulado de manera limitada por la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido. Los detalles sobre el alcance de la reglamentación de la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido a The Bank of Nova Scotia están disponibles previa solicitud. Scotiabank Europe plc está autorizado por la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido y regulado por la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido y la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido.

Scotiabank Inverlat, S.A., Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., y Scotia Derivados, S.A. de C.V., están autorizados y reglamentados por las autoridades financieras mexicanas.

No todos los productos y servicios se ofrecen en todas las jurisdicciones. Los servicios descritos están disponibles únicamente en las jurisdicciones donde lo permita la ley.

Estrategia de renta fija (Londres)

www.gbm.scotiabank.com

© 2016, The Bank of Nova Scotia

Este material, su contenido, o cualquier copia del mismo no podrá alterarse de ninguna forma, ni ser transmitido, copiado o distribuido a otra parte sin el previo consentimiento expreso de Scotiabank™. Este material no ha sido preparado por un miembro del departamento de investigación de Scotiabank, su uso se limita exclusivamente para los sofisticados inversionistas institucionales, y este material no constituye una asesoría de inversiones ni alguna recomendación personal para invertir en un instrumento financiero o en una “investigación financiera” tal como lo define la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido o la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido. El presente documento ha sido proporcionado con fines informativos y de análisis únicamente. No debe tomarse una decisión de inversión basándose únicamente en el contenido de esta publicación. Este material no debe ser interpretado como una solicitud u oferta de compra o venta de instrumentos financieros, ni tiene en cuenta los objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de algún beneficiario. No pretende ofrecer asesoría legal, tributaria, contable ni de ninguna otra índole y los beneficiarios deberían obtener asesoría profesional específica de sus propios asesores legales, tributarios, contables u otros asesores profesionales antes de proceder a tomar una decisión. La información presentada en este material se basa en información públicamente disponible, y aunque ha sido recopilada u obtenida de fuentes que se consideran confiables, dicha información no ha sido verificada de manera independiente, por este motivo no se hace ninguna representación o garantía, expresa o implícita, con respecto a su fiabilidad, integridad o exactitud. La información presentada en este material relacionada con el desempeño comparativo (ya sea pasado o futuro) o desempeño proyectado (ya sea pasado o futuro) no es un indicador confiable de los rendimientos futuros.

Este material no va dirigido ni pretende dirigirse a las personas residentes o ubicadas en cualquier país donde la distribución de dicha información sea contraria a las leyes de dicho país. Scotiabank, sus directores, oficiales, empleados o clientes podrían, actualmente o de vez en cuando, participar en posiciones a largo o corto plazo en cualquier valor aquí previsto, y podrían comprar o vender dichos valores como propietarios o agentes en cualquier momento. Scotiabank también podría haber ofrecido u ofrecer servicios de banca de inversión, mercados de capital u otro tipo de servicios a las empresas previstas en este documento.

™ Marca de The Bank of Nova Scotia. The Bank of Nova Scotia cuenta con la autorización y reglamentación de la Oficina del Superintendente de Instituciones Financieras de Canadá. Scotiabank, junto con “Banca y Mercados Globales” es el nombre comercial utilizado para designar las actividades de banca corporativa y de inversión global y de mercados de capitales de The Bank of Nova Scotia y algunas de sus empresas afiliadas en los países donde operan, incluyendo Scotia Capital Inc., Scotia Capital (USA) Inc., Scotiabanc Inc.; Citadel Hill Advisors L.L.C.; The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York; Scotiabank Europe plc; Scotiabank (Irlanda) Limited; Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V., Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V. que son todos miembros del grupo Scotiabank y usuarios autorizados de la marca. The Bank of Nova Scotia es una sociedad de responsabilidad limitada constituida en Canadá. Scotia Capital Inc. es miembro del Canadian Investor Protection Fund (CIPF). Scotia Capital (USA) Inc. está registrado como corredor -operador autorizado de la Comisión de Valores y Bolsa y es miembro de la National Association of Securities Dealers (Asociación Nacional de Comerciantes de Títulos o NASD) y de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). The Bank of Nova Scotia, Scotia Capital Inc. y Scotiabank Europe plc están autorizados por la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido. The Bank of Nova Scotia y Scotia Capital Inc. están sujetos a la reglamentación de la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido y a la reglamentación limitada de la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido. Scotiabank Europe plc está autorizado por la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido y reglamentado por la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido y la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido. Los detalles sobre el alcance de la reglamentación de The Bank of Nova Scotia y Scotia Capital Inc. por parte de la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido están disponibles previa solicitud. Scotiabank Inverlat, S.A., Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., y Scotia Derivados, S.A. de C.V., están autorizados y reglamentados por las autoridades financieras mexicanas.

Estrategia cambiaria

Esta publicación ha sido elaborada por The Bank of Nova Scotia (Scotiabank) únicamente para fines de información y mercadeo. Las opiniones, estimaciones y proyecciones que aquí se exponen son las nuestras a la fecha del presente y están sujetas a cambios sin previo aviso. La información y las opiniones incluidas en este documento provienen de fuentes consideradas confiables, pero no se ofrece ninguna declaración ni garantía, expresa o implícita, con respecto a su exactitud e integridad, y ni la información ni los pronósticos deben considerarse como una afirmación por la cual Scotiabank o sus empresas afiliadas o cualquiera de sus empleados asume responsabilidad alguna. Ni Scotiabank ni cualquiera de sus empresas afiliadas acepta responsabilidad alguna por toda pérdida que surja de cualquier uso de esta información. Esta publicación no constituye una oferta ni fue elaborada para hacer una oferta de compra de las monedas aquí mencionadas. No debe interpretarse como una opinión que pudiera indicar que a usted le convendría efectuar algún swap u operar en función de una estrategia con swaps o cualquier otro tipo de transacción. La información general y de naturaleza educativa sobre finanzas, mercados y transacciones que aquí figura no pretende ser ni constituye una recomendación de alguna operación de swap o estrategia de operaciones con swaps, conforme a lo definido en la regulación 23.434 de la Comisión del Comercio en Futuros sobre Mercancía de los Estados Unidos (Commodity Futures Trading Commission) y su Apéndice A. Este material no se ha diseñado pensando en sus necesidades y características individuales y específicas, y no debe ser considerado como un "llamado a la acción" o una sugerencia para que efectúe un swap u opere en función de una estrategia con swaps o cualquier otro tipo de transacción. Usted debe saber que la manera en que implemente cualquiera de las estrategias descritas en esta publicación puede exponerlo a riesgos significativos, y evaluar por lo tanto cuidadosamente su capacidad para asumir dichos riesgos consultando con sus asesores financieros, legales, contables y fiscales o cualquier otro asesor profesional. Scotiabank, sus empresas afiliadas o sus oficiales, directores o empleados respectivos pueden ocasionalmente tomar posiciones en las monedas aquí mencionadas como propietarios o agentes, y pueden haber recibido remuneración como asesores financieros o suscriptores de alguna de las empresas indicadas. Los directores, oficiales o empleados de Scotiabank y sus empresas afiliadas pueden desempeñarse como directores de las empresas mencionadas. Todos los productos y servicios de Scotiabank están sujetos a los términos de los contratos aplicables y reglamentos locales. Esta publicación, y todas las informaciones, opiniones y conclusiones contenidas en la misma, están protegidas por derechos de autor. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta información, así como cualquier referencia a la misma y toda referencia a la información, opiniones y conclusiones que contiene esta publicación sin el consentimiento previo por escrito de Scotiabank.

TM Marca de The Bank of Nova Scotia, utilizada bajo licencia (donde corresponda). Scotiabank, junto con Banca y Mercados Globales, es el nombre comercial utilizado para designar las actividades de banca corporativa y de inversión global y de mercados de capitales de The Bank of Nova Scotia y algunas de sus empresas afiliadas en los países donde operan, que son todas miembros de Scotiabank y usuarios autorizados de la marca. The Bank of Nova Scotia es una institución constituida en Canadá con responsabilidad limitada y autorizada y reglamentada por la Oficina del Superintendente de Instituciones Financieras de Canadá. The Bank of Nova Scotia y Scotiabank Europe plc cuentan con la autorización de la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido. The Bank of Nova Scotia está sujeto a la reglamentación de la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido y a las limitaciones de la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido. Scotiabank Europe plc cuenta con la autorización de la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido y está reglamentado por la Autoridad de Conducta Financiera y la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido. Los detalles sobre el alcance de la reglamentación de The Bank of Nova Scotia por parte de la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido están disponibles previa solicitud. Scotiabank Inverlat, S.A., Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., y Scotia Inverlat Derivados, S.A. de C.V. están autorizados y reglamentados por las autoridades financieras mexicanas. No todos los productos y servicios se ofrecen en todas las jurisdicciones. Los servicios que se describen están disponibles solo en las jurisdicciones en las que la ley lo permite.