

Con más potencia

- Las fuentes de crecimiento económico global se están fortaleciendo y diversificando tanto dentro de los países como en las regiones.
- La solidez de la demanda entraña una reevaluación de las perspectivas de política monetaria en varios países, con la posibilidad de que más bancos centrales sigan pronto el rumbo de la Reserva Federal de Estados Unidos y empiecen a retirar el estímulo excepcional.

El impulso de la economía global sigue siendo fuerte, pese a la debilidad que de vez en cuando muestran los datos de algunos países (gráfico 1 y tabla 1). De hecho, el crecimiento es tan sólido que la atención del mercado se centra ahora en definir cuáles bancos centrales serán los próximos en seguir el camino de la Reserva Federal y endurecer su postura: es casi seguro que el Banco de Canadá actuará, seguido posiblemente del Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo (BCE). Cuando se produzca, el retiro del estímulo monetario tendrá probablemente grandes consecuencias para los mercados financieros. Hemos observado ya movimientos bruscos en los mercados de divisas y bonos de los países cuyos bancos centrales han adoptado un tono más restrictivo. Si bien es posible, claro está, que se intensifique la volatilidad mientras los mercados digieren la perspectiva de un menor apoyo de los bancos centrales, consideramos que este viraje monetario es una muy buena noticia. Indica que la recuperación económica es, ahora y finalmente, autosustentable y mucho menos dependiente de un respaldo excepcional de las políticas.

Las demás amenazas que se ciernen sobre el panorama son heterogéneas. Ahora parece obvio que Estados Unidos buscará modernizar el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), en vez de disolverlo. Sin embargo, el gobierno estadounidense contempla ahora también la imposición de aranceles al acero importado, aplicando una designación de seguridad al sector. De aprobarse en la legislación, estos aranceles podrían desatar grandes acciones de represalia capaces de provocar una guerra comercial. En América Latina, el clima político está también bastante agitado. Persisten los temores por un conflicto en la península coreana. Mientras tanto, los riesgos económicos están disminuyendo, a medida que la naturaleza cada vez más diversificada de la actividad en la mayoría de las economías avanzadas reduce el papel de los hogares y la política de estímulos como principales motores del crecimiento.

En **Canadá**, el crecimiento intertrimestral del PIB se aceleró a una velocidad inesperada de 3.7% en el primer trimestre. La actividad económica siguió estando impulsada en forma asimétrica por la demanda de consumo y la inversión residencial, pero el primer trimestre dio también señales tentativas de un fuerte repunte de la inversión de empresas. Esta ampliación incipiente de las fuentes de crecimiento del sector privado en momentos en que el gasto público en infraestructura debería intensificarse sustenta otro aumento de nuestra proyección de crecimiento de 2017 (a 2.7%), aproximadamente el doble del estimado del Banco de Canadá sobre el potencial de la economía. De concretarse, sería la tasa anual de crecimiento más alta desde el 3.1% de 2011 y convertiría a Canadá en uno de los países del mundo industrializado con más rápido crecimiento. Es probable que parte de esta demanda provenga de periodos futuros, al punto que prevemos una desaceleración marcada para el próximo año: disminuimos nuestra previsión de crecimiento para 2018 de 2.0% a 1.9%, porque creemos que la economía canadiense continuará su transición hacia una gama más durable de fuentes de crecimiento en los próximos años. La fortaleza de la demanda, así como los comentarios muchos más positivos del Banco de Canadá sobre el estado de la economía, nos llevan a creer que el ente rector incrementará las tasas de interés en 25bps el 12 de julio, movida que estará seguida de otros aumentos en el cuarto trimestre de este año y el primero del próximo año.

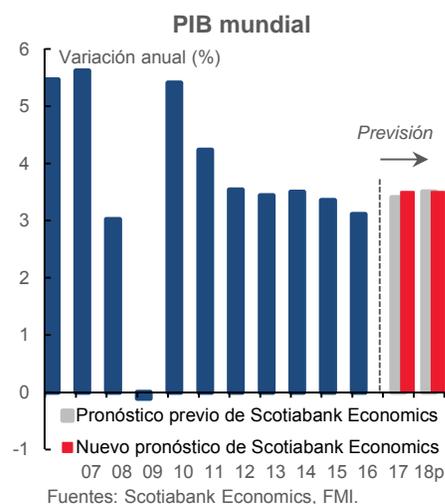
CONTACTOS

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

CONTENIDO

Introducción	1–3
Canadá	4–8
Provincias canadienses	9–10
Estados Unidos	11–15
Mercados de capitales y política monetaria de Estados Unidos y Canadá	16–20
México	21–22
Reino Unido	23–24
Eurozona	25–26
América Latina	27–34
Asia	35–40
Materias primas	41–44
Mercado de cambios	45–46
Tablas de pronósticos económicos	A1–A3

Gráfico 1



Mientras **Estados Unidos** se dirige hacia el octavo año de lo que ahora es su tercera expansión de más larga duración, se mantienen los fundamentos para un crecimiento sólido sostenido, aunque cualquier capacidad ociosa se está estrechando rápidamente dado que la economía está en pleno empleo. Nuestras previsiones solo han cambiado levemente con respecto al pronóstico de hace tres meses. Hemos eliminado casi la totalidad del muy limitado estímulo fiscal adicional que habíamos proyectado en 2017 y 2018, de acuerdo con nuestro análisis actual según el cual es poco probable que el gobierno federal estadounidense introduzca una reforma fiscal significativa o un mayor gasto en infraestructura en los próximos 18 meses. Al mismo tiempo, se han atenuado varios de los grandes riesgos para el panorama de Estados Unidos: el dólar estadounidense (USD) se ha debilitado, los rendimientos de los bonos se mantendrán en niveles bajos por más tiempo de lo esperado, las condiciones financieras se han suavizado considerablemente, los precios del petróleo están en un nivel inferior al previsto anteriormente y los riesgos asociados a las políticas comerciales están demostrando ser más ruido que nueces, poniendo con ello un menor freno de lo esperado a la inversión. Tomando en cuenta todos estos factores, hemos reducido solo levemente nuestras proyecciones de crecimiento para Estados Unidos desde nuestra última edición del *Panorama Global*, de 2.3% a 2.2% en 2017, y de 2.4% a 2.2% en 2018. El crecimiento sigue contando con el respaldo del sólido mercado laboral, el aumento del consumo, la recuperación de los gastos de capital y una cierta mejora de las condiciones externas, factores que en su conjunto deberían compensar el desempeño relativamente tenue del primer trimestre. Debido a la fortaleza sostenida de la recuperación y lo que percibimos como un sesgo restrictivo por parte de la Fed, prevemos un incremento más de las tasas de interés este año en diciembre, seguido de dos más en 2018.

En **América Latina**, cabe esperar que el desempeño económico se vea muy afectado por el clima político. En **México**, la evolución de las negociaciones del TLCAN y las elecciones de 2018 tendrán un gran impacto en la situación de la economía. Gracias a las reformas estructurales, grandes oportunidades de inversión se han abierto en el país, pero si el presidente electo en julio de 2018 no pretende darles curso, se podrían perder oportunidades importantes y el crecimiento acusaría el golpe. En **Chile**, la economía ha sufrido una fuerte desaceleración a raíz de la corrección del precio del cobre, pero parte del frenazo se ha generado internamente. La inversión ha disminuido también por la inflación de costos (alimentada parcialmente por las regulaciones), la reforma fiscal que incrementó los impuestos para las empresas en 25% y la eliminación de ciertas exenciones fiscales que antes protegían las inversiones. Tras las elecciones presidenciales de noviembre de 2017, podríamos ver cambios positivos y negativos para las perspectivas de crecimiento del país, pues las grandes plataformas electorales están aún en definición. En **Colombia**, habrá elecciones presidenciales en mayo de 2018 y, aunque todavía no se conocen los candidatos, es posible que el voto tenga un impacto en los acuerdos de paz entre el gobierno y la guerrilla, así como efectos generales sobre las políticas. En **Perú**, la posición del gobierno en el poder legislativo es muy débil, lo que ha dificultado las reformas e incluso complicado la tarea básica de administración del gobierno y la ejecución de los proyectos de infraestructura. Si el gobierno no consigue cambiar la dinámica política, ya sea con una reorganización del gabinete u otra estrategia, es probable que el crecimiento económico se desacelere por la implementación deficiente del gasto público y la poca confianza del sector privado. En **Brasil**, el resultado de la campaña de reformas del gobierno actual, que incluye la revisión del sistema de pensiones, determinará si el país logra mantener la confianza de los inversionistas tanto en la deuda pública como en las nuevas inversiones en activos reales. Los balances de Brasil en el sector público y privado siguen estando sobrecargados, de modo que es importante mantener el apoyo extranjero para que la reactivación económica pueda cobrar vigor.

En la **eurozona**, los indicadores de los principales sondeos son sumamente sólidos y dan a entender que el crecimiento del PIB seguirá acelerándose en el resto de 2017. En teoría, la relación entre el producto y los indicadores de sondeos implica que el crecimiento del PIB podría aproximarse, al cierre del año, a una tasa intertrimestral de 1%, con una tasa interanual cercana a 3%. A su vez, ello se traduciría en una tasa de crecimiento promedio anual de 2.25% a 2.5%. Sin embargo, el consenso de analistas y el BCE prevén un crecimiento interanual de 2% o menos. Estas perspectivas prudentes obedecen quizá a las dudas sobre la magnitud en que los altos resultados de los sondeos se reflejarán realmente en los datos cuantificables de la actividad, particularmente por el comportamiento intermitente que ha tenido hasta ahora la recuperación de la eurozona. Por nuestra parte, tendemos más a considerar el “vaso medio lleno” y prevemos una tasa de crecimiento promedio anual

Tabla 1 – PIB real mundial

	2000–15	2016	2017p	2018p
	(variación porcentual anual)			
Mundo (con base en la paridad del poder adquisitivo)	3.9	3.1	3.5	3.5
Canadá	2.2	1.5	2.7	1.9
Estados Unidos	1.9	1.6	2.2	2.2
México	2.4	2.3	2.0	2.5
Reino Unido	1.8	1.8	1.6	1.2
Eurozona	1.2	1.6	2.2	2.0
Alemania	1.2	1.7	1.8	1.7
Francia	1.3	1.2	1.4	1.6
Rusia	4.6	-0.2	1.2	1.4
China	9.8	6.7	6.6	6.1
India	7.0	7.6	7.1	7.8
Japón	0.9	1.0	1.2	0.8
Corea	4.4	2.8	2.8	2.7
Indonesia	5.6	5.0	5.3	5.5
Australia	3.0	2.5	2.4	2.7
Tailandia	4.2	3.2	3.2	3.2
Brasil	3.4	-3.6	0.3	2.5
Colombia	4.3	2.0	1.9	2.2
Perú	5.3	3.9	2.5	3.7
Chile	4.3	1.6	1.6	2.6

de 2.2% en términos interanuales, el doble del crecimiento del producto potencial, lo que representaría un desempeño muy robusto para la unión monetaria.

Las perspectivas para el **Reino Unido** se han moderado desde el inicio del año. En particular, el PIB del primer trimestre fue mucho más débil de lo previsto (tasa intertrimestral de apenas 0.2%) y los indicadores a futuro dan a entender que es poco probable que el crecimiento mejore el resto del año. De hecho, los factores que provocaron esta desaceleración aguda del PIB en el primer trimestre se están intensificando, lo que implica que los vientos cruzados embestirán con más fuerza a medida que avanza el año.

Por último, la economía de **China** está dando las primeras señales de una nueva desaceleración del crecimiento después de un periodo de fortaleza impulsada por los estímulos. En los últimos trimestres, la actividad económica ha estado sustentada por un cuantioso gasto público en activos fijos, especialmente infraestructuras. La desaceleración se está tornando palpable en el sector industrial, según arrojan los datos un tanto más tenues de los indicadores de alta frecuencia, como la producción de acero y electricidad y la confianza de empresas. Creemos que el gobierno chino continuará inyectando un estímulo fiscal considerable para que la trayectoria de crecimiento económico corresponda con el nivel necesario para mantener la armonía social. China va en camino de cumplir la meta oficial de crecimiento de “aproximadamente 6.5%” en 2017, considerando que prevemos una expansión del producto de 6.6% este año. En 2018, la economía continuará posiblemente su transición hacia una trayectoria de avance más sustentable, con un crecimiento interanual del PIB real de 6.1%.

Canadá

- El crecimiento económico canadiense sigue dependiendo mucho del consumo y la vivienda, pero por fin vemos las primeras señales de una diversificación de estas fuentes de crecimiento y de la contribución de la inversión de empresas.
- Después de un primer trimestre robusto, el crecimiento del PIB real de 2017 debería ascender a 2.7%, muy por encima del 2.0% que previmos a principios de año. Parte de esta demanda proviene probablemente de 2018, por lo que creemos que la expansión se moderará a una tasa de 1.9% el próximo año, a medida que la actividad se reorienta para aprovechar las fuentes más equilibradas y sustentables de la inversión y el comercio, así como el aumento del gasto público en infraestructura.
- No nos preocupa el impacto que puedan tener en la actividad económica canadiense las incertidumbres sobre la política comercial estadounidense, pese al lenguaje a veces belicoso de Washington.

NUEVOS FOCOS DE CRECIMIENTO

El crecimiento intertrimestral del PIB se aceleró a una velocidad inesperada de 3.7% en el primer trimestre. La actividad económica siguió estando impulsada en forma asimétrica por la demanda de consumo y la inversión residencial, pero el primer trimestre dio también señales tentativas de un fuerte repunte de la inversión de empresas. Esta ampliación incipiente de las fuentes de crecimiento del sector privado en momentos en que el gasto público en infraestructura debería intensificarse sustenta otro aumento de nuestra proyección de crecimiento para 2017 (a 2.7%), aproximadamente el doble del estimado del Banco de Canadá sobre el potencial de la economía. De concretarse, sería la tasa anual de crecimiento más alta desde el 3.1% de 2011 y convertiría a Canadá en uno de los países del mundo industrializado con más rápido crecimiento. Es probable que parte de esta demanda provenga de periodos futuros, al punto que prevemos una desaceleración marcada para el próximo año: disminuimos nuestra proyección de crecimiento para 2018 de 2.0% a 1.9%, porque creemos que la economía canadiense continuará su transición hacia una gama más durable de fuentes de crecimiento en los próximos años.

UN CONSUMIDOR TODAVÍA OPTIMISTA

El crecimiento interno sigue siendo muy (demasiado) dependiente de los hogares: el gasto de consumo real y la inversión residencial crecieron a una tasa anualizada de más de 5% en los tres primeros meses del año, su mejor desempeño en casi una década. En conjunto, los dos sectores representan un porcentaje récord del PIB: 66% (gráfico 1). Sin embargo, al mismo tiempo, las fuentes de crecimiento comienzan a diversificarse: en abril, nuestro índice de difusión de los componentes del PIB canadiense llegó a su nivel más alto desde 2013 (gráfico 2).

La confianza, los ingresos y el gasto se ven estimulados por el mercado laboral sólido y las tasas de interés, que se encuentran en sus mínimos históricos. Este año, el crecimiento del empleo ha sido de un promedio de casi 30,000 nuevos puestos de trabajo al mes, el ritmo de contratación más rápido en una década (gráfico 3). La tasa de desempleo se aproxima a un mínimo cíclico de 6.6% (o apenas 5.5% cuando se mide con la metodología estadounidense que da la tasa actual de 4.3% que exhibe este país) en momentos en que el índice de empleo en edad de máximo rendimiento-población está casi en máximos sin precedentes (gráfico 4). El avance reciente del empleo ha estado abrumadoramente dominado por la creación de puestos remunerados a tiempo completo, cada vez más

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

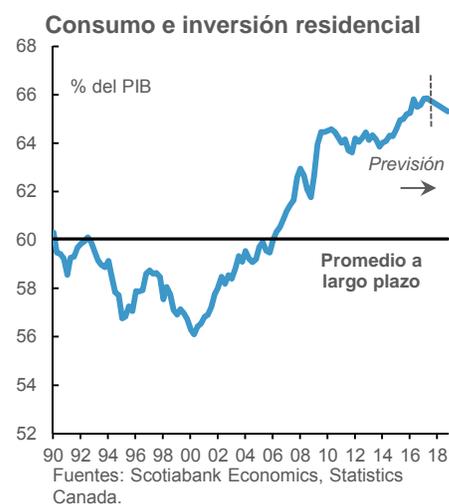
Adrienne Warren

416.866.4315
 Scotiabank Economics
adrienne.warren@scotiabank.com

Mary Webb

416.866.4202
 Scotiabank Economics
mary.webb@scotiabank.com

Gráfico 1



distribuidos entre sectores económicos y regiones, señal inequívoca de mejora de la confianza de las empresas.

El aumento del patrimonio de los hogares brinda también un apoyo adicional, especialmente en el sector vivienda, en que el poquísimo interés deducible incentiva a los canadienses a reembolsar las hipotecas e incrementar su valor neto más rápidamente que los estadounidenses. Solo el año pasado, los hogares canadienses ganaron más de CAD 300,000 millones en valor neto con la revalorización del precio de la vivienda. Suponiendo, con un enfoque conservador, que cada dólar de riqueza inmobiliaria incrementa el gasto de los hogares en cinco centavos, el aumento del valor neto de la vivienda estaría contribuyendo en más de un punto porcentual a la tendencia subyacente del gasto de consumo. Las compras de artículos costosos son las más favorecidas, al punto que las ventas de automóviles y los gastos en renovaciones domésticas se encuentran en máximos sin precedentes.

Los comerciantes minoristas y establecimientos de hotelería y ocio están también aprovechando la demanda sólida de servicios turísticos ahora que la debilidad del dólar canadiense atrae a un número creciente de turistas extranjeros y disminuye los viajes de los canadienses al sur de la frontera. El gasto en turismo, ajustado a la inflación, creció en 5% en los 12 meses anteriores al primer trimestre de 2017, gracias tanto a los canadienses como a los viajeros internacionales.

A largo plazo, los fundamentos del consumo son generalmente favorables. La confianza del consumidor sigue siendo alta, con una gran disposición para hacer compras grandes. El estrechamiento del mercado laboral ha de impulsar la actualmente moribunda tasa de crecimiento de los salarios. Los hogares de menores ingresos podrían recibir también un apoyo adicional en varias provincias con el incremento decretado del salario mínimo, cosa que debería sustentar aún más el consumo.

Aun así, preveemos una moderación del gasto de consumo en el futuro, a medida que el estímulo que generó la introducción de la asignación canadiense para niños el año pasado se va disipando y los mercados de la vivienda de Toronto y Vancouver dejan de ser siempre una apuesta segura. El crecimiento del crédito no hipotecario se ha desacelerado recientemente, señal alentadora de que los hogares están siendo más prudentes a la hora de solicitar nuevos créditos debido a su nivel récord de endeudamiento. En promedio, el crecimiento del consumo real debería avanzar a la par del crecimiento del ingreso real, de alrededor de 2%, en el segundo semestre de 2017 y el próximo año.

ALZA DE LAS TASAS DE INTERÉS, PERO CON BALANCES SÓLIDOS DE LOS HOGARES

Mientras el Banco de Canadá se dirige hacia la normalización de su política monetaria, el incremento moderado de las tasas de interés y los rendimientos de los bonos constituye otro obstáculo para el crecimiento de la demanda de consumo. Un aumento de 100 bps de la tasa de interés efectiva sobre la deuda hipotecaria y no hipotecaria de los hogares, elevaría (si se mantienen las mismas condiciones) el coeficiente canadiense agregado de servicio de la deuda de los hogares de su nivel actual de 14.2% del ingreso personal disponible a cerca de 16%, casi dos desviaciones estándar por encima del promedio de 26 años. El efecto sería aún más fuerte en Toronto y Vancouver, donde el coeficiente promedio de servicio de la deuda es sumamente más alto. Cabe esperar que el costo adicional que implicará para los hogares el pago de los créditos reduzca parte de sus gastos discrecionales.

En general, sin embargo, los hogares canadienses están en capacidad de hacer frente al incremento gradual, aunque ahora más inminente, de las tasas de interés que anticipamos en nuestro horizonte de previsión. Los créditos hipotecarios representan dos tercios de la deuda de los hogares en el mercado crediticio. Dado que la mayoría de estas hipotecas

Gráfico 2

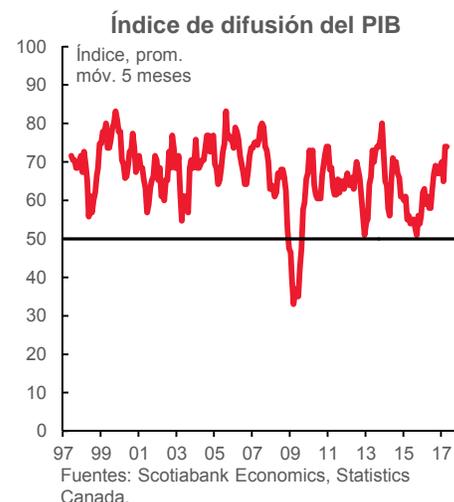


Gráfico 3

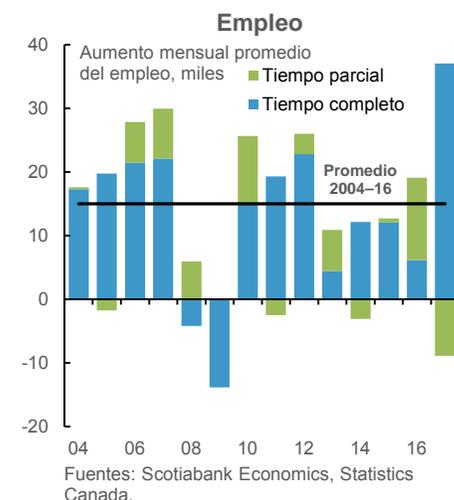


Gráfico 4



son a tasa de interés fija, los deudores solo se verán afectados gradualmente por el aumento de las tasas en el mercado. Además, en vista de la gran revalorización de la vivienda, especialmente en los lugares donde los precios han crecido con más rapidez, muchos hogares deberían poder recurrir a diversas opciones de refinanciamiento para atender cualquier necesidad inmediata de flujo de caja, si lo requieren. El requisito macroprudencial que ahora deben cumplir los deudores para obtener financiamiento a la tasa hipotecaria a cinco años más elevada del mercado ha contribuido también a la acumulación de un cierto colchón financiero en los hogares.

Asimismo, según otros parámetros de evaluación del balance general, el nivel de vulnerabilidad financiera es menor del que podría inferirse solo con los coeficientes de servicio de la deuda. El índice de ahorros de los hogares, de aproximadamente 4.5%, coincide con el promedio del ciclo y tiene espacio para disminuir frente a cualquier necesidad de liquidez. El activo de los hogares excede el pasivo en una proporción de seis a uno, brindando así otra fuente potencial de fondos adicionales. Por otro lado, creemos que el aumento de las tasas de interés estará acompañado, al menos parcialmente, por un incremento paralelo de los ingresos.

LOS MERCADOS DE LA VIVIENDA DEBERÍAN MANTENER SU SOLIDEZ

La demanda de viviendas sigue siendo sólida y las probabilidades de una corrección son pocas debido a la oferta todavía limitada que hay en Vancouver y Toronto y los indicios de propagación de este exceso de demanda a otros mercados como Calgary, Ottawa y Montreal. La demanda de viviendas en las principales ciudades de Canadá se ve aún respaldada por las tasas altas de migración internacional y de migración intra e inter-provincial, el fuerte crecimiento que se está extendiendo a todas las provincias, la entrada de capital extranjero y las todavía bajas tasas de interés. El alza de las tasas de interés que a la que ahora ha de proceder el Banco de Canadá en 2017–18 no alterará mucho este panorama. Según los pronósticos, la construcción de nuevas viviendas totalizará unas 200,000 unidades este año, por la fuerte demanda de permisos y el nivel relativamente bajo de inventarios no vendidos. Ya podemos comprobar que las medidas dirigidas a enfriar la demanda de viviendas de lujo en la zona continental del sur de Columbia Británica solo han tenido un efecto pasajero. En cuanto al plan de disponibilidad justa de viviendas que adoptó Ontario, todavía es muy pronto para saber si logrará debilitar de manera duradera la aceleración de los precios en el mercado de Toronto si no se acompaña de otras medidas para incrementar la oferta. En resumen, seguimos previendo que el sector vivienda sumará unos 0.3 ppts al crecimiento del PIB este año, su mayor contribución desde 2012.

El bajo costo actual del crédito, el crecimiento robusto del empleo y la sólida formación de hogares (gracias a las cifras altas de inmigración) deberían seguir sustentando la demanda de viviendas hasta 2018. Sin embargo, el aumento gradual del costo del crédito, el endurecimiento macroprudencial y la poca asequibilidad que existe en los mercados canadienses de precios más altos han de terminar provocando una cierta desaceleración de las ventas de viviendas y de su apreciación el próximo año. Como resultado, el año 2018 sería el primero desde 2009 en que la inversión residencial lastre el crecimiento.

LA REACTIVACIÓN DE LA MANUFACTURA IMPULSA LA INVERSIÓN

El fortalecimiento de la demanda en Estados Unidos, destino de casi 60% de la producción manufacturera canadiense, así como en Canadá elevó los envíos manufactureros no automotores en una tasa interanual de 8% hasta el mes de abril. Es el mejor desempeño en casi siete años y el doble de la tasa de crecimiento récord que se había registrado desde el principio de la actual expansión económica hasta mediados de 2014.

Tabla 1 — Pronósticos trimestrales para Canadá

	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2e	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Económicos												
PIB real (intertrimestral, variación porcentual anual)	2.8	-1.4	4.2	2.7	3.7	2.5	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
PIB real (interanual, variación porcentual)	1.3	1.1	1.5	2.0	2.3	3.3	2.8	2.6	2.2	2.0	1.8	1.8
Precios al consumidor (interanual, variación porcentual)	1.5	1.6	1.2	1.4	1.9	1.5	1.7	1.7	1.7	1.9	2.1	2.1
IPC, excepto alimentos y energía (% variación interanual)	1.7	2.0	2.0	1.8	2.0	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7	1.9	1.9
Promedio de nuevos IPC subyacentes (% variación interanual)	1.8	2.0	1.8	1.7	1.6	1.3	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7	1.8
Financieros												
Dólar canadiense (USDCAD)	1.30	1.29	1.31	1.34	1.33	1.30	1.30	1.28	1.28	1.27	1.25	1.25
Dólar canadiense (CADUSD)	0.77	0.77	0.76	0.74	0.75	0.77	0.77	0.78	0.78	0.79	0.80	0.80
Tasa interbancaria del Banco de Canadá (%)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.25	1.25	1.25
Bonos del Tesoro a 3 meses	0.45	0.49	0.53	0.45	0.55	0.71	0.90	1.10	1.30	1.30	1.25	1.25
2 años, Canadá	0.54	0.52	0.52	0.75	0.75	1.10	1.20	1.30	1.35	1.40	1.45	1.50
5 años, Canadá	0.68	0.57	0.62	1.11	1.12	1.39	1.50	1.65	1.75	1.85	1.90	2.00
10 años, Canadá	1.23	1.06	1.00	1.72	1.63	1.76	1.85	2.00	2.10	2.25	2.40	2.50
30 años, Canadá	2.00	1.72	1.60	2.31	2.30	2.15	2.20	2.40	2.50	2.60	2.70	2.80

Esperamos que este avance sólido tome todavía más impulso en el segundo semestre de 2017, ya que el crecimiento de los pedidos se ha acelerado a una tasa interanual de dos dígitos y está superando la expansión de la producción (gráfico 5). Los pedidos acumulados en espera de procesamiento en las plantas canadienses se encuentran también en niveles récord para la expansión actual, lo que permite suponer que en todo 2017 continuará el buen desempeño industrial que se había observado hasta ahora este año. De hecho, la actividad industrial canadiense ha repuntado significativamente en los últimos meses y encabeza ahora el crecimiento entre los países del G7.

Los datos históricos indican que los pedidos industriales de Canadá tienden a responder a la evolución de la economía de Estados Unidos, pero con más volatilidad. Ahora bien, si examinamos la serie histórica del promedio móvil de seis meses de pedidos manufactureros canadienses, es evidente que las grandes reversiones en la tendencia de los nuevos pedidos canadienses se producen casi al mismo tiempo que en Estados Unidos. Esto implica que es posible que durante el resto de 2017 continúe el avance sólido de la actividad industrial, especialmente porque el aumento de los pedidos está superando el crecimiento del producto en ambos países (gráfico 5 nuevamente).

Los rubros de maquinaria, computadoras y equipos electrónicos son los que más están impulsando la actividad industrial en Canadá. Estos sectores representan casi el 30% del total de envíos manufactureros y, desde el inicio del año, los pedidos se han disparado en casi 20% en comparación con el mismo periodo de 2016. Son también algunos de los sectores más orientados a la exportación de la industria canadiense y ya vienen operando a plena capacidad por algún tiempo. La tasa de utilización manufacturera de toda la economía se incrementó en 1.5 ppts en los primeros meses de 2017, su mayor avance durante el mismo periodo en seis años. Esto debería elevar a su vez los gastos de capital, normalmente con un desfase de dos trimestres con respecto al crecimiento de las exportaciones en los sectores orientados al comercio. El aumento de 13% que ha tenido la demanda de maquinaria industrial y metalúrgica en lo que va del año (la aceleración más rápida desde 2011) da a entender que ya ha comenzado esta recuperación de las inversiones. Si se desarrolla por completo, este volumen de inversión comenzaría a revertir el parón que han mostrado los gastos de capital estos últimos años, incluso aunque perduren las dudas sobre el futuro de la política comercial.

POLÍTICA FISCAL: MÁS GASTO, PERO MENOS DÉFICIT

En todos los niveles de gobierno, el gasto corriente y de capital debería seguir contribuyendo en unos 0.4 ppts al crecimiento del PIB real en los años calendario 2017 y 2018. Con respecto al déficit previsto de Ottawa para los ejercicios fiscales 2018 y 2019 (AF18 y AF19), prevemos ahora que el PIB real y el deflactor de precios del PIB terminen siendo más elevados que en las proyecciones utilizadas en el presupuesto federal del pasado mes de marzo, gracias al mayor crecimiento de lo esperado de los ingresos federales en el ejercicio fiscal 2016-17 (AF17). En consecuencia, el déficit federal para el AF18 y AF19 debería situarse ahora en un promedio de CAD 20,000 millones, excluyendo el ajuste por riesgo de CAD 3,000 millones que contempló el gobierno, lo que representa una mejora con relación al déficit de CAD 25,000 millones previsto anteriormente. Esto reafirma nuestra expectativa según la cual el déficit acumulado del gobierno federal, incluso con el ajuste por el riesgo, debería estabilizarse en apenas poco más de 30% del PIB en los próximos dos años.

Aunque la distribución del gasto federal canadiense puede evolucionar según la coyuntura, como ocurrió recientemente con el anuncio de medidas compensatorias para los productores de madera blanda, suponemos que el nivel general de gasto se mantendrá como está previsto en el presupuesto federal de marzo. El gasto en infraestructura está repuntando, pero se corre el riesgo de que se implemente más lentamente de lo esperado, especialmente en la fase 2 del plan del gobierno, que de todas formas debería acelerarse en el AF19.

En la mayoría de las provincias, los superávits previstos o la reducción del déficit deberían traducirse, llegado el AF19, en un incremento de la deuda que en realidad obedecerá más a una aceleración del gasto de capital que a déficits operativos.

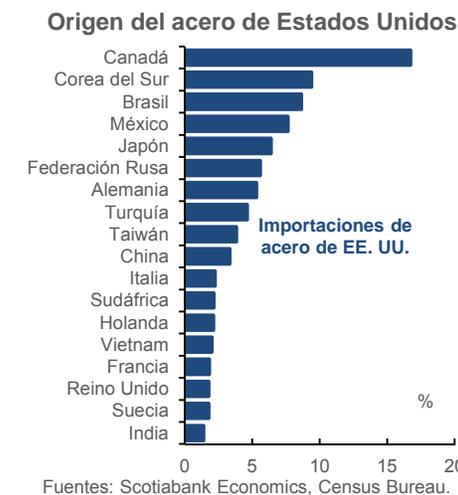
SE MANTIENEN LOS RIESGOS EXTERNOS, PERO PARECEN MENOS AGUDOS

Nos mantenemos relativamente tranquilos con respecto a los riesgos que enfrenta Canadá por los posibles cambios de la política comercial de Estados Unidos. La carta que envió el 18 de mayo el representante de comercio, Robert Lighthizer, al Congreso estadounidense para notificar la

Gráfico 5



Gráfico 6



intención de la administración Trump de comenzar la renegociación del TLCAN incluyó un conjunto de prioridades bastante inofensivo y reforzó aún más nuestra expectativa de un ajuste o modernización del tratado en vez de una revolución o disolución. Ante el inicio de las conversaciones formales a finales de agosto, los gobiernos de los tres países del TLCAN han emprendido procesos de consulta con sus partes interesadas nacionales para definir las prioridades de negociación. Todo parece indicar que el deseo es que las conversaciones concluyan con armonía. Sin embargo, ni Canadá ni México están bajo presión para lograr un acuerdo a cualquier precio y, si las negociaciones no terminan para fines de este año, la campaña de las elecciones presidenciales mexicanas, a celebrarse en julio de 2018, podría diferir el proceso hasta fines del próximo año.

El conflicto actual sobre la madera blanda debería tener un impacto limitado en la macroeconomía canadiense (el sector representa solo el 1% del PIB), pero podría tener efectos específicos en los productores y sus comunidades. La industria de construcción residencial de Estados Unidos necesita cada tronco de madera canadiense que pueda obtener. Si no se logra un nuevo acuerdo sobre el comercio de madera blanda que imponga cuotas para recortar el 30% aproximado de participación de Canadá en el mercado estadounidense, el costo final de los aranceles preliminares que ha aplicado el gobierno de Trump a las importaciones canadienses terminará, en última instancia, recayendo en los consumidores de Estados Unidos en vez de los exportadores de Canadá.

La investigación comercial que el pasado mes de abril el presidente Trump ordenó hacer a China y otros exportadores de acero barato al mercado estadounidense presentará sus conclusiones en cualquier momento. La investigación se llevó a cabo por motivos de "seguridad nacional", pero los cinco principales proveedores de acero de Estados Unidos, que en conjunto suministran prácticamente todo el acero que importa el país, son todos aliados americanos: Canadá, Corea del Sur, Brasil, México y Japón (gráfico 6). En contraste, China provee solo el 3.5% del acero importado, lo que la coloca apenas en décimo lugar de la lista de proveedores, en parte porque el acero chino ya está sujeto a una serie de penalidades que han desacelerado el comercio. Aunque de todos los países Canadá es el más expuesto a una posible decisión de Estados Unidos de imponer aranceles o cuotas a todas las importaciones de acero, es poco probable que se adopte una medida así por el rechazo inevitable que provocaría en varios de los principales aliados americanos.

Por último, creemos que la reforma fiscal estadounidense plantea pocos riesgos inmediatos para Canadá. Si bien no se descarta que el tema del impuesto fronterizo vuelva a figurar en las discusiones del Congreso, consideramos muy poco probable que se adopte en la legislación. Sí resulta algo más probable, en cambio, que se llegue a una especie de acuerdo sobre la reducción de los impuestos corporativos que, aunado a las medidas de tarificación del carbono introducidas por Canadá, podría poner a las empresas canadienses en desventaja competitiva a largo plazo.

Tabla 2 — Canadá

	2000-15	2016	2017p	2018p
	[Variación porcentual anual, salvo cuando se indica lo contrario]			
PIB real	2.2	1.5	2.7	1.9
Gasto de consumo	2.9	2.3	3.0	1.8
Inversión residencial	3.8	3.0	3.6	-1.4
Inversiones de empresas	2.7	-7.8	-0.3	3.2
Gasto público	2.2	1.8	2.0	2.0
Exportaciones	1.3	1.0	1.8	3.7
Importaciones	3.1	-0.9	2.1	2.7
PIB nominal	4.4	2.1	5.2	3.9
Deflactor del PIB	2.2	0.6	2.4	2.0
Índice de Precios al Consumidor (IPC)	2.0	1.4	1.7	1.9
IPC subyacente	1.6	1.9	1.7	1.8
Utilidades corporativas antes de impuestos	3.9	-4.5	25.0	5.0
Empleo	1.4	0.7	1.5	0.9
Tasa de desempleo (%)	7.1	7.0	6.6	6.5
Balanza por cuenta corriente (CAN\$, miles de millones)	-13.9	-67.0	-47.8	-37.4
Balanza comercial (CAN\$, miles de millones)	28.2	-26.0	0.0	7.5
Saldo presupuestario federal (CAN\$, miles de millones)	-2.9	-1.0	-22.0	-24.5
porcentaje del PIB	-0.2	0.0	-1.1	-1.1
Construcción de viviendas (miles)	199	198	202	190
Ventas de vehículos automotores (miles)	1,639	1,949	2,000	1,980
Producción industrial	0.5	-0.3	3.8	1.5
Petróleo WTI (US\$/barril)	64	43	51	53
Gas natural Nymex (US\$/millones de btu)	5.09	2.55	3.10	2.95

Provincias canadienses

EXPANSIÓN REGIONAL SÓLIDA DE COSTA A COSTA

- El producto, el empleo y los ingresos de 2017 se han revisado al alza en todo Canadá. Para 2018, se prevé un avance más moderado.
- Por primera vez desde el ejercicio fiscal 2007-08 (AF08) se espera un superávit combinado en las siete provincias consumidoras netas de petróleo para el ejercicio fiscal recién finalizado.

Como reflejo de la expansión más fuerte que se prevé para este año, siete provincias están registrando un aumento interanual del empleo en el sector privado desde el inicio del año, con un incremento de los puestos de trabajo a tiempo completo en seis jurisdicciones. Columbia Británica encabeza la creación de empleos en el sector privado por segundo año consecutivo, seguida de un avance considerable en el centro de Canadá, lo que está acelerando el crecimiento de la remuneración semanal en estas provincias después del alza débil de los salarios de 1.1% que tuvo lugar en 2016. Saskatchewan y Alberta (esta última gracias a las labores de reconstrucción tras los incendios forestales) comienzan a recuperar parte de los 88,000 puestos a tiempo completo que perdieron entre el segundo trimestre de 2015 y el cuarto trimestre de 2016. En 2018, cabe esperar que la tasa de desempleo anual del centro de Canadá, Nueva Escocia y la Isla del Príncipe Eduardo sea inferior a la tasa que tenían en 2007 a principios de la recesión, incluso con la moderación prevista de la generación de empleo el próximo año.

El turismo y el aumento del ingreso de los hogares están sustentando el crecimiento sano de las ventas minoristas en las provincias consumidoras netas de petróleo, mientras las ventas se recuperan también en Alberta y Saskatchewan (gráfico 1). En cambio, en Terranova y Labrador, el crecimiento interanual de las ventas ha bajado, porque han disminuido los puestos de remuneración más alta ahora que los proyectos de explotación de recursos están finalizando. Columbia Británica y Quebec se destacan en 2017 por el alivio que han brindado a los consumidores al reducir las contribuciones a la atención sanitaria. En 2018, cuando las seis provincias más pequeñas adopten sus marcos ajustados de tarificación pancanadiense del carbono y las tarifas de los servicios públicos se aproximen cada vez más a una cobertura completa de los costos, el ingreso de los hogares disponible para compras discrecionales debería irse reduciendo.

A medida que las nuevas construcciones residenciales se enfrían en los próximos 18 meses pese al repunte del gasto en viviendas asequibles, la aceleración prevista de la inversión en infraestructuras en el marco de diversos programas de las provincias, así como la implementación de la fase 1 del plan federal de desarrollo de infraestructuras, servirán de importante contrapeso. Además, la inversión en petróleo y gas, cuyo porcentaje del gasto de capital total de la industria se redujo en casi la mitad (a 15%) el año pasado, está entrando en una trayectoria de larga recuperación, con un aumento previsto de más de 10% en 2017. Después del revés que sufrieron en 2016 a causa de los incendios forestales del mes de mayo, las exportaciones de petróleo del oeste de Canadá a Estados Unidos deberían repuntar este año, intensificando con ello la demanda de capacidad de transporte del crudo por oleoductos hasta los mercados (gráfico 2).

Para la mayoría de las provincias, se prevé un fortalecimiento sostenido de la inversión no energética hasta 2018, que será en parte resultado de la expansión del transporte y otras actividades de servicios para productores de bienes y de la aceleración de los sectores de hotelería, ocio y arte a raíz de la celebración de los 150 años de Canadá. Otro factor decisivo es el avance importante de la tecnología digital y las tecnologías de la información en varias regiones, así como la demanda continua de servicios de apoyo empresarial.

OTRA VEZ CON SALDO POSITIVO

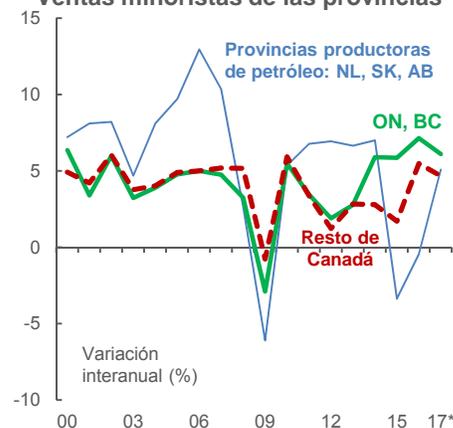
En el ejercicio fiscal 2017, el superávit final más alto de lo previsto de Columbia Británica, el saldo positivo importante que arrojan los datos mensuales de Quebec y la reducción considerable del déficit de Ontario se traducen en un superávit combinado de más de

CONTACTOS

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

Gráfico 1

Ventas minoristas de las provincias



* Enero-abril 2017. Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada.

Gráfico 2

Exportaciones de petróleo del oeste de Canadá a Estados Unidos



Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada, EIA, Bloomberg.

\$ 2,000 millones para las siete provincias consumidoras netas de petróleo (gráfico 3). Asimismo, las revisiones al alza del crecimiento que registraron estas mismas provincias en el año calendario 2017 convertirán posiblemente el pequeño déficit combinado que se contempla en los presupuestos del AF18 en un superávit agregado, aunque inferior al saldo del AF17. El déficit combinado de las tres grandes provincias productoras de petróleo debería comenzar a disminuir en el AF18.

Después de dos años con presupuestos que daban cuenta de un crecimiento relativamente débil de los ingresos para el año siguiente, los presupuestos de esta primavera fueron más alentadores. Los mayores ingresos que han de recibir las provincias a medida que avanza el AF18 deberían estimular aún más el gasto en programas. Esto debería contribuir a reducir el déficit que actualmente tienen varios programas sociales. De allí en adelante, sin embargo, puesto que se proyecta un crecimiento económico más bajo, el aumento de los compromisos en materia de gastos dificultará probablemente la tarea de las provincias de recortar su carga de deuda neta hasta los niveles anteriores a la recesión.

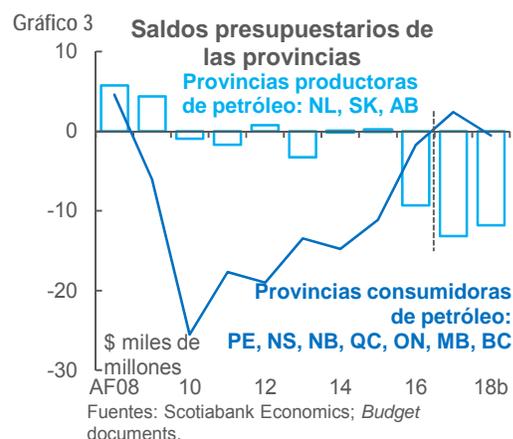


Tabla 1 — Provincias canadienses

Variación porcentual anual, salvo cuando se indica lo contrario

	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC
PIB real											
2000–15	2.2	2.5	1.8	1.4	1.2	1.7	2.0	2.4	2.1	3.1	2.7
2016p*	1.5	1.9	2.4	0.9	1.4	1.7	2.6	2.4	-1.0	-3.8	3.7
2017p	2.7	-1.8	1.4	1.4	0.9	2.3	2.9	2.3	1.9	2.9	3.0
2018p	1.9	-0.3	1.3	1.2	0.8	1.7	2.1	1.9	2.0	2.3	2.2
PIB nominal											
2000–15	4.4	5.7	4.3	3.3	3.3	3.6	3.8	4.5	6.0	6.5	4.5
2016e	2.1	-0.1	3.7	2.4	2.5	3.0	4.2	3.7	-3.5	-6.0	5.4
2017p	5.2	2.4	3.1	3.3	2.7	4.4	5.2	4.4	5.1	6.8	5.3
2018p	3.9	2.7	2.8	2.8	2.2	3.4	4.0	3.6	4.2	5.0	4.0
Empleo											
2000–15	1.4	1.0	1.2	0.7	0.5	1.3	1.3	1.0	1.3	2.5	1.2
2016	0.7	-1.5	-2.3	-0.4	-0.1	0.9	1.1	-0.4	-0.9	-1.6	3.2
2017p	1.5	-2.6	1.8	0.6	0.6	1.6	1.4	0.9	0.4	1.0	2.6
2018p	0.9	-1.1	0.3	0.3	0.2	0.8	1.1	0.7	0.6	0.9	1.2
Tasa de desempleo (%)											
2000–15	7.1	14.3	11.2	8.9	9.6	8.1	7.2	5.1	4.9	4.9	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
2017p	6.6	14.5	10.1	8.1	8.7	6.3	6.1	5.6	6.1	8.2	5.5
2018p	6.5	14.9	10.0	7.9	8.6	6.2	6.1	5.5	5.9	7.9	5.4
Construcción de nuevas viviendas (unidades, miles)											
2000–15	199	2.7	0.8	4.3	3.6	44	71	5.1	5.2	35	28
2016	198	1.4	0.6	3.8	1.8	39	75	5.3	4.8	25	42
2017p	202	1.1	0.8	4.1	1.7	41	80	7.2	4.5	26	36
2018p	190	1.1	0.6	3.8	1.7	38	75	5.7	4.5	26	34
Ventas de vehículos automotores (unidades, miles)											
2000–15	1,639	28	6	48	37	410	624	47	45	216	178
2016	1,949	33	9	54	44	458	807	55	51	220	218
2017p	2,000	31	8	54	42	456	822	59	59	245	224
2018p	1,980	29	7	54	41	450	812	58	60	248	221
Saldos presupuestarios, año fiscal finalizado el 31 de marzo (millones CAD)											
2000–15**	-2,917	59	-39	-31	-146	-1,009	-5,215	-84	425	1,746	291
2016	-987	-2,207	-13	-11	-261	2,191	-3,514	-846	-675	-6,442	730
2017p	-22,000	-1,080	-18	41	-231	250	-1,524	-872	-1,289	-10,784 †	2,775 †
2018p	-24,500	-778	1	136	-192	0	0	-840	-685	-10,344	295

* PIB real por sector industrial, precios básicos. ** MB: AF04-AF15; AB: AF05-AF15; SK: AF15-AF18p: excepto ajuste por periodificación de pensiones.

† Cifras definitivas del AF17; otros datos del AF17 y AF18: estimados de las provincias.

Estados Unidos

- Hemos modificado solo un poco nuestras perspectivas con respecto al trimestre pasado, pues la disminución de toda una variedad de riesgos para el crecimiento económico estadounidense contrarresta el menor estímulo fiscal ahora previsto. En consecuencia, solo rebajamos levemente las proyecciones de crecimiento a 2.2% para 2017 y 2.2% para 2018.
- Además de las tensiones geopolíticas, los errores políticos siguen siendo el riesgo principal para el panorama de Estados Unidos. Sin embargo, la demanda de consumo, la dinámica actividad industrial y el creciente volumen de inversión se muestran cada vez más resistentes a los traspés de Washington.

UN CICLO TARDÍO, PERO ALENTADOR

Mientras Estados Unidos se dirige hacia el octavo año de lo que ahora es su tercera expansión de más larga duración, se mantienen los fundamentos para un crecimiento sólido sostenido, aunque cualquier capacidad ociosa se está estrechando rápidamente dado que la economía está en pleno empleo. Nuestras previsiones solo han cambiado levemente con respecto al pronóstico de hace tres meses.

Por un lado, hemos eliminado casi la totalidad del muy limitado estímulo fiscal adicional que habíamos proyectado en 2017 y 2018, de acuerdo con nuestro análisis actual según el cual es poco probable que el gobierno federal estadounidense introduzca una reforma fiscal significativa o un mayor gasto en infraestructura en los próximos 18 meses. Por otro lado, se han atenuado varios de los grandes riesgos para el panorama de Estados Unidos: el dólar estadounidense (USD) se ha debilitado, los rendimientos de los bonos se mantendrán en niveles bajos por más tiempo de lo esperado, las condiciones financieras se han suavizado considerablemente, los precios del petróleo están en un nivel inferior al previsto anteriormente y los riesgos asociados a las políticas comerciales están demostrando ser más ruido que nueces, poniendo con ello un menor freno de lo esperado a la inversión.

Tomando en cuenta todos estos factores, hemos reducido solo levemente nuestras proyecciones de crecimiento para Estados Unidos desde nuestra última edición del *Panorama Global*, de 2.3% a 2.2% en 2017, y de 2.4% a 2.2% en 2018. El crecimiento sigue contando con el respaldo del sólido mercado laboral, el aumento del consumo, la recuperación de los gastos de capital y una cierta mejora de las condiciones externas, factores que en su conjunto deberían compensar el desempeño relativamente tenue del primer trimestre.

LA FUERTE DEMANDA DE CONSUMO ES SIGNO DE LA SOLIDEZ DEL MERCADO LABORAL

En el primer trimestre, el crecimiento del consumo cayó a su nivel más bajo en varios años, pero creemos que retomará su trayectoria alcista en el resto de 2017 para impulsar luego la expansión total en 2018, gracias a la fortaleza del mercado laboral, la aceleración del aumento de los salarios, los balances sólidos de los hogares y el optimismo del consumidor. De hecho, los datos más recientes muestran un repunte sólido del gasto después del parón del invierno, y la confianza del consumidor está ahora en su nivel más alto en década y media.

La fuerte demanda de consumo es signo de la solidez del mercado laboral. El desempleo se encuentra actualmente en una tasa de 4.3%, unos 30 bps por debajo del estimado de la Reserva Federal para la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación. Los indicadores tanto generales como restringidos de desempleo están en los mínimos de la década, mientras que el número de vacantes se sitúa en un máximo sin precedentes de más de 6 millones. Según una encuesta de la Federación Nacional de Empresas Independientes (NFIB), los planes de contratación de los próximos tres meses están en su nivel más alto en 16 años, aunque el ritmo de contrataciones ha descendido. El crecimiento mensual promedio del empleo

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

Adrienne Warren

416.866.4315
 Scotiabank Economics
adrienne.warren@scotiabank.com

Mary Webb

416.866.4202
 Scotiabank Economics
mary.webb@scotiabank.com

Gráfico 1



fue de solo 121,000 puestos en el periodo de marzo a mayo, en comparación con los 201,000 puestos de los tres meses anteriores. Las encuestas realizadas entre las empresas arrojan un aumento de la escasez de mano de obra. Las restricciones migratorias han empeorado posiblemente la falta de mano de obra en algunos sectores como la agricultura y la construcción.

No obstante, la tasa de participación en el mercado laboral sigue estando débil, en poco menos de 63%. No está todavía claro si hay realmente un grupo de reserva de trabajadores listo para reintegrarse a la fuerza laboral. De hecho, parece quedar muy poca o incluso ninguna capacidad excedentaria en el mercado laboral. El porcentaje de personas que no forman actualmente parte de la fuerza laboral pero afirman querer un empleo es de solo 6.3%, frente al mínimo récord de 5.2% de octubre de 2007 (gráfico 1). Asimismo, el porcentaje de personas no incluidas en la fuerza laboral que declaran no estar buscando empleo por desánimo ante las perspectivas laborales es de 0.37%, cerca del mínimo de 2007 de 0.35%.

El crecimiento moderado de los salarios debería comenzar a acelerarse con esta tasa de desempleo tan baja. El aumento de la remuneración promedio por hora ha estado atascado en un rango interanual estrecho de 2.5–3.0% este último año, apenas por encima de la tendencia de inflación subyacente, y se ha visto limitado por las presiones competitivas y la productividad baja de la fuerza laboral. De cualquier forma, es evidente que sí ha habido una cierta aceleración, si se compara la cifra actual con el nivel interanual aproximado de 2012, de 1.9%. El crecimiento del salario real está superando el crecimiento de la productividad, y la participación de la fuerza laboral en el PIB de Estados Unidos también va en aumento. El avance salarial está siendo más rápido entre los trabajadores de bajos ingresos y menos formación, lo que debería impulsar aún más la demanda agregada.

LAS FINANZAS DE LOS HOGARES SON SÓLIDAS

El balance de los hogares estadounidenses reposa sobre una base financiera sólida. El patrimonio neto de los hogares está en un máximo récord, la deuda con respecto al ingreso está en mínimos de 15 años y el coeficiente de servicio de la deuda se halla en mínimos históricos. En los últimos cinco años, el valor neto de los dueños de viviendas se ha más que duplicado (gráfico 2).

Las condiciones financieras han mejorado ampliamente desde principios de año debido al leve debilitamiento del dólar, la reducción de los rendimientos de los bonos del Tesoro y el repunte de los mercados accionarios, factores que en su conjunto darán un mayor sostén a los hogares estadounidenses. El crédito al consumo está creciendo sanamente, mientras las tasas de morosidad se mantienen por lo general en niveles bajos y estables. El abaratamiento de la energía está mejorando también a corto plazo el poder adquisitivo de los hogares.

Gráfico 2



Gráfico 3

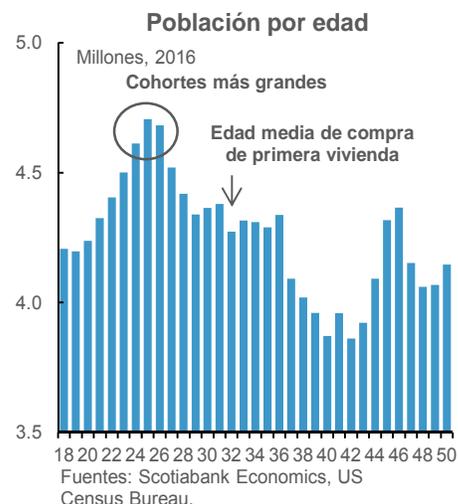


Tabla 1 — Pronósticos trimestrales para Estados Unidos

	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2e	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Económicos												
PIB real (intertrimestral, variación porcentual anual)	0.8	1.4	3.5	2.1	1.4	2.7	2.4	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0
PIB real (interanual, variación porcentual)	1.6	1.3	1.7	2.0	2.1	2.4	2.2	2.2	2.4	2.2	2.1	2.1
Precios al consumidor (interanual, variación porcentual)	1.1	1.1	1.1	1.8	2.6	2.0	2.1	2.0	2.0	2.4	2.3	2.3
IPC subyacente (interanual, variación porcentual)	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	1.8	1.9	1.9	2.0	2.3	2.3	2.3
Financieros												
Euro (EURUSD)	1.14	1.11	1.12	1.05	1.07	1.14	1.12	1.13	1.15	1.18	1.20	1.20
Libra esterlina (GBPUSD)	1.44	1.33	1.30	1.23	1.26	1.30	1.28	1.28	1.28	1.28	1.31	1.31
Yen japonés (USDJPY)	113	103	101	117	111	112	110	110	112	112	115	115
Reserva Federal de Estados Unidos	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.25	1.50	1.50	1.75	1.75	2.00
Bonos del Tesoro a 3 meses	0.20	0.25	0.27	0.50	0.75	1.01	1.05	1.30	1.30	1.55	1.70	1.90
2 años, del Tesoro	0.72	0.58	0.76	1.19	1.25	1.38	1.50	1.65	1.75	1.85	1.95	2.10
5 años, del Tesoro	1.20	1.00	1.15	1.93	1.92	1.89	1.95	2.10	2.25	2.40	2.55	2.60
10 años, del Tesoro	1.77	1.47	1.59	2.44	2.39	2.30	2.35	2.50	2.70	2.90	2.95	3.00
30 años, del Tesoro	2.61	2.28	2.31	3.07	3.01	2.83	2.90	3.15	3.35	3.40	3.45	3.50

Sin embargo, el crecimiento del gasto de consumo ha de moderarse en 2017-18 en comparación con el avance anual de 2.9% que exhibió en los tres últimos años. Las ventas de automóviles parecen estancarse por el endurecimiento de las normas de concesión de créditos y la atenuación de la demanda reprimida. Después del desempeño récord del año pasado, las ventas de automóviles (ajustadas al crecimiento poblacional) han vuelto a su tendencia de largo plazo.

La paralización de la reforma sanitaria, los recortes posibles de los programas sociales y la postergación de las prometidas reducciones al impuesto sobre la renta podrían también enfriar el entusiasmo de los consumidores. Cabe esperar que la actividad de refinanciamiento se modere este próximo año a medida que vayan reduciendo las tasas hipotecarias. Las restricciones migratorias y el valor todavía alto del dólar estadounidense están afectando la entrada de turistas, según se desprende de los datos sobre vuelos internacionales y reservas hoteleras en Estados Unidos que arrojan una caída para los meses del verano.

Gráfico 4



Fuentes: Scotiabank Economics, NAR, US Federal Reserve.

Gráfico 5



Fuentes: Scotiabank Economics, Federal Reserve Board, US Census Bureau.

VIVIENDA: PANORAMA FAVORABLE, PERO CON CRECIMIENTO RESTRINGIDO

El panorama para el sector vivienda es positivo, aunque se encuentra hasta cierto punto restringido. Las fuerzas fundamentales de la demanda de viviendas (poco desempleo y tasas de interés bajas) son favorables. Desde el punto de vista demográfico, el grupo de compradores potenciales sigue siendo bastante voluminoso. La cohorte poblacional más grande de Estados Unidos tiene actualmente entre 24 y 26 años e incluye unos 14 millones de personas (gráfico 3), lo que significa que sus miembros deberían entrar pronto al mercado de adquisición de viviendas.

No obstante, varios factores empiezan a impedir que el ritmo de ventas de viviendas se acelere más, especialmente entre quienes adquieren vivienda por primera vez, cuyo porcentaje total de transacciones es todavía inferior a la norma histórica. Entre estos factores se encuentran el todavía bajo nivel de ofertas, en particular de viviendas con precios asequibles para quienes entran por primera vez al mercado, las condiciones para la obtención de créditos que aún son algo restrictivas y el nivel récord de deudas que tienen los estudiantes. Mientras tanto, la revalorización de las viviendas está limitando la asequibilidad, situación que se agravará con cualquier alza de las tasas de interés (gráfico 4).

Según las previsiones, la construcción de nuevas viviendas aumentará a 1.23 y 1.33 millones de unidades en 2017 y 2018, respectivamente, pero estos niveles siguen estando por debajo de la demanda demográfica a largo plazo, que estimamos en cerca de 1.4 millones. Aunque la confianza de los constructores es alta, la construcción se ve limitada por la escasez de mano de obra calificada y el aumento del costo de los terrenos y de los precios de construcción. De hecho, la duración de los proyectos de construcción de inicio a fin se ha ido alargando continuamente desde 2013.

LA ACTIVIDAD INDUSTRIAL TOMA IMPULSO

La actividad industrial sigue fortaleciéndose, incluso aunque en el sector del transporte los pedidos (especialmente de aeronaves comerciales) hayan caído a mínimos de siete años. La mejora es

Tabla 2 — Estados Unidos

	2000-15	2016	2017p	2018p
	(Variación porcentual anual, salvo cuando se indica lo contrario)			
PIB real	1.9	1.6	2.2	2.2
Gasto de consumo	2.3	2.7	2.6	2.6
Inversión residencial	-0.7	4.9	4.5	2.6
Inversiones de empresas	2.4	-0.5	3.8	2.9
Gasto público	1.0	0.8	0.2	0.6
Exportaciones	3.8	0.4	2.9	2.5
Importaciones	3.5	1.1	4.3	3.5
PIB nominal	4.0	3.0	4.2	4.2
Deflactor del PIB	2.0	1.3	1.9	2.0
Índice de Precios al Consumidor	2.2	1.3	2.2	2.2
IPC subyacente	2.0	2.2	2.0	2.2
Utilidades corporativas antes de impuestos	5.9	-0.1	4.1	3.5
Empleo	0.6	1.8	1.4	1.2
Tasa de desempleo (%)	6.3	4.9	4.4	4.3
Balanza por cuenta corriente (US\$, miles de millones)	-511	-452	-488	-534
Balanza comercial (US\$, miles de millones)	-668	-753	-827	-890
Saldo presupuestario federal (US\$, miles de millones)	-529	-585	-625	-655
porcentaje del PIB	-3.8	-3.2	-3.2	-3.2
Construcción de viviendas (miles)	1.27	1.18	1.23	1.33
Ventas de vehículos automotores (miles)	15.4	17.5	17.4	17.6
Producción industrial	0.8	-1.2	1.5	2.0
Petróleo WTI (US\$/baril)	64	43	51	53
Gas natural Nymex (US\$/millones de btu)	5.09	2.55	3.10	2.95

generalizada, con una demanda de bienes duraderos y no duraderos que avanza a su ritmo interanual más rápido en varios años, por encima del crecimiento de la producción (gráfico 5). Se acumulan también los pedidos en espera de procesamiento y entrega, lo que indica que la actividad industrial se acelerará todavía más en el segundo semestre de 2017. Los productos de consumo, que representan más de 40% de la actividad industrial total estadounidense, continúan encabezando el avance, con una demanda desde el inicio del año que está aumentando a su ritmo más rápido en seis años. Los pedidos de productos metálicos y maquinarias también cobran fuerza, signo de la mejora de las condiciones comerciales en Estados Unidos y el resto del mundo. De hecho, aunque algunos “datos suaves”, como las encuestas de gerentes de compras, se hayan moderado en los últimos meses, los “datos duros”, como la producción industrial mundial en fábricas, se están expandiendo a su ritmo más rápido en casi tres años, impulsando con ello significativamente las exportaciones y los envíos en todo el mundo (gráfico 6).

Gráfico 6

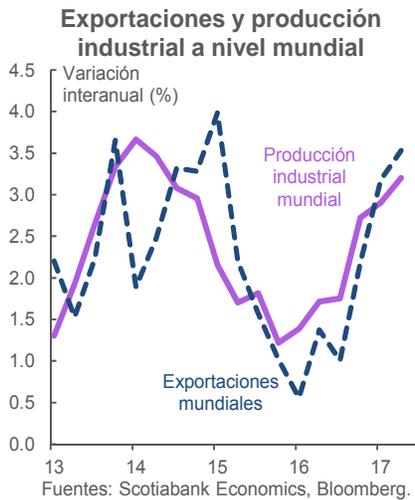


Gráfico 7



REPUNTA EL GASTO DE INVERSIÓN

En el primer trimestre, la inversión total de empresas exhibió su tasa de crecimiento más alta en cinco años. Si bien no esperamos que continúe este ritmo por el resto del año, la flexibilización gradual de las condiciones financieras para las empresas que observamos desde finales de 2016 debería sustentar el crecimiento de la inversión hasta fines de 2017. El aumento del crédito favorece sin duda la expansión de la inversión: el índice de deuda-ingresos corporativos no financieros ha ascendido a casi 92%, acercándose así al máximo previo a 2008 de un 95%. Cabe esperar que la inversión de empresas represente casi un 25% del crecimiento total del PIB en 2017, su mayor contribución en tres años.

La inversión de empresas está siendo impulsada por el aumento de más de 50% que ha registrado la inversión en petróleo y gas desde el tercer trimestre de 2016. Los gastos de capital han empezado igualmente a mejorar en otros sectores, con lo que la inversión no energética está creciendo a su tasa más rápida en casi dos años. Los rubros con mayor nivel de gasto son la alta tecnología y los equipos industriales, que avanzaron a tasas anualizadas de dos dígitos en los primeros meses de 2017, prácticamente el cuádruple del crecimiento promedio de los últimos cuatro años. Algunas empresas han incluso empezado a construir nuevas instalaciones, tendencia que ha elevado el gasto de capital en nuevas estructuras en 8% de un año a otro a principios de 2017, el mejor desempeño en casi tres años. Aunque las tasas de utilización de las plantas se mantienen en 3.5 ppts por debajo del promedio histórico, la tendencia apunta a un aumento incipiente sostenido, en vista del incremento de 0.5 ppts de los últimos meses. Es probable que la actividad de construcción mejore todavía más en el segundo semestre de 2017, sobre todo porque los márgenes de ganancias y el crecimiento de los ingresos han repuntado en todo el sector industrial estadounidense. La demanda de cemento y otros materiales de construcción ha entrado también una senda alcista, toda vez que los volúmenes de transporte ferroviario crecen a su ritmo más rápido desde finales de 2014.

El gasto de inversión parece también ir en aumento en otros países, elevando así las exportaciones mundiales de maquinarias a una tasa interanual de dos dígitos desde los primeros meses de 2017. Se trata de una reversión aguda de la disminución de los volúmenes de comercio que veníamos experimentando desde hace dos años. La tendencia se ve reforzada por los datos de varios proveedores multinacionales de maquinaria, que han incrementado sus previsiones de ingresos y ganancias para todo 2017 en los últimos meses en medio del fortalecimiento de la demanda mundial. En resumen, todo este panorama deja entrever una nueva aceleración de las exportaciones industriales y de bienes de capital de Estados Unidos. Estos productos equivalen a dos tercios del total de exportaciones y ahora avanzan a su ritmo más rápido en seis años (gráfico 7).

POCO ESTÍMULO FISCAL ADICIONAL EN PERSPECTIVA

Creemos que el gasto del gobierno federal aumentará en el año calendario 2018: la reforma sanitaria es cara y prevemos una serie de gastos importantes en prioridades como la defensa antes de las elecciones de mitad de mandato de noviembre de 2018. La prudencia con que se manejarán los presupuestos a nivel de los estados solo conseguirá contrarrestar parcialmente estos egresos.

Según nuestras previsiones, la contribución del gasto de capital y el gasto corriente de los gobiernos al crecimiento del PIB real será irrisoria en el año calendario de 2017 y estará seguida de una pequeña contribución de 0.1 ppts en el año calendario 2018. El aumento previsto del déficit del gobierno federal, del orden de los USD 40,000 millones en el ejercicio fiscal 2017, se debe principalmente a la ejecución de programas obligatorios, aunada a un crecimiento débil del ingreso, mientras los particulares y las empresas administran sus ingresos de manera tal de diferir el pago de impuestos hasta la aplicación de los recortes fiscales prometidos. Las negociaciones sobre la importante reforma fiscal a nivel federal parecen ahora haber quedado bastante postergadas y cualquier posible implementación tendría ya lugar después de finales de 2018. El plan de estímulos en infraestructuras del presidente Trump, que debía extenderse por 10 años, sigue siendo lo suficientemente vago como para que varias grandes municipalidades estén preparando sus propias estructuras de financiamiento con el objetivo de proceder a varias construcciones urgentes necesarias.

Un primer análisis de los presupuestos estatales para el ejercicio fiscal 2018 arroja que el gasto agregado del fondo general se desaceleraría de un 4.8% el año pasado a 1.0% en el AF18 (gráfico 8). A los estados les preocupa especialmente su capacidad para financiar las futuras obligaciones sanitarias bajo el programa público Medicaid, dado que Washington ha formulado diversas propuestas que limitarían las contribuciones federales. Por otro lado, debido a toda una serie de recortes que contempla la administración Trump, desde reducciones de la ayuda para el pago de alquileres hasta el menor financiamiento de los programas ambientales más allá de las nuevas pautas de la EPA, los estados están manejando sus presupuestos con mucha más cautela.

HAY TODAVÍA RIESGOS EXTERNOS, PERO SON MÁS TENUES

Las exportaciones crecieron con vigor en el primer trimestre, pese al valor relativamente elevado del USD. Como la Reserva Federal ha de proseguir su ciclo de endurecimiento monetario mientras el Banco Central Europeo y el Banco de Japón mantienen su postura neutral, el USD seguirá estando relativamente fuerte frente a las principales grandes monedas internacionales. En consecuencia, las importaciones deberían aumentar más rápido que las exportaciones en 2017 y 2018, porque los consumidores y las empresas aprovecharán el menor costo de los bienes extranjeros en USD. En conclusión, el comercio neto terminará siendo un lastre para la economía al reducir el crecimiento total del PIB en 0.3 ppts en 2017 y 2018. El déficit por cuenta corriente se mantendrá probablemente en un nivel similar durante los próximos dos años, aumentando de 2.4% del PIB en 2016 a 2.5% en 2017 y 2.6% en 2018.

El daño que se autoinfligió prematuramente el gobierno estadounidense al retirarse en enero del Acuerdo Transpacífico de Asociación Económica (TPP) no debería repetirse con el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). Esperamos, de hecho, que las negociaciones conduzcan a una actualización del pacto comercial que sea beneficiosa para todos sus miembros. Asimismo, creemos que las amenazas de aplicación de aranceles a las importaciones de acero son más bien un ruido de sables, que probablemente no se materialice en acciones concretas.

Gráfico 8



* Basado en el fondo general. Cierre del ejercicio fiscal para 46 estados: 30 junio. Fuentes: Scotiabank Economics, NASBO.

Mercados de capitales y política monetaria de Estados Unidos y Canadá

La inflación, o más bien su falta aparente y el carácter transitorio o permanente de los datos tenues, está en el centro de los debates sobre el rumbo futuro de la política monetaria de Estados Unidos, de Canadá y, en realidad, del mundo entero. Tanto la Reserva Federal como el Banco de Canadá afirman con bastante convicción que las tasas bajas y la tendencia bajista de la inflación se deben a factores transitorios que se revertirán para alinearse en 2018 con la meta de inflación de 2%.

Nuestro pronóstico es más prudente que las líneas directrices que hasta ahora han emitido los bancos centrales. Así pues, prevemos menos aumentos de las tasas por parte de la Reserva Federal que la proyección mediana de las autoridades del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC). Pensamos también que, en Canadá, el ciclo de endurecimiento se desarrollará con suavidad durante 2017–18, en vez de ir simplemente deshaciendo los recortes de tasas que se efectuaron en 2015 como medida de seguridad contra los riesgos a la baja para el panorama económico.

BANCO DE CANADÁ: ¿UN AUMENTO DE LAS TASAS DE INTERÉS CON UNA INFLACIÓN QUE NO ALCANZA EL OBJETIVO?

Nuestras previsiones apuntan a tres incrementos de las tasas de interés de 25 bps, a razón de un alza por trimestre, empezando en el mes de julio y continuando luego con incrementos en octubre y el primer trimestre de 2017. Esto revertiría la medida de seguridad que se tomó en 2015 con dos recortes de las tasas, destinados a contrarrestar los riesgos derivados de la caída de los precios de las materias primas que comenzó a mediados de 2014. El Banco de Canadá (BoC) podría tentativamente agregar un aumento más para deshacer esta especie de seguro anterior con el objetivo de: a) tomar en cuenta el hecho de que la capacidad excedentaria ha casi desaparecido, de acuerdo con el parámetro tradicional de la brecha del producto; y b) usarlo como seguro de política monetaria contra los riesgos al alza para la economía si la recuperación se prolonga por más tiempo y con más fuerza de lo previsto. Un enfoque de modelado puro predeciría alzas de 100 bps para el próximo verano, pero nuestro análisis nos insta a moderar esto un poco.

¿Por qué aumentar las tasas de interés? [Aquí](#) explicamos con más detalles nuestra posición y en esta [nota](#) mostramos por qué la moneda, en sus valores actuales o un poco más altos, no plantea ningún obstáculo para el alza de las tasas. Estos argumentos se apoyan en los puntos siguientes.

1. El BoC afirmó que subiría las tasas (y con bastante prontitud) en un discurso que supuestamente fue redactado con sumo cuidado para dar indicios a los mercados. En su discurso del 12 de junio, la vicegobernadora Wilkins dijo que la institución “evaluaría si todo el estímulo monetario considerable que se había implementado aún se necesitaba” y que “al tomar la decisión sobre las tasas de interés el próximo 12 de julio las autoridades se enfocarían en los datos y en las consultas con numerosas personas como ustedes para tener una idea de lo que ocurre en el terreno”. El gobernador Poloz y los vicegobernadores han señalado que la crisis del petróleo es cosa del pasado para Canadá y que los recortes de 2015 han cumplido su función, lo que se interpreta como una necesidad de poner fin a los actuales niveles de estímulo monetario para “casos de emergencia”. Cuando tuvo la oportunidad de evaluar la reacción de los mercados a estas palabras, Poloz se abstuvo en tres ocasiones distintas, lo que implica que ya había obtenido la reacción que buscaba.
2. El crecimiento se encuentra en una tasa bastante superior a lo que, según estimados del BoC, sería el límite de velocidad no inflacionario de la economía, de aproximadamente 1.5%. Fue de 4.2% en el tercer trimestre, 2.7% en el cuarto trimestre y 3.7% en el primero de este año, con datos del segundo trimestre que lo sitúan en cerca de 2.5%. Se ha vuelto más bien difícil seguir ignorando estas aceleraciones transitorias del crecimiento.
3. En consecuencia, el parámetro tradicional de la brecha del producto se ha cerrado, lo que da a entender que la inflación subirá en 2018 en vista de la relación de desfase (gráfico 1).

CONTACTOS

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

Gráfico 1

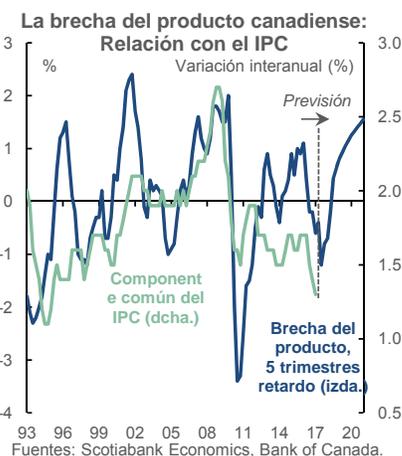


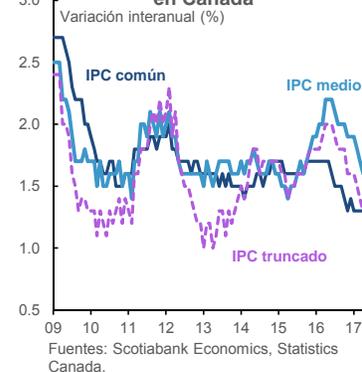
Gráfico 2

¿El crecimiento de los salarios ha tocado fondo?



Gráfico 3

Caída de la inflación subyacente en Canadá



- El crecimiento del empleo se ha disparado. Desde julio de 2016, Canadá ha creado unos 400,000 empleos en términos desestacionalizados y anualizados. Desde 1979 nunca se habían creado más de 400,000 puestos de trabajo en un solo año. La tasa de desempleo ha caído a 6.6%. El estrechamiento del mercado laboral, la atenuación del impacto del desplome del precio de las materias primas y el aumento sustancial del salario mínimo en Ontario y Alberta deberían propulsar el crecimiento de los salarios en 2018 (gráfico 2).
- Canadá no ha importado el impacto que ha tenido en los rendimientos de los bonos la evolución de la política fiscal estadounidense, como el mismo BoC había temido anteriormente este año. De hecho, ha ocurrido más bien lo contrario, porque el costo del crédito soberano ha disminuido y ha suavizado las condiciones financieras.
- Los famosos riesgos de la política comercial se están posponiendo continuamente. Es poco probable que se adopte un impuesto fronterizo en Estados Unidos, así como que se disuelva el TLCAN. A estas alturas, la política monetaria debe asumir que la política comercial será fuente de riesgos por muchos años, incluso después del improbable deseo de Estados Unidos de que las negociaciones terminen este otoño. El BoC debe entonces actuar en consecuencia llegado el momento y con la información que se maneja para ese entonces.
- Como el gasto de consumo sigue avanzando a un ritmo bastante rápido y la inversión quizá siga este camino, llega un momento en que no se puede seguir haciendo caso omiso a las tendencias alcistas mientras se espera que las exportaciones tomen impulso.

¿Y por qué no aumentarlas? Esa también es una lista larga de argumentos y, si no fuera por el reciente cambio de líneas directrices del BoC, sería muy simple oponerse al endurecimiento monetario. La inflación subyacente es débil y sigue bajando (gráfico 3), lo que significa que el BoC ha sido incapaz de hacer que la inflación remonte por encima de su meta de 2% por seis años consecutivos, hasta ahora. Es probable que el aumento de los salarios esté tocando fondo, pero sigue siendo muy bajo (inexistente en términos reales). Se mantienen también las interrogantes sobre la durabilidad de los motores de crecimiento. Los máximos récord en que se hallan la mayoría de las variables sobre consumo y vivienda llaman a la prudencia para no terminar poniendo trabas a los motores de crecimiento.

Fundamentalmente, los argumentos a favor de intervenir lentamente se resumen a las razones por las cuales la inflación está en una senda bajista. El marco basado en la brecha del producto que usa el Banco de Canadá sobreestimó la inflación subyacente en los últimos trimestres y ha terminado siendo más impreciso que el promedio (gráfico 4). Cada punto del gráfico corresponde a las coordenadas de la magnitud de la brecha del producto estimada y la inflación subyacente en determinado trimestre desde principios de los 90; los puntos azules muestran los resultados de los últimos trimestres, siendo el nivel más bajo el de este año. El hecho de que las brechas del producto no son una garantía total en el modelado de la inflación se comprueba aquí: la inflación subyacente de Canadá se encuentra en sus mínimos en 22 años. Y ello a pesar de que se ha reducido casi por completo la capacidad excedentaria y ya existía mucha menos capacidad excedentaria hace un año o dos de la que se tenía en plena recesión de 2009, cuando la inflación subyacente era constantemente más alta.

Hemos ampliado, por lo tanto, la gama de herramientas de modelado explicativo. La curva Phillips aumentada que estimamos a partir del modelo macroeconómico global de Scotiabank resulta más precisa que la curva Phillips estándar con el estimado de la relación brecha del producto-inflación. La comparación se ilustra en el gráfico 5. Nuestro modelo incorpora el costo unitario de la mano de obra, el precio del petróleo y el precio de los alimentos en el estimado, que incluye también la variable de la brecha del producto y la tasa de cambio real efectiva para así tomar en cuenta más factores determinantes de la inflación que solamente la capacidad excedentaria y la tasa de cambio. Según este modelo, la inflación subyacente se estabilizará primero en alrededor de 1.2–1.3% antes de empezar a subir gradualmente a cerca de 1.8% para fines de 2018 (gráfico 6). Eso constituiría un avance con respecto al objetivo de inflación del BoC, pero seguiría estando por debajo de lo esperado durante el horizonte de previsión.

Gráfico 4

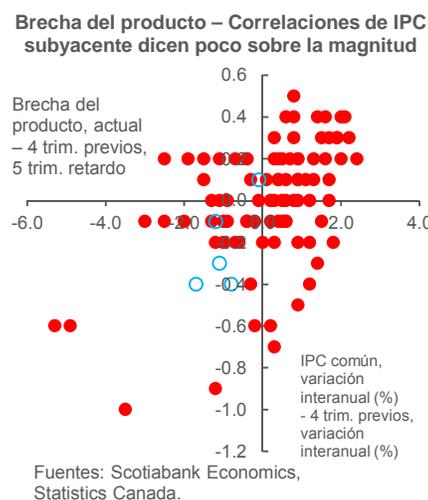


Gráfico 5

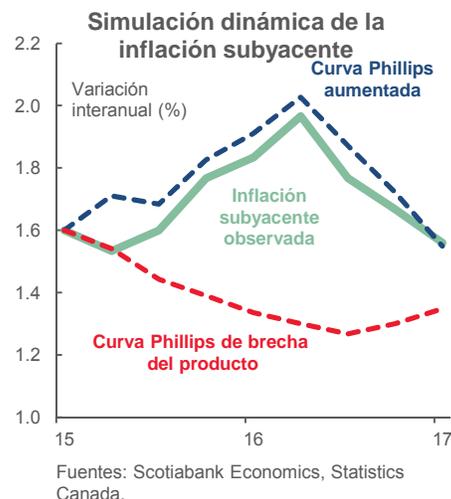
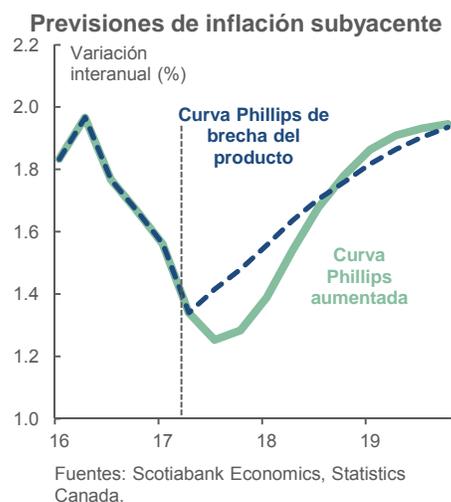


Gráfico 6



Debido a la naturaleza incierta de los modelos de estimación de la inflación, el incumplimiento constante de la meta de 2% del BoC y el enfoque aumentado que considera otros factores más allá de las presiones de capacidad excedentaria (como las “guerras” entre supermercados), privilegiamos más bien un nivel muy moderado de endurecimiento monetario, seguido de una evaluación prolongada de las repercusiones.

RESERVA FEDERAL: UNA SALIDA MÁS LENTA

Prevedemos un aumento más de las tasas de interés este año (en diciembre), seguido de dos más en 2018. Según nuestros supuestos de estabilidad de mercados y crecimiento, se necesitará hasta 2019 o más para alcanzar la tasa de política monetaria nominal neutral (la llamada “r-star”), estimada en 2.75%, en comparación con la previsión de la tasa de referencia promedio a largo plazo del FOMC, que ha bajado en 125 bps en los últimos cinco años. Esto implica un total de 150 bps en aumentos adicionales de las tasas distribuidos entre los próximos dos años y medio, o más. Se supone que el FOMC empezará a usar metas en vez de rangos una vez que haya incrementado el techo de la tasa de fondos federales a 2%, pues resulta más fácil cumplir la meta cuanto más nos alejemos del cero.

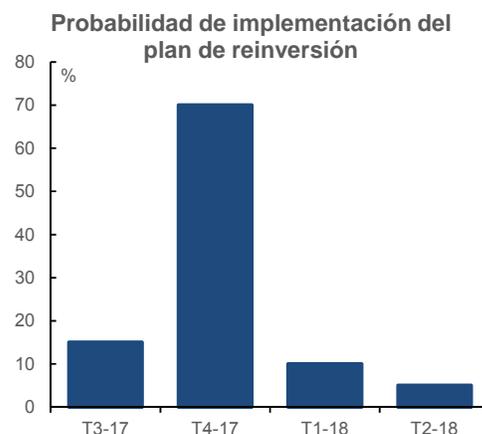
La política no convencional pasará ahora a la implementación de los límites iniciales de reinversión ya anunciados de US\$ 6,000 millones mensuales para los bonos del Tesoro y US\$ 4,000 millones mensuales para títulos respaldados por hipotecas (MBS). Por encima de estos montos, el FOMC seguirá reinvertiendo los títulos a su vencimiento. El comité ya ha indicado también que estos techos aumentarán cada trimestre hasta US\$ 30,000 millones para los bonos del Tesoro y US\$ 20,000 millones para los títulos respaldados por hipotecas durante el periodo de un año. Suponemos que este plan se pondrá en marcha en la reunión de diciembre de este año (gráfico 7), después de la cual el organismo irá deshaciéndose de un volumen estable de títulos de su balance.

Aunque la Fed ha dado muy poca información sobre su objetivo a largo plazo con respecto al volumen de su balance, prevemos que lo adelgazarán a unos US\$ 2.5 billones (de US\$ 4.5 billones actualmente) para 2025. En ese momento, creemos que emprenderá la normalización completa del balance: los billetes de la Fed (la moneda en circulación) representarán la mayor parte del pasivo en comparación con la porción más importante que ocupan actualmente las reservas bancarias en manos del organismo (gráficos 8, 9). Suponemos que la moneda en circulación aumentará a un ritmo similar al del PIB nominal, aunque las innovaciones tecnológicas en materia de pagos podrían terminar desacelerando el ritmo de emisión de billetes. Además, para esa fecha, los bonos del Tesoro serán posiblemente el instrumento dominante en el activo del balance, en comparación con la distribución actual más equitativa entre los bonos del Tesoro y los títulos respaldados por hipotecas.

Ahora bien, es probablemente irrealista pensar que en los próximos años se mantendrán los supuestos de estabilidad de mercados y crecimiento para poder normalizar por completo el balance. En cambio, existe la posibilidad de una nueva ronda de expansión cuantitativa, en el contexto de lo que ya constituye una expansión madura de ocho años y, por ende, la tercera más larga de la historia. La Reserva Federal se opone a esto, como era de esperar, pero ya se atisban las señales clásicas de fin de ciclo: mercados bursátiles elevados, desempleo bajo y confianza alta. Es por ello que pensamos que los riesgos para nuestra previsión se inclinan más hacia un balance más grande en vez de uno más pequeño, tomando en cuenta además que la moneda en circulación debe aumentar a la par del crecimiento a largo plazo.

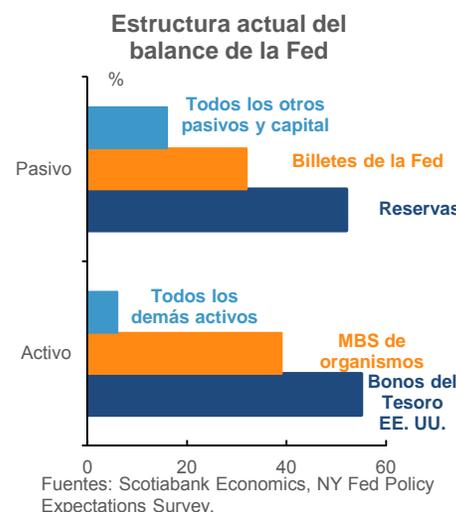
Sin embargo, mucho antes de llegar a ese punto, cabe preguntarse si conviene continuar en una trayectoria de endurecimiento con las dudas actuales frente a las cifras bajas de inflación subyacente. La Fed lo considera posiblemente un pequeño bache en el camino de la inflación, en parte porque cree que los efectos son transitorios, pero también porque cree que controlar las fuerzas inflacionarias es menos perjudicial que meter nuevamente el genio en la botella si acaso hay un repliegue. Por nuestra parte, puesto que somos más prudentes con respecto a la evolución de la inflación en Estados Unidos y la durabilidad del auge de los mercados bursátiles en espera del prometido estímulo fiscal,

Gráfico 7



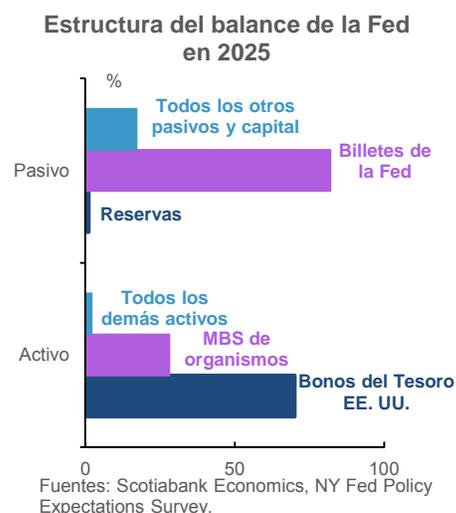
Fuentes: Scotiabank Economics, NY Fed Policy Expectations Survey.

Gráfico 8



Fuentes: Scotiabank Economics, NY Fed Policy Expectations Survey.

Gráfico 9



Fuentes: Scotiabank Economics, NY Fed Policy Expectations Survey.

privilegiamos más bien un cambio en la curva de alzas de las tasas, de 75 bps en los últimos siete meses a 75 bps en los próximos dieciocho meses.

De hecho, hay varias razones para lanzar una advertencia acerca de este enfoque de solo lectura de la debilidad de la inflación: a) los factores transitorios que últimamente la empujan a la baja quizá no sean tan pasajeros (gráfico 10); b) también pueden entrar en juego otras fuerzas transitorias que hagan subir las mediciones de inflación subyacente, como se observa en el gráfico 11; y c) la mayor parte de la canasta del IPC muestra poquísima presión hacia cualquier dirección, como también se aprecia en el gráfico 11.

Aun así, creemos que la explicación basada en la curva Phillips de capacidad excedentaria y desempleo se impondrá nuevamente, apuntando a una suave presión alcista sobre la inflación en 2018. A medida que Estados Unidos se deshaga de su capacidad excedentaria, los riesgos a la baja para los datos de inflación deberían empezar a invertirse.

CURVAS DE RENDIMIENTO

Creemos que seguiremos en un entorno de rendimientos bajos de los bonos durante todo el horizonte de previsión. Se mantendrá la suave presión alcista, con lo que para fines de 2018 se proyecta un aumento acumulado de 75 bps de los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años. Por su parte, los rendimientos de los bonos canadienses a 10 años se situarían en medio punto por debajo de los estadounidenses.

La reducción del diferencial negativo de tasas de Canadá con respecto a Estados Unidos es uno de los movimientos recientes más significativos del mercado de bonos. De casi 90 bps por debajo de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, el diferencial negativo de los bonos canadienses a 10 años se ha recortado a casi la mitad. Según nuestras proyecciones, este diferencial de tasas se mantendrá intacto en el horizonte de previsión. Un argumento a favor del mantenimiento de este diferencial de tasas se basa en que habría relativamente un menor riesgo de presiones sobre la oferta en Canadá que en Estados Unidos debido a las reglas más flexibles del Senado sobre el financiamiento del estímulo económico en este último país mediante déficit. Por otro lado, el argumento a favor de un diferencial más estrecho que en años anteriores radica en que los activos de riesgo vulnerables podrían desatar un movimiento desproporcionado hacia los títulos del Tesoro en comparación con los bonos canadienses.

En última instancia, suponemos que las primas a plazo más elevadas y la presión alcista sobre toda la estructura a plazos de las tasas de interés en ambos países estarán determinadas por el adelgazamiento del balance general de la Fed. De cualquier forma, esta presión alcista tendrá un tope, que posiblemente sea la tasa de interés de equilibrio, conocida como "r-star", estimada en 2.5-3% para los dos países. Las continuas operaciones de arbitraje en detrimento de la deuda europea y japonesa y el aumento de los factores estructurales que alimentan la demanda de instrumentos de renta fija deberían también moderar con el tiempo la magnitud de las presiones alcistas sobre las curvas de rendimiento.

La próxima página incluye nuestras previsiones sobre las tasas y rendimientos.

Gráfico 10



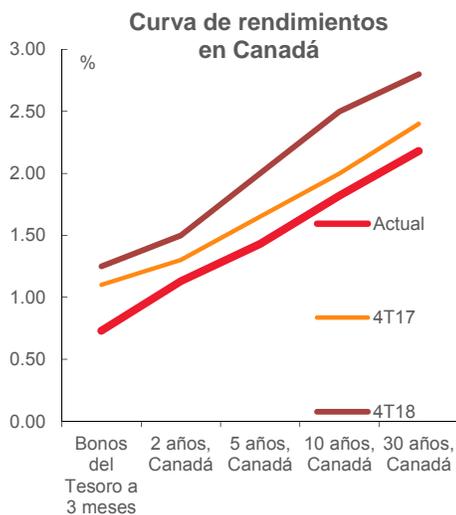
Gráfico 11

IPC subyacente de Estados Unidos: mucho más que teléfonos y medicamentos



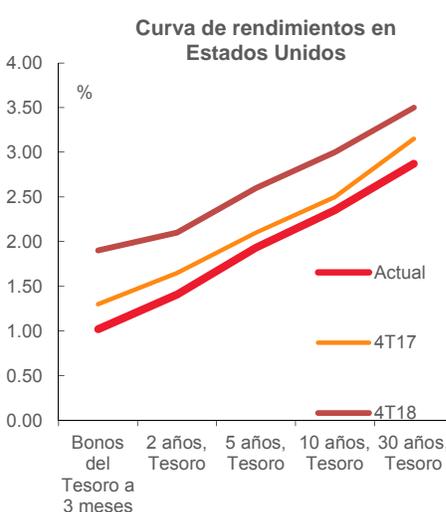
Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 12



Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

Gráfico 13



Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

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

	2016				2017 (al cierre del trimestre, %)				2018			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Canadá												
Tasa interbancaria del BoC	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.25	1.25	1.25
Tasa preferencial	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.95	3.20	3.45	3.45	3.45	3.45
Bonos del Tesoro a 3 meses	0.45	0.49	0.53	0.46	0.55	0.71	0.90	1.10	1.30	1.30	1.25	1.25
2 años, Canadá	0.54	0.52	0.52	0.75	0.75	1.10	1.20	1.30	1.35	1.40	1.45	1.50
5 años, Canadá	0.68	0.57	0.62	1.11	1.12	1.39	1.50	1.65	1.75	1.85	1.90	2.00
10 años, Canadá	1.23	1.06	1.00	1.72	1.63	1.76	1.85	2.00	2.10	2.25	2.40	2.50
30 años, Canadá	2.00	1.72	1.66	2.31	2.30	2.15	2.20	2.40	2.50	2.60	2.70	2.80
Estados Unidos												
Tasa objetivo de los fondos federales	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.25	1.50	1.50	1.75	1.75	2.00
Tasa preferencial	3.50	3.50	3.50	3.75	4.00	4.25	4.25	4.50	4.50	4.75	4.75	5.00
Bonos del Tesoro a 3 meses	0.20	0.26	0.27	0.50	0.75	1.01	1.05	1.30	1.30	1.55	1.60	1.90
2 años, Tesoro	0.72	0.58	0.76	1.19	1.25	1.38	1.50	1.65	1.75	1.85	1.95	2.10
5 años, Tesoro	1.20	1.00	1.15	1.93	1.92	1.89	1.95	2.10	2.25	2.40	2.55	2.60
10 años, Tesoro	1.77	1.47	1.59	2.44	2.39	2.30	2.35	2.50	2.70	2.99	2.95	3.00
30 años, Tesoro	2.61	2.28	2.31	3.07	3.01	2.83	2.99	3.15	3.35	3.40	3.45	3.50

México

MENOS PESIMISMO Y MÁS INFLACIÓN

- La amenaza para el TLCAN parece haber disminuido, mejorando con ello las perspectivas para la economía mexicana y llevándonos a elevar significativamente nuestra previsión de crecimiento.
- La inflación se ha acelerado más de lo esperado y se ha convertido en un riesgo más grande, pues ya se siente el efecto traspaso de la depreciación de la moneda y el alza de la gasolina ha afectado también otros precios.
- La política monetaria se ha activado rápidamente para anclar las expectativas inflacionarias, con un aumento de 125 puntos base de la tasa de interés de referencia desde el inicio del año.
- Se ha recurrido igualmente a la política fiscal para reestablecer la disciplina fiscal.
- El ámbito político estará ahora dominado por el próximo proceso electoral de 2018.

Las perspectivas para la economía mexicana han estado cambiando mucho durante el último trimestre. Las expectativas de crecimiento económico no son tan sombrías como al principio del año. Sin embargo, aunque hay señales positivas en algunos sectores, su efecto es todavía débil. Todo parece indicar que la mayor parte de la incertidumbre en torno al futuro del Tratado de Libre Comercio de América de Norte (TLCAN) se ha disipado, puesto que la administración Trump se abstuvo de disolver el acuerdo y decidió en cambio comenzar el proceso de renegociación. Este proceso tomará algo de tiempo y es poco probable que culmine este año. No obstante, a los tres países miembros les conviene terminarlo lo antes posible y, si se llega a un acuerdo en los próximos nueve meses más o menos, cabe esperar que sea algo mejor que el actual TLCAN.

Con la desaparición de la amenaza de ruptura del TLCAN se ha retirado un gran peso de los indicadores financieros mexicanos. La tasa de cambio se ha apreciado considerablemente (18%) desde el máximo que alcanzó justo antes del día de la toma de posesión del nuevo presidente estadounidense, llegando al nivel pre-Trump de menos de 18.0 MXN/USD (gráfico 1).

En el escenario macroeconómico anterior se suponía fundamentalmente que la inversión se vería muy afectada por la intensificación de la incertidumbre. Y, de hecho, sí hubo un impacto muy notorio en la inversión, como se puede observar en el indicador de inversión no residencial correspondiente a los tres primeros meses del año (gráfico 2). Según informaciones no confirmadas provenientes de distintas regiones, ahora los planes de inversión se estarían reanudando y el impacto real no sería tan profundo y prolongado como se pensó al principio.

Otra consecuencia negativa se refleja en la tasa de inflación que, después de llegar a algunos de los niveles más bajos de la historia hace un par de años, ahora sufre el impacto de varios factores: el incremento fuerte del precio de la gasolina de principios de año (parte del proceso de liberalización) y el efecto traspaso de la depreciación aguda que ha experimentado el peso mexicano (MXN) desde 2014, efecto que se estuvo postergando por mucho tiempo. El gráfico 3 muestra la evolución reciente de la inflación. La inflación general subió a una tasa interanual de 6.3% en la primera mitad del mes de junio, la tasa más alta

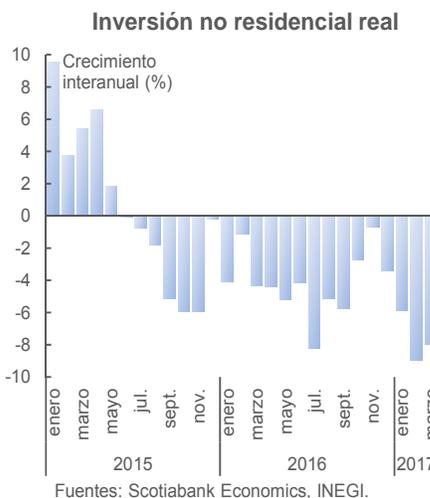
CONTACTOS

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

Gráfico 1



Gráfico 2



desde 2009. La inflación no subyacente, que incluye los componentes más volátiles como la energía y los precios agrícolas, subió a 11.07%, su mayor nivel desde 2003. El índice de componentes subyacentes ascendió a 4.82%, muy por encima del límite superior del rango aceptable del Banco de México. El componente de mercancías de la inflación subyacente, que está claramente vinculado con la tasa de cambio, llegó a 6.31%. Aunque esta alza abrupta de la inflación se explica en gran medida por factores transitorios y debería absorberse rápidamente durante 2018, lo cierto es que plantea un riesgo serio para la dinámica inflacionaria. Si aparecen efectos de segunda ronda, entonces las expectativas inflacionarias a mediano y largo plazo podrían comenzar a incrementarse, con lo que la inflación se mantendría fácil y obstinadamente por encima del nivel de 4% por más tiempo de lo esperado. Cabe destacar que el número de componentes del IPC que está sobrepasando el umbral de 4% es cada vez mayor, como se puede ver en el gráfico 4, y ello representa también un riesgo serio para las expectativas inflacionarias.

La política monetaria mexicana ha estado reaccionando en respuesta a esta amenaza y el cambio de las condiciones de los mercados internacionales derivado de la postura más decisiva de la Reserva Federal de Estados Unidos. Desde el inicio del año, la tasa de interés de referencia de México ha subido en 125 puntos base, con mucha más rapidez de la que preveían los mercados a principios de año. Tras la última decisión de política monetaria que se tomó en junio, esta tasa llegó a 7.0%. Los mercados financieros “piensan” ahora que el Banco de México podría haber terminado su ciclo de alza de las tasas de interés, pues uno de los miembros de la Junta de Gobierno votó por mantener la postura monetaria actual, y el balance de riesgos que percibe la Junta de Banxico es ahora neutral. Las próximas medidas monetarias dependerán del comportamiento de la inflación. Por ahora, seguimos previendo un aumento más de 25 bp antes de fin de año y otro más en 2018, tras lo cual se estabilizaría la tasa de referencia en 7.50% por muchos meses.

Otra reacción significativa dentro de la política económica es la de la política fiscal. En el presupuesto preliminar presentado al Congreso, el gobierno se ha fijado ahora como objetivo un superávit primario de 0.5% del PIB para 2017 y 1.0% del PIB en 2018, llegando al punto de inflexión de la deuda pública este año. Así pues, las finanzas públicas entrarían en una situación más disciplinada. Junto con el remanente de operación histórico que obtuvo el Banco de México gracias a la apreciación de sus reservas internacionales (1.5% del PIB), esto reduce considerablemente el riesgo de una rebaja de las calificaciones de la deuda pública. Moody's ya confirmó sus calificaciones actuales y mantuvo la perspectiva negativa debido a los distintos riesgos que perduran. Se espera que las otras grandes agencias calificadoras confirmen también sus calificaciones este año.

Ante este marco menos negativo, hemos decidido elevar significativamente nuestra previsión del PIB, a 2.0% para 2017, de la tasa de 1.4% del último *Panorama Global*, y a 2.5% para 2018, en comparación con la tasa anterior de 2.1%. Cabe destacar que ambas tasas son inferiores al potencial y que la incertidumbre es todavía alta. Hicimos otra modificación importante en las previsiones sobre la tasa de cambio, que se ha reducido a raíz de la apreciación reciente del MXN. Prevemos actualmente que el peso cierre el año 2017 en 19.63 y el año 2018 en 20.01. Son niveles bastante superiores al actual y se deben a las condiciones menos favorables que han de prevalecer en los mercados financieros internacionales a medida que la Reserva Federal continúe su proceso de normalización de la política monetaria, así como al ruido que genera el *brexit*, algunas tensiones geopolíticas y el cada vez más próximo proceso electoral de 2018.

Conviene hacer una nota especial sobre el clima político. Las elecciones presidenciales de 2018 son ahora el tema principal. Se multiplican las luchas internas dentro de los partidos políticos y prevalece la lógica electoral en la mayoría de las decisiones gubernamentales. Hasta ahora, el único candidato que es un claro contendiente es Andrés Manuel López Obrador (AMLO), cuyo discurso populista genera ansiedad en la comunidad empresarial mientras las encuestas lo dan como ganador actual de la contienda. Obviamente, esto se explica en parte por el hecho de que los demás candidatos no se han definido todavía. Hay divisiones evidentes dentro de los principales partidos políticos a la hora de seleccionar el candidato con altas posibilidades de ganar, de modo que el resto del año estará muy cargado de política. Puesto que AMLO tiene buenas probabilidades de convertirse en el próximo presidente de México y puede intentar implementar políticas poco favorables para los mercados (como el retiro de la reforma energética), no descartamos que esta incertidumbre adicional afecte las inversiones e impida la aceleración del crecimiento.

Gráfico 3

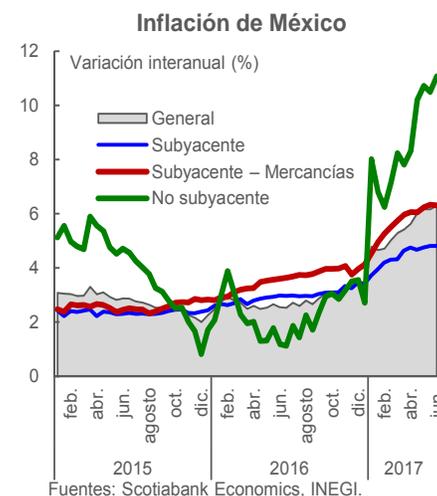
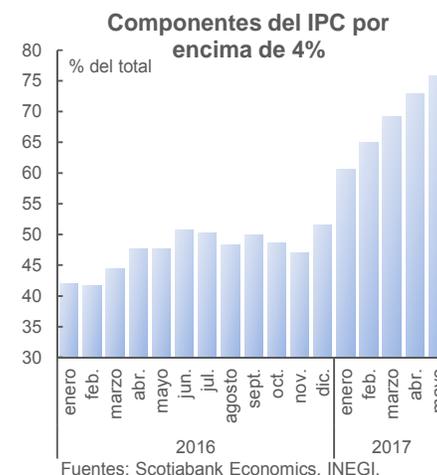


Gráfico 4



Reino Unido

CRECIMIENTO

- El crecimiento del Reino Unido ha bajado la marcha y prevemos más desaceleración en el resto del año, debido especialmente a la debilidad del consumo.
- La inflación ha avanzado hacia una tasa de 3% y, según nuestras previsiones, seguirá por esta senda alcista hasta llegar a una tasa interanual de casi 3.5%. Posteriormente, debería retroceder a la meta de 2% a un ritmo relativamente rápido.
- Aunque el Banco de Inglaterra (BoE) ha adoptado un sesgo más restrictivo, con tres votos a favor de un aumento de las tasas de interés, la tenue inflación de los salarios y el crecimiento anémico del PIB han de disuadir al organismo de subir la tasa de referencia este año.

Las perspectivas de crecimiento del PIB se han moderado desde el inicio del año. En particular, el PIB del primer trimestre fue mucho más débil de lo previsto (tasa intertrimestral de apenas 0.2%) y los indicadores a futuro dan a entender que es poco probable que el crecimiento mejore el resto del año. De hecho, los factores que provocaron esta desaceleración aguda del PIB en el primer trimestre se están intensificando, lo que implica que los vientos cruzados embestirán con más fuerza a medida que avanza el año.

Más específicamente, la inflación ha subido, mientras que tanto el crecimiento del empleo como la inflación de los salarios se han desacelerado. El resultado ha sido un estancamiento del ingreso real, que ha bajado de una tasa de expansión interanual de alrededor de 4% hace un año a poco más de cero actualmente. En consecuencia, el crecimiento del consumo se ha frenado abruptamente, lastrando a su vez el crecimiento del PIB total (gráfico 1). Aunque prevemos un rebote temporal y técnico del crecimiento del PIB en el segundo trimestre (de aproximadamente una tasa intertrimestral de 0.4%), en el segundo semestre del año el ritmo de avance de la economía ha de disminuir nuevamente para situarse entre 0.2% y 0.3% en términos intertrimestrales.

Al final, el resultado neto será probablemente un crecimiento interanual para todo el año 2017 de 1.6–1.7%. Es una tasa inferior a la previsión actual del Banco de Inglaterra (BoE) de 1.8–1.9% (interanual), que se basa en tasas de crecimiento intertrimestral de 0.4% por trimestre. El BoE supone que el comercio neto y la inversión de empresas contrarrestarán el consumo débil de los hogares, lo que resulta posible en ambos casos. De hecho, si los hogares consumen menos, las importaciones crecerán también menos, con lo que el promedio de crecimiento total mejorará. Además, el debilitamiento de la libra esterlina (GBP) y la sólida demanda internacional deberían favorecer las exportaciones. Sin embargo, aunque hasta cierto punto de vista es lógico esperar que la inversión de empresas se acelere, somos más prudentes, en vista del clima de incertidumbre que existe en torno a las negociaciones del *brexit* y la reciente campaña electoral.

INFLACIÓN

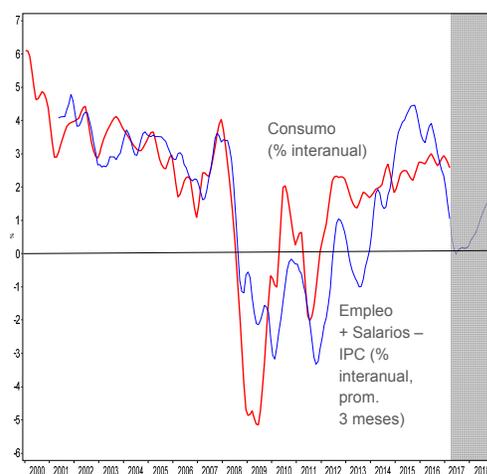
La inflación general del IPC está a punto de llegar a una tasa interanual de 3%, umbral por encima del cual el gobernador del BoE debe escribir al gobierno para explicar por qué la inflación se encuentra tan por encima de la meta y qué pretende hacer al respecto. Creemos incluso que podría subir en un 0.5% más a partir de este nivel y que es poco probable que regrese a menos de una tasa interanual de 3% hasta principios de 2018. Sin embargo, conviene precisar que la mayor parte de la aceleración que ha experimentado la inflación este último año se ha debido al efecto de la depreciación aguda de la tasa de cambio de la GBP.

CONTACTOS

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

Gráfico 1

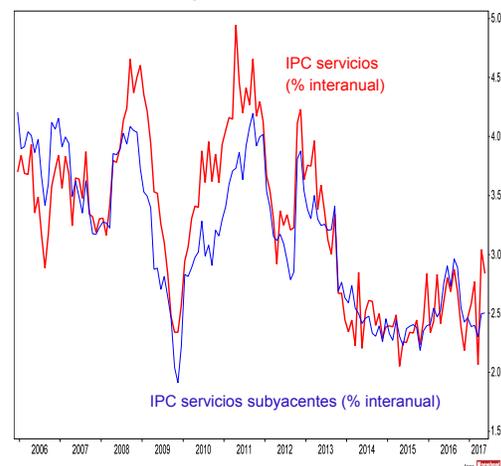
Consumo vs. ingreso real disponible



Fuente: Macrobond, Scotiabank.

Gráfico 2

IPC de servicios subyacentes vs. IPC de servicios



Fuente: Macrobond.

Mientras tanto, de hecho, las presiones inflacionarias generadas a nivel interno se han mantenido en un nivel bastante suave. Por lo general se usa la inflación de servicios como barómetro de la inflación generada internamente. Ahora bien, esta categoría incluye también dos componentes sensibles a las fluctuaciones de la tasa de cambio: los paquetes vacacionales y los boletos aéreos. Si eliminamos estos componentes de la categoría de servicios, veremos que ha habido muy poca, si acaso alguna, aceleración de la inflación subyacente de servicios (gráfico 2).

Asimismo, otro de los grandes factores determinantes de la inflación generada internamente es el crecimiento de los salarios, que también se ha mostrado particularmente tenue. Si bien la caída sorpresivamente fuerte de la tasa de desempleo ha acaparado la atención, creemos que esto sobreestima la medida en que se ha erosionado la capacidad excedentaria (u oferta de trabajadores). El desempleo puede muy bien estar bajo, pero lo cierto es que en los últimos años ha aumentado sustancialmente la oferta de mano de obra de los trabajadores migrantes. Esto significa que la dinámica entre la oferta y la demanda está más equilibrada, manteniendo a raya las presiones sobre los salarios. Pensamos que esto podría cambiar cuando se concrete de una vez por todas el *brexit*, pero como todavía faltan posiblemente años para esto, por el momento nada debería cambiar. Dicho esto, como la inflación del IPC ha de situarse en poco más de 3% a finales de año (casi un punto porcentual más que la inflación de los salarios) cuando se negocien la mayoría de los acuerdos salariales del sector privado, podríamos observar una cierta tendencia alcista a principios de 2018, porque los empleados lucharán por obtener aumentos en su remuneración y mantener un crecimiento positivo del salario real.

POLÍTICA

El BoE ha dado algunos primeros pasos hacia un aumento de las tasas de interés, aunque creemos que todavía falta un poco más para esta primera movida. En la última reunión del organismo, tres autoridades disintieron del resto y votaron a favor de un alza inmediata de las tasas, mientras la visión de la mayoría dio a entender que la tolerancia frente a un desbordamiento de la inflación por encima de la meta se había reducido. Sin embargo, en el discurso que pronunció luego ante la audiencia empresarial reunida en la Mansion House, el gobernador Carney afirmó que ahora no es el momento de subir las tasas de interés, opinión que posiblemente compartan también los vicegobernadores de la institución. Carney hizo hincapié en las bajas presiones inflacionarias y el crecimiento anémico de los salarios. No creemos que ninguno de estos dos factores cambie dentro de poco, lo que significa que la mayoría de miembros del comité de política monetaria se opondrá probablemente a un incremento de las tasas este año. Además, como el crecimiento intertrimestral del PIB ha de ubicarse en la banda de 0.2% a 0.4% durante el resto del año, dudamos que las autoridades estén dispuestas a subir la tasa de referencia en ese momento.

Las condiciones para un endurecimiento han de ser más favorables en 2018. Para esa fecha, el ritmo de crecimiento del PIB debería estar en una trayectoria alcista y la inflación de los salarios tiene más posibilidades de acelerarse. Aun así, creemos que no habrá suficientes municiones para un aumento de las tasas hasta el segundo semestre del año.

A raíz de las elecciones generales anticipadas, que terminaron con el llamado “parlamento colgado” sin ningún partido con suficiente mayoría para formar gobierno, reina una gran incertidumbre política en el país. Durante la campaña electoral, el Ministro de Finanzas dejó entrever que el ritmo de austeridad se moderaría levemente. De ser así, esto sumaría un porcentaje pequeño al crecimiento del PIB a partir de 2018. Creemos que, dado el sentimiento general (fatiga con la austeridad, pérdida de popularidad del Partido Conservador), hay margen para relajar todavía más los planes fiscales. Lo sabremos cuando se presente el llamado presupuesto del otoño más adelante este año.

Mientras tanto, han comenzado las negociaciones formales del *brexit*. Se piensa que la posición negociadora del gobierno británico se ha visto perjudicada con la pérdida de la mayoría parlamentaria. En la práctica, el gobierno tendrá que acordar términos con sus contrapartes europeas que sean aceptables tanto para los partidarios de permanecer en la UE como para quienes votaron por la salida, lo que resultará posiblemente muy complicado. Desde el punto de vista económico, lo más importante será dilucidar si el Reino Unido podrá continuar las actividades de servicios (especialmente servicios financieros) con el resto de la UE y si se mantendrá la frontera sin aranceles con la Unión.

Eurozona

- El crecimiento del PIB de la eurozona debería continuar acelerándose, como indican los resultados altos de las encuestas.
- Aunque la inflación se ha recuperado hasta cierto punto, el repunte ha sido principalmente el resultado de efectos de base. Mientras tanto, la inflación subyacente se mantiene obstinadamente en menos de 1% por la elevada capacidad excedentaria.
- Es poco probable que el BCE empiece a subir las tasas de interés antes del fin del programa de expansión cuantitativa este mes de diciembre. De allí en adelante, el momento del primer incremento dependerá posiblemente de las previsiones de inflación subyacente que por ahora son todavía muy tenues.

CRECIMIENTO

Los indicadores de las encuestas de la eurozona son sumamente sólidos y dan a entender que el crecimiento del PIB debería seguir acelerándose en el resto de 2017. En teoría, la relación entre el producto y los indicadores de sondeos implica que el crecimiento del PIB podría aproximarse, al cierre del año, a una tasa intertrimestral de 1% (gráfico 1), con una tasa interanual cercana a 3%. A su vez, ello se traduciría en una tasa de crecimiento promedio anual de 2.25% a 2.5%. Sin embargo, el consenso de analistas y el Banco Central Europeo (BCE) prevén un crecimiento interanual de 2% o menos. Estas perspectivas prudentes obedecen quizá a las dudas sobre la magnitud en que los altos resultados de los sondeos se reflejarán realmente en los datos cuantificables de la actividad, particularmente por el comportamiento intermitente que ha tenido hasta ahora la recuperación de la eurozona. Por nuestra parte, tendemos más a considerar el “vaso medio lleno” y preveemos una tasa de crecimiento promedio anual de 2.2% en términos interanuales.

Más allá de los datos de las encuestas, el panorama para los componentes del PIB correspondientes al gasto es positivo, aunque no extraordinario. La confianza del consumidor es alta e implica que existe un poco más de margen de maniobra. En cambio, el crecimiento del ingreso real disponible es relativamente mediocre. Los componentes más alentadores de las perspectivas de crecimiento son la inversión y el comercio neto. Con respecto a la inversión, el resultado elevado de las encuestas sobre los índices de gerentes de compra (PMI) permite suponer que el crecimiento de la inversión podría acelerarse a un ritmo interanual de 2% o incluso más alto. Mientras tanto, el comercio neto se verá posiblemente favorecido por la robusta demanda internacional y la debilidad relativa del euro. En general, como ha desaparecido la sombra del riesgo político, el crecimiento tiene un obstáculo menos por delante.

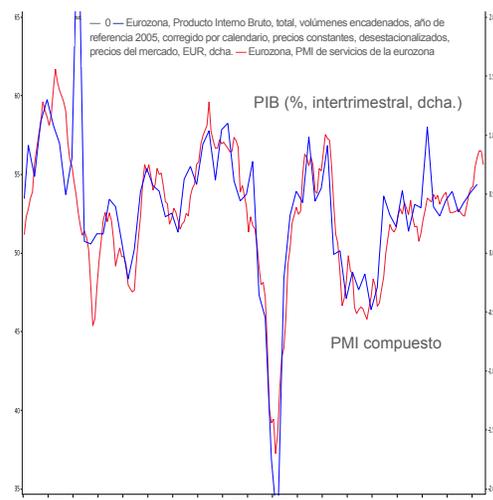
Entre los países, Alemania está claramente a la vanguardia, aunque el crecimiento está bastante generalizado en toda la eurozona: de hecho, España va en camino de registrar por tercer año consecutivo un crecimiento interanual de más de 3%.

CONTACTOS

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

Gráfico 1

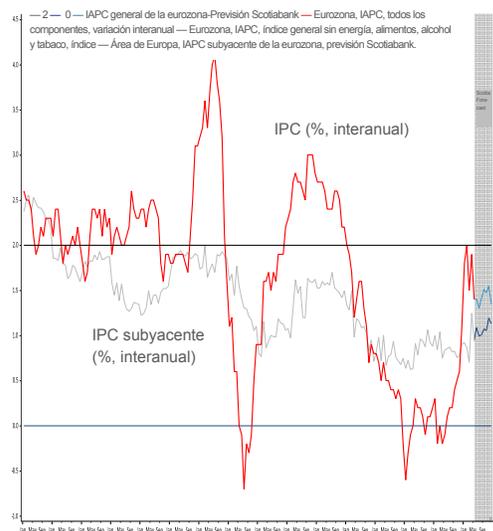
PMI compuesto eurozona vs. PIB intertrimestral (%)



Fuentes: Macrobond, Scotiabank.

Gráfico 2

Inflación de la eurozona



Fuentes: Macrobond, Scotiabank.

INFLACIÓN

La inflación general rebotó con fuerza y tocó por momentos la meta del BCE (2%) antes de caer nuevamente por debajo de una tasa interanual de 1.5%. Gran parte de la aceleración reciente y el repliegue posterior se debió a las fluctuaciones de la inflación del precio de la gasolina. Los efectos de base y el alza del precio del petróleo elevaron la inflación en un punto porcentual completo durante los seis meses previos a febrero de 2017. Sin embargo, a partir de allí la caída del precio de la gasolina borró tan solo en los últimos tres meses la mitad de ese avance. En el resto del año, cabe esperar que este componente reste un 0.4–0.5% más a la inflación, debido a los efectos de base (sujetos a los nuevos altibajos del precio del petróleo).

El punto es que, con esta moderación de la inflación de los precios de la energía, la inflación de la eurozona quedará bastante rezagada con respecto al objetivo del BCE, a menos que la presión alcista de la inflación subyacente o el precio de los alimentos sea lo suficientemente elevada. La inflación del precio de los alimentos está más o menos en el nivel en que debería estar, sin ninguna señal de irse por una senda alcista o bajista. Eso significa que la inflación general depende completamente de la evolución de la inflación subyacente.

Como el PIB se encuentra ahora por encima del crecimiento tendencial (que probablemente ronda una tasa interanual de 1.1%), la brecha del producto y la capacidad excedentaria de la economía deberían irse reduciendo. Dependiendo de cuánta capacidad excedentaria había en principio, eso significa bien sea que la inflación subyacente se reducirá más lentamente o bien que puede subir. La inflación subyacente ha estado oscilando entre 0.7 y 0.9% por casi dieciocho meses, sin señales concretas de acelerarse todavía. Sin embargo, si el crecimiento se mantiene por encima del potencial, como esperamos, hay altas posibilidades de que la inflación trepe nuevamente a una tasa interanual de más de 1% para el cierre del año. De ahí en adelante, debería seguir subiendo gradualmente hasta llegar a una tasa interanual aproximada de 1.5% para fines de 2018.

POLÍTICA

Ya se empieza a especular sobre la posibilidad de que el BCE empiece pronto su estrategia de salida del programa de expansión cuantitativa. Ahora bien, conviene recordar que el BCE se ha comprometido a continuar comprando EUR 60,000 millones en bonos públicos por mes hasta fines de 2017. En primer lugar, creemos que los rumores sobre un alza de la tasa de refinanciamiento (es decir, de un endurecimiento de la política monetaria) mientras se mantienen todavía las compras de bonos son absurdos. Sería como conducir un automóvil pisando el acelerador y el freno al mismo tiempo. Mucho más probable es que el BCE termine su programa de compra de activos o incluso reduzca el ritmo de las compras, pero sin endurecer la política mientras por otro lado también la relaja.

En general, lo más seguro es que el BCE comience a retirar la expansión monetaria (es decir, a subir las tasas) solo cuando el Consejo de Gobierno tenga la seguridad de que las presiones inflacionarias subyacentes son suficientes para que la inflación general se sitúe de manera sustentable en una tasa interanual aproximada de 2%. Para esto, creemos que hay que marcar dos casillas. Primero, el crecimiento del PIB por encima de la tendencia debe mantenerse hasta bien entrado 2018. Segundo, la inflación subyacente debe subir sostenidamente a una tasa interanual de más de 1% para fines de 2017 y dar muestras de continuar en una trayectoria alcista de ahí en adelante. Si se cumplen estas dos condiciones, entonces un aumento de las tasas a mediados de 2018 luce probable.

El riesgo político está menguando, especialmente después del resultado de las elecciones francesas en las que la candidata antieuropea Marine Le Pen quedó a una gran distancia de la victoria. Aunque Alemania y posiblemente Italia irán a las urnas más adelante en el año, no creemos que estos comicios tengan grandes consecuencias para la economía y los mercados.

Brasil

¿HAY REALMENTE LUZ AL FINAL DEL TÚNEL?

- Los mercados brasileños han repuntado con fuerza en los últimos 18 meses, porque se confiaba en la próxima implementación de las reformas y se creía que la economía ya había tocado fondo.
- Sin embargo, el panorama político se ha enturbiado por el desbordamiento del caso Lava Jato y la proximidad de las elecciones presidenciales de 2018, lo que a su vez ha incrementado la incertidumbre en el ámbito económico.
- Si no se concretan las reformas, la confianza se resquebrajará y podría haber una oleada de ventas del real brasileño. Esto entorpecería el esfuerzo del banco central por favorecer el crecimiento con recortes de las tasas de interés.

Los mercados de Brasil han repuntado con fuerza en el transcurso de este último año y medio, pero últimamente ha regresado la volatilidad en medio de un clima más pesimista. ¿Esa luz al final del túnel señalará entonces la tan anhelada salida de la crisis o será más bien un tren avanzando rápido en dirección contraria? Para nosotros, se trata un poco de las dos cosas. Después de pasar el último par de años en medio de la recesión más profunda de la historia del país, en los que la economía se contrajo a un ritmo de 4%–8%, Brasil está empezando a dar algunas señales positivas de crecimiento. Los datos recientes dan a entender que la economía comienza poco a poco a salir del terreno negativo (el PIB del primer trimestre se ubicó en una tasa interanual de -0.4% y una tasa intertrimestral de +1.0%). Además, después de dispararse a 10.8% en 2015, la inflación ha bajado a menos de 4%, dando con ello un cierto margen al Banco Central de Brasil (BCB) para recortar las tasas y estimular así la economía (la tasa SELIC se ha reducido de 14.25% a 10.25% durante el último año).

Aunque la producción industrial de bienes manufacturados se encuentra ahora en los niveles de 2004 (gráfico 2), resulta alentador observar que la trayectoria actual es plana y no hacia abajo. Por el lado de la demanda interna, es más o menos la misma historia, aunque todavía hay algunos motivos de preocupación. El crecimiento de las ventas minoristas finalmente se ha tornado positivo (tasa interanual de +1.9% en abril), tras dos años de resultados negativos. Nos sigue preocupando, sin embargo, la carga de la deuda de los hogares, que puede descarrilar la recuperación si la confianza disminuye (por el posible empeoramiento de los escándalos políticos o un viraje en los recortes de las tasas). A finales de marzo (los datos más recientes), los hogares brasileños destinaban el 22.0% de su ingreso disponible (es decir, el ingreso después de impuestos) al pago de las deudas, porcentaje ciertamente inferior al máximo de 22.7%, pero que sigue estando en niveles similares a los de España y Estados Unidos antes de la crisis de la deuda.

En el ámbito externo, las noticias han sido también razonablemente buenas. Después de registrar sostenidamente superávits de cuenta corriente en el periodo 2003–2007, la cuenta corriente de Brasil cayó en déficit en 2008. Peor aún, el déficit aumentó a más de 3% del PIB en 2012 y luego dejó de estar completamente financiado por la inversión extranjera directa (IED). El déficit por cuenta corriente del país llegó a un máximo en 2014 (-4.2% del PIB) y desde entonces se ha reducido a un nivel moderado de -1.3% del PIB y ya está más que completamente financiado por la IED. Siempre y cuando la reactivación del crecimiento no se estanque y la confianza del consumidor continúe mejorando, creemos que el déficit aumentará un poco, pero sin salir del rango de 1%–2% del PIB.

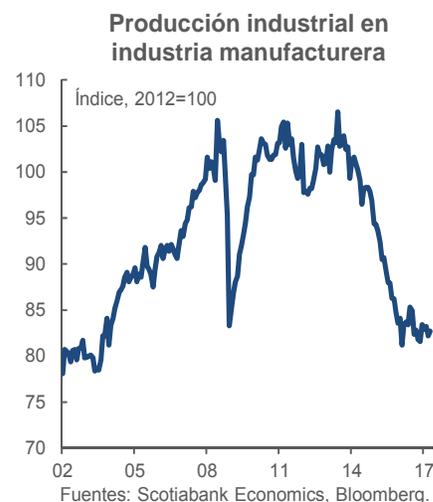
CONTACTOS

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

Gráfico 1



Gráfico 2



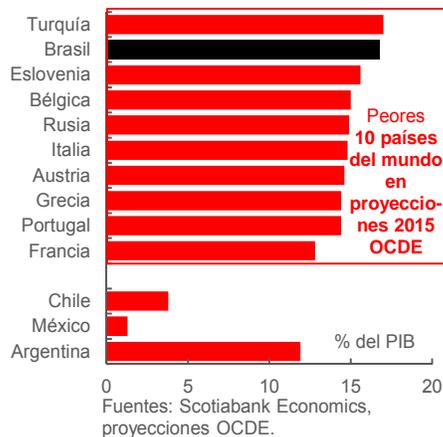
En el frente fiscal, el gobierno brasileño ha avanzado en la estabilización de las finanzas públicas, recortando el déficit público de un 10.2% del PIB al nivel esperado de 9.1% en 2017, algo bueno pero no suficiente. La deuda pública bruta ha aumentado del nivel de 62% del PIB en que estaba en 2008 a un nivel estimado de 81% del PIB en 2017. La estabilización de la trayectoria de la deuda pública ha resultado ser muy difícil, porque las limitaciones del gasto y el complejo entorno político están complicando continuamente la tarea del gobierno.

Para contribuir a estabilizar las finanzas públicas, el gobierno está centrando su atención en la reforma del sistema de pensiones. Las presiones que recientemente han experimentado los mercados brasileños se deben a la incertidumbre sobre la situación del presidente Temer, ya que no se sabe si podrá terminar su mandato tras las acusaciones recientes y los intentos de bloquear las elecciones presidenciales, así como a los temores de que esta intensificación de la agitación política perturbe el programa de reformas del gobierno. En el mejor de los casos, parece que las reformas se retrasarían, con el riesgo de que entonces coincidan con las elecciones presidenciales, lo que en última instancia podría obstaculizarlas.

¿Por qué es tan importante esta reforma del sistema de pensiones? Brasil está en una de las situaciones más difíciles del mundo en lo que se refiere a su régimen de pensiones, pues según estimados de la OCDE los pagos han de superar el 15% del PIB en términos anuales para 2050. A esto añadiríamos que el sistema de pensiones de Brasil está infra financiado y es demasiado generoso. Para dar un poco más de contexto, actualmente en Brasil los hombres se pueden jubilar a los 56 años y las mujeres a los 53. Si se aprueba la reforma, la edad de jubilación aumentaría a 60 años para las mujeres y a 65 años para los hombres. Sin embargo, incluso con estos cambios, el sistema de pensiones del país seguirá siendo uno de los más generosos de los países de la OCDE (gráfico 3). De acuerdo con la propuesta de reforma actual, los hombres podrán jubilarse a los 65 años, pero ¡recibiendo un 96% de su ingreso antes de la jubilación! El promedio de los países de la OCDE es una edad de jubilación de 65.5 años, con un 53% del ingreso previo al retiro. Según encuestas recientes, el 70% de los votantes brasileños está en desacuerdo con la reforma del sistema de pensiones.

Con la propuesta actual de reforma del régimen de pensiones, el gobierno debería ahorrarse unos US\$ 190,000 millones en los próximos 10 años, pero el desenlace es incierto. Si la ley de reforma no se concreta, la nueva confianza de los inversionistas en Brasil corre el riesgo de desaparecer, con lo que el país caería en una espiral negativa porque, entre otras consecuencias, podría desatarse un movimiento de venta masiva del BRL, con el consecuente aumento de la inflación que pondría más presión sobre el presupuesto ya bastante apretado de los hogares al aumentar la carga de la deuda y complicando también al mismo tiempo la situación fiscal.

Gráfico 3

Gasto público en pensiones proyectado para 2050


Colombia

SE ACELERA EL ESTÍMULO MONETARIO MIENTRAS LA ECONOMÍA SE ESTANCA

- La economía colombiana comenzó el año a paso de tortuga, con una tasa decepcionante de crecimiento interanual de 1.1% en el primer trimestre.
- Puesto que la inflación converge rápidamente hacia la meta del Banco de la República, cabe esperar que el organismo siga relajando la política para fomentar el crecimiento.
- En el ámbito político, aunque las elecciones presidenciales de mayo de 2018 incrementarán en cierta medida el clima de incertidumbre, los nubarrones políticos se han disipado a corto plazo, pues la propagación del escándalo Lava Jato de Brasil parece haber quedado bastante contenida en Colombia.

La economía colombiana tuvo un primer trimestre algo más débil de lo esperado, con un crecimiento interanual de apenas 1.1% (el Banco de la República de Colombia esperaba una tasa interanual de 1.3%). Este resultado débil refleja la moderación de la actividad en la industria minera, la construcción y el sector comercial (tasas interanuales de -9.4%, -1.4% y -0.5%, respectivamente). Las últimas cifras de producción industrial se hicieron eco de la debilidad observada en la minería y la construcción, con una tasa interanual general de -6.8% en el mes de abril. La producción industrial se ha contraído en tres de las últimas cuatro publicaciones mensuales de datos económicos. Es probable que el efecto combinado de la estabilización del precio del crudo en niveles más bajos de lo previsto y del impacto del caso Lava Jato en la construcción esté afectando las inversiones.

Mientras el producto se desacelera, observamos también una atenuación de la demanda interna, con una especie de caída en picado de las ventas minoristas (tasa interanual de -2.0% en abril). La buena noticia es que los datos recientes sobre el gasto público parecen ser más favorables para el crecimiento, toda vez que la inversión parece ya haber tocado fondo (la formación bruta de capital fijo se situó en +0.1% en términos interanuales en el primer trimestre, después de cinco trimestres de contracción). Sin embargo, por otro lado, las exportaciones siguen bajando como indica su tercera disminución trimestral (-3.6% interanual en el primer trimestre). En síntesis, la economía continúa estando débil, por lo que nuestra previsión de base apunta a un crecimiento anual de poco menos de 2% en 2017.

Como dato positivo, a medida que la economía pierde vigor, la inflación por fin está bajando del nivel alto en que se mantenía obstinadamente, dando así algo de margen de maniobra al Banco de la República para recortar las tasas de interés como medida de estímulo económico. Después de dispararse a un máximo de casi 9.0% en el verano de 2016, la inflación ha regresado a una tasa de 4.4% (entrando casi nuevamente dentro del rango meta). En vista de la caída rápida de la inflación y el crecimiento suave, el gerente general del Banco de la República, Juan José Echavarría, señaló que su postura coincidía con la de los mercados, que prevén un recorte de las tasas del orden de 100bps en el transcurso del próximo año. Al menos dos otros miembros más de la Junta Directiva del banco central (Ocampo y Cárdenas) respaldan este tono flexible. Pensamos también que el banco central recortará las tasas cuatro veces en los próximos 12 meses (25bps en cada recorte), recortes que en nuestra opinión serán bastante inmediatos. Así pues, según nuestras previsiones de base, la tasa de referencia se reducirá cuatro veces antes de fin de año (a 5.25%), siendo el primer recorte el 30 de junio. Creemos que la principal amenaza potencial para esta proyección de mayor relajamiento del Banco de la República es el peso colombiano (COP), que ya no está claramente barato (una sola desviación estándar por debajo de la media) y podría verse afectado por una caída de los precios del petróleo. Si el peso se debilita, el banco central podría quedar con las manos atadas, pero esto no está contemplado en nuestra previsión de base.

CONTACTOS

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

Gráfico 1

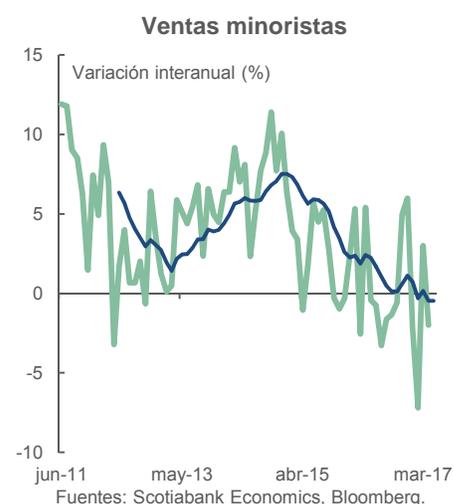
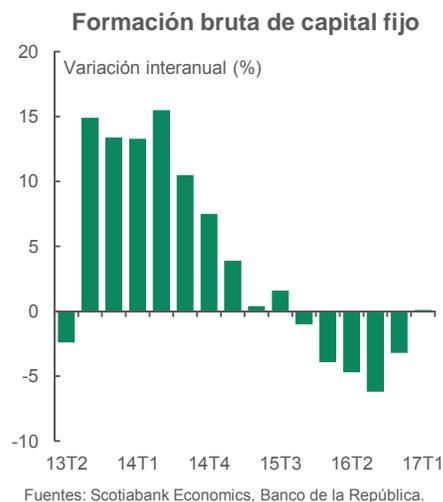


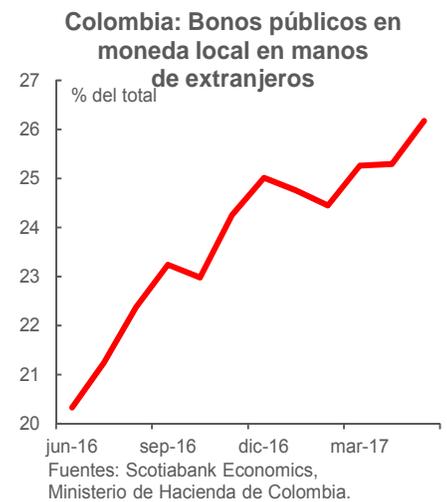
Gráfico 2



En el ámbito externo, la desaceleración de la demanda interna en medio del repunte del precio del petróleo ha contribuido a reducir el déficit por cuenta corriente, que ahora luce mucho más sano. Después de ampliarse considerablemente a -6.4% del PIB en 2015, este déficit disminuyó a -4.3% del PIB en 2016. Lo que más nos preocupa en cuanto a las cuentas externas son los flujos de capitales. Hemos observado un movimiento muy fuerte hacia los activos colombianos en los últimos 18 meses y los bonos TES colombianos en moneda local se cotizan actualmente en un rango estrecho de 25bps–60bps con respecto a los bonos M de vencimiento correspondiente, que son más líquidos y tienen una calificación más alta, así como una gran “base cautiva de inversionistas” por estar incluidos en los principales indicadores de referencia del mercado. El problema es que, si llegáramos a tener una sacudida que provocara un brote de aversión al riesgo en los mercados internacionales, entonces esto podría desencadenar una salida de capitales de Colombia.

En el plano político, todo parece indicar que el país logró evitar una fuerte sacudida en su programa de construcción de infraestructuras, al menos por ahora. En las primeras etapas de las investigaciones sobre la operación Lava Jato en Colombia, parecía que el proyecto de la autopista Ruta del Sol II (uno de los principales proyectos de infraestructura vial del país) podría paralizarse hasta por cinco años debido a la controversia de los sobornos. Afortunadamente, el riesgo de retrasos luce ahora mucho menor, porque se estaría preparando una nueva ronda de licitaciones, sin Odebrecht, cosa que podría restaurar la confianza en la inversión en infraestructuras. Además, las primeras alegaciones que inmiscuían al presidente Santos en el caso Lava Jato por haber recibido dinero para financiar su campaña parecen haber quedado infundadas, reduciendo así el riesgo de que el escándalo político escalara a algo más serio, como ocurrió en Brasil y Perú. La próxima fecha clave del calendario político son sin duda las elecciones presidenciales de 2018, que se celebrarán a finales del mes de mayo del próximo año.

Gráfico 3



Perú

UNA ECONOMÍA DOMINADA POR LA POLÍTICA

- Varias sacudidas y el clima político han asediado la economía.
- El crecimiento futuro dependerá del gasto del sector público.
- No hay señales de repunte de la inversión privada (todavía).

La economía de Perú ha sufrido tres grandes sacudidas en los tres últimos trimestres: 1) la contracción de la política fiscal a finales de 2016, cuyos efectos se han prolongado hasta este año; 2) el impacto pasajero pero significativo de las inundaciones causadas por El Niño; y 3) el efecto más prolongado del escándalo Lava Jato en los proyectos de infraestructura. Todo esto ha sucedido durante un periodo de alta tensión política entre el gobierno y el Congreso controlado por la oposición, que ha culminado con la salida de tres miembros importantes del gabinete desde el inicio del régimen de Kuczynski (PPK) en julio de 2016.

Hasta ahora, los mercados parecen estar bastante tranquilos en cuanto a los riesgos políticos. Sin embargo, dentro del país, las preocupaciones económicas han pasado sin duda alguna a segundo plano, dominadas por los problemas políticos. Aunque el caso Lava Jato precede el enfrentamiento político entre el Congreso y el gobierno de PPK, el ruido generado por este escándalo ha puesto todos los grandes proyectos de infraestructura bajo control político. Dos miembros del gabinete —el Ministro de Transporte, Martín Vizcarra, y el Ministro de Economía y Finanzas, Alfredo Thorne— terminaron renunciando ante las presiones por la controversia política en torno al proyecto del aeropuerto de Chinchero (Cusco), incluso aunque el proyecto no está vinculado con la operación Lava Jato. Thorne fue reemplazado por el jefe del gabinete, Fernando Zavala, quien ahora tendrá una responsabilidad doble. Esto podría ser solo una disposición temporal, aunque Zavala ha dado a entender lo contrario. Es posible que el gobierno cambie varios miembros del gabinete, probablemente hacia finales de julio cuando el presidente Kuczynski debe dar su discurso anual ante la nación. No obstante, el asunto clave para el gobierno no es la política económica sino la política como tal, es decir, saber si el gabinete podrá establecer una relación de trabajo con el Congreso, reformar el intrincado marco institucional y avanzar eficazmente en el programa de inversión en infraestructuras que tanto se necesita.

Para complicar aún más el panorama político, la decisión sobre la liberación del ex presidente Alberto Fujimori, elemento clave en la relación entre el gobierno de PPK y el Congreso, ha vuelto a primer plano. Las declaraciones recientes de voceros del gobierno y el Congreso no auguran nada bueno.

Tres sacudidas en medio de un clima de turbulencia política es mucho que aguantar para una economía. El resultado inmediato es que el crecimiento del PIB ha sido de una tasa interanual ínfima de 1.6% en el periodo que va desde el inicio del año hasta abril. En adelante, esperamos un repunte natural “post Niño”, pero la fortaleza de esta reactivación dependerá principalmente del gasto público, que hasta ahora ha sido decepcionante. La inversión del gobierno central ha caído en más de 20% desde el inicio del año hasta el mes de mayo, pese a los recursos y planes iniciales que contemplaban un incremento fuerte. Los trastornos que ocasionó El Niño tienen en parte la culpa, así como las distracciones políticas, aunque la dificultad para lograr que el aparato institucional de gasto del gobierno funcione de manera adecuada también parece ser un factor determinante. Aun así, creemos que el gasto comenzará a aumentar más adelante

CONTACTOS

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

Gráfico 1

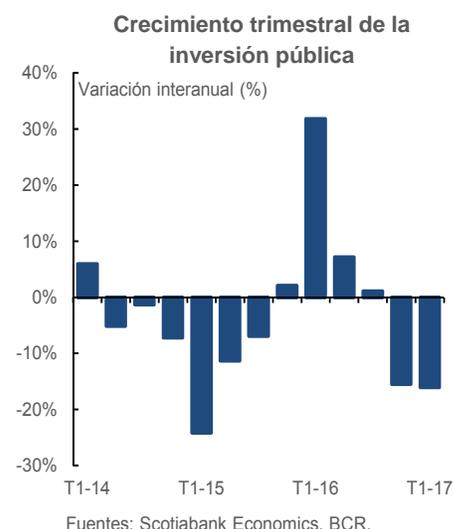
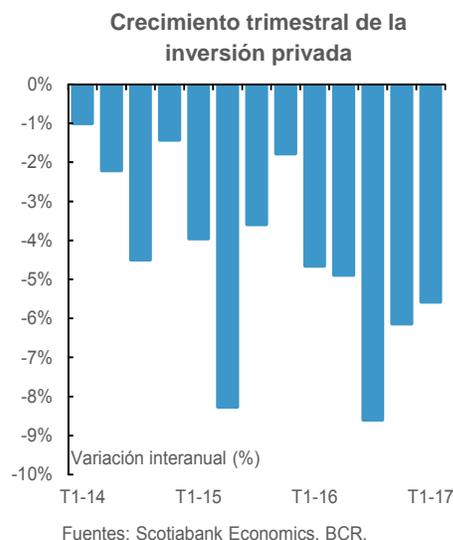


Gráfico 2



en el año, especialmente en las actividades de reconstrucción después de El Niño, y que cobrará luego fuerza en 2018.

El sector privado es otro tema. El crecimiento del consumo ha bajado a 3% o menos, después de avanzar constantemente a una tasa de 3.5% en los dos últimos años. Ha habido algunas señales positivas para el consumo en mayo, pero para una recuperación sostenida es necesario que la inversión empiece a mejorar.

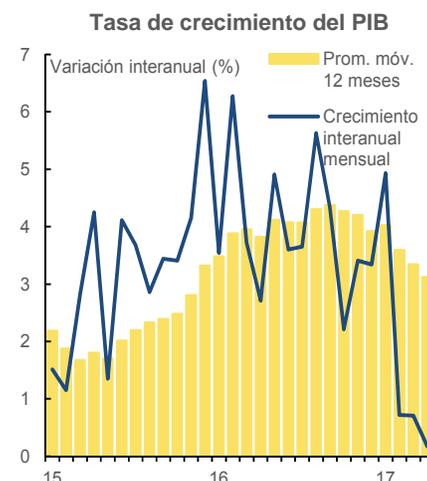
La inversión privada se encuentra sumida en su cuarto año de crecimiento negativo, sin ningún indicio de haber llegado al punto de inflexión. Aunque el clima político no contribuye a la confianza empresarial, otros factores más fundamentales están también en juego, como el exceso de capacidad en las industrias que atienden la demanda interna y la sobreregulación.

Debido a la demanda interna débil, el crecimiento del PIB ha estado más impulsado por los recursos naturales: metales, pesca y producción agroindustrial. Con excepción del pequeño sector agroindustrial, donde se espera que continúe el crecimiento robusto, la expansión de los recursos naturales se moderará de ahora en adelante y, en el segundo semestre del año, el crecimiento dependerá del repunte de la demanda interna. Por lo tanto, los dos próximos trimestres serán reveladores. El tercer trimestre nos dirá qué tan resistente es el crecimiento sin la contribución de la producción de recursos naturales. El cuarto nos dirá qué tan firme y decidido será el gobierno en la ejecución de sus planes de inversión pública.

El Banco Central de Reserva (BCR) ha señalado que la política monetaria seguirá siendo moderadamente propicia para el crecimiento, lo que significa que hay posibilidad de nuevos recortes de la tasa de interés de referencia, que actualmente se sitúa en 4.0% (el BCR no redujo la tasa en junio), así como de una disminución de la tasa de encaje bancario. La inflación se ubica ahora en una tasa anual de 3.0% y ha estado disminuyendo agudamente en los dos últimos meses mientras se normalizó la distribución de alimentos después de El Niño. Coincidimos con el banco central, pues prevemos que la inflación seguirá cayendo y se mantendrá dentro del rango meta (1%–3%), dando así margen al organismo para relajar aún más la política monetaria. Sin embargo, esta flexibilización será moderada, porque el BCR, con un ojo puesto en la tasa de cambio, no parece sentirse muy cómodo recortando fuertemente las tasas de interés cuando la Reserva Federal de Estados Unidos las está subiendo.

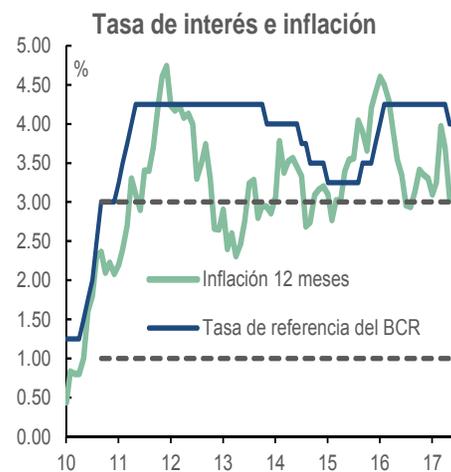
La estabilidad de precios depende del mercado de divisas. Como las cuentas externas se están fortaleciendo más de lo esperado, confirmamos nuestra previsión sobre la tasa de cambio para el cierre del año de S/3.25.

Gráfico 3



Fuentes: Scotiabank Economics, INEI.

Gráfico 4



Fuentes: Scotiabank Economics, BCR, INEI.

Chile

OTRO AJUSTE AL PRONÓSTICO DE ACTIVIDAD

Desafortunadamente, el sesgo negativo del riesgo para nuestro pronóstico de actividad para la primera mitad del año se materializó. La lenta tendencia del crecimiento fue severamente afectada por un conjunto de condiciones adversas, siendo la más relevante la huelga en una importante mina de cobre. Incluso con esto, la recuperación fue más débil de lo esperado y nos obliga a recortar la previsión para el presente año al 1.6%, manteniendo el sesgo negativo. Teniendo en cuenta el escaso crecimiento ya visto, se anticipa una recuperación relativamente mayor para la segunda mitad del año. En la misma línea, el mayor apoyo de la política monetaria lleva a aumentar la previsión para 2018 a 2.6%. Cabe señalar que este crecimiento estaría solo un poco por debajo del potencial estimado para la economía chilena, que no supera el 3%.

LA DEMANDA INTERNA PERMANECE DÉBIL

A pesar de la floja actividad, la sorpresa más negativa vino de la inversión en construcción, que se contrajo a un ritmo más rápido y más allá de lo esperado. La inversión en maquinaria, por otro lado, se está recuperando, aunque a un ritmo muy limitado. Como se ha dicho muchas veces, en la etapa actual del ciclo, la recuperación de la inversión está más estrechamente relacionada con las expectativas empresariales que con las condiciones financieras objetivas. En consecuencia, nuestra previsión de inversión se recortó a -0.3% para el año en curso, aunque la expansión para 2018 se estima en 2.2%. Los inventarios, que suelen arrojar el primer signo de una recuperación cíclica, ya empezaron a repuntar, como se esperaba, y el proceso probablemente continuará, ya que su nivel absoluto todavía es inferior al de hace cuatro años. En el lado positivo, también hay que apuntar que los índices de expectativas, tanto comerciales como de consumo, aunque todavía en la zona pesimista, han mostrado una recuperación moderada. Es probable que esta mejoría se profundice porque se espera que algunos factores determinantes de las funciones de confianza los apoyen: la inflación está muy contenida y los riesgos nacionales y extranjeros son menos estridentes.

MERCADO LABORAL, POLÍTICA FISCAL Y SECTOR EXTERNO

La tasa de desempleo ha ido subiendo, pero moderada por el empleo por cuenta propia. Algunos factores que deberían mantener la tasa de desempleo aumentando en los próximos trimestres se relacionan con que ésta reacciona rezagadamente al ciclo económico; el autoempleo no podría seguir creciendo a un ritmo muy rápido y la reforma de la legislación laboral disuade a las empresas de contratar masivamente (en sondeos algunas de ellas incluso declaran estar aumentando la inversión en equipo para evitar problemas laborales). Aun cuando el gasto fiscal creció a un ritmo muy rápido en el primer trimestre, es probable que esté limitado para el resto del año. La severa advertencia de dos importantes compañías de calificación parece ahora un hecho inevitable: la baja tasa de crecimiento de los ingresos fiscales debido al escaso ritmo de la economía, y a pesar de la reforma tributaria, obligará a reducir la calificación de riesgo, aunque se mantendría el grado de inversión. Probablemente, este evento negativo ya está en los precios de la deuda soberana. Afortunadamente, las cuentas externas están en orden y las perspectivas siguen siendo relativamente sólidas. Por ejemplo, se proyecta un déficit en cuenta corriente del 1.5% del PIB en el presente año.

EL TIPO DE CAMBIO, INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA... TODO MÁS BIEN ESTABLE

Tal como se esperaba ya desde mediados de 2016, el tipo de cambio ha estado fluctuando en un rango relativamente estrecho, entre \$ 640 y \$ 680. La inflación ha convergido por debajo del objetivo a largo plazo, pero es un efecto transitorio. Para el año en curso nuestro pronóstico sigue en 2.8%, mientras que la expectativa para 2018 es de 3-3.1%. El banco

CONTACTOS

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

Gráfico 1

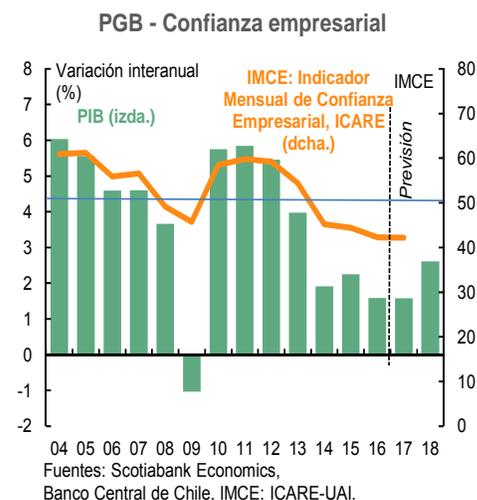
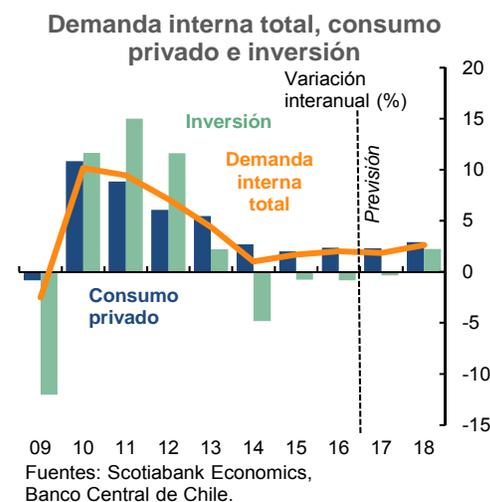


Gráfico 2



central aceleró el ritmo de los recortes de política monetaria, dejando la tasa de referencia en 2.5% el pasado mes de mayo, con un sesgo neutral. Es probable que la tasa se mantenga en ese nivel durante el resto del año. En general, las tasas de interés se encuentran en niveles históricos muy bajos, pero la expansión del crédito sigue siendo muy limitada. Un ciclo de alzas para la política monetaria no comenzaría antes del segundo trimestre de 2018.

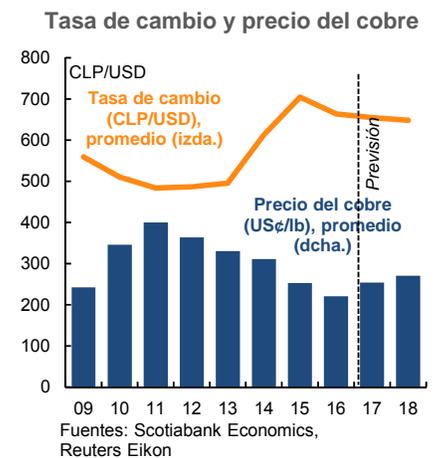
PANORAMA POLÍTICO: LAS EXPECTATIVAS EN TORNO A LAS ELECCIONES

El panorama político no ha cambiado mucho en los últimos meses y el escenario más probable sigue siendo el mismo. La próxima elección general, cuya primera ronda presidencial tendrá lugar el 19 de noviembre, será enfrentada por una coalición gobernante de centro-izquierda dividida. Hasta el momento, los favoritos para el muy probable balotaje (el 17 de diciembre) continúan siendo el ex presidente Sebastián Piñera (oposición, más bien pro-crecimiento) y el senador Alejandro Guillier (bastante alineado con el Gobierno que termina). Teniendo en cuenta las condiciones actuales, la probabilidad parece mayor para el Sr. Piñera, pero hay muchos factores que pueden influir en el resultado final, siendo el nivel de abstención el más notable (en las elecciones municipales del año pasado alcanzó al 65%). Vale la pena recordar que a pesar de que el país se mantiene alejado de los grandes escándalos que han estado sacudiendo a América Latina últimamente y la fortaleza institucional de Chile es muy alta para el estándar de la región, la mayoría de la gente siente descontento político (especialmente hacia el Congreso y los partidos). En cualquier caso, el ganador tendrá que buscar apoyo en ambas cámaras para llevar a cabo su programa. Los mercados financieros probablemente están considerando este escenario en cierta medida, pero la mayoría de las encuestas sugieren que los inversionistas en el sector real todavía permanecen al margen, prefiriendo "pagar para ver" cómo los candidatos enfrentarán el desafío en la pista final. La perspectiva podría ser más clara desde las elecciones primarias (2 de julio) en adelante, pero incluso entonces estará lejos de ser una perspectiva política libre de riesgo.

Gráfico 3



Gráfico 4



China

- La ola de gastos en el sector público ayudará a la economía de China a alcanzar su meta oficial de crecimiento en 2017.
- China continuará la transición hacia un ritmo de crecimiento económico más sostenible en 2018.
- Las autoridades monetarias siguen equilibrando el apoyo al crecimiento económico y la reducción de riesgos financieros.

EL CRECIMIENTO SE DESACELERA A TASAS MÁS SOSTENIBLES

La economía de China está dando señales prematuras de reanudar con la desaceleración del crecimiento económico después de un periodo de fortaleza impulsada por los estímulos. En los últimos trimestres, la actividad económica estuvo sustentada por un cuantioso gasto público en activos fijos (gráfico 1), especialmente infraestructuras. Ahora, debido al nivel alto de inversión, será difícil que el gobierno pueda mantener tal crecimiento de gastos (tasa interanual de 23% en el primer semestre de 2016), lo cual probablemente derivará en una pérdida del impulso en la economía general.

La desaceleración se está volviendo palpable en el sector industrial, según arrojan los datos un tanto más tenues de los indicadores de alta frecuencia, como la producción de acero y el consumo de electricidad. No obstante, parece que otras áreas de la economía mantienen su impulso; un repunte de la demanda global está sustentando a los exportadores de China, mientras que el fortalecimiento del consumo está apoyando más ampliamente la expansión de las ventas minoristas y el sector de servicios (gráfico 2). Con esta tendencia, la economía de China depende cada vez más del gasto de los hogares y del sector de servicios, lo cual es una característica de las economías más desarrolladas. En el primer trimestre de 2017, el sector de servicios representó el 56% del producto de China, un porcentaje bastante más alto que el 39% del sector industrial.

Creemos que el gobierno chino continuará inyectando un estímulo fiscal considerable para que la trayectoria de crecimiento económico corresponda con el nivel necesario para mantener la armonía social. De todas formas, el cada vez menor impacto estimulador del gasto fiscal provocará la desaceleración del crecimiento del PIB real en los próximos trimestres, después de que el producto tuviera un crecimiento interanual de 6.9% en los primeros tres meses de 2017. Aun así, China va en camino de cumplir la meta oficial de crecimiento de “aproximadamente 6.5%” en 2017, considerando que prevemos una expansión del producto de 6.6% este año. En 2018, la economía continuará posiblemente su transición hacia una trayectoria de avance más sustentable, con un crecimiento interanual previsto del PIB real de 6.1%.

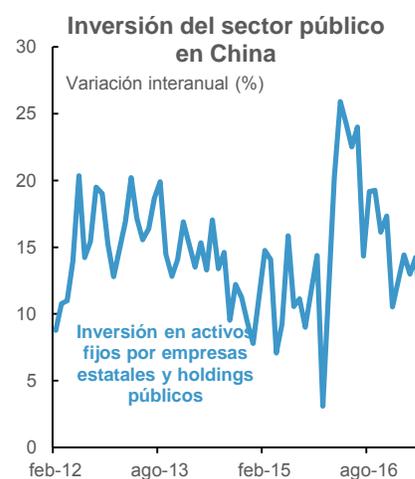
POLÍTICA MONETARIA NEUTRAL EN MEDIO DE LA ACTUALIZACIÓN DEL MARCO REGULATORIO

El Banco Popular de China (PBoC) probablemente mantendrá la postura monetaria actual en los próximos meses en vista de las fuerzas desaceleradoras que enfrenta la economía de este país. La tasa de repo inverso a 7 días, que se puede interpretar como la tasa *de facto* del PBoC, se sitúa ahora en 2.45%. Esta tasa aumentó 10 puntos base en febrero y marzo a fin de estimular el desendeudamiento y a la vez evitar los riesgos de una abrupta desaceleración económica. Mientras tanto, se han mantenido las tasas para préstamos y depósitos a un año en 4.35% y 1.50%, respectivamente, desde octubre de 2015. Las presiones inflacionarias han de seguir estando contenidas, lo que permitirá mantener las condiciones monetarias de apoyo al crecimiento. La inflación de precios al consumidor ronda actualmente el 1.5% interanual. Se prevé que el aumento de los precios se acelere

CONTACTOS

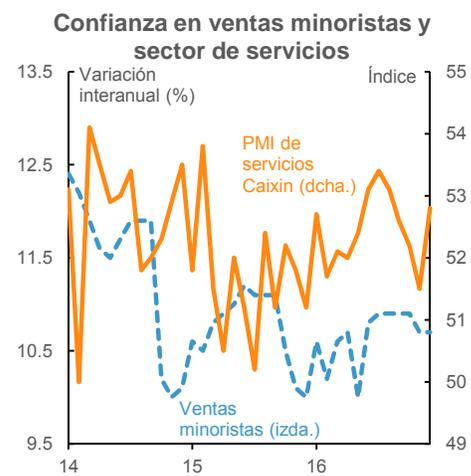
Tuuli McCully
 65.6305.8313 (Singapur)
 Scotiabank Economics
tuuli.mccully@scotiabank.com

Gráfico 1



Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

Gráfico 2



Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

gradualmente en el transcurso del año y que la tasa de inflación general cierre el año 2017 en una tasa interanual de 2.0%.

El PBoC seguirá implementando una política monetaria “prudente y neutral”, según los anuncios oficiales. La política monetaria refleja que la preservación de la estabilidad económica y financiera es la prioridad de las autoridades antes del 19° Congreso Nacional del Partido Comunista de China, que se llevará a cabo al final de este año. Recientemente, el banco central destacó el compromiso de las autoridades de mantener la estabilidad de la liquidez y de centrarse en la eliminación de los riesgos financieros. Se sigue poniendo una mayor atención a los activos no rentables, la deuda elevada de las empresas, los bonos en mora y el sistema bancario paralelo. De hecho, el organismo regulador del país anunció la implementación de casi 50 programas legislativos para el sector bancario este año, con el objetivo de mejorar la gestión de riesgos, promover el desendeudamiento gradual y controlar los préstamos morosos en la economía.

Los esfuerzos de las autoridades chinas por lograr el desendeudamiento financiero y una mayor supervisión se reflejan en la reciente desaceleración del crecimiento de la oferta monetaria M2 (de una tasa interanual de 11.3% a principios de este año a una tasa interanual de 9.6% en mayo). Si bien el financiamiento total de la economía sigue creciendo rápidamente (una tasa interanual de más de 40% en mayo en términos de promedio móvil de 3 meses), el impulso crediticio de la economía —variación de los nuevos créditos como porcentaje del PIB— entró nuevamente en territorio negativo en los primeros meses de este año (gráfico 3). En vista de que este parámetro es un indicador importante de la futura expansión del PIB real, cabe esperar que el crecimiento del producto chino disminuya en los próximos trimestres. En este contexto, la alta carga de la deuda de China —centrada en las empresas— es un elemento sustancial de riesgo para el panorama a largo plazo del país, lo cual provoca temores en cuanto a la calidad de los activos del sector bancario.

Durante la continua y agitada actividad regulatoria en China, el sector inmobiliario ha sido otra área prioritaria de las autoridades. En los últimos meses se han implementado varias restricciones en relación con la adquisición de hipotecas y la compra de viviendas a fin de limitar los elevados precios de la vivienda, especialmente en las ciudades de niveles más altos. Por el momento, continúa el auge inmobiliario en China con la construcción de nuevos apartamentos en casi todas las ciudades principales (69 de 70 ciudades en mayo), donde se ha registrado un aumento anual de los precios. Sin embargo, parece que las medidas implementadas por los gobiernos locales para enfriar el calentamiento del mercado están dando buenos resultados, ya que la inflación del precio de la vivienda se redujo notablemente en las ciudades con nivel 1 y nivel 2 (gráfico 4). Mientras tanto, ha habido una aceleración del incremento de los precios en las ciudades con niveles más bajos.

Creemos que la evolución a corto plazo del mercado de la vivienda chino debe vigilarse atentamente, dado que el sector inmobiliario representa una parte importante de la economía y los promotores inmobiliarios están entre las empresas más endeudadas del país. Sin embargo, también destacamos que la demanda de proyectos inmobiliarios en China no desaparecerá rápidamente, porque el número de alternativas atractivas de inversión a nivel nacional es limitado y los controles de capitales dificultan la diversificación de activos en el extranjero.

Gráfico 3

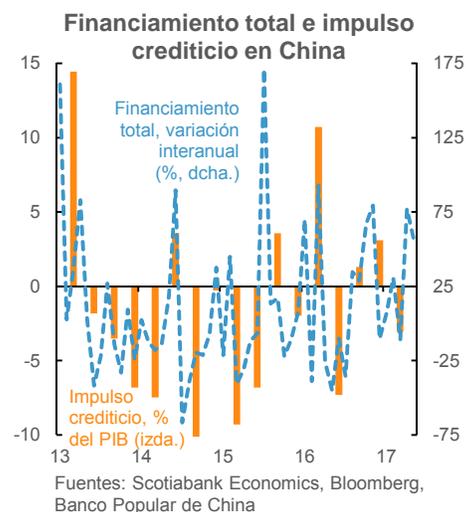
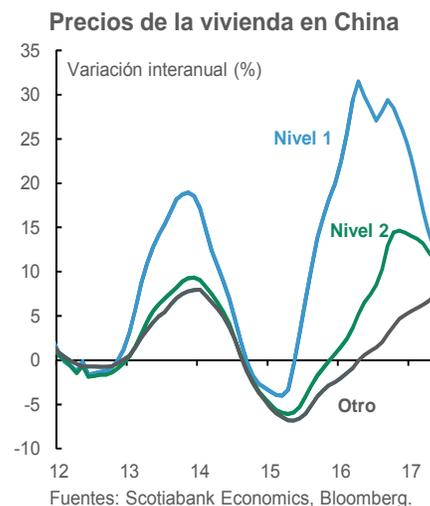


Gráfico 4



Japón

- La aceleración del crecimiento económico ofrece oportunidades para las reformas.
- El aumento tenue de los salarios mantiene controladas las presiones inflacionarias.

SÓLIDO CRECIMIENTO DEL PIB SEGÚN LOS ESTÁNDARES DE JAPÓN

La economía de Japón está fortaleciéndose, al menos por ahora. El sector externo es un motor clave de crecimiento y está respondiendo a la mejora de la demanda global. Además, la actividad económica se ha generalizado recientemente, pues el gasto de consumo y la inversión fija están apoyando más el impulso económico, el cual está sustentado por las condiciones de estrechez del mercado laboral y la mejora de las ganancias corporativas. De hecho, la confianza de los consumidores está dando señales de un mayor fortalecimiento (gráfico 1), mientras que los índices de ventas minoristas y de producción industrial han alcanzado sus niveles más altos desde la crisis financiera global.

El PIB real de Japón tuvo un crecimiento intertrimestral de 0.3% (no anualizado) y un crecimiento interanual de 1.3% en el primer trimestre de 2017. Preveemos que el producto total del país tendrá un crecimiento de 1.2% en 2017 —por encima del crecimiento potencial estimado de menos de 0.5% de un año a otro—, gracias al estímulo fiscal y las políticas monetarias. Sin embargo, el impacto del estímulo fiscal empezará a desaparecer a medida que nos acerquemos a 2018. Sin un estímulo fiscal adicional, el crecimiento de Japón se desacelerará a una tasa interanual de 0.8% en 2018. Dado el margen limitado para un mayor relajamiento de la política tanto en el aspecto fiscal como monetario y debido a la naturaleza transitoria de tal estímulo, la economía necesita reformas estructurales para el incremento de la productividad a fin de sustentar un avance más fuerte del PIB real a mediano plazo. En vista del sólido impulso económico actual, aunque posiblemente de corta duración, creemos que ahora sería el momento ideal para la implementación de estas reformas.

POLÍTICA MONETARIA RELAJADA EN MEDIO DE UNA INFLACIÓN BAJA

Se prevé que el Banco de Japón (BoJ) mantenga su política monetaria altamente flexible en los próximos trimestres. Después de la reunión más reciente sobre la política a mediados de junio, el banco central pareció un poco más optimista sobre la economía. En cualquier caso, el gobernador Haruhiko Kuroda descartó cualquier diálogo prematuro sobre la reducción del programa de estímulo del BoJ, destacando que el banco central someterá a debate la estrategia de salida únicamente después de que se haya alcanzado la meta de inflación de una tasa interanual de 2% y de que la inflación se mantenga en esa meta de manera estable. Puesto que la tasa de inflación general oscila actualmente en una tasa interanual de 0.5% (gráfico 2), es demasiado pronto para señalar cualquier intención de eliminación del estímulo monetario.

No preveemos que se logre la meta de una tasa interanual de inflación de 2% en un futuro próximo, debido al bajo crecimiento de los salarios. La inflación general de Japón subirá probablemente solo a una tasa interanual de 1.1% al final de 2018. A pesar de las condiciones de estrechez del mercado laboral, los salarios reales bajaron en un promedio de 0.1% de un año a otro en los primeros cuatro meses de 2017. La rigidez del mercado laboral es el elemento clave que restringe el aumento de los salarios. El poder de negociación de los empleados es limitado debido a la preferencia de las empresas de contratar trabajadores a tiempo parcial y por contrato a fin de evitar los altos costos de protección del empleo de los empleados fijos. Si bien el gobierno anunció iniciativas para resolver algunos de los problemas del mercado laboral, llevará cierto tiempo antes de que estas reformas se traduzcan en mayores aumentos salariales y en presiones inflacionarias estimuladas por la demanda.

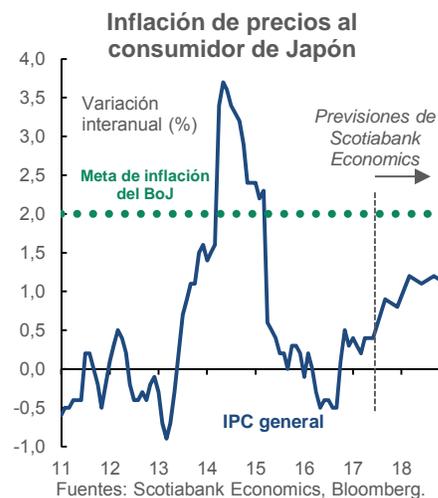
CONTACTOS

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

Gráfico 1



Gráfico 2



India

- **Revisión de previsiones debido al debilitamiento de la inflación y el PIB real.**
- **Se prevé que el Banco de la Reserva de la India responda con un mayor estímulo.**

TENUE CRECIMIENTO ECONÓMICO E INFLACIÓN BENIGNA

La economía de la India decepcionó en los primeros tres meses de 2017 en medio de la escasez de efectivo derivada de la medida de invalidación de billetes tomada por el gobierno. El PIB real aumentó en una tasa interanual de 6.1% (gráfico 1) —mucho menos que el crecimiento de 7.6% en 2016— debido a que los sectores de la construcción, finanzas y servicios profesionales, así como el mercado inmobiliario, se vieron afectados. El crecimiento económico está impulsado por el gasto de los hogares —derivado de la rápida expansión de la clase media de la India y del aumento de los ingresos disponibles—, mientras que la contracción de la inversión fija a principios de 2017 representa un área importante de debilidad en las perspectivas económicas de este país. Hemos venido previendo un repunte de la inversión en los próximos trimestres debido a los esfuerzos del gobierno por mejorar el clima de negocios del país. Sin embargo, es evidente que la recuperación va a llevar más tiempo para concretarse. En nuestra opinión, una de las razones clave del tenue rendimiento de la inversión es la carga de la deuda incobrable en el sistema bancario de la India que aún no ha sido compensada. Hemos hecho una revisión a la baja de la previsión del crecimiento del PIB real de la India, y ahora prevemos un aumento de 7.1% en 2017 (comparado con la previsión anterior de 7.5%).

Las presiones inflacionarias de la India se mantienen débiles. La inflación de precios al consumidor se ha suavizado a una tasa interanual aproximada de 2%; nivel muy bajo según los estándares de la India y cerca del límite inferior de la meta de inflación interanual del Banco de la Reserva de India (RBI) de $4\% \pm 2\%$ (gráfico 2). Esta desaceleración refleja una tenue presión de la demanda luego de la reciente iniciativa de desmonetización del gobierno, los precios más bajos del petróleo y diésel, así como una inflación más débil de productos alimenticios como resultado de una mejor gestión alimenticia. Además, el precio de los alimentos no debería aumentar mucho en los próximos meses, dado que se prevé que la temporada del monzón en la región suroeste (junio a septiembre) se situará en la categoría “normal”. Por consiguiente, hemos revisado nuestros pronósticos sobre la inflación para la India, y prevemos que la tasa general cierre el año calendario de 2017 en una tasa interanual de 4.2% (comparado con nuestro pronóstico anterior de 5.5%).

SE PREVÉ UN MAYOR ESTÍMULO MONETARIO

El Comité de Política Monetaria (MPC) del RBI considera otro recorte de la tasa de interés de referencia debido a la baja inflación y el decepcionante crecimiento económico. La próxima revisión de la política está prevista para el 1 y 2 de agosto, con otra evaluación el 3 y 4 de octubre. Hemos revisado nuestra previsión de tasa de interés del RBI y ahora prevemos que la tasa de repo inverso de referencia se recortará en 25 puntos base, a 6.0%, en octubre. En nuestra opinión, la espera de datos del IPC de julio (a publicarse a mediados de agosto) será el motivo principal para no reducir la tasa de referencia a principios de agosto. El impuesto sobre bienes y servicios entrará en vigor el 1 de julio. Si bien el RBI no prevé ningún impacto directo importante sobre la inflación por este impuesto, todavía queda por ver si las empresas de la India aprovecharán la oportunidad para aumentar los precios en julio. Además, los datos del PIB real de abril a junio también estarán disponibles en la reunión del MPC en octubre, lo cual permitirá que el RBI evalúe la velocidad de recuperación de la economía luego del periodo de debilidad a principios de 2017.

CONTACTOS

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

Gráfico 1

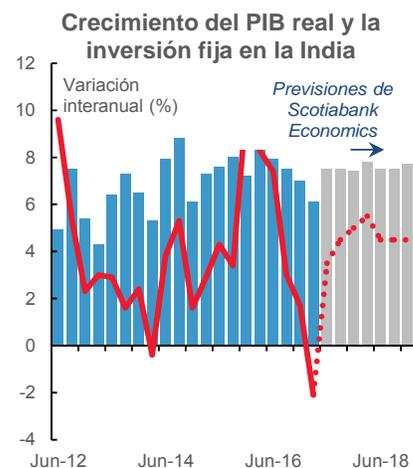
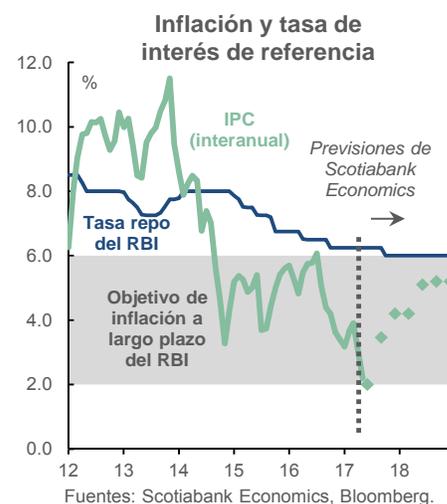


Gráfico 2



Australia

- **El crecimiento económico de Australia se mantendrá cerca de su potencial durante 2018.**
- **La demanda interna es una fuente clave del crecimiento a mediano plazo.**
- **Los mercados laboral e inmobiliario, así como las condiciones monetarias expansivas, son favorables para los consumidores de Australia.**

La economía de Australia sigue teniendo un buen desempeño comparado con otras economías de países desarrollados, aunque atraviesa un cambio estructural luego del crecimiento impulsado por las inversiones mineras. Prevemos que el PIB real del país aumente en 2.4% este año (gráfico 1); se prevé un repunte moderado de 2.7% en 2018 en medio de la generalización del impulso económico. En este sentido, el crecimiento económico de Australia concuerda con el crecimiento potencial, estimado en una tasa interanual aproximada de 2.5% hasta 2018.

El panorama moderado de precios de materias primas clave de exportación de Australia (mineral de hierro, carbón y GNL) empañará las perspectivas del sector externo del país. No obstante, los mayores volúmenes de exportación de recursos —como resultado de la conclusión de proyectos— proporcionarán un impulso transitorio al crecimiento de las exportaciones. En el ámbito de la demanda interna, el gasto gubernamental seguirá siendo prudente, porque el país corre el riesgo de perder su alta calificación de crédito soberana. La inversión fija no podrá crecer mucho más por estar ya en un nivel bastante alto tras el auge reciente de la inversión minera. Sin embargo, la inversión no minera, especialmente en el sector de la construcción, debería tomar impulso en los próximos trimestres. Este repunte colocaría a la economía australiana en una posición más equilibrada, ya que actualmente el crecimiento del PIB real depende en gran medida del gasto de los hogares. El presupuesto de los consumidores australianos se verá afectado por tres factores principales a los que deberemos estar muy atentos: 1) el mercado laboral; 2) el mercado de la vivienda; y 3) las tasas de interés del país. A continuación se analizará con más detalle estos factores.

LA MEJORA DEL MERCADO LABORAL SUSTENTA EL GASTO DE CONSUMO

Las autoridades de Australia están controlando cuidadosamente la situación del mercado laboral del país para entender mejor la salud financiera futura de los consumidores. Una gran parte del incremento del empleo en los últimos trimestres se debe al empleo a tiempo parcial a costa del empleo a tiempo completo (gráfico 2). En 2016, el incremento neto del empleo fue totalmente impulsado por el empleo a tiempo parcial. Esta tendencia ha generado un mayor subempleo (gráfico 3) y ha suavizado el aumento de los salarios (a una tasa interanual de 1.9% en el primer trimestre, ligeramente por debajo de la tasa de inflación de 2.1% del país), lo cual se ha traducido en inquietudes respecto a la sostenibilidad del panorama de crecimiento económico impulsado por los consumidores.

En los últimos meses han surgido señales prometedoras, ya que el empleo a tiempo completo representó una cuota más significativa del incremento del empleo. De hecho, en los últimos tres meses (marzo a mayo), el 80% del incremento del empleo se debe a puestos a tiempo completo, lo cual indica una reversión de la tendencia de 2016. Además, a pesar del incremento de la participación de la fuerza laboral, la tasa de desempleo bajó a 5.5% en mayo. Según las estimaciones del Banco de Reserva de Australia (RBA), la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación se sitúa en alrededor de 5%, lo cual implica que la capacidad ociosa del mercado laboral está disminuyendo gradualmente. De mantenerse esta tendencia en los próximos meses, la economía debería registrar un

CONTACTOS

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

Gráfico 1

Crecimiento del PIB real de Australia

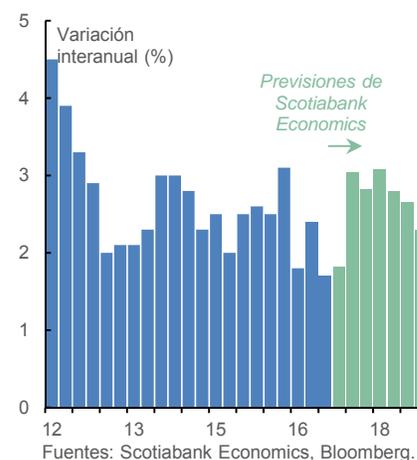


Gráfico 2

Empleo a tiempo completo como porcentaje del empleo total



repunte del aumento salarial, colocando así a los consumidores australianos en una mejor situación.

EL MERCADO INMOBILIARIO PUJANTE GENERA MÁS CONFIANZA A PESAR DEL AUMENTO DE LOS RIESGOS

Más allá del mercado laboral, la situación del precio de la vivienda es otro factor importante que afecta el gasto de los hogares, debido al efecto significativo del mismo en el patrimonio y la confianza de los consumidores. El recalentamiento del mercado inmobiliario en algunas ciudades ha sido otra área de preocupación de las autoridades del RBA. Estimulados por las bajas tasas de interés, los precios de la vivienda se han disparado (gráfico 4), junto con el endeudamiento familiar. Los precios de bienes residenciales han aumentado en 44% en los últimos cinco años, aunque las variaciones regionales son importantes; por ejemplo, en Sydney los precios han aumentado en más del 70%, mientras que en Perth el aumento ha sido solo de 5% y existe más bien un repliegue en el sector inmobiliario. Actualmente la deuda de los hogares se sitúa cerca del valor sin precedentes de 190% del ingreso bruto disponible, lo cual genera temores acerca de la capacidad de los consumidores australianos para responder adecuadamente a las posibles sacudidas económicas futuras. Sin embargo, otro análisis del balance de los hogares revela que, si bien la deuda ha aumentado en 32% en los últimos cinco años, los activos de las familias han aumentado todavía más rápido, hasta un 51%, con lo que el patrimonio neto de los hogares ha aumentado mucho más. Dicho esto, una corrección del precio de los activos podría rápidamente disminuir el patrimonio de los hogares, ya que las obligaciones siguen siendo las mismas, lo que explica la atención particular de las autoridades sobre este asunto.

Puesto que el desequilibrio del mercado inmobiliario y los riesgos correspondientes varían de manera significativa en todo el país, el RBA no está dispuesto a subir la tasa de referencia como medio para corregir la situación. En su lugar, ha implementado medidas de supervisión para fortalecer los estándares crediticios e inculcar una actitud prudente entre los prestamistas. Hasta ahora, el crecimiento de las hipotecas morosas solo ha bajado de manera moderada a una tasa interanual de 6% en el primer trimestre de 2017, comparado con el 6.8% el año anterior. Sin embargo, luego de la reunión sobre política monetaria del RBA el 6 de junio, el gobernador Philip Lowe señaló que la presión sobre los precios inmobiliarios está empezando a bajar, mientras que la oferta adicional de apartamentos en las principales ciudades del este contribuirá a que el mercado inmobiliario alcance una posición más equilibrada.

SE MANTENDRÁN LAS TASAS DE INTERÉS BAJAS POR MÁS TIEMPO

El entorno actual de tasas de interés bajas en Australia es un factor importante que sustenta el gasto de consumo y la inversión fija. A fin de apoyar la demanda interna durante la transición estructural de la economía, prevemos que el RBA no modificará la política monetaria en los próximos trimestres. En nuestra opinión, se mantendrá la tasa de interés de referencia en 1.5% hasta el segundo semestre de 2018 cuando probablemente empiece una fase de endurecimiento monetario prudente.

El aumento débil de los salarios contiene las presiones inflacionarias en Australia. La tasa de inflación general del país aumentó a una tasa interanual de 2.1% en el primer trimestre de 2017 (gráfico 5) comparado con 1.5% al final de 2016, dentro del rango meta de 2 a 3% del RBA. No obstante, la aceleración no se debió a fuertes presiones de la demanda, sino al efecto de base de los precios muy bajos de las materias primas el año anterior. Prevemos que la capacidad ociosa del mercado laboral seguirá restringiendo el aumento de los salarios y mantendrá en niveles bajos la inflación subyacente. Por lo tanto, según nuestros pronósticos, la inflación general terminará el año en una tasa interanual de 2.0% y se mantendrá cerca del límite inferior del rango meta del banco central en 2018.

Gráfico 3



Gráfico 4

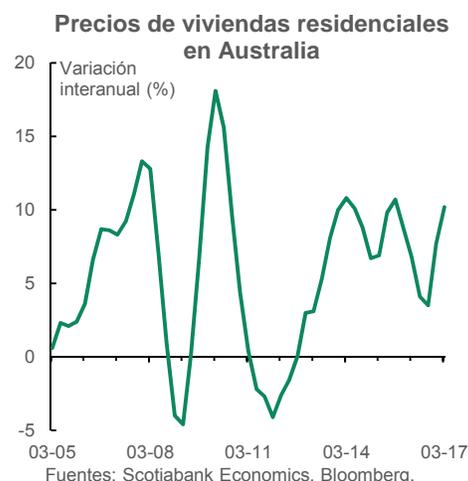


Gráfico 5



Materias primas

- El segundo trimestre de 2017 no fue muy favorable para las materias primas: los precios del petróleo cayeron en junio a su nivel más bajo del año y prácticamente todos los metales industriales registraron pérdidas de un trimestre a otro.
- Algunas de estas caídas obedecieron a un verdadero deterioro de los fundamentos, como en el caso del níquel. Sin embargo, creemos que el repliegue del petróleo es una sobre-reacción a una serie de datos de alta frecuencia ciertamente poco alentadores.
- Aun así, somos optimistas y pensamos que la mayoría de las materias primas avanzarán en 2017 y 2018, impulsadas por una economía global que sigue fortaleciéndose y por la reversión gradual de la apreciación del dólar estadounidense.

PETRÓLEO Y GAS

Los precios del petróleo cayeron en junio a su nivel más bajo del año, a menos de \$43/bbl (WTI), y el mercado está inmerso en un gran clima de incertidumbre. Es un mercado inseguro que se concentra en el aquí y el ahora, mientras la publicación de los datos semanales del Departamento de Energía de Estados Unidos sobre inventarios y producción define la fijación de precios al contado. Estos datos semanales adoptaron un sesgo bajista a finales de mayo, con lo que los precios se tambalearon, pero solo después de quince semanas de reducciones contra-estacionales de inventarios que apuntaban a un estrechamiento de los balances físicos (gráfico 1). **Seguimos pensando que los fundamentos del mercado del petróleo se irán estrechando hasta 2018, aunque rebajamos levemente la previsión del precio del crudo WTI para reflejar la debilidad del segundo trimestre. Nuestro pronóstico se sitúa ahora en \$51/bbl para 2017 y \$53/bbl para 2018.**

En primer lugar, es importante poner un poco en contexto la acumulación de inventarios de petróleo en Estados Unidos que desató la venta reciente de crudo y que, en nuestra opinión, es más bien resultado de una sobreoferta pasajera de crudo dulce ligero en la cuenca del Atlántico. El crecimiento fuerte de la producción en la zona de esquistos de Estados Unidos estuvo acompañado de un aumento repentino de la oferta de Libia y Nigeria, que están exentos de los recortes de la OPEP+¹ y exportan crudo dulce ligero al Atlántico. El crecimiento de la demanda se desaceleró también por el persistente efecto negativo de la desmonetización en la India, así como el mantenimiento estacional y las bajas tasas de utilización del sector de refinación independiente de China. El aumento de la producción de petróleo en el Atlántico no tenía donde ir y naturalmente terminó en el depósito más barato disponible, es decir, los patios de tanques de Estados Unidos.

Lo más importante es que creemos que esta mini-sobreoferta no durará mucho y que los inventarios retomarán su senda bajista en el segundo semestre del año (gráfico 2). El crecimiento de la demanda global sigue siendo sólido y se está acelerando con la recuperación de la India y China. Cabe esperar que la OPEP+ mantenga la disciplina en su producción, dejando la carga de la oferta al resto del mundo. Fuera de la OPEP+, la mayor parte de la expansión de la oferta provendrá de los esquistos de Estados Unidos, mientras que las demás naciones saldrán del paso como puedan, pues sufrirán el impacto de los recortes que se han efectuado desde la crisis en los planes de inversión global de la industria petrolera para el periodo 2015-2020, de casi un billón de dólares.

¹ OPEP+ designa el grupo informal y más amplio de productores OPEP y no OPEP que acordaron reducir conjuntamente la producción de petróleo en 1.8 Mbpd en el pacto de noviembre del año pasado. Los recortes de producción se establecieron con base en los niveles de octubre de 2016. La OPEP se comprometió a recortar el bombeo en 1.2 Mbpd y los países no OPEP (Rusia, Kazajistán y Omán) accedieron a retirar los restantes 0.6 Mbpd.

CONTACTOS

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

Gráfico 1

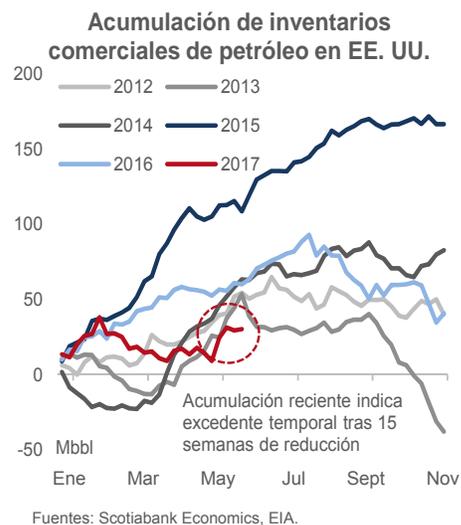
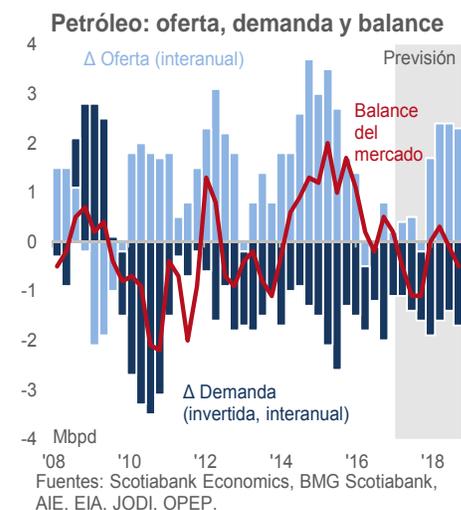


Gráfico 2



En adelante, los principales factores de los que dependerá nuestra vía de escape del actual exceso de oferta serán el desempeño de la producción estadounidense de hidrocarburos de esquistos, el ritmo con la que la producción de la OPEP+ se reintegrará al mercado en 2018, la volatilidad de la producción de Libia y Nigeria y la evolución de la oferta no OPEP a excepción de Estados Unidos.

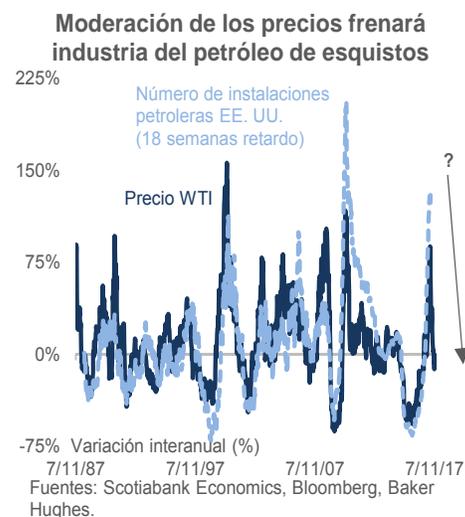
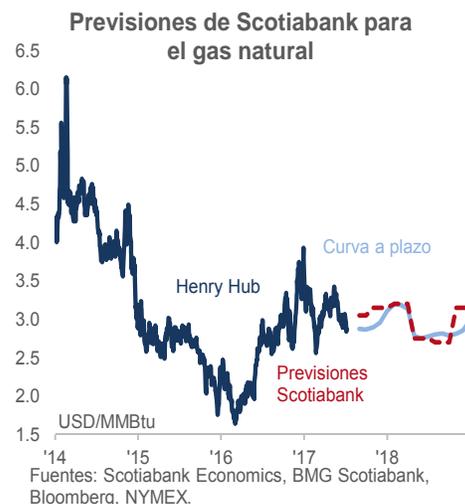
El trimestre pasado, emitimos unas previsiones “ultra-alcistas” para el petróleo de esquistos de Estados Unidos. Según nuestro análisis, el crecimiento interanual de la producción sería de más de 1 Mbpd para finales de 2017 y mantendría ese ritmo en 2018 y más adelante. Es mucho crudo y un ritmo de crecimiento excepcional, que solo se equipara en la historia de la industria con el auge previo a la crisis. Era un enfoque que resultaba demasiado optimista cuando se dio a conocer por primera vez, pero desde entonces coincide con el consenso y justifica el establecimiento de un tope para el precio del crudo WTI a corto plazo en torno a los \$55/bbl. Sin embargo, empezamos a cuestionar la duración de este crecimiento interanual de la producción de más de 1 Mbpd del petróleo de esquistos. La productividad de los taladros se ha estancado a medida que las perforaciones se extienden a zonas menos prolíficas (gráfico 3), por lo que la estrategia se ha volcado al incremento constante del número de taladros, cosa que posiblemente sentirá también la presión de la reciente moderación de los precios (gráfico 4). Los productores de petróleo de esquistos han demostrado ser capaces de adaptarse a condiciones difíciles y creemos que el crecimiento estadounidense terminará 2017 con datos favorables, pero un nivel de precios inferior a \$55/bbl limitará el avance en 2018.

El cumplimiento del acuerdo de recorte de la producción por parte de los miembros de la OPEP+ sigue siendo elevado y esperamos que la disciplina continúe hasta la fecha de prolongación del pacto (marzo de 2018). Para ese momento, es probable que la OPEP dependa más de los datos y revise cuidadosamente los niveles de inventarios y otros datos fundamentales para determinar el ritmo al que el mercado puede absorber el retorno gradual de la producción. La preocupación más inmediata son Libia y Nigeria, que quedaron exentos del acuerdo por sus conflictos militares internos, pero cuya producción ha repuntado considerablemente el último mes. En Libia, la producción ha subido a casi 900 kbpd, el nivel más alto desde 2013, de una tasa inferior a 600 en abril y menos de 300 el verano pasado. Una serie de campos importantes se han abierto nuevamente y varios conflictos con los contratistas se han resuelto. Asimismo, Nigeria ha vuelto a poner en marcha el oleoducto Forcados que estuvo cerrado por casi 500 días debido a los ataques militares. Tras la reactivación, los envíos han subido en unos 300 kbpd. No obstante, cabe destacar que la producción libia y nigeriana ha sido muy volátil y estos barriles pueden desaparecer tan abruptamente como han llegado.

Las perspectivas para los productores no OPEP fuera de Estados Unidos han mejorado en cierta medida, gracias al avance de la producción aguas afuera del presal de Brasil, la reapertura del inmenso campo de Kashagan en Kazakstán y la ampliación continua de la capacidad de las arenas bituminosas canadienses. Sin embargo, estos actuales centros de crecimiento se desacelerarán pronto. El bombeo se contrae también en los grandes productores como China y México. Creemos que la producción de este segmento sufrirá las consecuencias de la reducción de las inversiones desde el desplome de los precios en 2014. Así pues, cabe esperar que la producción se estanque en el periodo de previsión, incrementando con ello aún más la relevancia de la innovación de los productores estadounidenses de hidrocarburos de esquistos y la política de la OPEP.

El panorama para el gas natural se ha atenuado un poco, por el riesgo de que el crecimiento de la oferta supere temporalmente la demanda en el segundo semestre de 2017. Según nuestras previsiones, los precios Henry Hub se situarán en un promedio de \$3.10/MMBtu en 2017 y \$2.95 en 2018 (gráfico 5). La fortaleza de la oferta se explica por el aumento de los precios del gas, la producción de gas que se deriva del repunte de las perforaciones de petróleo y la ampliación de la capacidad de los oleoductos en el noreste de Estados Unidos, que desatascará el gas de las cuencas Marcellus y Utica. Esta inquietud en torno a la oferta a corto plazo se ve compensada con las perspectivas a más largo plazo, que apuntan a un crecimiento significativo de la demanda de gas en los sectores eléctrico, industrial y petroquímico, así como de las exportaciones de gas natural licuado. Con todo, el mercado podría estrecharse más pronto que tarde si tenemos un invierno normal después de las dos últimas temporadas de uso de calefacción (2015–16 y 2016–17), que han sido las más cálidas desde el inicio de los registros modernos.

Gráfico 3

Gráfico 4

Gráfico 5


METALES Y MINERALES

El panorama de los metales sigue siendo fundamentalmente el mismo, aunque el repliegue del estímulo crediticio de Pekín ha desacelerado la actividad industrial en algunos sectores con gran uso de los metales, como la construcción y la industria manufacturera (gráfico 6), desinflando con ello los precios. La actividad económica del principal consumidor de materias primas continúa siendo saludable, pero la demanda de los metales, en particular, tendrá un crecimiento decepcionante en 2017 en comparación con el impulso que recibió del crédito el año pasado.

Las perspectivas del zinc son todavía las más prometedoras de los metales base. A mediados de junio, los precios del zinc dieron muestras de un repunte, disparándose a casi \$1.25/lb desde su nivel mínimo del año de \$1.10 que registraron a principios de ese mismo mes. El alza continua del zinc se había interrumpido después de llegar a un máximo de \$1.35/lb en febrero, pues los especuladores empezaron la toma de beneficios. Sin embargo, ahora que ha pasado el impacto de esta normalización de las posiciones especulativas, los fundamentos del zinc se están reafirmando: los costos de tratamiento y refinación siguen apuntando a una estrechez extrema de concentrados, mientras la disminución de los inventarios de zinc cotizados en bolsa se ha acelerado (gráfico 7). Hemos rebajado levemente nuestra previsión para 2017 a \$1.25/lb en vista de la debilidad del segundo trimestre, pero los precios han de seguir subiendo durante el horizonte de previsión hasta un promedio de \$1.40/lb en 2018. Los mercados del cobre han pasado a una situación de equilibrio relativo (gráfico 8). Los precios se han consolidado en un rango estable de \$2.50–2.60/lb después de tocar un máximo de alrededor de \$2.80/lb en marzo. El pequeño déficit de la oferta ha desaparecido, porque la demanda china de cobre ya no está bajo el efecto del gran estímulo del año pasado. Los inventarios han subido por los precios altos, que incentivan la venta del metal en los centros cotizados en bolsa. Según las previsiones, los precios del cobre se ubicarán en un promedio de \$2.55/lb en 2017 y subirán a \$2.75/lb en 2018 a medida que se va vaciando la cartera de proyectos y el crecimiento de la demanda se fortalece después de que se disipen algunos de los efectos base negativos de China.

El panorama del níquel se ha ensombrecido desde el último trimestre y los pronósticos arrojan ahora un promedio de \$4.40/lb en 2017 y \$5.00/lb en 2018. Las previsiones alcistas anteriores se basaban en la interrupción de la oferta minera de Indonesia por los conflictos políticos (en 2014, este país prohibió la exportación de mineral no procesado en un intento por desarrollar la capacidad interna de procesamiento) y de Filipinas, donde las auditorías ambientales amenazaron con el cierre de la mitad de la capacidad minera de ese país. Desde entonces, la prohibición de exportación de mineral de Indonesia se ha relajado. En Filipinas, Regina Lopez (la activista anti-minera que se convirtió en la ministra de ambiente y organizó las auditorías en las minas) fue destituida de su cargo, con lo que el riesgo para las exportaciones de níquel ha disminuido. En su conjunto, estos factores apuntan a un incremento de la oferta en momentos en que el mercado anhela desesperadamente un déficit para consumir el exceso de inventario. Así pues, es probable que el reequilibrio del mercado de níquel se posponga hasta la próxima década. Los precios del aluminio se comportan hasta ahora como se esperaba, después de subir por los temores de que China inactivara parte de la capacidad en invierno para combatir el smog en las ciudades. Sin embargo, el mercado se mantiene atento todavía para saber si Pekín da curso a estos planes. El repunte del precio ha impulsado la producción china de aluminio, lo que incrementará posiblemente las exportaciones y enfriará cualquier otro crecimiento adicional de los precios. Según nuestras previsiones, los precios del aluminio se situarán en un promedio de \$0.85/lb en 2017 y 2018.

Los precios del mineral de hierro se han desplomado precipitadamente a cerca de \$55/t (finos, 62% Fe, norte de China) desde el máximo que marcaron a mediados de febrero de \$95/t. Era un desenlace previsto, pues el repunte insostenible que tuvo el mineral de hierro entre el cuarto trimestre de 2016 y el primer trimestre de 2017 (provocado por un aumento fuerte de las importaciones chinas frente a la disminución estacional de los envíos marítimos) tenía que moderarse en cuanto se reanudara la oferta marítima y se acumulara un exceso de

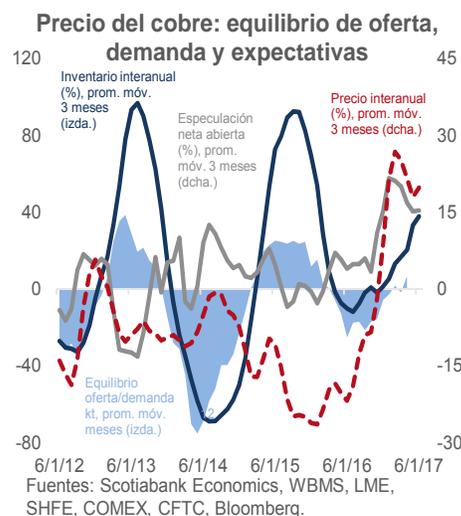
Gráfico 6



Gráfico 7



Gráfico 8



existencias en los puertos chinos. Es probable que los precios deban caer todavía más para que se elimine la oferta china ineficiente de mineral de hierro que entró al mercado estimulada por los precios altos (gráfico 9). Los **precios del carbón de coque se han atenuado** también tras dispararse a \$300/t a principios de abril porque el ciclón Debbie perturbó la oferta al dañar la infraestructura de producción y transporte en Queensland, gran centro productor. A menos de otra perturbación aguda de la oferta, pensamos que los precios se mantendrán en un promedio de \$185/t en 2017 debido a los problemas del primer trimestre, para luego moderarse a unos \$125/t en 2018.

Los precios del oro se han fortalecido en el último trimestre como consecuencia de la disminución de los rendimientos y los riesgos asociados a toda una serie de noticias negativas que alimentaron la demanda de activos de refugio seguro. Elevemos levemente las previsiones con el fin de reflejar esta fortaleza reciente, a \$1,225/oz para 2017 y \$1,250/oz para 2018. En adelante, el sesgo de un número cada vez mayor de bancos centrales hacia el endurecimiento de la política monetaria revertirá la debilidad reciente de los rendimientos y podría quitar lustro al oro, aunque pensamos que el dólar estadounidense continuará debilitándose en 2018 y es poco probable que el riesgo político se reduzca considerablemente.

Gráfico 9



Tabla 1 — Materias primas

	2000–2015			Promedio anual		
	Bajo	Promedio	Alto	2016	2017p	2018p
Petróleo WTI (US\$/barril)	17	64	145	43	51	53
Petróleo Brent (US\$/barril)	18	67	146	45	53	56
Gas natural Nymex (US\$/millones de btu)	1.75	5.09	15.38	2.55	3.10	2.95
Cobre (US\$/libra)	0.60	2.36	4.60	2.21	2.55	2.75
Zinc (US\$/libra)	0.33	0.81	2.10	0.95	1.25	1.40
Níquel (US\$/libra)	2.00	7.45	24.58	4.36	4.40	5.00
Aluminio (US\$/libra)	0.56	0.87	1.49	0.73	0.85	0.85
Mineral de hierro (US\$/tonelada)	17	68	187	58	65	60
Carbón metalúrgico (US\$/tonelada)	39	127	330	115	185	125
Oro, London PM Fix (US\$/onza)	256	845	1,895	1,251	1,225	1,250

Mercado de cambios

TENDENCIA ALCISTA DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE EN VÍAS DE MODERARSE

Ajustamos las previsiones sobre las principales monedas para reflejar el hecho de que consideramos que la prolongada tendencia alcista del **dólar estadounidense (USD)** está llegando prácticamente a su fin. Ya desde hace tiempo preveíamos que el USD se desaceleraría en el segundo semestre de 2017, pero el repunte parece haber tocado su punto máximo un poco antes y en un nivel general más bajo de lo que esperábamos.

Las proyecciones de una reversión gradual del avance del USD en los próximos meses se basaban en el argumento de que la ventaja de Estados Unidos en términos de crecimiento y tasas de interés empezaría a debilitarse conforme avanzáramos hacia los últimos meses de este año y 2018. Esa idea empieza a ser premonitrice. En pocas palabras, gran parte de las noticias positivas para el USD ya se ha descontado. Los inversionistas no están seguros de que la administración Trump pueda llevar adelante su programa favorable al crecimiento de manera convincente por ahora, pues las investigaciones sobre la injerencia rusa están enturbiando las relaciones en Washington. Este asunto puede incluso representar una prima de riesgo para el mismo USD. Mientras tanto, las perspectivas de crecimiento mejoran constantemente en el resto del mundo, y los demás bancos centrales comienzan a mostrarse un poco más “ansiosos” en cuanto a sus próximas decisiones monetarias. Así pues, el argumento de la divergencia de crecimiento y política monetaria que respaldó el repunte del USD en el pasado luce ahora menos relevante.

Aumentamos nuestro pronóstico para el **dólar canadiense (CAD)** de manera bastante significativa. Habíamos previsto un pico para el USD en CAD1.40 a mediados de año, pero el máximo de 1.38 que observamos a principios de mayo representa probablemente ahora un tope de cierta magnitud para el USD. El cambio importante de nuestras previsiones generales se traduce en un panorama más favorable para el CAD, pues ahora esperamos que el Banco de Canadá (BoC) empiece a subir las tasas de interés en el segundo semestre de este año (dos incrementos en 2017 seguido de uno más en 2018). Este inicio mucho más temprano de la normalización monetaria prevista del BoC, con un perfil un poco más fuerte, ha de sustentar la trayectoria del CAD en los próximos meses, contrarrestando los flojos precios del petróleo. La disminución de los diferenciales de tasas de interés a corto plazo entre Estados Unidos y Canadá ya ha propiciado un repunte del CAD frente al USD y hay espacio para una mayor contracción. Según nuestros nuevos pronósticos, el cruce USDCAD cerrará el año 2017 en 1.28 (ajustamos también la previsión de fin de 2018 a 1.25).

Las perspectivas para el **euro (EUR)** están también mejorando, por lo que elevamos levemente nuestra previsión para esta moneda. Anteriormente esperábamos que el cruce EURUSD llegara a 1.02 hacia mediados de año, pero el mínimo registrado en enero de poco más de 1.03 representa, con gran probabilidad, el punto inferior del ciclo. El EUR ha mejorado continuamente su posición durante el primer semestre del año, toda vez que las políticas populistas no lograron un avance significativo en las grandes elecciones nacionales de la eurozona, aliviando con ello las inquietudes de los inversionistas por el futuro del proyecto europeo. El fuerte aumento que han registrado los índices bursátiles europeos desde la primera vuelta de las elecciones presidenciales francesas ha sustentado el avance del EUR. De hecho, los inversionistas empiezan a considerar que la economía de la eurozona presenta mejores rendimientos y menos riesgos que Estados Unidos.

Creemos que el Banco Central Europeo (BCE) se encuentra todavía a cierta distancia de un incremento de las tasas de interés, pues las presiones inflacionarias se mantienen en un nivel tenue. Sin embargo, está claro que el final del ciclo de relajamiento del BCE se acerca cada vez más, especialmente porque las principales economías de la eurozona exhiben una aceleración relativamente vigorosa del crecimiento. Las tasas nominales de la eurozona son aún negativas, pero la tendencia bajista de los rendimientos se ha estabilizado y los diferenciales entre la eurozona y Estados Unidos han dejado de ampliarse a favor del USD. Prevemos ahora que el cruce EURUSD cierre el año 2017 en 1.13 y llegue a 1.20 a finales del próximo año.

CONTACTOS

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

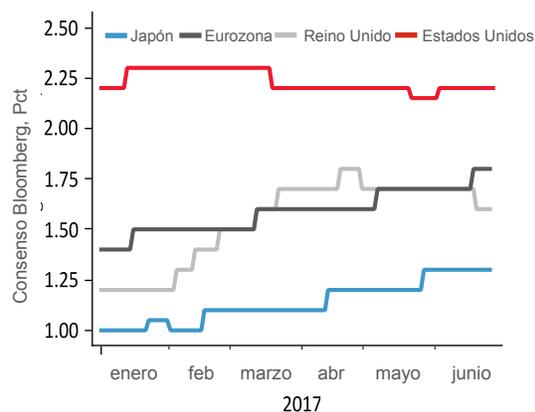
Eduardo Suárez, Vicepresidente, Análisis Económico, América Latina
 52.55.9179.5174 (México)
 Scotiabank Economics
eduardo.suarez@scotiabank.com

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

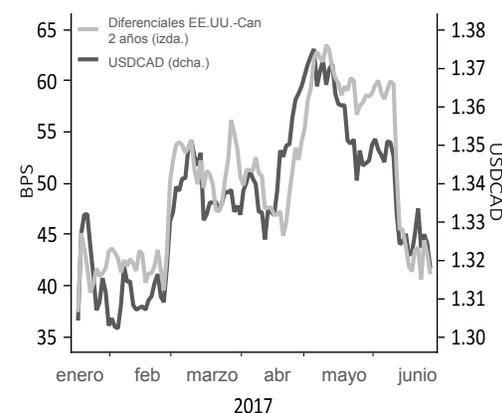
Convergen las previsiones del PIB para 2017



Fuentes: Macrobond, Estrategia FICC - Scotiabank

Gráfico 2

USDCAD baja por reducción de diferenciales



Fuentes: Macrobond, Estrategia FICC - Scotiabank

La **libra esterlina (GBP)** ha mejorado igualmente su desempeño hasta cierto punto. Elevamos un poco nuestra previsión para reflejar la posibilidad de una estabilización del cruce GBPUSD en torno a 1.20 en los últimos meses. Sin embargo, persisten los riesgos y la incertidumbre. Por un lado, la primera ministra Theresa May se equivocó al convocar las elecciones anticipadas. Los conservadores perdieron la mayoría parlamentaria de 17 escaños y quedaron dependientes del apoyo de un pequeño partido de Irlanda del Norte para poder aprobar cualquier proyecto de ley. En suma, estas elecciones han debilitado la posición del gobierno británico justo en el momento en que debe empezar las negociaciones del *brexit* con la Unión Europea.

Por otro lado, la inflación está subiendo en el Reino Unido, debido en cierta medida al debilitamiento de la tasa de cambio. El aumento de los precios puede amenazar el gasto de consumo mientras el crecimiento del salario real sigue siendo mínimo y una minoría prominente de autoridades del Banco de Inglaterra (BoE) aboga por un incremento de las tasas de interés en respuesta a la inflación. No creemos que las tasas suban este año, pero la intensificación de los rumores sobre la próxima decisión del organismo (los precios del mercado reflejan una probabilidad de 45% de un aumento de 25bps en diciembre, en comparación con 36% a finales de marzo) ha servido de sostén para la GBP y ha reducido así parte de la presión política sobre la moneda. Según nuestras previsiones, la GBP operará en un rango más o menos estrecho a su valor actual en los próximos meses, aunque creemos que está sujeta a los riesgos sobre el crecimiento y las preocupaciones del *brexit* y tendrá, por lo tanto, un rendimiento inferior frente al EUR en los meses por venir.

El **yen japonés (JPY)** sigue expuesto al incremento de los rendimientos nominales en Estados Unidos, pues el Banco de Japón ha de mantener su postura expansiva en el futuro inmediato. Las autoridades del banco central admiten que la meta de inflación está fuera de alcance. Sin embargo, la debilidad del JPY podría verse interrumpida por brotes esporádicos de aversión al riesgo. En resumen, prevemos que el cruce USDJPY cierre este año en 110 y el año 2018 en 115.

Las **divisas de los mercados emergentes asiáticos** serán todavía sensibles a los fundamentos económicos de Estados Unidos y el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal (Fed). Las acciones de las empresas tecnológicas estadounidenses pueden también cambiar el sentimiento de los mercados. Cabe esperar que la Reserva Federal interrumpa temporalmente su ciclo de normalización en la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) del mes de septiembre. No obstante, el organismo podría comenzar en ese mismo momento el proceso de reducción de su inmenso balance de USD 4.5 billones. Como resultado, entre mediados y finales del tercer trimestre, las preocupaciones de los mercados por el plan de reducción del balance de la Fed podrían elevar los rendimientos a largo plazo del Tesoro estadounidense, empujar nuevamente las curvas de rendimiento del Tesoro e impulsar al USD frente a las monedas de los mercados emergentes asiáticos.

El won surcoreano (KRW) y el dólar taiwanés (TWD) reaccionarán a los flujos internacionales de manera asimétrica, en vista de la apreciación excesiva que han experimentado este año (creemos que ambas monedas están más expuestas a salidas que a entradas de capitales). Las compañías que cotizan en la bolsa de Taiwán pagarán TWD 490,000 millones en dividendos en efectivo a los inversionistas extranjeros desde finales de junio hasta principios de agosto, lo que podría estimular la demanda de dólares.

Los mercados tienen dudas sobre la fortaleza del yuan chino (CNY), ya que en el mercado continental chino el cruce USDCNY al contado tiende a cerrar muy por encima del valor de referencia que se fija ese mismo día. Creemos que una brecha alta entre la tasa al contado y el valor referencial del USDCNY puede fomentar una venta masiva de dólares. Por ahora, esperamos que el índice CFETS del renminbi oscile en torno a la marca de 93. Por otro lado, consideramos que un fortalecimiento excesivo de la rupia india (INR) sería desfavorable, porque podría afectar la competitividad de las exportaciones del país, aun cuando la nación no es una economía orientada a la exportación. No es sorprendente que el aumento de las reservas internacionales refleje una desaceleración del ritmo de apreciación de la INR. Frente a las suaves perspectivas de inflación, es probable que el Banco de Reserva de la India (RBI) recorte sus tasas de referencia en el mes de octubre. El baht tailandés (THB) fluctuará a la par de sus contrapartes regionales, aunque en cierta medida podría tener un mejor desempeño, gracias al elevado superávit de cuenta corriente de Tailandia.

Las **divisas latinoamericanas** han estado últimamente bajo presión, a medida que los mercados reevalúan las perspectivas sobre las tasas a nivel internacional. Sin embargo, se observa todavía una divergencia de desempeño en función de la evolución macroeconómica de cada país (por ejemplo, el valor del real brasileño —BRL— ha disminuido por la incertidumbre política) y las valoraciones (el peso mexicano —MXN— se está recuperando de la caída posterior a las elecciones estadounidenses). Una de nuestras grandes inquietudes con respecto a las tasas de cambio regionales se relaciona con la posibilidad de un episodio global de aversión al riesgo. En vista del aumento de las posiciones largas en divisas latinoamericanas que hemos observado en los últimos 18 meses (o más recientemente en el MXN), existe cierto riesgo de una fuerte venta masiva. Además, aunque los rendimientos de la región continúan siendo atractivos, la volatilidad política podría intensificarse en el clima de incertidumbre que inevitablemente generará el cargado calendario electoral presidencial (para finales de 2018, Chile, Colombia, México y Brasil habrán electo nuevos presidentes). En consecuencia, las monedas de los dos países con mayor nivel de incertidumbre política (Brasil y México) son las que tienen previsiones menos favorables.

Con respecto al **peso mexicano (MXN)**, si bien no prevemos una fuerte venta masiva, creemos que habrá una cierta presión alcista en el cruce con el dólar, debido a la incertidumbre política de las elecciones de 2018. Además, el inicio de las negociaciones formales del TLCAN este próximo mes de agosto de 2017 podría crear también algo de incertidumbre (aunque meramente desde el punto de vista de su valoración, el MXN sigue estando barato). En Brasil, cabe esperar que la continua incertidumbre en el ámbito político y un panorama más difícil para la aprobación de las reformas afecten al BRL. Las monedas andinas han de operar en un rango bastante estrecho, dadas las perspectivas macroeconómicas estables acompañadas de un crecimiento mediocre. Nuestra previsión de estabilidad relativa de estas divisas andinas se apoya en el nivel relativamente estable que también prevemos para los precios de las materias primas.

APÉNDICE 1

Internacionales	2000-15	2016	2017p	2018p	2000-15	2016	2017p	2018p
	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	3.1	3.5	3.5				
Canadá	2.2	1.5	2.7	1.9	1.9	1.4	1.7	2.1
Estados Unidos	1.9	1.6	2.2	2.2	2.2	1.8	2.0	2.3
México	2.4	2.3	2.0	2.5	4.5	3.4	6.1	4.3
Reino Unido	1.8	1.8	1.6	1.2	2.2	0.7	3.0	2.3
Eurozona	1.2	1.6	2.2	2.0	1.9	1.1	1.4	1.7
Alemania	1.2	1.7	1.8	1.7	1.6	1.7	1.5	1.8
Francia	1.3	1.2	1.4	1.6	1.7	0.6	1.3	1.4
Rusia	4.6	-0.2	1.2	1.4	11.4	5.4	5.5	5.0
China	9.8	6.7	6.6	6.1	2.4	2.1	2.0	2.5
India	7.0	7.6	7.1	7.6	7.2	3.4	4.2	5.2
Japón	0.9	1.0	1.2	0.8	0.0	0.3	0.8	1.1
Corea	4.4	2.8	2.8	2.7	2.8	1.3	2.1	2.3
Indonesia	5.6	5.0	5.3	5.5	6.2	3.0	5.0	4.7
Australia	3.0	2.5	2.4	2.7	2.9	1.5	2.0	2.1
Tailandia	4.2	3.2	3.2	3.2	2.7	1.1	0.6	1.5
Brasil	3.4	-3.6	0.3	2.5	6.5	6.3	4.0	4.5
Colombia	4.3	2.0	1.9	2.2	5.0	5.7	4.2	3.5
Perú	5.3	3.9	2.5	3.7	2.7	3.2	2.8	2.8
Chile	4.3	1.6	1.6	2.6	3.3	2.7	2.8	3.1
Materias primas								
		(promedio anual)						
Petróleo WTI (US\$/barril)	64	43	51	53				
Petróleo Brent (US\$/barril)	67	45	53	56				
Gas natural Nymex (US\$/millones de btu)	5.09	2.55	3.10	2.95				
Cobre (US\$/libra)	2.36	2.21	2.55	2.75				
Zinc (US\$/libra)	0.81	0.95	1.25	1.40				
Níquel (US\$/libra)	7.45	4.36	4.40	5.00				
Aluminio (US\$/libra)	0.87	0.73	0.85	0.85				
Mineral de hierro (US\$/tonelada)	68	58	65	60				
Carbón metalúrgico (US\$/tonelada)	127	115	185	125				
Oro, London PM Fix (US\$/onza)	845	1,251	1,225	1,250				

APÉNDICE 2

Norteamérica	2000-15	2016	2017p	2018p	2000-15	2016	2017p	2018p
	Canadá				Estados Unidos			
	(var. porcentual anual, salvo cuando se indica lo contrario)				(var. porcentual anual, salvo cuando se indica lo contrario)			
PIB real	2.2	1.5	2.7	1.9	1.9	1.6	2.2	2.2
Gasto de consumo	2.9	2.3	3.0	1.8	2.3	2.7	2.6	2.6
Inversión residencial	3.8	3.0	3.6	-1.4	-0.7	4.9	4.5	2.6
Inversiones de empresas	2.7	-7.8	-0.3	3.2	2.4	-0.5	3.8	2.9
Gasto público	2.2	1.8	2.0	2.0	1.0	0.8	0.2	0.6
Exportaciones	1.3	1.0	1.8	3.7	3.8	0.4	2.9	2.5
Importaciones	3.1	-0.9	2.1	2.7	3.5	1.1	4.3	3.5
PIB nominal	4.4	2.1	5.2	3.9	4.0	3.0	4.2	4.2
Deflactor del PIB	2.2	0.6	2.4	2.0	2.0	1.3	1.9	2.0
Índice de precios al consumidor	2.0	1.4	1.7	1.9	2.2	1.3	2.2	2.2
IPC, excepto alimentos y energía	1.6	1.9	1.7	1.8	2.0	2.2	2.0	2.2
Utilidades corporativas antes de impuestos	3.9	-4.5	25.0	5.0	5.9	-0.1	4.1	3.5
Empleo	1.4	0.7	1.5	0.9	0.6	1.8	1.4	1.2
Tasa de desempleo (%)	7.1	7.0	6.6	6.5	6.3	4.9	4.4	4.3
Balanza por cuenta corriente (CAN\$, US\$, miles de millones)	-13.9	-67.0	-47.8	-37.4	-511	-452	-488	-534
Balanza comercial (CAN\$, US\$, miles de millones)	28.2	-26.0	0.0	7.5	-668	-753	-827	-890
Saldo presupuestario federal (AF, CAN\$, US\$, miles de millones)	-2.9	-1.0	-22.0	-24.5	-529	-585	-625	-655
porcentaje del PIB	-0.2	0.0	-1.1	-1.1	-3.8	-3.2	-3.2	-3.2
Construcción de viviendas (miles)	199	198	202	190	1.27	1.18	1.23	1.33
Ventas de vehículos automotores (miles)	1,639	1,949	2,000	1,980	15.4	17.5	17.4	17.6
Producción industrial	0.5	-0.3	3.8	1.5	0.8	-1.2	1.5	2.0
	México							
	(variación porcentual anual)							
PIB real	2.4	2.3	2.0	2.5				
Índice de precios al consumidor (cierre del año)	4.5	3.4	6.1	4.3				
Balanza por cuenta corriente (US\$, miles de millones)	-13.9	-27.9	-20.7	-28.1				
Balanza comercial (US\$, miles de millones)	-6.8	-13.1	-3.7	-6.5				

Pronósticos trimestrales	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2e	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Canadá												
PIB real (intertrimestral, variación porcentual anual)	2.8	-1.4	4.2	2.7	3.7	2.5	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
PIB real (interanual, variación porcentual)	1.3	1.1	1.5	2.0	2.3	3.3	2.8	2.6	2.2	2.0	1.8	1.8
Precios al consumidor (interanual, variación porcentual)	1.5	1.6	1.2	1.4	1.9	1.5	1.7	1.7	1.7	1.9	2.1	2.1
IPC, excepto alimentos y energía (% variación interanual)	1.7	2.0	2.0	1.8	2.0	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7	1.9	1.9
Promedio de nuevos IPC subyacentes (% variación interanual)	1.8	2.0	1.8	1.7	1.6	1.3	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7	1.8
Estados Unidos												
PIB real (intertrimestral, variación porcentual anual)	0.8	1.4	3.5	2.1	1.4	2.7	2.4	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0
PIB real (interanual, variación porcentual)	1.6	1.3	1.7	2.0	2.1	2.4	2.2	2.2	2.4	2.2	2.1	2.1
Precios al consumidor (interanual, variación porcentual)	1.1	1.1	1.1	1.8	2.6	2.0	2.1	2.0	2.0	2.4	2.3	2.3
IPC, excepto alimentos y energía (% variación interanual)	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	1.8	1.9	1.9	2.0	2.3	2.3	2.3

APÉNDICE 3

Tasas de los bancos centrales	2016		2017				2018			
	T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
América	(%, cierre del periodo)									
Banco de Canadá	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.25	1.25	1.25
Reserva Federal de Estados Unidos (límite superior)	0.50	0.75	1.00	1.25	1.25	1.50	1.50	1.75	1.75	2.00
Banco de México	4.75	5.75	6.50	7.00	7.00	7.25	7.50	7.50	7.50	7.50
Banco Central de Brasil	14.25	13.75	12.25	10.25	9.75	9.25	9.00	9.00	9.00	9.00
Banco de la República de Colombia	7.75	7.50	7.00	5.75	5.50	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25
Banco Central de Reserva del Perú	4.25	4.25	4.25	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
Banco Central de Chile	3.50	3.50	3.00	2.50	2.50	2.50	2.50	2.75	3.00	3.25
Europa	(%, cierre del periodo)									
Banco Central Europeo	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Banco de Inglaterra	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Banco Nacional de Suiza	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75
Asia y Oceanía	(%, cierre del periodo)									
Banco de Reserva de Australia	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75
Banco de Japón	-0.10	-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	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
Banco de Reserva de la India	6.50	6.25	6.25	6.25	6.25	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
Banco de Corea	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.50	1.50	1.75
Banco de Indonesia	5.00	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	5.00	5.00	5.25
Banco de Tailandia	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75	2.00
Tipos de cambio y tasas de interés	(cierre del periodo)									
América	(cierre del periodo)									
Dólar canadiense (USDCAD)	1.31	1.34	1.33	1.30	1.30	1.28	1.28	1.27	1.25	1.25
Dólar canadiense (CADUSD)	0.76	0.74	0.75	0.77	0.77	0.78	0.78	0.79	0.80	0.80
Peso mexicano (USDMXN)	19.39	20.73	18.72	18.12	18.77	19.63	19.84	19.68	19.75	20.01
Real brasileño (USDBRL)	3.26	3.26	3.12	3.31	3.35	3.45	3.55	3.60	3.60	3.40
Peso colombiano (USDCOP)	2,882	3,002	2,874	3,046	3,015	3,005	3,100	3,100	3,050	3,000
Nuevo sol peruano (USDPEN)	3.38	3.36	3.25	3.25	3.27	3.25	3.23	3.22	3.20	3.20
Peso chileno (USDCLP)	657	670	660	664	649	655	654	652	650	648
Europa	(cierre del periodo)									
Euro (EURUSD)	1.12	1.05	1.07	1.14	1.12	1.13	1.15	1.18	1.20	1.20
Libra esterlina (GBPUSD)	1.30	1.23	1.26	1.30	1.28	1.28	1.28	1.28	1.31	1.31
Franco suizo (USDCHF)	0.97	1.02	1.00	0.96	0.98	0.97	0.97	0.95	0.93	0.93
Corona sueca (USDSEK)	8.58	9.10	8.97	8.43	8.80	8.70	8.60	8.50	8.40	8.30
Corona noruega (USDNOK)	7.98	8.64	8.60	8.35	8.00	8.00	7.80	7.60	7.40	7.20
Rublo ruso (USDRUB)	62.9	61.5	56.2	58.9	58.0	58.3	58.7	59.0	59.2	59.3
Asia y Oceanía	(cierre del periodo)									
Yen japonés (USDJPY)	101	117	111	112	110	110	112	112	115	115
Dólar australiano (AUDUSD)	0.77	0.72	0.76	0.77	0.75	0.75	0.77	0.77	0.78	0.78
Yuan chino (USDCNY)	6.67	6.95	6.89	6.78	6.90	6.95	6.90	6.90	6.85	6.85
Rupia india (USDINR)	66.6	67.9	64.9	64.6	65.5	66.5	66.0	66.0	65.5	65.5
Won coreano (USDKRW)	1,101	1,208	1,118	1,144	1,150	1,160	1,150	1,150	1,140	1,140
Rupia indonesia (USDIDR)	13,042	13,473	13,326	13,328	13,450	13,500	13,450	13,450	13,400	13,400
Baht tailandés (USDTHB)	34.6	35.8	34.4	34.0	34.3	34.7	34.3	34.3	34.0	34.0
Canadá (rendimiento, %)	(cierre del periodo)									
Bonos del Tesoro a 3 meses	0.53	0.46	0.55	0.71	0.90	1.10	1.30	1.30	1.25	1.25
2 años, Canadá	0.52	0.75	0.75	1.10	1.20	1.30	1.35	1.40	1.45	1.50
5 años, Canadá	0.62	1.11	1.12	1.39	1.50	1.65	1.75	1.85	1.90	2.00
10 años, Canadá	1.00	1.72	1.63	1.76	1.85	2.00	2.10	2.25	2.40	2.50
30 años, Canadá	1.66	2.31	2.30	2.15	2.20	2.40	2.50	2.60	2.70	2.80
Estados Unidos (rendimiento, %)	(cierre del periodo)									
Bonos del Tesoro a 3 meses	0.27	0.50	0.75	1.01	1.05	1.30	1.30	1.55	1.70	1.90
2 años, del Tesoro	0.76	1.19	1.25	1.38	1.50	1.65	1.75	1.85	1.95	2.10
5 años, del Tesoro	1.15	1.93	1.92	1.89	1.95	2.10	2.25	2.40	2.55	2.60
10 años, del Tesoro	1.59	2.44	2.39	2.30	2.35	2.50	2.70	2.90	2.95	3.00
30 años, del Tesoro	2.31	3.07	3.01	2.83	2.90	3.15	3.35	3.40	3.45	3.50

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.

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

Scotiabank, y "Banca y Mercados Globales", son el nombre comercial utilizado 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 sujeta 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 regulada 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.

™ 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.