Perspectivas económicas para Canadá y Estados Unidos a largo plazo: 2018–23

- **A largo plazo, se prevé que el crecimiento anual del PIB real de Canadá sea de 1.8%, debido a la debilidad comparativa de la productividad y el aumento leve del insumo laboral. Esta tasa es un poco más baja que la previsión del Banco de Canadá (1.9%). Para Estados Unidos, se presume un crecimiento del PIB real de 1.9% a largo plazo.**

- **En 2018–23, se espera que las economías de Estados Unidos y Canadá evolucionen en paralelo: ambas deberían entrar en situación de demanda excedentaria y luego volver al equilibrio antes del fin del horizonte de previsión (gráfico 1).**

- **Después del impulso temporal que tendrán las economías en 2018-20, generado principalmente por el paquete de estímulo fiscal de Estados Unidos, el crecimiento canadiense y estadounidense debería desacelerarse significativamente en 2021–22, en parte debido al alza de las tasas de interés. La economía norteamericana estará, por lo tanto, más expuesta a cualquier tipo de shock, como la intensificación del proteccionismo a nivel global.**

- **La inflación ha de superar la meta de 2.0% tanto en Canadá como en Estados Unidos, antes de estabilizarse en torno a ese nivel en 2022–23.**

- **En vista de la acumulación de demanda excedentaria y el aumento de las presiones inflacionarias, la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Canadá deberían subir gradualmente las tasas de referencia hasta un 3.0%, nivel que se alcanzará en el primer trimestre de 2020 en el caso de Estados Unidos y en el cuarto trimestre de 2020 en Canadá.**

Estas perspectivas se basan en el modelo macroeconómico global de Scotiabank (SGMM, por sus siglas en inglés), que se describe brevemente en el cuadro 1 de la página 5.

SUPUESTOS ACERCA DEL CRECIMIENTO DEL PIB* POTENCIAL

Estados Unidos:

- Suponemos que a largo plazo el crecimiento del PIB potencial es de 1.9%, tal como figura en los últimos "gráficos de puntos" de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC).

- En 2018–2020, suponemos también que la reforma fiscal sumará 0.1 ppts al pronóstico a largo plazo, con lo que el crecimiento del PIB potencial durante ese periodo será de 2.0%.

Canadá:

- Suponemos que el PIB potencial tendrá un crecimiento de 1.7% en 2018–2020 y de 1.8% en adelante, debido a la productividad comparativamente débil y aumento leve del insumo laboral.

- Este perfil de crecimiento es un poco más tenue del que aparece en la edición de abril de 2018 del informe de política monetaria del Banco de Canadá, principalmente porque somos menos optimistas con respecto a la productividad de la mano de obra.

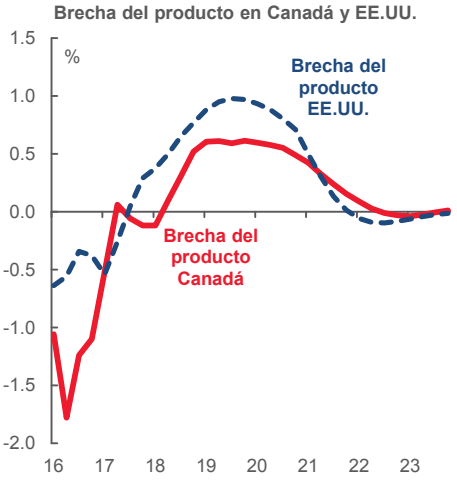
*El PIB potencial es el nivel de equilibrio en que debe mantenerse el PIB para que la tasa de inflación se mantenga también de manera sustentable en la meta de 2.0%. El producto potencial depende del insumo laboral tendencial (horas trabajadas en toda la economía) y la productividad de la mano de obra, que es función del capital por unidad de insumo de mano de obra tendencial y la productividad total de factores tendencial.

CONTACTOS

René Lalonde
416.862.3174
Scotiabank Economics
rene.lalonde@scotiabank.com

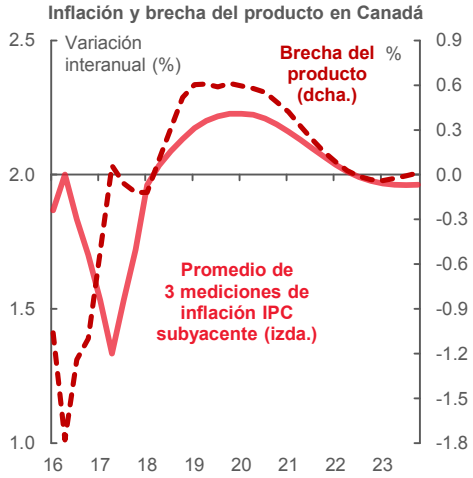
Nikita Perevalov
416.866.4205
Scotiabank Economics
nikita.perevalov@scotiabank.com

Gráfico 1: Ciclos económicos sincronizados en Canadá y Estados Unidos



Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 2: Se cierra la brecha del producto y la inflación de Canadá converge hacia la meta



Fuente: Scotiabank Economics.

PREVISIONES A CORTO PLAZO 2018–19: CRECIMIENTO SUPERIOR AL POTENCIAL

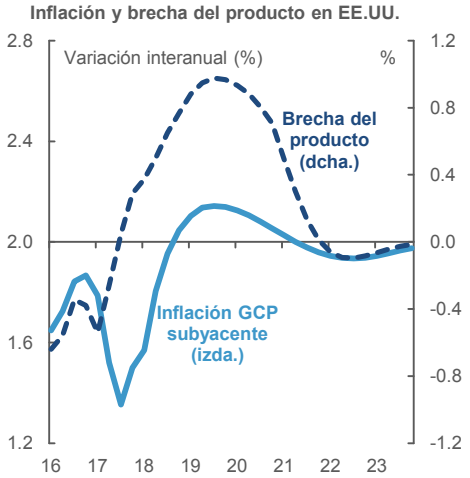
A corto plazo, las economías de Canadá y Estados Unidos avanzarán con vigor, superando el crecimiento del producto potencial. Caerán en situación de demanda excedentaria mientras aumentan cada vez más las presiones inflacionarias (tabla 1).

En Estados Unidos, el crecimiento a corto plazo se acelerará por la reforma fiscal y el estímulo del gasto, factores que en conjunto sumarán 0.5 ppts al crecimiento del PIB real en 2018 y 2019.

En Canadá, además de la mejora de las exportaciones como resultado del estímulo fiscal en Estados Unidos, se espera que el crecimiento se vea respaldado por el alza de los precios del petróleo, la debilidad relativa del dólar canadiense y las políticas fiscales del gobierno federal y los gobiernos de las provincias:

- Debido principalmente a la demanda sólida, el WTI ha de situarse en un promedio de $65/bbl en 2018 y $68/bbl en 2019, en comparación con $51/bbl en 2017.
- Además del crecimiento fuerte de la economía estadounidense, otro factor que sustentará las exportaciones no energéticas será el dólar canadiense (CAD), cuyo valor de cotización será inferior a su nivel de equilibrio. El cruce USDCAD debería ubicarse en 1.25 al cierre de 2018 y 2019, mientras que su valor de equilibrio oscila entre 1.21 y 1.22.

Gráfico 3: Aumenta la demanda excedentaria de EE.UU. mientras el crecimiento supera el potencial y la inflación rebasa levemente la meta



Fuente: Scotiabank Economics.

Tabla 1

Previsiones a largo plazo para Estados Unidos y Canadá

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
				Estados Unidos				
Crecimiento del PIB, promedio anual, %	1.5	2.3	2.6	2.4	1.9	1.4	1.5	1.9
Inflación GCP subyacente, promedio anual, %	1.8	1.5	1.9	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0
Tasa objetivo de fondos federales, límite superior, % cierre del año	0.75	1.50	2.25	2.75	3.00	2.75	2.75	2.75
Rendimiento nominal de bonos soberanos a 10 años, % cierre del año	2.44	2.40	3.00	3.25	3.43	3.57	3.68	3.70
Tasa de desempleo, promedio anual, %	4.9	4.4	4.0	3.9	3.8	4.0	4.2	4.3
				Canadá				
Crecimiento del PIB, promedio anual, %	1.4	3.0	2.2	2.1	1.7	1.5	1.5	1.8
Prom. 3 mediciones inflación IPC subyacente, promedio anual, %	1.8	1.5	2.0	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0
Tasa interbancaria del BoC, % cierre del año	0.50	1.00	1.75	2.50	3.00	3.00	2.75	2.75
Rendimiento nominal de bonos soberanos a 10 años, % cierre del año	1.72	2.05	2.50	2.75	3.22	3.44	3.60	3.67
Tasa de desempleo, promedio anual, %	7.0	6.3	5.8	5.7	5.7	5.8	5.9	5.9
USDCAD, cierre del año	1.34	1.26	1.25	1.25	1.23	1.21	1.21	1.21
WTI, promedio anual, US$	43	51	65	68	67	67	67	67

Nota: Las Tablas de Pronósticos Económicos de Scotiabank (12 de abril de 2018) incluyen más detalles sobre las perspectivas para 2018-19.

Puesto que Canadá y Estados Unidos arrancaron el año 2018 con la brecha del producto prácticamente cerrada, el crecimiento fuerte de 2018–19 dejará a ambos países en situación de demanda excedentaria y acumulación de presiones inflacionarias:

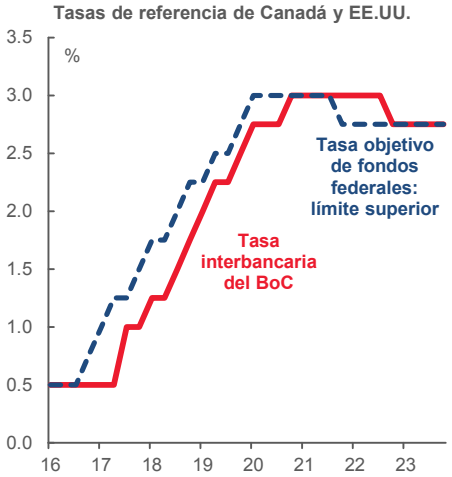
- En Canadá, tomando en cuenta que la brecha del producto llegará a un máximo de +0.6% en 2019 en medio del aumento del costo de la mano de obra y del precio del petróleo, se proyecta que el promedio de las tres mediciones de la inflación subyacente alcance 2.2% en 2019 (gráfico 2).

- En Estados Unidos, según nuestras proyecciones, la brecha del producto llegará a +1.0% en 2019. Mientras aumentan el costo unitario de la mano de obra y los precios del petróleo, la inflación del gasto de consumo personal (GCP) subirá y superará la meta, situándose en 2.1% a finales de 2019 (gráfico 3).

En este contexto, como el PIB de ambas economías será superior a su nivel de equilibrio y, por lo tanto, la inflación rebasará levemente la meta, los bancos centrales subirán las tasas de política monetaria hacia el nivel de equilibrio a largo plazo de 2.75% (gráfico 4).

Cabe destacar que todo episodio de demanda excedentaria termina, tarde o temprano, con un periodo durante el cual el crecimiento del PIB es inferior al crecimiento del producto potencial, a medida que la demanda agregada regresa al nivel de la oferta agregada de la economía (producto potencial). Esto ocurre inevitablemente, a menos que la oferta se amplíe para absorber el exceso de demanda. Dicho de otra manera, en un periodo de demanda excedentaria, todo lo que sube en algún momento termina bajando. Según nuestras proyecciones, esa desaceleración se producirá en 2020–22. De hecho, la naturaleza procíclica del estímulo fiscal que inyectarán Estados Unidos y las provincias canadienses en 2018-19 acentuará la desaceleración de las economías de Estados Unidos y Canadá en 2021–22, pero el efecto será mucho más pronunciado en el primer país que en el segundo.

Gráfico 4: Normalización gradual de las tasas de interés en Estados Unidos y Canadá



Fuente: Scotiabank Economics.

PREVISIONES A MEDIANO PLAZO 2020–22: EL CRECIMIENTO DESCIENDE GRADUALMENTE A UNA TASA INFERIOR AL POTENCIAL

Después de 2019, el crecimiento de Canadá y Estados Unidos debería desacelerarse significativamente, a medida que el efecto del estímulo fiscal se disipa y con el tiempo se revierte, y las tasas de interés suben un poco por encima de sus niveles neutrales, mientras los bancos centrales intentan atajar la inflación y llevarla nuevamente y en forma sustentable a la meta.

- En Estados Unidos, el estímulo fiscal ha de disminuir hacia finales de 2020, tal como lo estipulan las leyes actuales de limitación del gasto [veáse CBO (2018). “The Budget and Economic Outlook: 2018 to 2028”], lo que afectará el crecimiento del PIB real. Al mismo tiempo, se prevé que la Reserva Federal haya subido la tasa de referencia a 3.0% para el primer trimestre de 2020, nivel superior al estimado de una tasa neutral, que es de 2.75%, en un intento por contener las presiones inflacionarias. El alza de la tasa de fondos federales, aunada al adelgazamiento gradual del balance de la Fed, hará que suba gradualmente el rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años.

- Debido a estos factores, el crecimiento de Estados Unidos se desacelerará a 1.9% en 2020 y se ubicará en un promedio de solo 1.5% en 2021–22, con lo que la brecha del producto se cerrará en 2022.

- Se espera que la tasa de referencia del Banco de Canadá avance hasta alcanzar la tasa de referencia de la Fed en el transcurso de 2020. Al cierre de ese año, la tasa de política monetaria canadiense estará también en 3.0%, como su contraparte estadounidense. Y para fines de 2021, la superará en unos 25 bps (gráfico 4).

- La eliminación gradual, seguida de una leve inversión, de los diferenciales de tasas de interés con Estados Unidos desembocará a su vez en una apreciación gradual del dólar canadiense hacia su nivel de equilibrio a largo plazo de 1.21 (US$0.826). Este equilibrio a largo plazo coincide con el nivel de equilibrio del precio del petróleo y el ajuste global del dólar estadounidense.

- Como resultado del retiro del estímulo fiscal en Estados Unidos, el alza de las tasas de interés a corto y largo plazo y la apreciación del dólar canadiense, el crecimiento de Canadá debería también desacelerarse significativamente en 2020, a 1.7%, para luego situarse en un promedio de 1.5% en 2021–22. A raíz de esta desaceleración, se prevé que la brecha del producto se cierre en 2022.

A LARGO PLAZO (DESPUÉS DE 2022): LA ECONOMÍA CRECERÁ A SU TASA POTENCIAL

Después de 2022, se espera que tanto Estados Unidos como Canadá lleguen a su respectivo equilibrio a largo plazo.

En Estados Unidos, esto significa que la inflación se mantiene de manera sustentable en la meta de 2%; la tasa de referencia está en su nivel neutral de 2.75% y el PIB crece a su potencial, que estimamos en 1.9%, nivel generalmente similar al de los últimos gráficos de puntos de los miembros del FOMC.

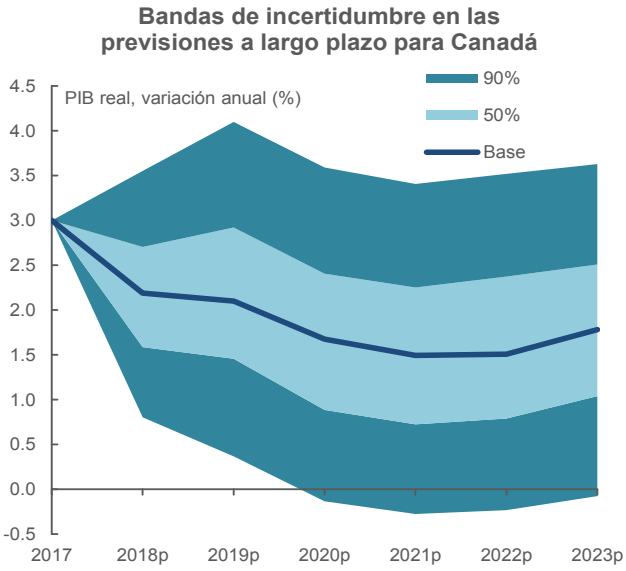
En Canadá, la tasa de equilibrio de la inflación y la tasa de interés neutral son idénticas a las de Estados Unidos, pero el PIB potencial crecerá a un ritmo un poco más lento (1.8%).

INCERTIDUMBRE EN TORNO A NUESTRO ESCENARIO BASE

El nivel de incertidumbre de nuestros pronósticos sigue siendo alto, como se puede observar en las bandas de confianza en torno a las previsiones para Canadá (gráfico 5).

- El rango relativamente amplio de resultados en la banda de 90%, que va de 0.8% a 3.6% en 2018, no es infrecuente en la literatura (ver, por ejemplo, el informe *Perspectivas de la economía mundial* del FMI de abril de 2018). Revela también un aspecto importante de nuestro pronóstico: después de 2020 hay más probabilidades de un crecimiento débil o negativo porque el crecimiento base del PIB bajará durante ese periodo. Por lo tanto, aunque existen todavía grandes posibilidades de que el crecimiento sea de casi 3%, también hay más riesgos de que se produzca una recesión después de 2020.

Gráfico 5: La desaceleración del crecimiento en 2021 deja a la economía canadiense en posición vulnerable



Fuente: Scotiabank Economics.

Cuadro 1: Modelo macroeconómico global de Scotiabank

El informe *Panorama Global* que publicó Scotiabank Economics el 12 de abril de 2018 y las perspectivas a largo plazo aquí presentadas se fundamentan en el modelo macroeconómico global de Scotiabank (SGMM), un modelo de equilibrio general elaborado recientemente para las economías de Canadá, Estados Unidos y otros países (como Europa y los mercados emergentes) que es similar pero menos detallado que los modelos semiestructurales del Banco de Canadá, como MUSE (Gosselin y Lalonde, 2005) y LENS (Gervais y Gosselin, 2014). Gracias a este modelo macroeconómico global, nuestros especialistas pueden preparar perspectivas internamente coherentes y simultáneas para las economías canadiense y estadounidense, tomando en cuenta los siguientes canales macroeconómicos clave:

- El efecto positivo del fortalecimiento de la economía en la inflación de los precios al consumidor, según el cual una demanda (oferta) excedentaria se traduce en una inflación superior (inferior) a la meta.
- La reacción de las autoridades monetarias (Banco de Canadá y Reserva Federal), que suben las tasas de política monetaria frente al incremento de las presiones inflacionarias y la disminución de la capacidad ociosa de la economía.
- El efecto atenuante del alza de las tasas de interés en la macroeconomía, incluyendo el impacto directo de las tasas de interés en la demanda interna y el impacto del aumento de las tasas de interés en el dólar canadiense, que como efecto desacelera el comercio neto.
- Las repercusiones de la evolución del crecimiento de Estados Unidos para Canadá y su volumen previsto de exportaciones.

A continuación damos más detalles sobre la estructura del modelo y los factores determinantes de las variables principales para el bloque económico canadiense:

- El entorno del modelo se caracteriza por comportamientos anticipados, pues los agentes intentan establecer en un nivel óptimo sus variables de decisión, como el PIB real y las tasas de política monetaria, entre otras.
- El PIB real es la suma de la demanda interna privada, el gasto público y el comercio internacional neto.
- La demanda interna depende de las tasas de interés a corto y largo plazo, el precio del petróleo, el ingreso disponible, la riqueza financiera y de los hogares y la tasa de cambio.
- Si bien las importaciones están principalmente sujetas a la demanda interna y la tasa de cambio, las exportaciones son el resultado de la demanda externa, la riqueza financiera en Estados Unidos y la tasa de cambio.
- La ecuación de la curva Phillips aumentada vincula la capacidad ociosa de la economía (brecha del producto), la tasa de cambio, el costo unitario de la mano de obra y el precio del petróleo, con la inflación subyacente.
- Siguiendo una regla de política monetaria prospectiva (*forward-looking*), la tasa de interés de referencia del Banco de Canadá se ajusta a la evolución de la brecha del producto y la proyección adelantada (en tres trimestres) de la tasa de inflación con respecto a la meta del organismo.
- El rendimiento de los bonos soberanos a 10 años refleja la trayectoria prevista de la tasa de interés de referencia del Banco de Canadá y la prima a plazo. Esta última se ve muy afectada por la evolución de la prima a plazo de los bonos soberanos estadounidenses a 10 años, que a su vez depende del balance de la Reserva Federal y de las tenencias de bonos del Tesoro americano por parte de las autoridades chinas.
- La tasa de cambio bilateral Canadá-Estados Unidos está sujeta al precio del petróleo, el diferencial de crecimiento del PIB entre los dos países, el diferencial de tasas de interés a 10 años y un “factor Estados Unidos” que refleja el ajuste multilateral del dólar estadounidense.
- Entre las otras variables incluidas en el modelo figuran el precio real del petróleo, el ingreso real disponible, la tasa de desempleo, la riqueza financiera y la riqueza de los hogares. La oferta endógena global de petróleo y la demanda mundial de petróleo determinan la evolución del precio del crudo en el modelo.

La estructura de Estados Unidos y Europa es similar a la de Canadá, mientras que las especificaciones correspondientes a los demás países son menos detalladas.

Gosselin, Marc-Andre y Rene Lalonde, 2005, “MUSE: The Bank of Canada’s new projection model of the U.S. economy”, *Bank of Canada Technical Report 96*.

Gervais, Olivier, y Marc-Andre Gosselin, 2014, “Analyzing and Forecasting the Canadian Economy through the LENS Model”, *Bank of Canada Technical Report No. 102*.

Scotiabank Economics, Tablas de Pronósticos Económicos de Scotiabank, 12 de abril de 2018.

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

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

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