

## Punto de inflexión

- El crecimiento económico global sigue siendo sólido, pero las decisiones impulsivas en materia de política comercial constituyen un peligro claro e inminente para la expansión.
- El crecimiento económico de Estados Unidos se está acelerando y todo indica que la Reserva Federal subirá las tasas de interés hasta el 3% para fines de 2019. Las recientes medidas comerciales están perjudicando a algunas empresas estadounidenses e incrementando los costos de operación. Hemos incorporado ahora en nuestras previsiones para 2019 un leve impacto negativo debido a toda la incertidumbre comercial.
- El crecimiento canadiense se está moderando, pero las presiones sobre la capacidad están en aumento. El Banco de Canadá subirá sus tasas de interés otros 125 puntos base (bps) hasta llegar a 2.5% para finales del año 2019.
- Seguimos pensando que un TLCAN renovado se ratificará en 2019, aunque toda la incertidumbre que lo rodea y los aranceles sobre el acero y el aluminio frenarán un poco el crecimiento. El principal riesgo para el panorama de Canadá parecen ser ahora las escaramuzas comerciales entre Estados Unidos, China y todo un grupo de países, especialmente si se imponen aranceles a los automóviles.

El crecimiento económico global sigue siendo increíblemente fuerte. El comercio está facilitando la expansión en gran parte del mundo, con un efecto de refuerzo mutuo. Esta expansión “virtuosa” se ve ahora amenazada por las decisiones comerciales de Estados Unidos. La postura agresiva de este país en materia de comercio internacional está incrementando el costo de los insumos y el precio de los bienes de consumo y de capital, lo que tarde o temprano terminará alimentando la inflación y acentuando la incertidumbre empresarial. Esto obligará a las empresas estadounidenses a replantearse ciertas de decisiones de inversión. Aunque la economía global sigue siendo lo suficientemente robusta para lidiar con disputas comerciales de relativamente pequeña envergadura, como los aranceles al acero y el aluminio, tememos haber alcanzado un punto de inflexión en el que todas las acciones comerciales futuras podrían frenar el crecimiento global de forma significativa, así como aumentar la inflación. El cada vez mayor riesgo de una guerra comercial representa un peligro claro e inminente para la expansión, pero tenemos la esperanza de que al final se imponga la razón, en vista del costo de esta escalada de tensiones y ataques.

En este entorno económico global todavía sólido, las presiones inflacionarias están aumentando, con más intensidad en algunos países que en otros. Entre las economías avanzadas, se espera que los bancos centrales de Canadá, Estados Unidos y el Reino Unido continúen endureciendo su política monetaria en respuesta a la inflación observada y prevista. En Europa, donde el crecimiento está bastante por encima del potencial de la economía, las presiones inflacionarias se incrementan también, pero siguen siendo más suaves que las de los otros países, porque los indicadores de la inflación subyacente son muy inferiores a los datos de la inflación general, que sí está subiendo. Como la economía de la eurozona debería crecer a un ritmo mayor que la tasa de crecimiento potencial durante el resto del año, el Banco Central Europeo ha señalado que pondrá fin a su programa de expansión cuantitativa a fines de 2018, preparando así el terreno para el alza de las tasas de política monetaria. En Japón, es probable que el crecimiento se desacelere un poco en comparación con la expansión rápida del año pasado. La economía ha entrado firmemente en una situación de demanda excedentaria, pero la inflación se mantiene en un nivel bastante inferior a la meta del Banco de Japón y recientemente se ha alejado aún más. Cabe entonces esperar que el organismo no altere su política monetaria en el futuro cercano.

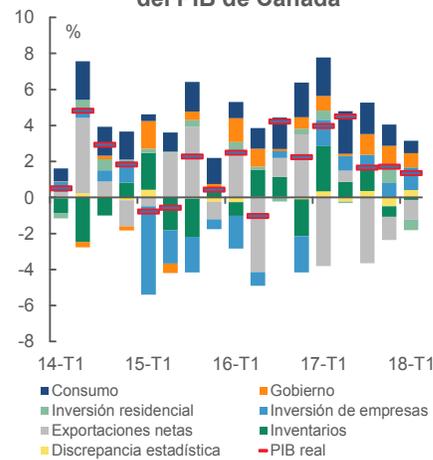
### CONTACTOS

Jean-François Perrault, Vicepresidente Sénior y Economista en Jefe  
 416.866.4214  
 Scotiabank Economics  
[jean-francois.perrault@scotiabank.com](mailto:jean-francois.perrault@scotiabank.com)

### CONTENIDO

Introducción	1–3
Canadá	4–11
Provincias canadienses	12–14
Estados Unidos	15–20
Mercados de capitales y política monetaria de Estados Unidos y Canadá	21–27
México	28–29
América Latina	30–38
Reino Unido	39–40
Eurozona	41–42
Asia-Pacífico	43–49
Materias primas	50–54
Mercado de cambios	55–56
Tablas de pronósticos económicos	A1–A3

Gráfico 1  
**Contribución al crecimiento del PIB de Canadá**



Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada.

Los precios de las materias primas siguen beneficiándose del fuerte crecimiento económico y las condiciones cada vez más apretadas que existen en las capacidades de producción aguas arriba y las cadenas de suministro correspondientes. La OPEP+ anunció que incrementará su producción efectiva en 600–1,000 kbpd durante el segundo semestre de 2018 para aliviar parte de la estrechez que impulsó los precios del crudo Brent hasta los \$80/bbl a principios de junio. Tomando en cuenta la nueva trayectoria prevista de la oferta de la OPEP+ y el repunte de la demanda, que obligó al grupo a elevar la producción antes de lo esperado, incrementamos nuestras previsiones sobre el precio del petróleo para 2018/19. Según nuestras nuevas proyecciones, el crudo Brent se situará en un promedio de \$74/bbl en 2018 y \$77/bbl en 2019, mientras que el WTI se quedará rezagado frente al Brent y los diferenciales serán más amplios de lo normal, debido a la capacidad limitada de la red de oleoductos entre Cushing y los centros de exportación de la costa estadounidense del golfo de México. Para los metales, el panorama se presenta desigual. Hemos mejorado las previsiones para los metales base, ante la oferta minera cada vez más apretada, mientras que los productos básicos a granel se debilitan y el oro se mantiene en un rango estrecho.

Durante el último año, la economía estadounidense ha gozado de una combinación de factores favorables: crecimiento moderado, mejora de los principales indicadores, inflación leve y aumento gradual de las tasas de interés. En pocas palabras, la economía ha estado en el punto de equilibrio perfecto entre unos datos propicios y unas políticas flexibles, que han permitido que la actual trayectoria de ocho años y medio de crecimiento ininterrumpido se convirtiera este mes de junio en la segunda expansión estadounidense más larga de la historia. Seguimos esperando que esta expansión se prolongue y rompa el récord de duración en julio de 2019, pero la actual agenda política de Washington ensombrece el panorama a largo plazo.

Las distintas políticas económicas de Estados Unidos marchan claramente en dirección contraria. Los recortes fiscales corporativos de la Casa Blanca y el aumento del gasto público deberían impulsar el crecimiento del PIB a 2.8% este año, muy por encima de los estimados del potencial. El desempleo se encuentra ahora en mínimos históricos. Sin embargo, desde el mes de enero, la inflación se ha acelerado sustancialmente: la inflación del gasto de consumo personal (GCP) ha alcanzado la meta y sigue por una senda alcista. Y la intensificación del proteccionismo amenaza con desbaratar muchos de los buenos resultados de la economía real.

Los temores e inquietudes sobre las políticas comerciales han entrado en juego de inmediato. Los mercados accionarios estadounidenses ya están reaccionando a la escalada de la retórica proteccionista. La incertidumbre que rodea la política comercial de Estados Unidos y las posibles respuestas de sus socios comerciales continuarán pesando en los mercados financieros y amenazan con obstaculizar el crecimiento en 2019. Tan es así que, por primera vez, hemos rebajado el pronóstico sobre el crecimiento de Estados Unidos para 2019, a fin de reflejar toda la inestabilidad reinante en el ámbito comercial. Si los intercambios y ataques recrudescen, recortaremos aún más las previsiones. Como ya hemos indicado [aquí](#), una guerra comercial generalizada, que puede estallar con la imposición de aranceles a los automóviles, empujaría a Estados Unidos a una recesión.

Con todo esto como telón de fondo, la Reserva Federal continuará normalizando su política monetaria. La economía estadounidense está operando a tasas que no son sustentables, y las presiones sobre los precios preocupan a las autoridades. Por lo tanto, creemos que la Fed mirará más allá de esta incertidumbre comercial y se mantendrá en su trayectoria de endurecimiento, con tres aumentos adicionales de la tasa de referencia este año y dos más el próximo, para llegar a una tasa de 3% a fines de 2019.

Nuestra visión central de la economía canadiense sigue siendo prácticamente la misma del trimestre anterior. Pese al enfriamiento reciente de los datos y el aumento de los riesgos extremos asociados al proteccionismo estadounidense, el *modelo macroeconómico global de Scotiabank* sigue pronosticando un crecimiento real de aproximadamente 2% este año, sustentado por la sólida demanda en Canadá y Estados Unidos y el alza del precio del petróleo. Esta cifra incluye el ajuste negativo que efectuamos para reflejar la incertidumbre comercial; sin ese ajuste, el crecimiento se acercaría a 2.3%. Las fuentes del crecimiento canadiense podrían por fin estar evolucionando hacia una combinación más saludable y sustentable (gráfico 1), puesto que el papel del consumo y del mercado inmobiliario parece ser menor, y la inversión y el comercio estarían contribuyendo más a la economía, con un posible efecto positivo sobre la productividad. El crecimiento total podría dar la sorpresa y ser más alto

**Tabla 1**

PIB real mundial	2000–16	2016	2017	2018p	2019p
(variación porcentual anual)					
<b>A nivel mundial (PPP)</b>	3.9	3.2	3.7	3.8	3.7
Canadá	2.1	1.4	3.0	2.0	2.1
Estados Unidos	1.9	1.5	2.3	2.8	2.3
México	2.2	2.9	2.0	2.1	2.5
Reino Unido	1.8	1.9	1.8	1.7	1.9
Eurozona	1.3	1.8	2.6	2.5	2.3
Alemania	1.3	1.9	2.2	3.0	3.0
Francia	1.3	1.2	2.2	2.5	2.0
China	9.4	6.7	6.9	6.6	6.3
India	7.1	7.9	6.3	7.5	7.5
Japón	0.9	1.0	1.7	1.1	0.9
Corea	4.2	2.9	3.1	2.8	2.8
Australia	3.0	2.6	2.2	2.8	2.5
Tailandia	4.0	3.3	3.9	4.1	3.6
Brasil	2.6	-3.5	1.0	2.3	2.5
Colombia	4.0	2.0	1.8	2.5	3.5
Perú	5.1	4.0	2.5	3.5	4.0
Chile	4.0	1.3	1.5	3.7	3.9

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

de lo previsto si las tensiones comerciales actuales se resuelven con más rapidez de lo esperado y se empieza a actuar sobre los desafíos relacionados con la competitividad.

La evolución reciente de la economía canadiense ha sido más bien decepcionante: las cifras sobre el empleo, los permisos de construcción, ventas de bienes manufacturados, ventas minoristas e inflación han sido algo inferiores al consenso y, en general, nuestras propias previsiones. En cerca de 2.2% (tasa anual desestacionalizada), nuestras estimaciones del crecimiento del segundo trimestre de 2018 se sitúan apenas un poco por debajo del pronóstico que emitió el Banco de Canadá (BoC) en su informe de política monetaria del mes de abril (2.5%). Estos datos deben analizarse en el contexto de una economía real que está operando a plena capacidad o por encima de este nivel, con mercados laborales apretados, el aumento de los salarios, la aceleración de la inversión y una inflación que está en vías de superar la meta de 2%.

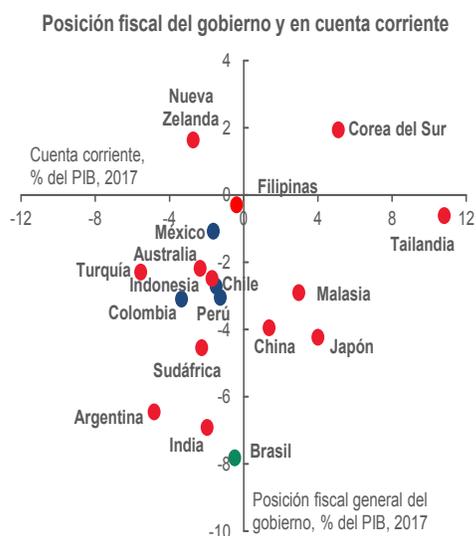
Aunque es lógico que el Banco de Canadá se mantenga un poco en vilo por los riesgos comerciales, nuestro escenario base sigue apuntando a una continuación de la normalización de la política monetaria. Aún esperamos dos aumentos más de 25 bps durante 2018 de la tasa de referencia del Banco de Canadá; el primero de ellos este mes, y tres aumentos adicionales de 25 bps durante 2019. Si nuestras previsiones son correctas, estaríamos ante un ritmo muy gradual de endurecimiento, con menos de una intervención por trimestre de aquí a fines del próximo año. La tasa de referencia quedaría así en 2.5% para el cierre de 2019, al mismo nivel o no muy lejos de la tasa neutral estimada, y en un nivel todavía muy bajo según las normas históricas. Cuando se ajusta por inflación, la tasa real de política monetaria estaría solo en aproximadamente 0.5% para ese momento, muy por debajo del crecimiento del PIB real. Existe el riesgo de que se avance a un ritmo todavía más lento, si las negociaciones del TLCAN tienen un desenlace mucho peor de lo que hasta ahora se ha visto o anticipado, pero también existe el riesgo contrario de que se supere la tasa neutral a largo plazo, si las presiones de este ciclo sobre los salarios y los precios siguen aumentando de tal forma que comprometa el mandato de control de la inflación del BoC. Los mercados parecen estar subestimando en sus precios la magnitud de las intervenciones del organismo. De cualquier forma, ante el alza del precio del petróleo y lo que probablemente sea un incremento más pronunciado de las tasas de interés por parte del gobernador Poloz, el dólar canadiense debería apreciarse gradualmente en el transcurso del año, para cerrar en cerca de 1.28 (o 78 centavos) si se logra contener, como esperamos, la escalada de las tensiones comerciales.

Las perspectivas para Asia siguen siendo razonablemente sólidas, aunque las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China podrían afectar a la región de forma significativa. En China, la actividad económica se mantiene robusta, pero el crecimiento de este año se desacelerará con respecto a la tasa de 2017, en parte debido a la reducción del estímulo fiscal. La intensificación de la disputa comercial con Estados Unidos tendría un impacto negativo en la economía china, pero las autoridades de esta nación asiática poseen toda una gama de herramientas a su disposición para mitigar el impacto de una política comercial estadounidense más agresiva. Uno de los puntos más importantes en este caso es la tasa de cambio, que las autoridades chinas están permitiendo que se deprecie. Según nuestros pronósticos, se mantendrá la sangre fría para evitar una guerra comercial bilateral sin cuartel, en vista de los daños que podría causar tanto en China como en Estados Unidos.

Este año, un reto clave de los mercados emergentes es la transición hacia una postura más restrictiva de parte de la Reserva Federal. Los flujos de capital a los mercados emergentes han disminuido, aunque esto ha sido más pronunciado en los países de alto riesgo, como aquellos con altos déficits fiscales y por cuenta corriente (gráfico 2). Por lo general, los países de la Alianza del Pacífico han quedado aislados de estos movimientos. Las perspectivas de crecimiento están mejorando en todos estos países, pues se espera que la actividad económica se acelere con respecto al año pasado. Es, particularmente, el caso de Chile y Perú, donde el alza del precio de las materias primas y el entusiasmo por los nuevos gobiernos están impulsando con fuerza las tasas de crecimiento en comparación con 2017. En Colombia, los altos precios del petróleo están dando un empujón vigoroso a la inversión de empresas, que se irá fortaleciendo a medida que aumenta la confianza en el nuevo gobierno. La mejora de la actividad empresarial estimulará aún más el ya fuerte gasto de los hogares. En México, la economía interna sigue avanzando a buen ritmo, aprovechando el crecimiento robusto de Estados Unidos y el resto del mundo. La transición política será clave para las perspectivas económicas de México. El gobierno de Andrés Manuel López Obrador ha de mantener el impulso general de las políticas económicas de las administraciones anteriores, pero existen riesgos de que se introduzca un giro más profundo en su orientación. Si eso llegara a ocurrir, tendríamos que reevaluar nuestras previsiones para México.

Los pilares de la expansión global continúan siendo sólidos y seguimos siendo optimistas en cuanto a la evolución de las tensiones comerciales, pues no creemos que desemboquen en una guerra comercial generalizada. Sin embargo, esto presupone que la administración Trump terminará reconociendo el daño que su postura actual puede causar a la economía estadounidense y adoptará un enfoque menos hostil para el comercio. Estados Unidos se encuentra en un punto de inflexión. El gobierno tiene en sus manos la oportunidad de prolongar lo que ya es una de las expansiones más largas de la historia, pero los ataques continuos contra sus propias empresas y socios comerciales amenazan con interrumpirla abruptamente.

Gráfico 2



Fuentes: Scotiabank Economics, FMI.

## Canadá

### ESPERANDO LO MEJOR Y PREPARÁNDONOS PARA LO PEOR

- **Mantenemos nuestras previsiones para la economía de Canadá, fundamentalmente porque pensamos que es poco probable que la intensificación del proteccionismo estadounidense desate una guerra comercial mundial, a pesar de la retórica agresiva reciente. Tenemos la esperanza de que se retomen las conversaciones sobre el TLCAN y que las negociaciones lleguen a una conclusión satisfactoria en 2019.**
- **Sin embargo, la imposición de aranceles a los automóviles por parte de Estados Unidos sí podría ser el detonante de una guerra comercial mundial, con una serie de represalias cada vez más fuertes que terminarían empujando a Estados Unidos y la mayoría de sus principales socios comerciales, entre ellos Canadá, a una recesión en 2020.**

### MENSAJES DIVERGENTES

Pese al enfriamiento reciente de los datos y el aumento de los riesgos extremos asociados al proteccionismo estadounidense, nuestra visión central de la economía canadiense sigue siendo prácticamente la misma del trimestre anterior. El *modelo macroeconómico global de Scotiabank* sigue pronosticando un crecimiento real de aproximadamente 2% este año (tabla 1), sustentado por la sólida demanda en Canadá y Estados Unidos. Las fuentes del crecimiento canadiense podrían por fin estar evolucionando hacia una combinación más saludable y sustentable, puesto que el papel del consumo de los hogares y del mercado inmobiliario residencial parece ser menor, y la inversión y el comercio estarían contribuyendo más a la economía, con un posible efecto positivo sobre la productividad. El crecimiento total de 2018 podría incluso dar la sorpresa y llegar a 2.3%, en vez de la tasa de 2% que prevemos actualmente, si el impacto negativo de las tensiones comerciales actuales se disipa con más rapidez de lo esperado (tabla 2) y se empieza a actuar sobre los desafíos relacionados con la competitividad.

**El aumento del precio del petróleo tras el retiro de Estados Unidos del acuerdo nuclear con Irán ha mejorado la confianza de la industria energética y, también de manera general, en Canadá.** La industria petrolera de Alberta recibió más señales favorables cuando el gobierno federal anunció que tenía la intención de adquirir el oleoducto Trans Mountain. Aun así, como explicamos en la sección **Materias primas**, elevamos nuestro pronóstico sobre el descuento del crudo WCS para 2018–19, ya que la capacidad de distribución del petróleo desde el oeste de Canadá seguirá estando muy apretada, a pesar del breve respiro que tendrá ahora la red hasta mediados de agosto debido a la reciente falla eléctrica de las instalaciones de Syncrude en Alberta.

**Sin embargo, al mismo tiempo, la evolución de otros indicadores económicos ha sido sin duda alguna desalentadora.** La actividad económica del segundo trimestre de 2018 ha decepcionado: las cifras sobre el empleo, los permisos de construcción, ventas de bienes manufacturados, ventas minoristas e inflación han sido algo inferiores al consenso y, en general, nuestras propias previsiones. En este segundo trimestre, el crecimiento del PIB se sitúa en aproximadamente 2.2% (tasa anual desestacionalizada), por debajo del pronóstico que emitió el Banco de Canadá en su **informe de política monetaria** del mes de abril (2.5%). Además, según nuestras previsiones, el cierre de Syncrude restaría hasta 0.2 ppts al crecimiento intertrimestral del PIB real (tasa anual desestacionalizada) en el tercer trimestre de 2018, antes de que el repunte anticipado en el último trimestre del año deje la proyección sobre la tasa de crecimiento anual del PIB real canadiense en 2% para 2018. Con todo, estos datos deben analizarse en el contexto de una economía real que está operando casi a plena capacidad, con mercados laborales apretados, el aumento de los salarios, la aceleración de la inversión y una inflación que ha de mantenerse en más de 2%.

### CONTACTOS

#### Brett House, Vicepresidente y Economista en Jefe Adjunto

416.863.7463  
 Scotiabank Economics  
[brett.house@scotiabank.com](mailto:brett.house@scotiabank.com)

#### Marc Desormeaux

416.866.4733  
 Scotiabank Economics  
[marc.desormeaux@scotiabank.com](mailto:marc.desormeaux@scotiabank.com)

#### Juan Manuel Herrera

416.866.6781  
 Scotiabank Economics  
[juanmanuel.herrera@scotiabank.com](mailto:juanmanuel.herrera@scotiabank.com)

#### René Lalonde

416.862.3174  
 Scotiabank Economics  
[rene.lalonde@scotiabank.com](mailto:rene.lalonde@scotiabank.com)

#### Nikita Perevalov

416.866.4205  
 Scotiabank Economics  
[nikita.perevalov@scotiabank.com](mailto:nikita.perevalov@scotiabank.com)

#### Mary Webb

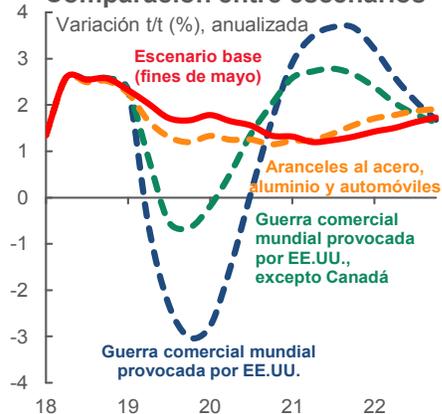
416.866.4202  
 Scotiabank Economics  
[mary.webb@scotiabank.com](mailto:mary.webb@scotiabank.com)

Canadá	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	3.0	2.0	2.1
IPC (% interanual, cierre)	1.8	2.7	2.1
Tasa del banco central (% , cierre)	1.00	1.75	2.50
Dólar canadiense (CADUSD, cierre)	0.80	0.78	0.80

Fuente: Scotiabank Economics.

### Gráfico 1

#### Crecimiento del PIB de Canadá: Comparación entre escenarios



Aunque los aranceles estadounidenses dominan actualmente los análisis sobre las perspectivas económicas de Canadá, nuestra previsión base sigue suponiendo, tal como esperamos, que se evitará una mayor escalada de las tensiones comerciales. Desde el punto de vista económico y político, las razones para mantener el TLCAN son lógicamente convincentes para los tres países. Representantes de todas las tendencias políticas, así como posibles miembros del futuro gobierno mexicano, han expresado que esperan que las conversaciones se reanuden pronto con miras a seguir avanzando hacia un acuerdo.

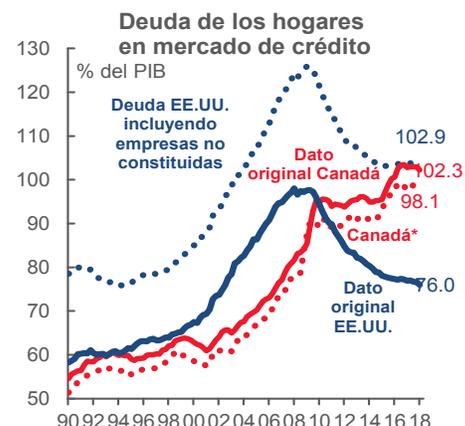
Así pues, es probable que por ahora se suspenda la imposición de nuevos aranceles estadounidenses a los automóviles y autopartes. Estos aranceles se toparán con un conjunto tan amplio de derechos y gravámenes de represalia que Estados Unidos y sus principales socios comerciales, entre ellos Canadá, caerían en recesión para 2020, justo cuando el actual presidente estadounidense buscará ser reelecto. Si bien es cierto que consideramos altamente probable que se evite esta guerra comercial, en nuestro artículo reciente **TLCAN: Preparándonos para los costos macroeconómicos de los aranceles** simulamos las consecuencias macroeconómicas de diversos escenarios, desde el retiro de Estados Unidos del TLCAN hasta la aplicación de más aranceles (gráfico 1). De cualquier forma, sin una guerra comercial generalizada provocada por los aranceles a los automóviles, las perspectivas de crecimiento para Canadá son favorables.

Aunque es lógico que el Banco de Canadá se mantenga un poco en vilo por los riesgos comerciales, nuestro escenario base sigue apuntando a una continuación de la normalización de la política monetaria. Aún esperamos dos aumentos más de 25 bps durante 2018 de la tasa de referencia del Banco de Canadá; el primero de ellos este mes y tres aumentos adicionales de 25 bps durante 2019, con lo que la tasa de política monetaria se ubicaría en 2.5% para el cierre de 2019, como explicamos en la sección  **Mercados de capitales y política monetaria**.

### LOS CONSUMIDORES SE MUESTRAN MENOS ENTUSIASTAS

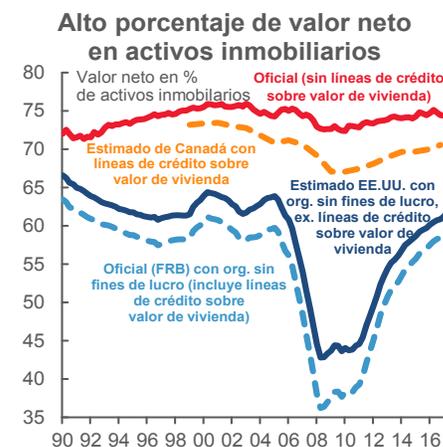
Los canadienses siguen moderando su consumo, después de que en 2017 se registrara el crecimiento más alto del gasto de los hogares desde 2010. Los mercados laborales apretados, la baja tasa de desempleo de 5.8% (tabla 3), el aumento fuerte de los salarios y los nuevos incrementos decretados del salario mínimo deberían seguir sustentando el gasto de consumo. Sin embargo, el año 2018 arrancó a un ritmo más débil del esperado, con una desaceleración del crédito, por lo que ahora hemos recortado nuestra previsión del crecimiento del consumo para 2018, de la tasa de 2.6% que habíamos estimado en nuestro último informe trimestral a 2.1% (tabla 3). El total de ventas minoristas tuvo una caída intermensual de 1.2% en abril, debido principalmente a la disminución de las ventas de automóviles, aunque de todas formas la actividad

Gráfico 2



\* Ajustado a conceptos y definiciones EE.UU.  
Fuentes: Scotiabank Economics, BEA, Federal Reserve Board, Statistics Canada.

Gráfico 3



Fuentes: Scotiabank Economics, OSFI, FCAC, Statistics Canada, Federal Reserve Board.

Tabla 1

Pronósticos trimestrales para Canadá	2017				2018				2019			
	T4	T1	T2e	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p			
<b>Económicos</b>												
PIB real (intertrimestral, variación porcentual anual)	1.7	1.3	2.2	2.2	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8			
PIB real (interanual, variación porcentual)	3.0	2.3	1.7	1.9	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0			
Precios al consumidor (interanual, variación porcentual)	1.8	2.1	2.2	2.6	2.7	2.5	2.4	2.2	2.1			
Promedio de nuevos IPC subyacentes (% variación interanual)	1.7	1.9	1.9	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2			
<b>Financieros</b>												
Dólar canadiense (USDCAD)	1.26	1.29	1.31	1.28	1.28	1.25	1.22	1.22	1.25			
Dólar canadiense (CADUSD)	0.80	0.78	0.76	0.78	0.78	0.80	0.82	0.82	0.80			
Tasa interbancaria del Banco de Canadá (%)	1.00	1.25	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	2.25	2.50			
Bonos del Tesoro a 3 meses (%)	1.06	1.15	1.26	1.55	1.80	2.05	2.30	2.30	2.50			
2 años, Canadá (%)	1.69	1.78	1.91	2.05	2.30	2.40	2.50	2.55	2.60			
5 años, Canadá (%)	1.87	1.97	2.07	2.25	2.45	2.55	2.60	2.65	2.70			
10 años, Canadá (%)	2.05	2.09	2.17	2.40	2.55	2.60	2.65	2.70	2.75			
30 años, Canadá (%)	2.27	2.23	2.20	2.50	2.70	2.80	2.85	2.90	2.95			

Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada, Bloomberg.

minorista se redujo en 0.1% de marzo a abril sin incluir los automóviles. El mal tiempo parece haber tenido parte de la culpa de esta caída, pero un reequilibramiento más profundo de la dinámica económica de los hogares parece también haber entrado en juego. El alza de las tasas de interés, el endurecimiento de los criterios para la obtención de créditos y las preocupaciones por el TLCAN pueden estar llevando a los consumidores a prestar más atención a sus decisiones sobre gastos y ahorro.

**Los datos sobre el crédito nos dan a entender que los canadienses están respondiendo a los incentivos que han introducido las autoridades para mejorar su solvencia y la salud de sus cuentas financieras.** Las tasas de crecimiento del crédito de los hogares, al consumo, hipotecario y automotor han bajado en los últimos trimestres, a medida que las tasas de interés han ido subiendo, los criterios para el otorgamiento de créditos se han vuelto más restrictivos, las condiciones para los préstamos han aumentado y el crecimiento se ha desacelerado, entre otras cosas. Por ejemplo, en el primer trimestre de 2018, el volumen de nuevas hipotecas se situó en su nivel más bajo desde el segundo trimestre de 2014.

**Con todo, en comparación con su vecino del sur, el balance de los hogares canadienses es todavía favorable.** El índice general de deuda crediticia de los hogares como porcentaje del ingreso personal disponible ha seguido bajando, pasando del máximo sin precedentes de 170.5% en que estaba en el tercer trimestre de 2017 a 168.0% en el primer trimestre de 2018. Si se reestima en términos comparables con el indicador general utilizado en Estados Unidos, en su nivel actual de 162.2%, el índice canadiense sigue siendo inferior al máximo de 168.4% que tocó el estadounidense en 2007. A nivel de toda la economía de Canadá, el crédito de los hogares como porcentaje del PIB es más bajo que la cifra comparable de Estados Unidos, incluso después de toda una década de saneamiento y recuperación financiera en este último país (gráfico 2). El índice del pasivo con respecto al activo de los hogares siempre ha sido menor en Canadá, y el porcentaje que controlan los canadienses del componente inmobiliario de esos activos sigue siendo más alto que en Estados Unidos (gráfico 3). A largo plazo, la vulnerabilidad de los canadienses a nuevas alzas de las tasas de interés queda hasta cierto punto limitada por el hecho de que menos de la mitad de los hogares están expuestos a créditos hipotecarios o líneas de crédito sobre el valor neto de la vivienda.

**EL SECTOR VIVIENDA RESPONDE A LOS CAMBIOS DE LAS POLÍTICAS**

**El endurecimiento de la política monetaria y la regulación B-20 sobre las pruebas de estrés para los créditos hipotecarios que entró en vigor el 1 de enero de 2018 siguieron enfriando las compras de viviendas en el segundo trimestre, con correcciones en todo el país del volumen de ventas de unidades.** La caída de las transacciones se ha concentrado en las áreas metropolitanas de Toronto y Vancouver, ciudades que son relativamente sensibles a las nuevas regulaciones por el ya elevado precio de las viviendas y el porcentaje comparativamente alto de hipotecas no aseguradas. En las dos áreas metropolitanas, las ventas de unidades residenciales disminuyeron en más de 20% de un año a otro en abril y mayo, lo que acentuó la reducción interanual de 16.2% que registraron las ventas de unidades a nivel nacional en mayo.

El precio promedio de venta en todo Canadá cayó en 6.4% de un año a otro en mayo, lastrado por la disminución interanual de 6.8% en Toronto. Sin embargo, los precios se han mantenido en un nivel sólido cuando se ajustan los datos al cambio en la composición de las ventas, que se han desplazado de viviendas unifamiliares a unidades más asequibles, como apartamentos y casas adosadas. El índice compuesto del precio de la vivienda (HPI) de MLS arroja que los precios ajustados por el tipo de unidad han tenido todavía un aumento interanual de 1% en mayo. Desde el año pasado, el precio de los apartamentos ha subido más que el de las casas unifamiliares en las áreas metropolitanas más caras de Canadá y sus alrededores (gráfico 4).

**Pensamos que las ventas de viviendas se recuperarán en el segundo semestre de este año y continuarán por una senda alcista en 2019.** Se espera que el repunte esté impulsado por los proyectos que se están desarrollando principalmente en las áreas metropolitanas de Toronto y

**Tabla 2**  
Crecimiento del PIB real: impacto de los acontecimientos políticos

	2018p	2019p
<b>Proyecciones modeladas de acuerdo a fundamentos</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>
<b>Menos: ajustes por acontecimientos políticos</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.2</b>
Reglas hipotecarias B-20	-0.1	0.0
Aranceles al acero y el aluminio	0.0	-0.1
Incertidumbre sobre TLCAN	-0.1	0.0
Proteccionismo global	-0.1	-0.1
<b>Base de referencia actual</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 4

**Giro hacia unidades de precios más bajos en Columbia Británica y Ontario**

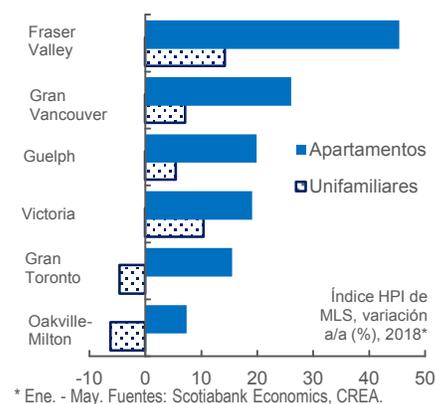
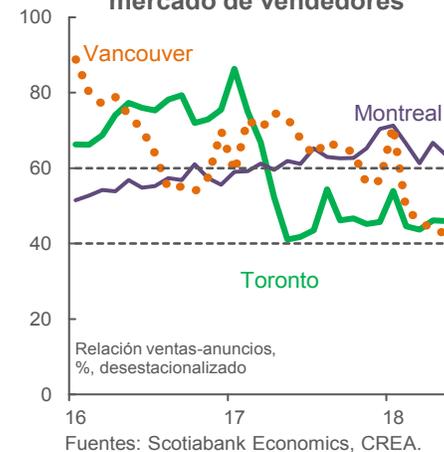


Gráfico 5

**Montreal sigue siendo un mercado de vendedores**



Vancouver y sus alrededores, donde la expansión económica sigue siendo saludable, y en menor medida, en Montreal, cuyo mercado se inclina a favor de los vendedores (gráfico 5). En el resto del país, los mercados están bastante equilibrados, a excepción de las grandes ciudades de las provincias productoras netas de petróleo del oeste, que todavía están absorbiendo el inventario acumulado desde la última corrección del precio de petróleo a mediados de 2014.

**Según nuestras proyecciones, la construcción de nuevas viviendas disminuirá gradualmente de 220,000 unidades en 2017 a 213,000 unidades en 2018 y 200,000 unidades en 2019.** La construcción de viviendas se moderará un poco en el sur de Columbia Británica y la zona de la herradura dorada de Ontario este año, antes de enfriarse más en 2019, cuando la desaceleración afectará sobre todo a Quebec a medida que salga de su máximo cíclico. En Alberta, la migración interprovincial neta se tornará levemente positiva, lo que se sumará a la fuerte inmigración internacional y contribuirá así a absorber el inventario excesivo de viviendas. Durante el próximo año y medio, incluso a medida que se atenúe la creación de empleo y el alza de las tasas de interés socave la asequibilidad, el aumento de la inmigración y el nivel todavía alto del precio de la vivienda deberían dar un cierto sostén a la actividad del sector de la construcción residencial.

### EL SECTOR INDUSTRIAL SE ENFRENTA A RESTRICCIONES DE CAPACIDAD QUE FOMENTARÁN LA INVERSIÓN

Las ventas del sector manufacturero han estado respaldadas en los últimos años por la combinación favorable de un crecimiento robusto del consumo y un aumento de la demanda en Estados Unidos, que ahora ha recibido un empujón adicional con el recorte de impuestos y el mayor gasto público. Los envíos reales de manufactura, con excepción de los productos del petróleo, aumentaron en 2.7% en los cuatro primeros meses de 2018 con respecto al mismo periodo de 2017. Asimismo, en el primer trimestre de 2018, las tasas de utilización de capacidad de la industria manufacturera llegaron a su nivel más alto desde mediados de 2000: 86.1% de la capacidad total (gráfico 6).

Los procesos de producción manufacturera están funcionando casi al límite, pues la inversión ha sido hasta hace muy poco tiempo relativamente débil. Desde la crisis financiera global de 2008, las empresas se han mostrado algo reacias a incrementar los gastos de capital, porque durante todo este periodo la solidez de la recuperación se ha puesto varias veces en duda. En los últimos años, las inversiones en plantas y equipos se vieron afectadas por el desplome del precio de las materias primas de 2014–15. Y, ahora, la incertidumbre que rodea los acuerdos comerciales con Estados Unidos desde finales de 2016 ha probablemente retrasado aún más las decisiones de invertir.

Los subsectores que dependen más de las exportaciones son los que han registrado algunos de los aumentos más pronunciados de las tasas de operación, como resultado del fortalecimiento y la sincronización de la demanda global, particularmente en Estados Unidos (gráfico 7). En el sector de fabricación de maquinarias, que destina más del 75% de su producción a Estados Unidos, la utilización de capacidad ha subido de 70% en el segundo trimestre de 2017 a 90.2%. De la misma manera, la industria de computación y productos electrónicos, que envía un 75% de su producción al sur de la frontera, está operando actualmente a casi 90% de su capacidad total.

Algunas empresas parecen haber intentado sustituir la mano de obra por la nueva capacidad física requerida para incrementar la producción y responder al auge de los pedidos, y han agotado prácticamente toda la reserva de trabajadores disponibles. El empleo en la industria manufacturera creció en 2% el año pasado, su avance anual más rápido desde 2000, y la tasa de desempleo en todo el sector manufacturero canadiense se ubica ahora casi en un mínimo récord de 3.4%. Sin embargo, el crecimiento de la productividad de la mano de obra fue negativo en el primer trimestre de 2018 (gráfico 8), porque la sustitución de mano de obra por capital provocó una disminución significativa del rendimiento. A medida que la industria manufacturera llega al límite

Gráfico 6



Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada.

Tabla 3

Canadá	2000–16	2016	2017	2018p	2019p
(Variación porcentual anual, salvo cuando se indica lo contrario)					
<b>PIB real</b>	2.1	1.4	3.0	2.0	2.1
Gasto de consumo	2.9	2.3	3.4	2.1	2.0
Inversión residencial	3.7	3.4	2.8	0.1	0.4
Inversiones de empresas	2.2	-8.8	2.7	6.8	2.6
Gasto público	2.2	2.7	2.6	2.6	1.5
Exportaciones	1.3	1.0	1.1	2.5	3.7
Importaciones	2.9	-1.0	3.6	4.5	2.6
<b>PIB nominal</b>	4.2	2.0	5.4	4.3	4.7
Deflactor del PIB	2.1	0.6	2.3	2.3	2.5
Índice de Precios al Consumidor (IPC)	1.9	1.4	1.6	2.4	2.3
IPC subyacente	1.6	1.9	1.6	1.8	2.0
Utilidades corporativas antes de impuestos	3.6	-1.9	19.9	4.8	4.3
Empleo	1.3	0.7	1.9	1.2	1.0
Tasa de desempleo (%)	7.1	7.0	6.3	5.8	5.7
<b>Balanza por cuenta corriente (CAN\$, miles de millones)</b>	-17.1	-65.4	-63.3	-71.0	-60.2
Balanza comercial (CAN\$, miles de millones)	25.1	-25.9	-24.0	-30.1	-22.5
<b>Saldo presupuestario federal* (CAN\$, miles de millones)</b>	-2.8	-1.0	-17.8	-20.0	-18.0
porcentaje del PIB	-0.2	0.0	-0.9	-0.9	-0.8
<b>Construcción de viviendas (miles)</b>	199	198	220	213	200
Ventas de vehículos automotores (miles)	1,657	1,949	2,041	2,000	1,950
Producción industrial	0.6	0.1	5.2	2.4	1.0
Petróleo WTI (US\$/barril)	63	43	51	68	71
Gas natural Nymex (US\$/millones de btu)	4.94	2.55	3.02	2.93	2.90

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

de la sustitución de mano de obra-capital, la alternativa viable para ampliar la producción son los gastos de capital, lo que explica la expansión interanual de 8.7% y 8.2% que hemos observado en el cuarto trimestre de 2017 y el primer trimestre de 2018, respectivamente, del gasto en estructuras no residenciales, maquinaria y equipo, y propiedad intelectual.

**A pesar de este impulso reciente, el gasto de capital no residencial se encuentra todavía en 14% por debajo del tope en que estuvo a finales de 2014, debido al repliegue de la actividad en el sector energético.** En contraste, la inversión de empresas fuera del sector energético sí está volviendo a sus máximos anteriores.

**Aun cuando la intensificación del proteccionismo de Estados Unidos y el futuro todavía indefinido del TLCAN generan mucha incertidumbre, la combinación de factores como la fuerte demanda estadounidense, el estrecho mercado laboral canadiense y el capital financiero abundante está creando condiciones favorables para un mayor crecimiento de la inversión de empresas.** De hecho, según nuestras proyecciones, el incremento anual será de 6.8% en 2018 (tabla 3), el mayor ritmo de avance desde 2011. Esperamos que el gasto de inversión siga creciendo en 2019, aunque a una tasa más baja, de aproximadamente 2.6%. Debido a las preocupaciones por la política comercial, es probable que el gasto en maquinaria, equipos y propiedad intelectual prevalezca en las decisiones de inversión, mientras que cualquier compromiso para estructuras no residenciales no será aprobado hasta que se aclare un poco más el panorama a corto plazo.

**Dicho esto, es un momento oportuno para que el esfuerzo por incrementar la competitividad de Canadá permita convertir estas restricciones de capacidad en firmes decisiones de inversión.** Se ha hablado de cómo los cambios fiscales de Estados Unidos han eliminado más o menos la brecha que existía anteriormente entre las tasas impositivas y efectivas para las empresas estadounidenses y canadienses, pero el vínculo entre las tasas fiscales y la inversión de empresas ha sido siempre imperfecto. Medidas más concretas, como la estimulación de la inversión con deducciones fiscales para la depreciación acelerada, la mejora de los créditos fiscales, la facilitación de los trámites de inmigración para el talento cualificado, la simplificación de los permisos y el cumplimiento regulatorio y la mejora de la infraestructura pública, podrían estimular también el gasto de capital privado e impulsar la productividad de Canadá. Además, representarían una respuesta inteligente frente a los aranceles de Estados Unidos que, a diferencia de los aranceles de represalia, no perjudicaría a las industrias y los consumidores canadienses.

### LA POLÍTICA FISCAL SIGUE SIENDO PROCÍCLICA

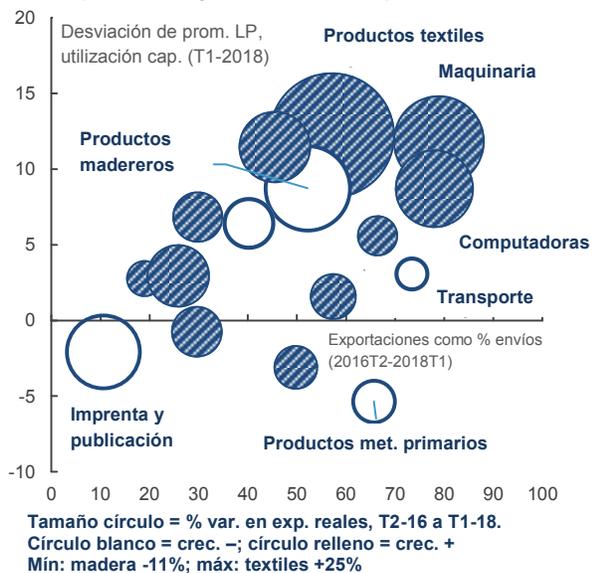
**Por tercer año consecutivo, en 2018 se espera que el gasto corriente y de capital de todos los niveles de gobierno contribuya en 0.6 ppts al crecimiento del PIB real nacional (más de un cuarto del crecimiento total de la economía).** Esta proyección refleja el papel más importante que prevé desempeñar el gobierno federal en muchos ámbitos en los que ha utilizado su capacidad de gasto para estimular y canalizar gastos a nivel municipal y provincial que de otra manera nunca se habrían concretado. Destacan, en este sentido, los gastos adicionales en viviendas sociales, salud mental y tratamiento de aguas. La transferencia de recursos desde el gobierno federal a las otras instancias de gobierno se aceleró a finales del ejercicio fiscal 2017-18 para respaldar estos programas. En algunos sectores, como el de infraestructura, se prevé ahora que el despliegue del gasto sea más lento de lo anunciado originalmente, pero en el presupuesto de la primavera se introdujeron varias nuevas iniciativas del gobierno federal en investigación y desarrollo y otras áreas con el objetivo de cubrir esta brecha.

**En 2019, el crecimiento del gasto público ha de moderarse, con lo que la contribución del sector público al crecimiento del PIB real disminuirá a 0.3 ppts, un nivel todavía bastante sólido.** Cabe esperar que los gobiernos provinciales y locales limiten el aumento de los impuestos y otros gravámenes para mejorar el poder adquisitivo de los hogares de menores ingresos. Esto dificultará aún más la tarea de mantener presupuestos equilibrados y obligará a las autoridades a administrar cuidadosamente los gastos. Bajo estas condiciones, varias provincias están emprendiendo iniciativas para minimizar el impacto que tendría el marco previsto de tarificación del carbono de Ottawa en la situación financiera de los hogares y la competitividad de las empresas. Se están contemplando medidas específicas con respecto tanto a la aplicación de la tarificación del carbono como al uso de los ingresos obtenidos.

**Según nuestras previsiones, el déficit del gobierno federal para los ejercicios fiscales 2018-19 y 2019-20 será superior a los estimados que presentó Ottawa en su presupuesto de la primavera (tabla 1).** Los planes de las provincias para el ejercicio fiscal 2018-19 dan cuenta de un déficit

Gráfico 7

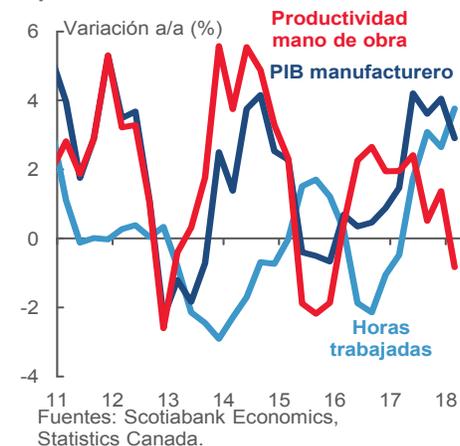
**Tasa de utilización de capacidad, intensidad de exportaciones y crecimiento de exportaciones reales**



Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada

Gráfico 8

**Horas trabajadas, producto y productividad mano de obra en sector manufacturero**



total para este año que nuevamente superará los CAD 15,000 millones, más aún si el nuevo gobierno de Ontario cae en rojo como se presupone. Por consiguiente, aunque el endeudamiento de varias provincias se limita ahora principalmente al financiamiento de inversiones de capital, la deuda neta combinada ha de subir a casi 34% de su PIB total, más que el máximo anterior de mediados de los años 90.

**COMERCIO: DOS ESCENARIOS MUY DIFERENTES**

El aumento de la producción industrial en Estados Unidos ha elevado la demanda de maquinaria canadiense. Las exportaciones de estos productos a Estados Unidos subieron en 4.6% en los primeros cuatro meses de 2018 con respecto al mismo periodo de 2017, aunque vale mencionar que el dato refleja una cierta desaceleración frente a la expansión interanual de 8% que se registró en todo el año pasado. La confianza del sector manufacturero (medida con el índice general de gerentes de compras, PMI) de Estados Unidos se encuentra actualmente en su nivel más alto desde 2004, pero la capacidad apretada del sector de fabricación de maquinarias de Canadá podría estar limitando las ventas al sur de la frontera (gráfico 9). A medida que se vaya ampliando la capacidad de la industria, las exportaciones de maquinaria deberían rebotar de lo que en principio es una desaceleración temporal, si bien considerable.

Por otro lado, las exportaciones de productos de acero y aluminio a Estados Unidos se dispararon recientemente, porque las empresas estadounidenses decidieron abastecerse de material antes de la imposición de los aranceles por los llamados “motivos de seguridad nacional” conforme a la sección 232. Cabe mencionar que en un principio Canadá había sido eximido de estos derechos hasta el 31 de mayo (gráfico 10). El argumento de los motivos de seguridad nacional es simplemente una argucia para que el presidente estadounidense pueda imponer aranceles bajo una de las pocas facultades que posee el poder ejecutivo sin necesidad de la aprobación del Congreso. Si bien el arancel de 10% que ahora se aplica al aluminio canadiense importado es inferior al arancel de 25% sobre el acero, Estados Unidos depende más del aluminio extranjero para su consumo interno que del acero: un 60% del aluminio que se consume en este país proviene del extranjero, en comparación con un 20% del acero, pero estos últimos productos son mucho más especializados. Esto significa que los aranceles estadounidenses tendrán probablemente un impacto limitado en las exportaciones canadienses de acero y aluminio a Estados Unidos, pero socavarán la competitividad de este último país al incrementar los costos para sus industrias y consumidores.

Creemos que estos aranceles al acero y el aluminio serán de corta duración, como ocurrió con los aranceles impuestos en 2002, que estuvieron vigentes por 20 meses y le costaron a Estados Unidos muchos más empleos de los que protegieron. Es probable que se vuelva a autorizar la exención para Canadá cuando se llegue a un acuerdo sobre el nuevo TLCAN, lo que según nuestro escenario base se produciría a principios de 2019. Mientras tanto, según nuestros pronósticos, los aranceles estadounidenses y las represalias canadienses restarán aproximadamente 0.1 ppts al crecimiento del PIB de Canadá en 2019. Puesto que las empresas estadounidenses han acumulado ya en los primeros meses del año un buen volumen de reservas de aluminio y acero, la demanda de estos productos debería atenuarse en el resto de 2018. La caída será probablemente menos pronunciada para el aluminio que el acero, pese a las más de 21,000 solicitudes de exención que han presentado las empresas estadounidenses afectadas.

Gráfico 9

**¿Las exportaciones de maquinaria a EE.UU. se ven limitadas?**



Gráfico 10

**Exportaciones de aluminio y acero a EE.UU.**



Tabla 4

**Impacto del proteccionismo de EE.UU. en economía de Canadá: Desviación del pronóstico base**

	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Escenario con aranceles sobre autos, acero y aluminio</b>					
Crecimiento PIB, diferencia en ppts	0.0	-0.2	-0.4	-0.1	0.2
Tasa de política monetaria, diferencia en ppts	0.00	-0.06	-0.20	-0.21	-0.11
Inflación IPC subyacente, diferencia en ppts	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0
CADUSD, diferencia promedio anual (%)	0.0	-0.8	-1.6	-1.6	0.0
<b>Guerra comercial mundial (aranceles de 20% al comercio con EE.UU.)</b>					
Crecimiento PIB, diferencia en ppts	0.0	-1.3	-3.5	1.0	1.6
Tasa de política monetaria, diferencia en ppts	0.00	-0.30	-1.21	-0.98	-0.23
Inflación IPC subyacente, diferencia en ppts	0.0	0.3	-0.5	-0.5	0.0
CADUSD, diferencia promedio anual (%)	0.0	-2.4	-10.7	-12.1	-2.4

Fuente: "Preparándonos para los costos macroeconómicos de los aranceles", Scotiabank Economics (14 de junio de 2018).

La escaramuza comercial de Canadá con Estados Unidos se está intensificando de tal manera que podría convertirse rápidamente en una guerra comercial generalizada y hundir a ambos países en recesión (tabla 4). A partir del 1 de julio, Canadá impondrá aranceles de represalia a los productos de acero y aluminio estadounidenses, así como a una amplia gama de bienes de consumo producidos en distritos con representación políticamente clave en el Congreso de Estados Unidos, a fin de ejercer presión económica de cara a las elecciones legislativas de noviembre. La administración Trump ha amenazado con recrudecer el conflicto imponiendo aranceles adicionales a los automóviles y autopartes provenientes de todos los países. El sector automotor es el segundo sector exportador de Canadá (después de la energía) y el que más depende de las preferencias arancelarias del TLCAN (el 96% de las exportaciones hacia Estados Unidos se acoge a las disposiciones de este tratado). Por lo tanto, los aranceles a los automóviles infligirían un fuerte daño a la economía de Ontario y afectarían el crecimiento de Canadá en 2019 y 2020 (ver nuevamente gráfico 1).

De hecho, los aranceles a los automóviles serían un desastre para la industria automotriz a ambos lados de la frontera entre Canadá y Estados Unidos. El costo extra y el impacto sobre la asequibilidad de los vehículos harían que las ventas de automóviles cayeran de los niveles récord en que actualmente están en los dos países. Las cadenas de suministro de la industria automotriz norteamericana se verían también afectadas. Para 2020, la tasa de crecimiento canadiense bajaría en 0.4 ppts como se observa en la tabla 4 (ver en la tabla 3 de la sección sobre **Estados Unidos** más detalles sobre el impacto en la economía de este país), con lo que en estos dos años el PIB de Canadá habría disminuido en 0.6 ppts. La imposición prolongada de estos aranceles a los automóviles podría obligar a partes completas de la industria a desplazarse hacia otros países, en vista de la fuerte integración de la producción de vehículos y autopartes entre Canadá, Estados Unidos y México.

En pocas palabras, estos aranceles sobre los vehículos importados por Estados Unidos de cualquier parte del mundo desatarían una guerra comercial tan fuerte y extensa que seguimos pensando que no se aplicarán. La industria estadounidense ha dejado claro que no quiere esta "protección". Los trabajadores estadounidenses ya están sufriendo los primeros despidos a causa de los aranceles al acero y al aluminio de la sección 232. Según nuestros modelos, los políticos de los distritos clave del Congreso se enfrentarán a pérdidas de empleos aún más grandes justo cuando busquen la reelección en 2020, junto al presidente Trump.

En el caso todavía muy improbable de que Estados Unidos imponga aranceles a los automóviles y el resto del mundo responda, la guerra comercial que se desencadenaría rápidamente empujaría a Canadá a una recesión en el segundo semestre de 2019 y en 2020 (tabla 4 y gráfico 1). El crecimiento entraría en territorio levemente negativo en el segundo semestre de 2019 y caería a -1.8% en 2020, una recesión que tendría la mitad de la profundidad de la crisis posterior a 2008. Sin embargo, el desempleo volvería a dispararse a un 9%, nivel similar al de hace una década, debido al impacto sectorial del conflicto comercial. Estados Unidos y México caerían también en recesión en 2020, pero el impacto en el primer país sería el más suave entre los tres "amigos".

## FLUJOS DE CAPITALES INTERNACIONALES: MEJOR QUE LOS TITULARES

Hasta el mes de abril, la entrada neta de capitales a Canadá se desaceleró en comparación con el ritmo sin precedentes de 2017 (gráfico 12), especialmente porque disminuyeron los flujos netos hacia la deuda del gobierno federal (gráfico 13). Como el déficit se está reduciendo, el gobierno no ha debido recurrir tanto a los mercados de bonos en busca de financiamiento como tuvo que hacerlo el año pasado. Además, el diferencial entre los bonos del Tesoro de Estados Unidos y los títulos del gobierno canadiense se ha ampliado desde finales de septiembre. Las expectativas sobre los próximos movimientos de la Reserva Federal, que debería subir las tasas de interés cuatro veces en 2018 en lugar de tres como se pronostica para el Banco de Canadá, han hecho que la deuda canadiense resulte comparativamente menos atractiva.

En el primer trimestre de 2018, los flujos de inversión directa neta de no residentes alcanzaron su nivel más alto desde el tercer trimestre de 2015. Los inversionistas internacionales inyectaron un volumen cuantioso de capital en el sector manufacturero canadiense, al punto que la entrada de fondos de no residentes superó los CAD 10,000 millones por primera vez en este periodo posterior a la crisis. La balanza de flujos de inversión directa neta tanto de residentes como de no residentes (es decir, con las entradas y salidas de capital hacia y desde Canadá) se volvió positiva en el primer trimestre de este año por primera vez en 10 trimestres consecutivos.

Gráfico 11

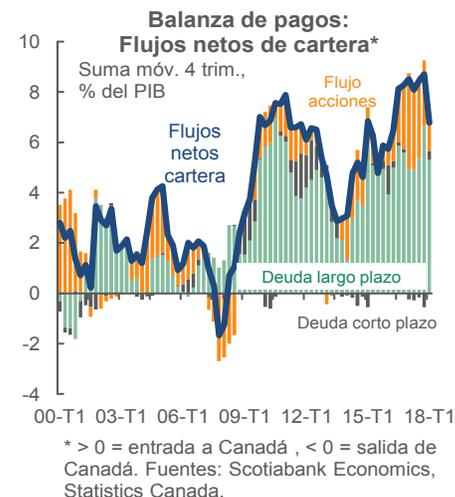


Gráfico 12



**PEQUEÑO COMO UN RATÓN O GRANDE COMO UN ALCE, CANADÁ SIGUE DURMIENDO JUNTO A UN ELEFANTE**

El rumbo que tomen las perspectivas de Canadá para el tercer trimestre depende en gran medida de la baja probabilidad que asignamos a una mayor intensificación de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales. Estamos ante dos grandes posibilidades:

- Nuestro pronóstico base para la economía canadiense, según el cual el TLCAN se renovará o se mantendrá sin que se vea amenazado, es simple y discreto: el crecimiento supera un poco la tasa potencial, el aumento de las presiones sobre los precios y los salarios respalda la continua normalización de la política monetaria, el gasto de consumo se modera, los hogares se desendeudan gradualmente y la mejora de la composición del crecimiento gracias a la mayor inversión sustenta suavemente el producto canadiense frente a los recortes fiscales de Estados Unidos; o
- Si el elefante que Canadá tiene como vecino decide restringir aún más las importaciones, en particular con aranceles a los automóviles y autopartes y desata una guerra comercial mundial, el resultado sería mucho peor: una recesión en toda Norteamérica para el año 2020.

En esta encrucijada, la decisión de Estados Unidos con respecto a los aranceles a los automóviles será lo que al final determine por cuál de estos dos caminos nos enrubaremos.

## Provincias canadienses

- **Columbia Británica y Alberta seguirán liderando el crecimiento de las provincias hasta 2019. Pese a las medidas comerciales de Estados Unidos que agudizan la incertidumbre, se espera que la expansión continúe en todas las provincias.**
- **El déficit combinado de las provincias aumentará en el ejercicio fiscal 2018–19 (AF19), toda vez que las cuentas de Ontario volverán a caer en rojo, pero cabe esperar que poco a poco se reanude el esfuerzo de reducción del déficit total (gráfico 1).**

### UN CRECIMIENTO RESILIENTE, PERO CADA VEZ MÁS LENTO

Desde el inicio del año, las cifras confirman que la actividad económica mantiene su buen ímpetu en la mayoría de las provincias. Los pedidos del sector manufacturero continúan subiendo, el gasto en infraestructura sigue fluyendo y la tan esperada recuperación de la inversión de empresas está tomando impulso. Este año y el siguiente, es probable que por lo menos la mitad de las economías de las provincias operen por encima de sus tasas de crecimiento a largo plazo, lo que seguirá generando presiones alcistas sobre los precios y los salarios. En la mayoría de las regiones, se prevé que la inversión de empresas sea una fuente clave de crecimiento y esté continuamente respaldada por el gasto público. En 2018, el aumento de las importaciones para responder a la demanda de consumo y de bienes de capital debería socavar las exportaciones netas, pero el próximo año las importaciones han de crecer a un ritmo más tenue, lo que mejorará las exportaciones netas. En las siete provincias consumidoras netas de petróleo, que se hallan en un ciclo económico tardío, los consumidores deberían volverse más prudentes de aquí a 2019.

Según nuestras previsiones, las compras de maquinaria y equipos (MyE) impulsarán la inversión de empresas este año en la mayoría de las provincias, con lo que empezará a revertirse la disminución de las existencias de MyE que se venía registrando desde 2011 fuera de las grandes provincias productoras de petróleo (gráfico 2). Hasta el mes de abril, siete provincias dieron cuenta de un incremento interanual de sus importaciones de maquinaria, atribuible al crecimiento sólido del cuarto trimestre de 2017. Las restricciones de capacidad, que incitan a las empresas a invertir para atender la aceleración de la demanda, son bastante agudas en la mayoría de las regiones, especialmente en los sectores de productos forestales, caucho y plástico, maquinaria y refinación de petróleo.

Para las industrias de maquinaria y sectores afines de Canadá, además del repunte de los pedidos dentro del país, otro factor impulsor es el fortalecimiento de la producción industrial en Estados Unidos, que se está viendo estimulada por los mejores incentivos fiscales del gobierno estadounidense para la adquisición de MyE. Hasta el mes de abril, se estima que las ventas de maquinaria exhibirán un crecimiento interanual de dos dígitos en Ontario, Alberta, Saskatchewan y la Isla del Príncipe Eduardo. A medida que el repunte del sector de maquinarias y productos afines se modere en 2019, otras industrias acelerarán el paso, como la producción de autobuses y la industria aeroespacial. Por su parte, los fabricantes de alimentos lidiarán con las tasas récord de utilización de capacidad inyectando más capital; por ejemplo, con los proyectos de construcción de dos nuevas grandes plantas en Manitoba y Alberta.

Se espera que la construcción no residencial dé también un impulso significativo, aunque menor, al crecimiento económico en 2018–19. En siete provincias, la construcción industrial y comercial ha estado aumentando por dos trimestres consecutivos, siendo los servicios para empresas y el sector tecnológico los que más han contribuido a absorber el espacio inmobiliario disponible. Los proyectos de mayor envergadura van desde grandes instalaciones hidroeléctricas hasta oleoductos e infraestructuras para puertos. En Alberta, la inversión en la producción convencional de petróleo y gas sigue siendo vigorosa después de rebotar en más de 50% durante 2017, pero la inversión en las arenas bituminosas será más débil este año, mientras se gesta un repunte considerable de la construcción no residencial fuera del sector energético para 2019. Después de varios retrasos, la fase 1 del plan federal de desarrollo de infraestructuras está desplegando el capital en transporte público y proyectos sociales y ecológicos en centros urbanos tanto grandes como pequeños.

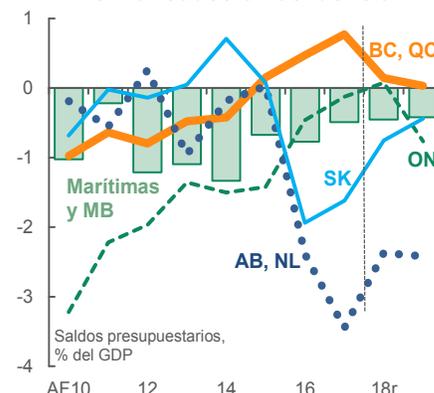
### CONTACTOS

**Mary Webb**  
416.866.4202  
Scotiabank Economics  
[mary.webb@scotiabank.com](mailto:mary.webb@scotiabank.com)

**Marc Desormeaux**  
416.866.4733  
Scotiabank Economics  
[marc.desormeaux@scotiabank.com](mailto:marc.desormeaux@scotiabank.com)

Gráfico 1

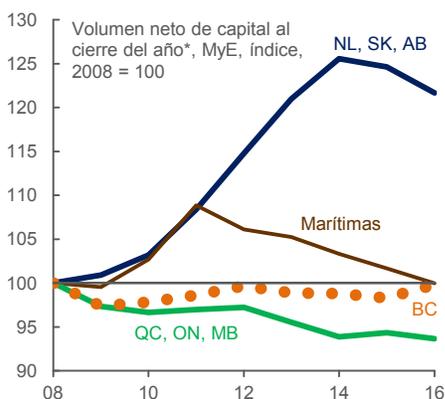
#### Las provincias avanzan en la reducción del déficit



Fuentes: Documentos de los presupuestos; Statistics Canada; previsiones PIB nominal: Scotiabank Economics

Gráfico 2

#### Acumulación decepcionante de inventarios de MyE tras la recesión



\* Depreciación geométrica. Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada.

Aunque están siendo socavadas por el mayor volumen de importaciones, las exportaciones de petróleo y productos no energéticos deberían incrementarse en el transcurso de 2018. Se espera que aumente la producción de Hebron, el cuarto campo petrolero costa afuera de Terranova y Labrador, mientras que para Alberta se prevé un crecimiento de más de 5%. No obstante, al mismo tiempo, la producción del principal campo de arenas bituminosas de Syncrude en Alberta puede verse interrumpida a finales de junio por un mínimo de cinco a seis semanas. Pese al repunte posterior previsto de esta producción, hemos rebajado un poco el crecimiento del PIB real de Alberta, a 2.4%. El diferencial entre el precio del crudo liviano y pesado está expuesto a una cierta volatilidad hasta 2019, debido a las restricciones de capacidad en la red de oleoductos, aunque la aprobación reciente del reacondicionamiento de la Línea 3 es una buena noticia. El fortalecimiento de los precios y la ampliación de la capacidad deberían impulsar las exportaciones de metales en Terranova y Labrador, Nueva Escocia, Quebec y Columbia Británica. Cabe esperar que los aranceles estadounidenses tengan poco impacto a corto plazo para los productores de aluminio de Quebec y Columbia Británica, así como de acero y madera blanda en varias otras provincias, en términos de volumen y producción, y que repercutan principalmente en forma de un aumento de los precios al sur de la frontera. En Ontario, el volumen de vehículos ensamblados ha de caer en 6.25% en 2018 y un poco más en 2019, con más riesgos a la baja si Estados Unidos decide finalmente imponer aranceles a los automóviles canadienses.

La fortaleza del sector servicios se manifiesta notoriamente en los sectores del turismo y alta tecnología. Después de que muchas regiones recibieran un número récord de visitantes internacionales en 2017 con motivo de las celebraciones de los 150 años de Canadá, siete provincias siguen reportando un aumento interanual de los flujos turísticos para el mes de abril de 2018. Por otro lado, el PIB real del sector de tecnologías de la información y comunicación (TIC) creció en 14.7% a nivel nacional durante 2011-17, superando con ello la tasa de expansión de las demás industrias (8.5%). Este sector incluye industrias muy orientadas a la exportación, que abarcan desde servicios de ingeniería hasta manufactura especializada. En 2011-17, el sector registró una expansión de más de 16% en cinco provincias, avance que fue de 10% o más en el centro de Canadá y Columbia Británica desde 2014 (gráfico 3).

A principios de 2018, el comportamiento de los consumidores fue menos dinámico que durante el mismo periodo del año anterior, pues el crecimiento del volumen de ventas minoristas se debilitó en todas las provincias de un año a otro, según los datos acumulados hasta el mes de abril (gráfico 4). En la pujante Columbia Británica, el aumento interanual acumulado del empleo a tiempo completo hasta el mes de mayo se enfrió a 1.1%, y el crecimiento de 4.7% de las ventas minoristas que se registró hasta el mes de abril fue sólido, pero solo llegó más o menos a la mitad del alza de 9.3% del año pasado. Después de este arranque suave, es probable que el gasto de consumo se fortalezca durante el segundo semestre de este año. Sin embargo, en 2019, la moderación del sector vivienda y del consumo real será cada vez más palpable en las siete provincias consumidoras netas de petróleo, puesto que prevemos que la generación de empleo se desacelere y que el alza de las tasas de interés agrave el endurecimiento regulatorio anterior. En cambio, en las tres provincias productoras de petróleo, se espera que el gasto de los hogares mejore, mientras desaparecen las repercusiones de la caída de los precios del petróleo.

El repunte que viene mostrando la remuneración semanal promedio hasta el mes de abril (gráfico 5) se traduciría en un incremento anual de 2% o más en la mayoría de las provincias. El aumento del salario mínimo está contribuyendo a este avance, especialmente en Ontario, Alberta y Columbia Británica, donde el alza ha sido de más de 10%. En 2019, esta subida prevista de la remuneración semanal debería moderarse solo muy poco, porque sigue existiendo una escasez de mano de obra cualificada. El aumento de la inflación del IPC (general) ha de absorber gran parte de estos incrementos regionales del salario; solo el centro de Canadá gozará posiblemente de una mejora sustancial del poder adquisitivo en 2018 y 2019.

Elevamos los pronósticos sobre la construcción de nuevas viviendas para 2018 y 2019, pues Quebec y la Isla del Príncipe Eduardo seguirán manteniendo también este año el fuerte ímpetu de 2017 y se dará cada vez más prioridad a la construcción de unidades asequibles. En los centros del sur de Columbia Británica y la herradura dorada de Ontario, la capacidad de acceso a la vivienda continuará siendo un problema durante el horizonte de previsión, porque la oferta es todavía escasa en los rangos de precios más modestos. A las pocas opciones para la adquisición de viviendas a precios asequibles se suma la disponibilidad limitada de viviendas para alquilar, aunque el aumento de la construcción de unidades multifamiliares en ambas regiones durante este año debería aliviar las presiones alcistas sobre los alquileres. En las principales ciudades de Alberta y Saskatchewan, la construcción de nuevos edificios se mantendrá todavía en un nivel débil, a medida que se va reduciendo el actual exceso de inventarios. En los próximos dos años, se espera que Halifax absorba el volumen significativo de nuevos espacios comerciales y condominios, mientras que en Winnipeg la construcción de nuevas viviendas se enfriará tras llegar en 2017 a su nivel más alto en 30 años.

Gráfico 3

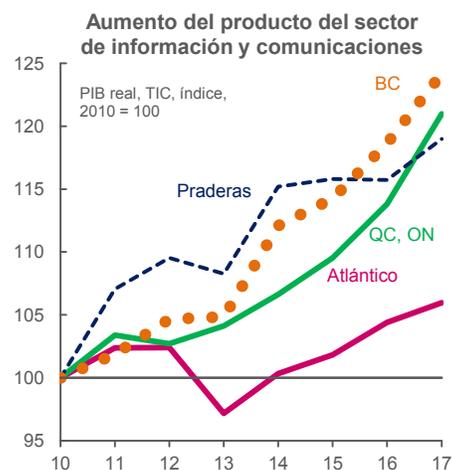


Gráfico 4

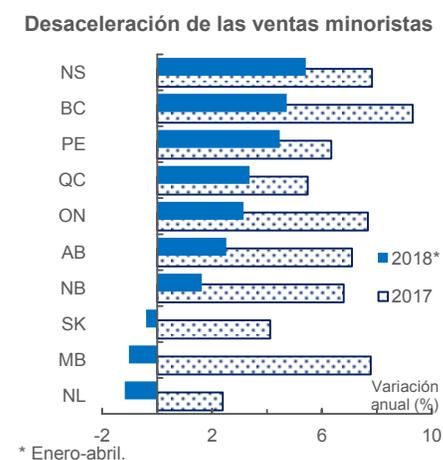
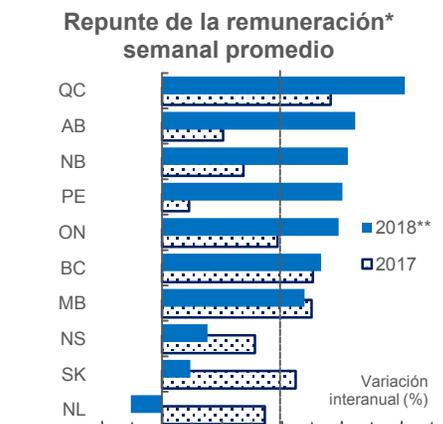


Gráfico 5



Fuentes de los gráficos: Scotiabank Economics, Statistics Canada.

**DISTINTAS TRAYECTORIAS FISCALES PARA LAS PROVINCIAS**

Las perspectivas sobre los ingresos y gastos de las provincias se han empañado: el nuevo gobierno de Ontario está evaluando distintos ajustes contables y el impacto de los compromisos asumidos en su plataforma electoral; Nueva Brunswick y Quebec celebrarán elecciones durante el otoño; y el gobierno federal, Alberta, la Isla del Príncipe Eduardo y Terranova y Labrador irán a las urnas en 2019. De cualquier forma, varias tendencias deberían persistir, como el equilibrio cuidadoso entre los diversos programas y las prioridades en infraestructura a largo plazo en Columbia Británica, y el énfasis que están poniendo actualmente las tres grandes provincias productoras de petróleo y Manitoba en el saneamiento fiscal. Sin embargo, en los próximos dos años, el panorama económico ha de ser menos propicio para la racionalización fiscal, pues el crecimiento del producto disminuirá, las presiones para una indexación de las remuneraciones en el sector público serán cada vez mayores y las tasas de interés seguirán subiendo. Varias provincias están enfrentando la necesidad de brindar apoyo a las comunidades que se ven afectadas por las medidas comerciales de Estados Unidos; las distintas propuestas de las provincias sobre el marco pancanadiense de tarificación del carbono pasarán a primer plano este otoño; y varias iniciativas ambiciosas como la creación de un programa nacional de cobertura universal de medicamentos deben aún definirse. Todo indica que a las provincias les costará cada vez más obtener altos superávits, por lo que posiblemente será necesario dirigir la atención a la columna de gastos a fin de reducir la carga de la deuda. Alberta, por ejemplo, ha decidido recortar en 28.5% su plan de gastos de capital correspondiente al AF19, disminuyendo los proyectos de construcción del sector público ahora que la actividad del sector privado de la provincia se está recuperando.

**Tabla 1**

Provincias canadienses		(variación porcentual anual, salvo cuando se indica lo contrario)										
	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC	
<b>PIB real</b>												
2000–16	2.1	2.5	1.7	1.3	1.2	1.7	2.0	2.3	2.0	2.7	2.8	
2016	1.4	1.9	2.3	0.8	1.2	1.4	2.6	2.2	-0.5	-3.7	3.5	
2017*	3.0	2.1	3.2	1.2	1.9	3.1	2.8	2.9	2.9	4.9	3.9	
2018p	2.0	0.5	1.9	1.2	1.0	2.1	2.0	1.9	1.6	2.4	2.5	
2019p	2.1	1.2	1.6	1.0	0.9	1.9	2.0	1.9	2.0	2.5	2.5	
<b>PIB nominal</b>												
2000–16	4.2	5.6	4.2	3.4	3.3	3.6	3.8	4.4	5.3	5.9	4.5	
2016	2.0	2.6	4.0	2.8	3.6	2.7	4.3	2.3	-4.0	-4.9	4.8	
2017e	5.4	5.6	4.7	3.1	3.2	4.5	4.8	4.3	5.4	7.9	5.9	
2018p	4.3	4.1	3.8	3.2	2.8	3.9	4.1	3.9	4.1	5.4	5.0	
2019p	4.7	4.0	3.9	3.1	2.9	4.3	4.4	4.2	4.7	5.7	5.1	
<b>Empleo</b>												
2000–16	1.3	0.8	1.0	0.6	0.4	1.3	1.3	0.9	1.1	2.3	1.4	
2016	0.7	-1.5	-2.3	-0.4	-0.1	0.9	1.1	-0.4	-0.9	-1.6	3.2	
2017	1.9	-3.7	3.1	0.6	0.4	2.2	1.8	1.7	-0.2	1.0	3.7	
2018p	1.2	-0.8	1.9	0.6	0.4	1.4	1.4	0.7	0.0	1.6	1.3	
2019p	1.0	-0.5	0.9	0.3	0.2	0.9	1.0	0.7	0.5	1.1	1.2	
<b>Tasa de desempleo (%)</b>												
2000–16	7.1	14.3	11.2	8.8	9.6	8.0	7.1	5.1	5.0	5.1	6.6	
2016	7.0	13.4	10.7	8.3	9.5	7.1	6.5	6.1	6.3	8.1	6.0	
2017	6.3	14.8	9.8	8.4	8.1	6.1	6.0	5.4	6.3	7.8	5.1	
2018p	5.8	14.7	9.9	8.0	8.0	5.5	5.5	5.6	5.9	6.8	4.8	
2019p	5.7	14.6	10.1	7.9	8.0	5.4	5.4	5.5	5.8	6.7	4.8	
<b>Construcción de nuevas viviendas (unidades, miles)</b>												
2000–16	199	2.6	0.8	4.3	3.5	44	72	5.1	5.2	34	28	
2016	198	1.6	0.5	3.7	1.8	39	75	5.3	4.8	25	42	
2017	220	1.4	1.0	4.0	2.3	46	80	7.6	5.0	29	44	
2018p	213	1.4	1.0	3.9	1.9	46	77	6.2	4.2	29	42	
2019p	200	1.3	0.9	3.8	2.1	41	71	6.3	4.5	30	39	
<b>Ventas de vehículos automotores (unidades, miles)</b>												
2000–16	1,657	29	6	48	38	413	635	47	45	216	180	
2016	1,949	33	9	54	44	458	807	55	51	220	218	
2017	2,041	33	9	59	42	453	847	62	56	245	235	
2018p	2,000	32	8	58	40	445	821	61	56	248	231	
2019p	1,950	30	8	56	39	434	791	60	56	250	226	
<b>Saldos presupuestarios, año fiscal finalizado el 31 de marzo (millones CAD)</b>												
2000–16**	-2,803	-93	-38	-30	-153	-768	-5,115	-142	307	1,064	319	
2016	-987	-2,206	-13	-13	-261	2,191	-3,515	-839	-1,520	-6,442	811	
2017	-17,770	-1,148	-1	150	-119	2,361	-991	-764	-1,218	-10,784	2,737	
2018p***	-20,000	-812	1	134	-115	850	642	-726	-595	-8,023	151	
2019p***	-18,000	-683	1	29	-189	0	-6,704	-521	-365	-8,802	219	

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

## Estados Unidos

### CON UNA ECONOMÍA EN RECALENTAMIENTO, DEBERÍA PREVALECER EL SENTIDO COMÚN

- Se espera que el crecimiento llegue a su punto máximo en el segundo trimestre, porque el estímulo fiscal que se ha introducido en una economía ya a toda máquina se traducirá en mayor consumo, indicadores industriales sólidos, mercados laborales más apretados y presiones más fuertes sobre los precios.
- La posibilidad de que se cometan más errores políticos sigue siendo la amenaza más clara y totalmente innecesaria para nuestra previsión base. Esperamos que las presiones políticas que los distintos grupos puedan ejercer sobre la Casa Blanca dentro del mismo país eviten una guerra comercial generalizada con China o los principales aliados de Estados Unidos que, de producirse, empujaría a la economía estadounidense a una recesión a finales de 2019 y en 2020.

### LOS ERRORES POLÍTICOS DE ESTADOS UNIDOS SIGUEN SIENDO LA PRINCIPAL AMENAZA PARA EL CRECIMIENTO

Durante el último año, la economía estadounidense ha gozado de una combinación de factores favorables: crecimiento moderado, mejora de los principales indicadores, inflación leve y aumento gradual de las tasas de interés. Los datos sorprendentemente positivos se han percibido como una señal lógica de una próxima normalización de la política monetaria, mientras que los datos sorprendentemente negativos se han tomado como un indicador del mantenimiento de las condiciones monetarias holgadas. Este equilibrio perfecto ha permitido que la actual trayectoria de ocho años y medio de crecimiento ininterrumpido se convirtiera este mes de junio en la segunda expansión estadounidense más larga de la historia. **Seguimos esperando que esta expansión se prolongue y rompa el récord de duración en julio de 2019, pero la actual agenda política de Washington ensombrece el panorama para el segundo semestre de 2019 y a largo plazo.**

Las distintas políticas económicas de Estados Unidos marchan claramente en dirección contraria. Los grandes cambios fiscales de la Casa Blanca y el aumento del gasto público deberían impulsar el crecimiento del PIB real a 2.8% este año (gráfico 1, tabla 1), muy por encima de los estimados del potencial de crecimiento, de un 2%. Esto coincide en gran medida con el crecimiento real de 2.6% que indicamos en nuestras [tablas de pronósticos económicos](#) del 3 de mayo. El desempleo se encuentra ahora en mínimos históricos. Según las previsiones, el crecimiento del PIB real de 2019 será de una tasa sólida de 2.3%, pese a las tensiones comerciales y la incertidumbre que en conjunto restarían 0.1 ppts al crecimiento el próximo año.

En medio de las señales políticas divergentes de la Casa Blanca y una cierta disparidad en el crecimiento global, la Reserva Federal debería seguir centrando su atención en las presiones inflacionarias dentro de Estados Unidos, que se han acentuado durante el último trimestre. En comparación con nuestro informe [Panorama Global](#) del segundo trimestre, agregamos otro incremento de la tasa de referencia de la Fed para 2018, en lo que será ahora un total de dos aumentos de aquí a fines de 2018 y dos más en 2019. Como explicamos en la sección [Mercados de capitales y política monetaria](#), la tasa de referencia se situaría así en 3% para el cierre de 2019. Las curvas de rendimiento continuarán aplanándose, pero el *modelo macroeconómico global de Scotiabank* no arroja una recesión en el horizonte de previsión. Sin embargo, este pronóstico base presupone que el viraje proteccionista de la Casa Blanca se moderará, ya sea con negociaciones o por el rechazo del Congreso, la comunidad empresarial y los ciudadanos, de tal forma que al final se desvíe la trayectoria actual hacia una descabellada guerra comercial mundial.

### CONTACTOS

**Brett House, Vicepresidente y Economista en Jefe Adjunto**

416.863.7463  
Scotiabank Economics  
[brett.house@scotiabank.com](mailto:brett.house@scotiabank.com)

**Marc Desormeaux**

416.866.4733  
Scotiabank Economics  
[marc.desormeaux@scotiabank.com](mailto:marc.desormeaux@scotiabank.com)

**Juan Manuel Herrera**

416.866.6781  
Scotiabank Economics  
[juanmanuel.herrera@scotiabank.com](mailto:juanmanuel.herrera@scotiabank.com)

**René Lalonde**

416.862.3174  
Scotiabank Economics  
[rene.lalonde@scotiabank.com](mailto:rene.lalonde@scotiabank.com)

**Nikita Perevalov**

416.866.4205  
Scotiabank Economics  
[nikita.perevalov@scotiabank.com](mailto:nikita.perevalov@scotiabank.com)

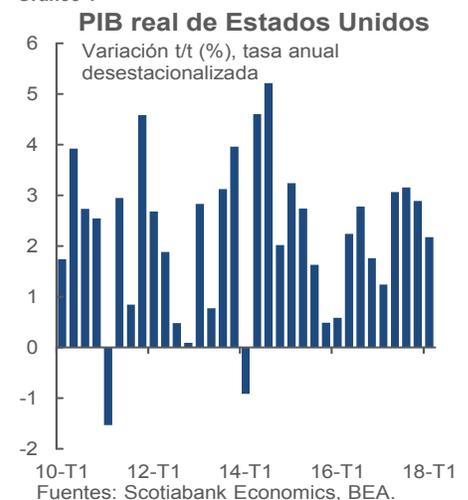
**Mary Webb**

416.866.4202  
Scotiabank Economics  
[mary.webb@scotiabank.com](mailto:mary.webb@scotiabank.com)

Estados Unidos	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	2.3	2.8	2.3
IPC (% interanual, cierre)	2.1	2.4	2.4
Tasa del banco central (% , cierre)	1.50	2.50	3.00
Dólar canadiense (USDCAD, cierre)	1.26	1.28	1.25

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1



**LOS HOGARES SERÁN MÁS PRUDENTES Y AHORRARÁN PARTE DE SUS MAYORES SALARIOS**

Los mercados laborales están apretados y posiblemente se estrecharán aún más. Según datos de la encuesta JOLTS, por primera vez en este siglo, hay más ofertas de empleo que trabajadores desempleados, lo que debería ejercer más presiones sobre la remuneración. Cabe esperar que la tasa de participación siga marcando máximos en este periodo posterior a la crisis, porque la fuerte demanda incentivará a cada vez más personas a reincorporarse a la fuerza laboral. Tras la creación sólida de puestos de trabajo que se registró en 2017, el empleo ha de seguir creciendo en 2018 y 2019 (tabla 2), incluso mientras la tasa de desempleo continúe hundiéndose cada vez más.

El salario nominal está aumentando a un ritmo saludable. Como el número de horas trabajadas es mayor, la remuneración semanal está subiendo también, con un crecimiento interanual de 3% en mayo. Sin embargo, el incremento paralelo de la inflación se come una buena parte de este aumento: la remuneración real semanal ha aumentado solo en 0.3% de un año a otro y el salario real por hora ha bajado levemente, en 0.1%, de un año a otro. Aun así, los indicadores de encuestas dan a entender que el crecimiento de los salarios se aceleraría en los próximos meses.

La situación financiera de los hogares sigue en terreno firme. El índice de servicio de la deuda hipotecaria de los hogares que prepara la Reserva Federal está en poco menos de 4.5%, su nivel más bajo desde 1980. Se espera que el consumo privado se modere gradualmente en 2018–19 (tabla 2), a pesar del fuerte crecimiento salarial previsto, porque los hogares continuarán buscando mantener sus balances sobre una base más sustentable. Parte del ahorro será posiblemente preventivo, ya que los estadounidenses esperan cambios en el costo de la atención sanitaria tras la modificación de la cobertura del anterior gobierno de Obama, entre otras cosas.

**SECTOR VIVIENDA: PERSISTIRÁ EL BAJO NIVEL DE INVENTARIO POSTERIOR A LA RECESIÓN**

Los indicadores sobre la asequibilidad de la vivienda siguen deteriorándose. Aunque todavía se encuentran en un nivel manejable, los índices de precio-alquiler y precio-ingreso están ahora más altos que en cualquier otro momento desde la crisis de 2008, debido a los fundamentos de la oferta y la demanda, el encarecimiento de los materiales y los mayores costos que ocasionan los aranceles estadounidenses de 20% a la madera blanda canadiense, y el alza de las tasas de interés.

Se espera que el gran déficit de viviendas que existe y se ha ido agravando desde la última recesión continúe en 2019. Según los pronósticos, se construirán 1.30–1.32 millones de unidades este año y el siguiente (gráfico 2), menos que el promedio anual de 1.5–1.6 millones de

Gráfico 2

**La construcción históricamente débil impulsa los precios**

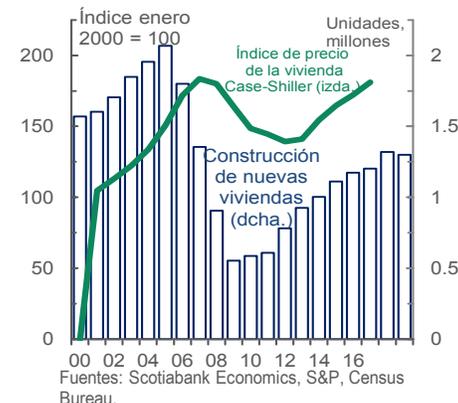


Gráfico 3

**Precio de la vivienda**

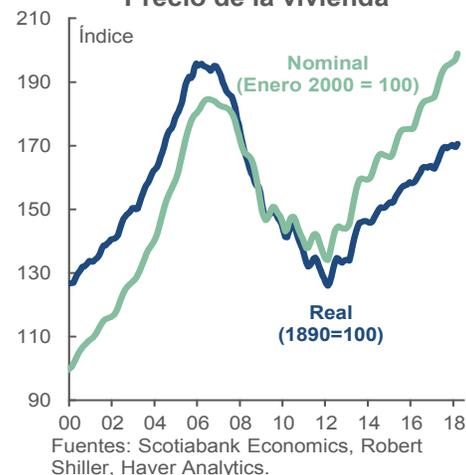


Tabla 1

Pronósticos trimestrales para Estados Unidos	2017					2018				2019			
	T4	T1	T2e	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Económicos</b>													
PIB real (intertrimestral, variación porcentual anual)	2.9	2.0	3.6	2.5	2.4	2.2	2.0	2.0	2.0	2.2	2.0	2.0	2.0
PIB real (interanual, variación porcentual)	2.6	2.8	2.9	2.8	2.6	2.7	2.3	2.1	2.0	2.7	2.3	2.1	2.0
Precios al consumidor (interanual, variación porcentual)	2.1	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
IPC subyacente (interanual, variación porcentual)	1.7	1.9	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4	2.3	2.3	2.4	2.4
Deflactor del GCP subyacente (variación interanual, %)	1.5	1.6	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
<b>Financieros</b>													
Euro (EURUSD)	1.20	1.23	1.17	1.17	1.20	1.22	1.25	1.30	1.35	1.32	1.35	1.37	1.40
Libra esterlina (GBPUSD)	1.35	1.40	1.32	1.30	1.32	1.32	1.35	1.37	1.40	1.32	1.35	1.37	1.40
Yen japonés (USDJPY)	113	106	108	110	110	110	110	108	105	110	110	108	105
Reserva Federal de Estados Unidos (límite superior, %)	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00	2.50	2.75	2.75	3.00
Bonos del Tesoro a 3 meses (%)	1.38	1.70	1.92	2.20	2.45	2.50	2.70	2.75	3.00	2.50	2.70	2.75	3.00
2 años, del Tesoro (%)	1.88	2.27	2.53	2.60	2.70	2.80	2.90	3.00	3.10	2.80	2.90	3.00	3.10
5 años, del Tesoro (%)	2.21	2.56	2.73	2.85	2.90	2.95	3.00	3.10	3.20	2.95	3.00	3.10	3.20
10 años, del Tesoro (%)	2.40	2.74	2.84	3.00	3.05	3.10	3.15	3.20	3.30	3.10	3.15	3.20	3.30
30 años, del Tesoro (%)	2.74	2.97	2.96	3.15	3.20	3.30	3.35	3.40	3.45	3.30	3.35	3.40	3.45

Fuentes: Scotiabank Economics, BEA, BLS, Bloomberg.

unidades que la mayoría de los estimados considera adecuado para la demanda subyacente. En vista de esta continua oferta deficitaria, los precios han de subir aún más (gráfico 3), especialmente en el oeste de Estados Unidos (gráfico 4), con lo que el valor de la vivienda superará el récord del índice nominal Case-Shiller que se registró en marzo.

**Por otro lado, el aumento rápido del costo de los materiales debería atenuar la actividad del sector de la construcción en los dos próximos años y exacerbar este desequilibrio entre oferta y demanda.** Los precios de la madera SPF (picea-pino-abeto) del oeste han llegado a niveles sin precedentes, después del incremento interanual de 48% que tuvieron entre enero y mayo de 2018. La National Association of Home Builders (NAHB) estima que el encarecimiento reciente de la madera ha incrementado en casi USD 9,000 el costo de una nueva casa unifamiliar promedio desde enero de 2017.

Incluso aunque la construcción de nuevas viviendas no logre cubrir toda la demanda, se espera que sigan aumentando las presiones sobre ésta, pues el robusto mercado laboral y los cambios fiscales fortalecerán el ingreso personal. No obstante, en medio de este auge de la demanda, conviene mencionar que para las nuevas hipotecas se recortó el límite para la deducción de los intereses hipotecarios, de USD 1 millón a USD 750,000, y se eliminó la deducción de los intereses para los créditos sobre el valor neto de la vivienda de hasta USD 100,000.

Por otro lado, a quienes adquieren su primera vivienda les costará cada vez más entrar al mercado inmobiliario, debido a la disminución considerable de la asequibilidad y la disponibilidad de las unidades aptas para este segmento. El alza de las tasas de interés desalienta a quienes pensaban refinanciar o adquirir viviendas más grandes, lo que ha alargado la duración promedio de propiedad de cada vivienda a niveles nunca antes vistos y ha reducido el volumen de “primeras viviendas” disponibles para la compra.

**SECTOR INDUSTRIAL Y MANUFACTURERO: ATRASOS EN LOS PEDIDOS Y AUMENTO DE LOS PRECIOS**

El sector manufacturero de Estados Unidos va en camino de registrar su mayor expansión anual desde 2011, con un crecimiento en casi todos los sectores industriales que a su vez está impulsando con fuerza el empleo manufacturero a un ritmo de avance superior al resto de la economía por primera vez desde enero de 2012 (gráfico 5). Los recientes cambios fiscales y la altísima confianza del consumidor en esta fase posterior a la recesión están estimulando la demanda dentro del país. En cambio, cabe esperar que los pedidos extranjeros de bienes manufacturados estadounidenses disminuyan, debido al debilitamiento de la confianza de los demás países y el proteccionismo recíproco.

Las presiones sobre la capacidad son todavía relativamente suaves en todo el sector (alrededor de 75% del producto potencial), aunque algunas industrias están viéndose en aprietos a medida que los pedidos se incrementan. Por ejemplo, en las industrias de metales fabricados y manufactura de maquinarias, las tasas de operación se han disparado desde mediados de 2016 (gráfico 6), después de que los pedidos de estos productos aumentaran en 14% y 6.3% de un año a otro, respectivamente, desde el inicio de este año en promedio. Como consecuencia de este incremento de los pedidos, son cada vez más las empresas que dan cuenta de atrasos y un volumen de trabajo acumulado: a finales de 2015, apenas 12% de las empresas se hallaba en esta situación, mientras que en el mes de mayo, un tercio de las empresas reportaba atrasos. Al igual que en Canadá, el gasto de inversión en estructuras no residenciales y equipos ha subido considerablemente de un año a otro, avanzando a su ritmo más rápido desde mediados de 2014 (8.1% interanual en el primer trimestre de 2018).

Los aranceles estadounidenses al acero y el aluminio se suman ahora a la creciente demanda global de insumos básicos de producción, con lo que el precio de estos

Gráfico 4

**El precio de la vivienda ha subido más en el oeste de EE.UU.**

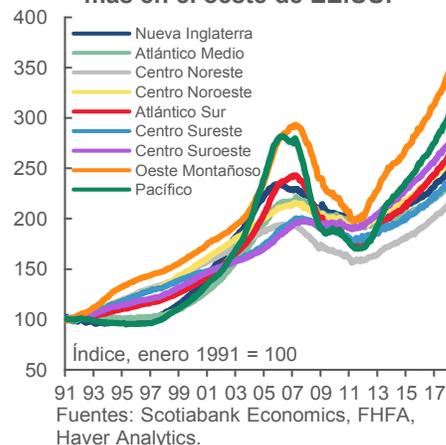


Tabla 2

Estados Unidos	2000-16	2016	2017	2018p	2019p
(Variación porcentual anual, salvo cuando se indica lo contrario)					
PIB real	1.9	1.5	2.3	2.8	2.3
Gasto de consumo	2.4	2.7	2.8	2.6	2.3
Inversión residencial	-0.4	5.5	1.8	1.8	2.1
Inversiones de empresas	2.3	-0.6	4.7	6.2	2.8
Gasto público	1.0	0.8	0.1	2.2	2.5
Exportaciones	3.6	-0.3	3.4	4.3	2.7
Importaciones	3.4	1.3	4.0	5.0	3.4
PIB nominal	3.9	2.8	4.1	5.0	4.6
Deflactor del PIB	2.0	1.3	1.8	2.1	2.3
Índice de Precios al Consumidor	2.2	1.3	2.1	2.4	2.4
IPC subyacente	2.0	2.2	1.8	2.2	2.3
Deflactor del GCP subyacente	1.7	1.8	1.5	1.9	2.1
Utilidades corporativas antes de impuestos	5.5	-2.1	4.4	5.1	1.7
Empleo	0.7	1.8	1.6	1.4	1.1
Tasa de desempleo (%)	6.2	4.9	4.4	3.8	3.7
Balanza por cuenta corriente (US\$, miles de millones)	-504	-433	-449	-516	-574
Balanza comercial (US\$, miles de millones)	-672	-751	-807	-908	-984
Saldo presupuestario federal (US\$, miles de millones)	-532	-585	-665	-840	-1,030
porcentaje del PIB	-3.7	-3.1	-3.4	-4.1	-4.8
Construcción de viviendas (millones)	1.27	1.17	1.20	1.32	1.30
Ventas de vehículos automotores (millones)	15.5	17.5	17.1	17.1	17.0
Producción industrial	0.6	-2.0	1.6	3.0	1.9
Petróleo WTI (US\$/barril)	63	43	51	68	71
Gas natural Nymex (US\$/millones de btu)	4.94	2.55	3.02	2.93	2.90

Fuentes: Scotiabank Economics, BEA, BLS, Bloomberg.

**productos también se ha disparado.** Los precios de producción del acero y el aluminio han subido en 12% desde enero (gráfico 7). El Departamento de Comercio publicó los resultados de su investigación sobre las importaciones de acero y aluminio en febrero, invocando la sección 232 de la legislación comercial. Desde entonces, la demanda parece haber crecido todavía más para evitar los aranceles aplicados a partir del 1 de junio. De hecho, el Departamento de Comercio ha recibido hasta ahora más de 21,000 solicitudes de exención, porque prácticamente todas las industrias (salvo los productores de acero) se oponen a los aranceles. La decisión sobre estas solicitudes de exención puede tardar meses o años, puesto que cada persona del equipo encargado de procesarlas tiene ya en cola aproximadamente unas 700 solicitudes que revisar y procesar.

**En suma, es probable que el crecimiento de los beneficios corporativos se desacelere en el segundo semestre de 2018,** ya que este aumento del costo de los insumos y de las tasas de interés empezará a menoscabar las ganancias corporativas de las empresas no financieras. Asimismo, después del repunte relativamente sólido de la inversión de empresas que se prevé para 2018, los gastos dirigidos a sustituir y ampliar capacidades deberían disminuir el próximo año (tabla 2).

**EL ESTÍMULO FISCAL IMPULSA EL CRECIMIENTO, PERO AUMENTA TAMBIÉN LOS DÉFICITS**

**Nuestras previsiones se mantienen relativamente intactas con respecto al trimestre pasado.** El aumento del gasto del gobierno federal y las grandes modificaciones fiscales sumarán, en promedio, medio punto porcentual al crecimiento del PIB real de Estados Unidos en 2018 y en 2019. **En todos los niveles de gobierno, se espera que el gasto público sume 0.37 ppts al crecimiento del PIB este año y 0.41 ppts en 2019,** poniendo así fin a ochos años de contribución leve o negativa a la expansión económica por parte del gasto público.

**Analizando en detalle el gasto del gobierno federal, podemos comprobar que este año se agregarán también más de USD 100,000 millones al presupuesto no militar para emergencias** con el fin de atender los daños causados por los huracanes e incendios forestales. Esto compensará el retraso previsto en el diseño y lanzamiento de las nuevas iniciativas federales incluidas en el paquete presupuestario de USD 300,000 millones.

**A nivel estatal, el aumento del gasto público seguirá variando mucho entre los distintos estados.** En total, para mediados de año, la reducción del gasto en este ejercicio fiscal 2018 ha sido menor que hace un año. Según nuestros pronósticos, el gasto estatal ajustado por inflación aumentará levemente en el ejercicio fiscal 2019. La obtención de mayores ingresos gracias a la aceleración del crecimiento económico incentivará a los estados a atender los gastos prioritarios a corto plazo.

**El recorte de la tasa impositiva general para las empresas que adoptó la Casa Blanca en enero (de 35% a 21%) ya está reduciendo significativamente los ingresos federales por concepto de impuestos corporativos de un año a otro** (gráfico 8). Mientras los estados contemplan distintos ajustes legales para proteger el volumen de ingresos proveniente de la recaudación fiscal, otros cambios federales podrían afectar sus saldos operativos, como la eliminación de la penalidad individual federal para las personas que no tienen seguro médico.

**AUGE DEL COMERCIO MIENTRAS SE AVECINA UNA TORMENTA POR LOS ARANCELES**

**Todo indica que las exportaciones de Estados Unidos exhibirán un desempeño sólido en 2018,** aunque las disputas comerciales podrían reducir las ventas a nivel internacional si la administración Trump continúa con su actual política proteccionista. Según nuestras previsiones, las exportaciones de bienes avanzarán con buen impulso este año, a un ritmo similar o un poco superior al del año pasado. Al mismo tiempo, sin embargo, el mayor apetito de los consumidores estadounidenses por bienes extranjeros, el aumento continuo del déficit

Gráfico 5



Gráfico 6

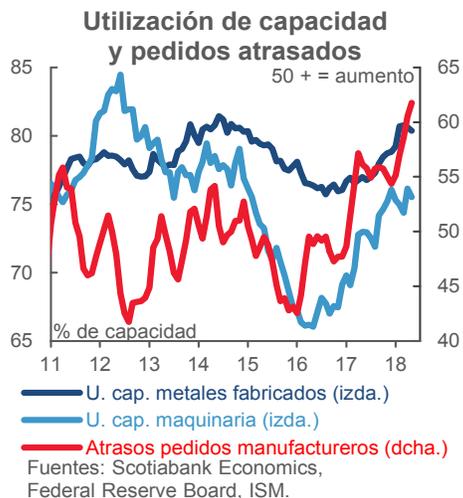


Gráfico 7



fiscal (gráfico 8 nuevamente) y la menor tasa de ahorro total harán que el déficit comercial de Estados Unidos continúe ampliándose.

**Tras la imposición de aranceles a las importaciones de acero y aluminio por supuestos “motivos de seguridad nacional”, varias naciones afectadas han respondido, o piensan hacerlo, con medidas recíprocas diseñadas para golpear un volumen similar (en términos de valor) de exportaciones estadounidenses.** La mayoría de estos países ha acudido también a la OMC para solicitar la revisión de las medidas estadounidenses. Los aranceles de represalia no se limitan a los dos metales exportados por Estados Unidos, sino que también incluyen otros bienes industriales y de consumo con el objetivo de afectar regiones políticamente claves y sensibles de este país. Al momento de publicar este informe, la Unión Europea, China y México habían impuesto ya aranceles a aproximadamente USD 9,000 millones de exportaciones estadounidenses; Canadá procedió a hacer lo mismo el 1 de julio para más de \$12,000 millones de productos importados de Estados Unidos. Dicho esto, es muy poco probable que Canadá y México puedan eludir los aranceles a los productos del acero y el aluminio hasta que concluya la renegociación del TLCAN, cosa que no prevemos que suceda antes de 2019 (gráfico 9).

**El Departamento de Comercio comenzó también a investigar las repercusiones que tienen las importaciones de vehículos automotores y autopartes en materia de seguridad.** La Casa Blanca ha amenazado con imponer aranceles de hasta 25% a las importaciones de la industria automotriz, amparándose en la misma sección 232 de la ley *Trade Expansion Act* de 1962 que utilizó para aplicar los aranceles al acero y el aluminio.

Utilizando nuestro modelo macroeconómico global e integral, en el artículo [Preparándonos para los costos macroeconómicos de los aranceles](#) evaluamos el impacto de estas medidas proteccionistas. En uno de los escenarios que simulamos, las consecuencias de los aranceles al acero y el aluminio adoptados el 1 de junio recaerían principalmente en la industria y los consumidores de Estados Unidos. Si a estos aranceles se les suman los posibles derechos sobre automóviles y autopartes que se impondrían en 2019 conforme a la sección 232, el crecimiento del PIB de Estados Unidos solo se reduciría en un total de 0.1 ppts en 2019 y 2020.

**Consideramos, sin embargo, que la decisión de gravar los automóviles y autopartes impediría cualquier equilibrio estable. De hecho, desataría una guerra comercial a gran escala, porque los demás países tomarían represalias con toda una serie de aranceles.** En este escenario de guerra comercial, Estados Unidos caería en recesión a finales de 2019 y sufriría una pequeña contracción anual en 2020, justo en el momento de las próximas elecciones presidenciales que ya de por sí serán un tema importante en la agenda de la Casa Blanca.

**La respuesta casi inmediata y simétrica de China al arancel de 10% que impuso Estados Unidos a más de USD 50,000 millones de productos chinos estuvo seguida de más amenazas por parte del presidente Trump: USD 200,000 millones adicionales de**

Gráfico 8

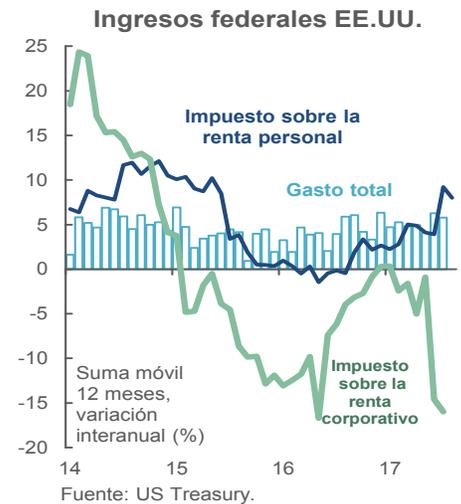


Gráfico 9

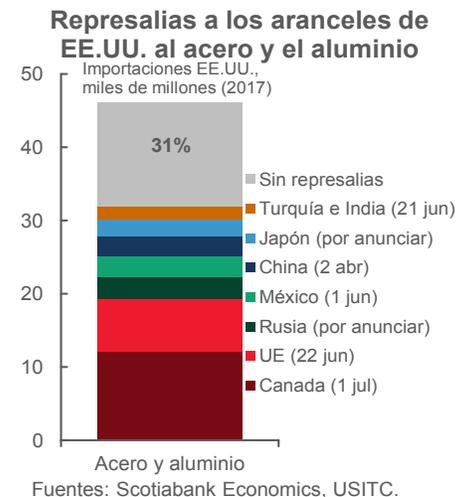


Gráfico 10

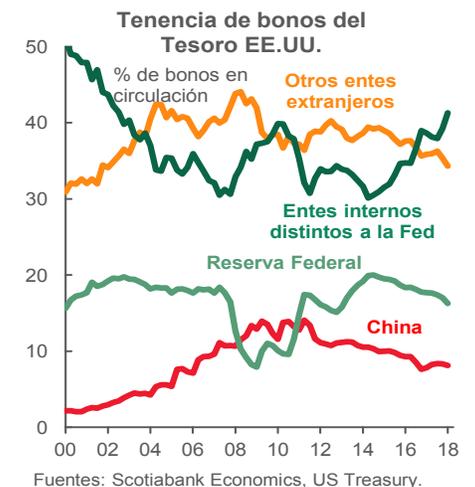


Tabla 3

Impacto del proteccionismo de EE.UU. en economía estadounidense: Desviación del pronóstico base					
	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Escenario con aranceles sobre autos, acero y aluminio</b>					
Crecimiento PIB, diferencia en ppts	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.1
Tasa de política monetaria, diferencia en ppts	0.00	-0.03	-0.07	-0.03	0.00
Inflación IPC subyacente, diferencia en ppts	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Guerra comercial mundial (aranceles de 20% al comercio con el resto del mundo)</b>					
Crecimiento PIB, diferencia en ppts	0.0	-1.0	-2.0	0.8	0.7
Tasa de política monetaria, diferencia en ppts	0.00	-0.63	-1.19	-0.38	0.18
Inflación IPC subyacente, diferencia en ppts	0.0	0.0	-0.3	-0.1	0.1

Fuente: "Preparándonos para los costos macroeconómicos de los aranceles", Scotiabank Economics (14 de junio de 2018).

**importaciones chinas podrían también estar sujetas a los aranceles.** Si un total de USD 250,000 millones de productos chinos importados por Estados Unidos se ve afectado por estas medidas, a Pekín le costará responder con la misma moneda: este monto de USD 250,000 millones supera en casi USD 100,000 millones el valor total de la mercancía que China importa de Estados Unidos. Pero China tiene, y usará, otras armas.

**El gobierno chino ya ha empezado a reforzar las barreras no arancelarias con más inspecciones obligatorias y requisitos administrativos más onerosos para el comercio.** Las autoridades podrían también complicar las operaciones de las multinacionales estadounidenses con oficinas en China, donde generaron unos USD 356,000 millones de ingresos en 2015, último año para el que existen datos disponibles. Asimismo, Pekín podría manipular su tasa de cambio y el uso de sus reservas. Por ejemplo, podría modificar sus compras de bonos del Tesoro de Estados Unidos, de los cuales posee el 8% del monto total en circulación (gráfico 10), aunque es poco probable que boicotee por completo el mercado tomando en cuenta que esto también afectaría el valor de sus propias tenencias. De cualquier forma, sí podría contemplar la sustitución de otros instrumentos de deuda soberana denominados en USD. Por otro lado, China puede devaluar el yuan, pero también aquí estará limitada por el temor de que esta medida provoque una nueva fuga de capitales. Sin embargo, ya ha indicado que relajará las condiciones monetarias reduciendo el encaje legal de los bancos en 50 bps el 5 de julio.

**Una guerra comercial entre Estados Unidos y China tendría un impacto considerable para la economía global debido a todos los vínculos financieros y comerciales entre estas dos potencias.** Por ello, esperamos que la oposición cada vez mayor de los políticos y la comunidad empresarial de Estados Unidos a este enfoque proteccionista de la Casa Blanca logre evitar que se impongan estos aranceles a los automóviles y que la actual escaramuza comercial escale hasta convertirse en una guerra sin cuartel. El Congreso ya ha comenzado los procedimientos para limitar las facultades de la Casa Blanca con respecto a la imposición de aranceles conforme a la sección 232, aunque hasta ahora es poco lo que ha conseguido. En este sentido, preocupa particularmente que el Congreso no haya tomado ninguna medida para reducir el poder que confiere la Autoridad de Promoción Comercial (la TPA, o la también llamada “vía rápida”) al presidente, cuando pudo haberlo hecho durante el periodo de renovación de este mecanismo en abril-junio.

#### **EN CONCLUSIÓN: TENEMOS TODAVÍA FE EN EL SISTEMA Y CONFIAMOS EN QUE EL PRESIDENTE NO ACTUARÁ EN CONTRA DE SUS PROPIOS INTERESES**

**Las perspectivas para Estados Unidos (y, por extensión, para toda la economía global) dependen de una gran presuposición: que el sistema político de ese país sigue siendo lo suficientemente robusto como para rechazar cualquier movimiento hacia un grave error político.** Seguimos pensando que el esfuerzo que están desplegando la Cámara de Representantes y el Senado, con el respaldo de los líderes políticos y empresariales, evitará la intensificación de las medidas recientes de la Casa Blanca que pretenden abrumar con aranceles a cada vez más porciones del comercio estadounidense con el resto del mundo. Si se evita la aplicación de más aranceles, la previsión base que hemos presentado aquí no debería verse significativamente afectada por los aranceles actualmente vigentes al acero y el aluminio.

**Dicho esto, la amenaza de la Casa Blanca de imponer también aranceles a las importaciones de automóviles y autopartes constituye un gran punto de inflexión. Si se concreta, será difícil evitar una guerra comercial global provocada por Estados Unidos, porque los demás países contraatacarán** de muchas maneras. Este conflicto sumiría tanto a Estados Unidos como a sus principales socios comerciales en una recesión a partir del segundo semestre de 2019 y durante 2020, justo cuando los estadounidenses se prepararían para las elecciones presidenciales, legislativas, estatales y locales. Así pues, la presión política, empresarial y diplomática debe concentrarse en evitar el error de llegar a este punto después del cual no habrá vuelta atrás.

## Mercados de capitales y política monetaria de Estados Unidos y Canadá

- Se espera todavía que el Banco de Canadá suba su tasa de interés de referencia cinco veces más de aquí a fines de 2019, con dos incrementos más este mismo año.
- Preveemos que la Reserva Federal suba el rango meta de su tasa de fondos federales cuatro veces más para finales de 2019. Hemos agregado un aumento más este año, con lo que de aquí a fines de 2018 el organismo debería incrementar las tasas aún dos veces más. La liquidación del balance de la Fed, que se acentuará en el otoño, equivaldría a una o dos alzas adicionales.
- El ritmo de reducción del balance de la Reserva Federal llegará a su punto máximo este otoño e implicará un proceso de endurecimiento monetario no convencional además de los aumentos de las tasas de interés.
- No hemos introducido grandes cambios en nuestras previsiones para el mercado de bonos de Canadá y Estados Unidos.

### EL BANCO DE CANADÁ SE QUEDA ATRÁS, INDEPENDIEMENTE DEL TLCAN

No hemos modificado nuestros pronósticos sobre los próximos movimientos del Banco de Canadá (BoC): seguimos previendo cinco aumentos de la tasa de interés de referencia de aquí a finales de 2019. Esto incluye dos incrementos más este año (para un total de tres con el de enero pasado, que llevarían la tasa a 1.75%) y tres más el próximo año. La tasa de referencia quedaría así en 2.5% para el cierre de 2019, al mismo nivel o no muy lejos de la tasa neutral estimada, y en un nivel todavía muy bajo según las normas históricas. Existe el riesgo de que se avance a un ritmo todavía más lento, si las negociaciones del TLCAN tienen un desenlace mucho peor de lo que hasta ahora se ha visto o anticipado, pero también existe el riesgo contrario de que se supere la tasa neutral a largo plazo, si las presiones de este ciclo sobre los salarios y los precios siguen aumentando de tal forma que comprometa el mandato de control de la inflación del BoC. Esta tasa neutral seguiría estando baja desde el punto de vista histórico, porque diversos factores (como el endeudamiento relativamente elevado de los hogares) están desacelerando el crecimiento no inflacionario en este ciclo, en comparación con los ciclos anteriores. La presión sobre las tasas del mercado debería manifestarse principalmente en las tasas de interés a corto plazo, pues los costos del crédito a largo plazo ya están más adelantados en el proceso de ajuste al endurecimiento monetario de este ciclo (gráfico 1, tabla 1). De ahí que sigamos esperando un aplanamiento de la curva del crédito, especialmente en el tramo con plazos inferiores a 2 años, que generará más presiones para los deudores con créditos a tasa variable que a tasa fija.

La inflación se encuentra aproximadamente en su máximo de cuatro años y ha regresado al nivel en que estaba antes del desplome del precio de las materias primas en 2014–15. La inflación general supera la meta del 2% y los indicadores de inflación subyacente están apenas por debajo. El alza reciente se debe a toda una combinación de factores: las restricciones de capacidad que incrementan el poder de fijación de precios en toda la economía; el crecimiento del salario real que eleva el poder adquisitivo; los efectos de base generales; el alza del precio de la gasolina y el efecto traspaso del aumento del salario mínimo. Algunos de estos factores no son mayor motivo de preocupación para el BoC (ni deberían serlo), pero muchos son más duraderos y algunos de éstos (como el debilitamiento de la moneda, los aranceles, la gasolina y el salario mínimo) tienen un efecto traspaso de segunda ronda más profundo en la cesta del IPC. Puesto que toda esta multiplicidad de factores está alimentando la inflación, resultará difícil descartarlos todos bajo el pretexto de ser idiosincráticos o temporales; de hecho, conviene recordar que los

### CONTACTOS

Derek Holt, Vicepresidente y Jefe de Análisis Económico de Mercados de Capitales  
416.863.7707  
Scotiabank Economics  
[derek.holt@scotiabank.com](mailto:derek.holt@scotiabank.com)

Gráfico 1

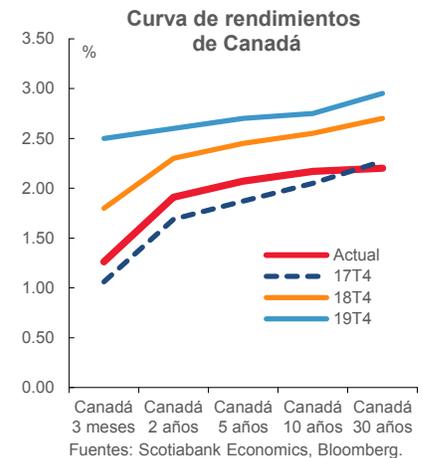


Gráfico 2

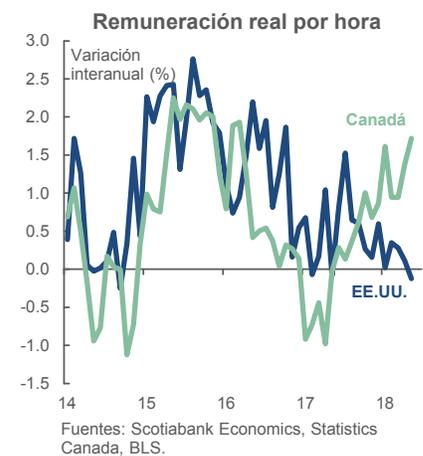


Gráfico 3



episodios anteriores con una inflación a la deriva empezaron a menudo cuando se dieron demasiadas excusas para hacer caso omiso de las presiones inflacionarias.

Lo cierto es que podrían surgir fácilmente más presiones alcistas sobre la inflación, no solo a medida que la capacidad limitada se acentúa, sino también debido a los ajustes cambiarios y arancelarios, el efecto adicional de los aumentos del salario mínimo y la mayor influencia sobre los salarios. Se estima que los aranceles al acero y el aluminio y las represalias que tomó Canadá imponiendo derechos a una amplia gama de productos estadounidenses importados sumarán un ligero 0.1% a la inflación y restarán menos de 0.1% al crecimiento del PIB en los próximos meses. Los posibles aranceles a los automóviles representan un riesgo mayor para las presiones sobre el IPC, pero todavía dudamos que el gobierno estadounidense cumpla realmente esta amenaza. La depreciación fuerte de la moneda canadiense (el cruce USDCAD ha caído desde 1.21 el pasado mes de septiembre a más de 1.33 hoy en día) tendrá también repercusiones moderadas en el precio de los artículos importados y la cesta del IPC. El economista René Lalonde de Scotiabank estima que una depreciación sostenida de 10% de la moneda suma 0.6% al IPC en seis meses y 0.1% al promedio de parámetros de medición de la inflación subyacente. Por lo general, esto se considera una situación transitoria, pero se reconoce que sus efectos se pueden propagar a todos los componentes de la cesta del IPC.

**En consecuencia, la inflación está ya avanzando en la mitad superior del rango meta “flexible” de 1%–3% y podría seguir subiendo.** No se puede descartar incluso que rebase el extremo superior del rango para fin de año. Si a esto se le suman las presiones salariales que son mayores que la inflación (gráfico 2), el resultado es que la evolución de los precios y los salarios amenaza seriamente con dejar al BoC rezagado en su mandato de control de la inflación.

Ahora bien, es necesario tomar en cuenta otros aspectos pertinentes en nuestro análisis. **Primero, consideramos que los riesgos externos, como un shock comercial, tendrían que ser muy graves para que el BoC dejara que se acumularan las presiones inflacionarias sin intervenir con un endurecimiento de su política.** En este momento, no creemos que la disolución del TLCAN sea un gran riesgo, principalmente porque el Congreso (no el poder ejecutivo) es el que controla los acuerdos comerciales y la administración Trump no podrá por sí sola proceder a la ejecución de la notificación de retiro de Estados Unidos del pacto. En este sentido, lo que conviene saber es que la incertidumbre sobre las políticas comerciales opera en forma muy diferente como factor de influencia macroeconómica cuando la economía ya está al límite de sus capacidades, especialmente en su capacidad industrial (gráfico 3). Cuando hay incertidumbre comercial con capacidad ociosa en la economía, las empresas pueden decidir si invertir o no; es una opción entre tantas. En cambio, si hay incertidumbre comercial con plena utilización de capacidad, para no hablar de un exceso de utilización, el elemento “opcional” disminuye. En este caso, la empresa puede optar por invertir y contratar más personal para ampliar sus capacidades y responder al aumento continuo de la demanda en una economía global con sólido desempeño, o por subir los precios de manera más drástica para contener la demanda. La única otra alternativa es no hacer nada mientras los competidores se quedan con su parte del pastel.

**Segundo, el crecimiento no es espectacular.** La cifra actual de crecimiento del PIB en el segundo trimestre es de apenas 1.7%, según los cálculos mensuales y muy preliminares del PIB basado en los ingresos, pero se espera que el ritmo mejore fácilmente. El PIB trimestral basado en los gastos, que registró un crecimiento de 1.3% en el primer trimestre, debería ser más alto que el resultado actual de las cifras mensuales. De cualquier forma, el crecimiento se encuentra apenas en el rango de 1.5%–2.1% que el BoC estima como tasa de crecimiento potencial de la economía, o incluso un poco por debajo. Si bien algunos de estos resultados decepcionantes de principios del segundo trimestre pueden ser de naturaleza temporal (ver [aquí](#) y [aquí](#)), la combinación de una expansión débil con diversos factores persistentemente transitorios se traduce en decepciones continuas con respecto al crecimiento. El riesgo de una escalada en la aplicación de aranceles de represalia puede terminar siendo también un obstáculo considerable. Esto limitará la medida en que la economía caiga en una situación de demanda excedentaria, al menos a corto plazo, aunque seguimos pensando que el crecimiento mejorará una vez que los vientos en contra pasajeros se disipen y que la economía pasará a un

Gráfico 4

**Brecha del producto de Canadá**

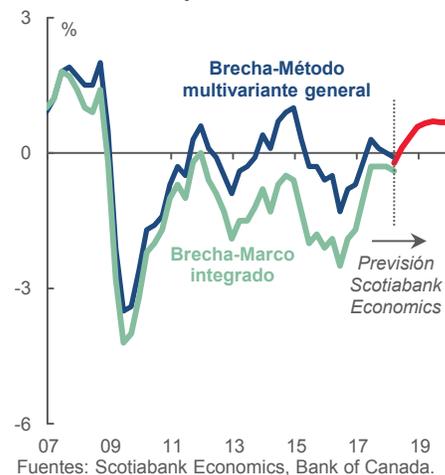


Gráfico 5

**La tasa de política monetaria real de Canadá no se ha movido**

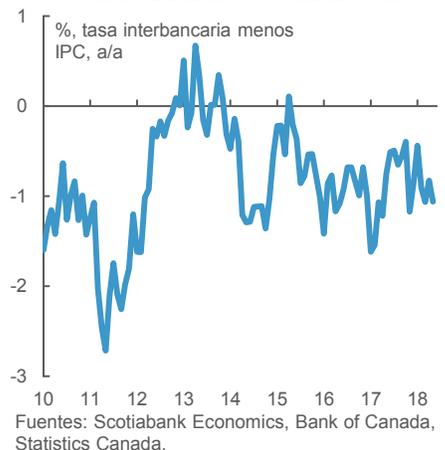
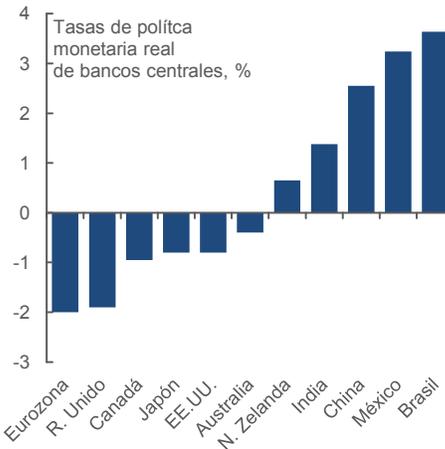


Gráfico 6

**Financiamiento barato en Canadá**



exceso de demanda desde su estado actual de equilibrio durante el horizonte de previsión (gráfico 4).

**¿Qué debe hacer entonces el Banco de Canadá frente al riesgo de un aumento continuo de las presiones sobre los salarios y los precios y un crecimiento suave o bajo, en un escenario que podría tildarse de “estanflación”? En primer lugar, mantener sus perspectivas de crecimiento, que coinciden con las nuestras. En segundo lugar, cumplir su mandato, pero obrando cuidadosamente entre decisión y decisión. Seguimos previendo un incremento de las tasas de interés en el mes de julio. Es probable que, a medida que nos acerquemos al año electoral, haya más presiones para que la política fiscal y regulatoria mitigue y distribuya los efectos de los riesgos comerciales entre los distintos sectores. Sin embargo, si no se endurece la política monetaria frente al aumento de las presiones sobre los precios y salarios, se corre el riesgo de desanclar las expectativas inflacionarias y generar mayores amenazas a más largo plazo para la economía y el sistema financiero, lo que implicaría negar el papel del BoC en la acumulación de las presiones sobre los precios.**

**En tercer lugar, es necesario tomar en cuenta las condiciones monetarias en sentido amplio.** La tasa real de política monetaria canadiense es una de las más bajas del mundo (gráfico 5). Si se deja intacta, podría llegar a estar más baja que la de la eurozona y mucho más baja que la de Japón (gráfico 6). Aunque el BoC considera las expectativas inflacionarias en su análisis de la tasa real, lo cierto es que esta tasa no ha aumentado, porque se ha elevado la tasa nominal utilizando parámetros de la inflación basados en el mercado, en vez de la verdadera inflación. A la hora de pronosticar el crecimiento del PIB real y el marco general de capacidad ociosa y presiones inflacionarias, lo que realmente importa es la tasa de política monetaria real. El gobernador Poloz ha subido las tasas de interés tres veces hasta ahora para evitar que las condiciones se relajaran desde el punto de vista de la tasa real, con lo que ésta se ha mantenido más bien constante en unos -100 bps. Bajo esta óptica, las condiciones monetarias no se han endurecido. Lo que han hecho las tres subidas hasta ahora es evitar que la política monetaria se suavizara en términos de la tasa real. La depreciación del dólar canadiense, los estrechos diferenciales de crédito en productos como hipotecas y bonos provinciales y los índices elevados de deuda de alto rendimiento siguen apuntando a unas condiciones financieras holgadas, cuando no más cada vez más flexibles, desde el punto de vista amplio y global.

Gráfico 7

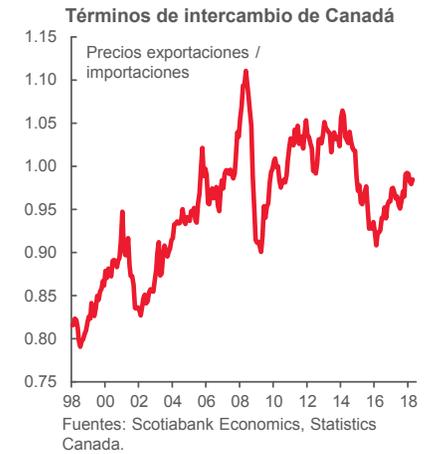


Gráfico 9



Gráfico 8



**Cuarto, los términos de intercambio han mejorado significativamente en el transcurso del último año (gráfico 7).** Los precios de exportación han subido más rápido que los precios de importación, porque los precios de las materias primas se han recuperado gradualmente con el tiempo y el dólar canadiense se ha ido depreciando. El hecho de que Canadá pueda vender los productos que exporta a precios que aumentan más rápido de lo que paga por los productos que importa se traduce en una dinámica positiva para el crecimiento de los ingresos. Esto tiene efectos positivos para el ingreso bruto nacional que luego inciden de manera favorable en el ingreso de los hogares, los beneficios de las empresas y los ingresos del gobierno. Recordemos que, cuando ocurrió lo contrario en el segundo semestre de 2014 y a principios de 2015, es decir, cuando cayeron los precios de las materias primas y los términos de intercambio empeoraron, la respuesta del BoC fue relajar la política monetaria. Ahora que los términos de intercambio han mejorado, lo más lógico es que la respuesta monetaria sea la opuesta.

**Quinto, conviene pensar también en los cuellos de botella que afectan particularmente al sector energético debido a la falta de capacidad de la red de oleoductos.** Lo primero que se debe considerar al evaluar este efecto es que los cuellos de botella pueden ser inflacionarios. Si no se puede invertir en las capacidades de explotación y producción porque más abajo en la cadena hay límites en las capacidades de distribución, existen entonces más probabilidades de que el mejor saldo de caja se distribuya a los trabajadores y accionistas, y que éstos gasten parte de los fondos extra. Sin embargo, por otro lado, se debe reconocer que estas restricciones en la red de oleoductos no durarán para siempre. Se espera que tres grandes oleoductos —TransMountain, Keystone XL y Line 3 (gráfico 8)— entren en servicio en 2020–2021. En otras palabras, a partir del próximo año, la desaparición futura de los cuellos de botella empezará a ser un factor relevante para el BoC dentro de su horizonte de previsión y definición de la política monetaria en el próximo par de años. Las inversiones en las capacidades de producción se volverán más apremiantes en anticipación de esta mejora de la capacidad de los oleoductos.

**Un sexto factor para los fines de este análisis es que el Banco de Canadá está vigilando la tan esperada transición de las fuentes de crecimiento, que dejarían de depender tanto del consumo y el mercado de la vivienda para estar más proporcionalmente orientadas a las exportaciones y la inversión.** El volumen de exportaciones ha mejorado considerablemente (gráfico 9), a lo que puede contribuir aún más la depreciación de la moneda. La inversión de empresas se ha estado también recuperando (gráfico 10) y las intenciones apuntan a un crecimiento futuro (gráfico 11). Canadá se ubicó en segundo lugar en todo el mundo con respecto a la confianza de las empresas globales para la inversión extranjera directa (IED) en esta encuesta de 2018, debido en parte al nuevo brazo gubernamental Invest in Canada y los grandes acuerdos comerciales como el AECG con la UE, el TPP sin Estados Unidos y el tratado con Corea del Sur. La misma encuesta sobre IED arrojó igualmente que las

Gráfico 10

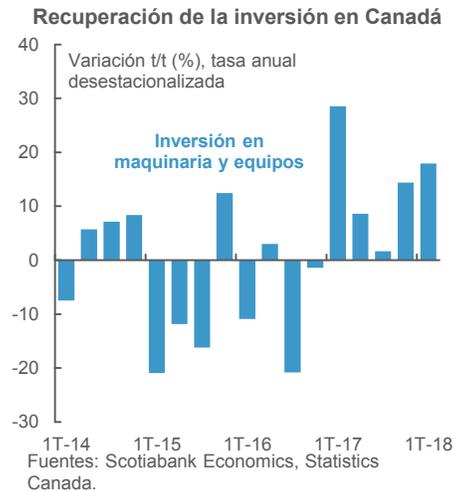


Gráfico 11

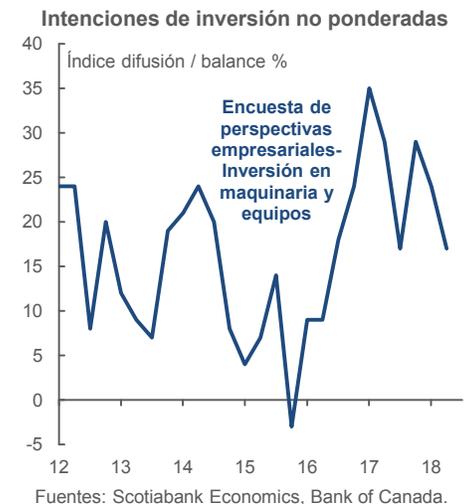


Gráfico 12

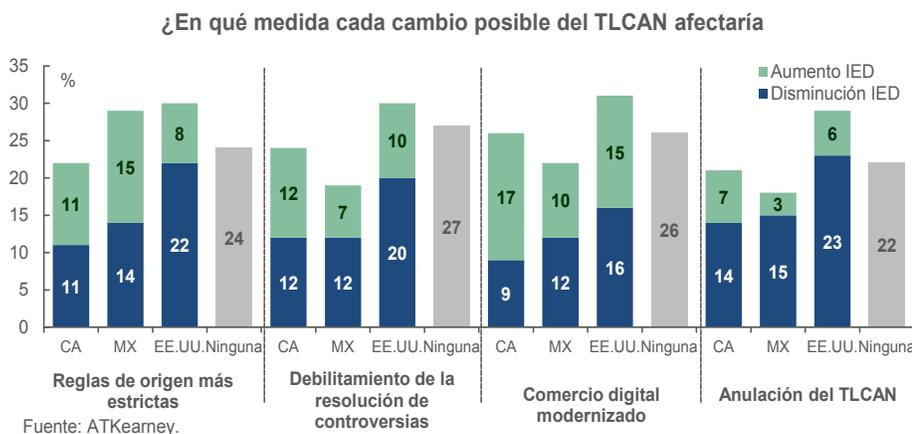
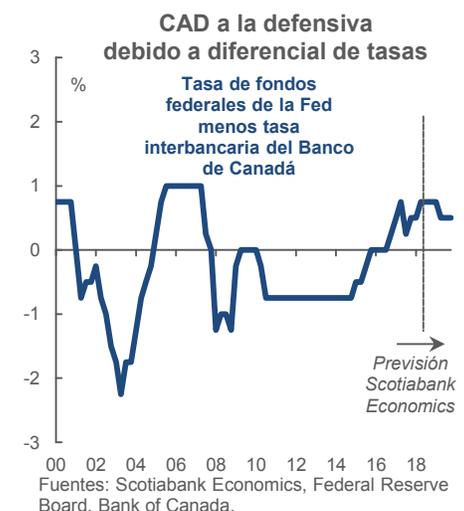


Gráfico 13



empresas mantendrían o ampliarían sus planes de inversión en Canadá ante distintos escenarios de desenlace de las negociaciones comerciales del TLCAN, salvo en el caso de la anulación completa (gráfico 12). A medida que las repuntan las exportaciones y las inversiones, la economía se puede adaptar a un ritmo más suave de crecimiento del consumo y al leve freno esperado del sector vivienda. En las páginas 4-11 de este informe *Panorama Global* se puede obtener más información sobre las perspectivas macroeconómicas generales del país.

**Finalmente, como la Reserva Federal se muestra segura acerca del futuro endurecimiento de su política monetaria, el Banco de Canadá tiene también bastante margen de maniobra para endurecer la suya, considerando los efectos de todo este movimiento sobre el dólar canadiense.** El BoC está bastante rezagado frente a la Fed, que ha subido su tasa de política monetaria más rápido, partiendo de un punto más bajo, y está ahora en un nivel más alto en medio del retiro del estímulo monetario no convencional en Estados Unidos, lo que explica por qué el USD se ha apreciado con relación al CAD. En la siguiente sección, analizaremos el panorama para las tasas estadounidenses, pero por ahora, todo esto significa para Canadá que los diferenciales negativos de tasas de interés a corto plazo pueden aumentar en comparación con nuestros pronósticos anteriores, puesto que hemos agregado un alza más de las tasas de la Fed (gráfico 13). Debido a ello, hemos tenido que rebajar las perspectivas para el dólar canadiense, pero este debilitamiento de la moneda protegerá aún más a la economía contra los riesgos de la política comercial. La posibilidad de que la moneda se deprecie si el clima comercial empeora significativamente es la primera línea de defensa del país. De hecho, la posible intensificación de la incertidumbre comercial por cualquier medida o amenaza de la administración Trump empujaría indirectamente al dólar canadiense hacia una posición más débil, como es lógico en un régimen de cambio flotante.

### RESERVA FEDERAL: CON VARIAS OPCIONES DENTRO DE UNA TRAYECTORIA MÁS DURA

**Hemos agregado un alza más de las tasas de interés en comparación con nuestra ronda anterior de pronósticos:** esperamos ahora que la Reserva Federal suba las tasas dos veces más este año, para un total de cuatro incrementos en 2018, lo que incluye los dos que ya se han producido. Para 2019, prevemos dos aumentos más, con lo que la tasa de política monetaria llegaría a 3% al cierre de ese año. Esto coincidiría con el estimado del FOMC sobre la tasa neutral a largo plazo mientras se aplana la curva de rendimientos del Tesoro (gráfico 14), aunque el consenso del comité señala que la tasa de política podría superar el estimado neutral en 2020, cuando tendrían lugar dos aumentos más, hasta un nivel de 3.5%. Durante este periodo, se da por sentado que la reducción del balance de la Fed continuará avanzando con el piloto automático, acelerándose a su tasa mensual máxima este mismo otoño (gráfico 15). Para finales de 2020, el balance habrá disminuido a menos de US\$ 3 billones, lo que significa que las compras realizadas en el marco de la tercera ronda de expansión cuantitativa (QE3) se habrán revertido por completo. **Se estima que el endurecimiento de la política de la Fed por medio de herramientas convencionales y no convencionales equivale a entre cinco y seis incrementos de 25 bp del rango meta de la tasa de fondos federales de aquí a fines de 2019. Este ritmo combinado de endurecimiento supera los aumentos previstos de las tasas de interés del Banco de Canadá.**

Como estas previsiones, a diferencia de nuestros pronósticos para el BoC, se apegan al consenso y al “gráfico de puntos” actualizado del FOMC, el valor de nuestro análisis radica más bien en las indicaciones sobre el posible camino que puedan tomar los riesgos. En este sentido, aunque hemos agregado un aumento más de las tasas a las previsiones para este año y el FOMC esté dando a entender que el endurecimiento monetario convencional y no convencional continuará en forma lineal e ininterrumpida, **es probable que con el tiempo estos planes terminen siendo relativamente ambiciosos.**

Primero, la convicción con el endurecimiento monetario acelerado este año se vio recientemente atenuada cuando el mismo presidente de la Fed evitó cualquier interpretación literal de las proyecciones actualizadas del FOMC, adoptando uno de los tonos “menos duros”

Gráfico 14

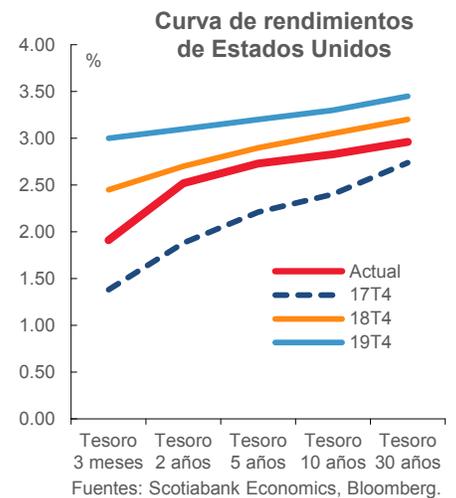


Gráfico 15

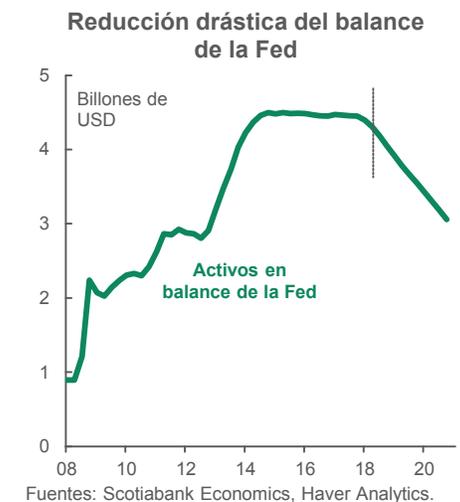
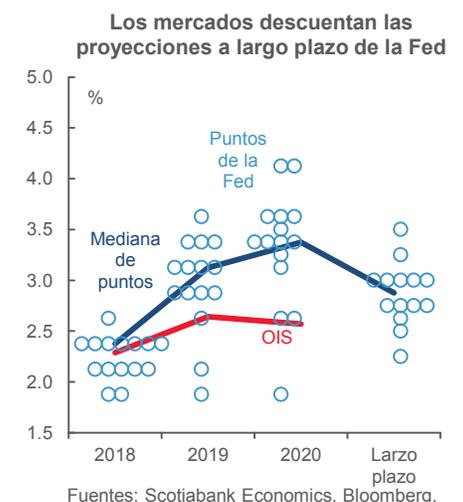


Gráfico 16

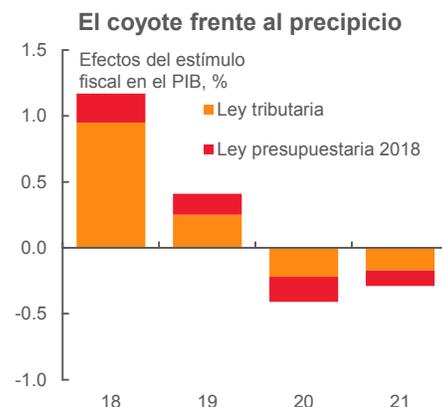


que se hayan visto en un presidente del banco central desde hace bastante tiempo. De hecho, Powell pareció rebajar la importancia del gráfico de puntos cuando declaró en la rueda de prensa más reciente que **“la mayoría de los miembros no revisó sus proyecciones”**. Al hacerlo, el presidente de la Fed se distanció de la previsión de un incremento más este año. Bastó con que un miembro más del FOMC pasara de pronosticar un alza adicional a prever dos más ese año para que la proyección mediana se volteara a un incremento adicional, como se refleja en el gráfico 16. En conclusión, el FOMC ha dejado la puerta abierta a dos subidas más este año, así como también a un solo incremento más según evolucione la situación.

**Segundo, el plan de la Fed asume que la economía se mantendrá en una trayectoria de crecimiento relativamente fuerte y superior al potencial. Sin embargo, al examinar el crecimiento del PIB a corto plazo, no se deben olvidar las palabras del expresidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, cuando advirtió recientemente sobre la situación del año 2020 en una conversación en el American Enterprise Institute ([aquí](#)). En palabras de Bernanke, “el estímulo fiscal dará un fuerte impulso a la economía este año y el siguiente y, luego, en 2020, así como en la famosa serie del Correcaminos, el coyote se va a caer por el precipicio”, advertencia que el consenso del FOMC debería tomar en cuenta.** Bernanke precisó que “lo que tenemos es un estímulo en el momento más equivocado; la economía ya está en pleno empleo”. La mayoría de los estimados sobre el impulso que tendrá el crecimiento del PIB este año y el siguiente gracias a los recortes fiscales y la legislación sobre el incremento del gasto público de febrero arrojan luego un leve lastre fiscal hacia 2020 (gráfico 17). A medida que el estímulo se va convirtiendo más bien en un freno, suponiendo que no se prolongue hasta el año electoral 2020, y si antes de llegar a este punto se agregan más aumentos de las tasas, la Fed corre el riesgo de endurecer en exceso su política.

Dicho esto, consideramos que hablar de una recesión en Estados Unidos es todavía exagerado. No hay prácticamente señales de desequilibrio en la situación de los hogares, con una carga de la deuda cercana a mínimos récord y una tasa de ahorro ajustada al patrimonio que nunca antes había sido tan alta. La calidad del crédito corporativo es sólida, incluso cuando la cobertura de intereses se somete al impacto del “gráfico de puntos” de la Fed y las alzas previstas ([aquí](#)). El estímulo solo pasará a ser un leve freno en 2020, y siempre y cuando el Congreso no añada otro paquete de incremento del gasto público a las elecciones presidenciales de ese año.

Gráfico 17



Fuente: Scotiabank Economics, Joint Committee on Taxation, Central Budget Office, "The Tax Cuts and Jobs Act: A Boost to Growth or Missed Opportunity?" - Jason Furman.

Gráfico 18



Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada, BLS.

Tabla 1

Pronósticos de Scotiabank Economics para la curva de rendimientos Canadá-Estados Unidos									
	2017		2018			2019			
	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
(al cierre del trimestre, %)									
<b>Canadá</b>	<b>T4</b>	<b>T1</b>	<b>T2</b>	<b>T3p</b>	<b>T4p</b>	<b>T1p</b>	<b>T2p</b>	<b>T3p</b>	<b>T4p</b>
Tasa interbancaria del BoC	1.00	1.25	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	2.25	2.50
Tasa preferencial	3.20	3.45	3.45	3.70	3.95	4.20	4.45	4.45	4.70
Bonos del Tesoro a 3 meses	1.06	1.15	1.26	1.55	1.80	2.05	2.30	2.30	2.50
2 años, Canadá	1.69	1.78	1.91	2.05	2.30	2.40	2.50	2.55	2.60
5 años, Canadá	1.87	1.97	2.07	2.25	2.45	2.55	2.60	2.65	2.70
10 años, Canadá	2.05	2.09	2.17	2.40	2.55	2.60	2.65	2.70	2.75
30 años, Canadá	2.27	2.23	2.20	2.50	2.70	2.80	2.85	2.90	2.95
<b>Estados Unidos</b>	<b>T4</b>	<b>T1</b>	<b>T2p</b>	<b>T3p</b>	<b>T4p</b>	<b>T1p</b>	<b>T2p</b>	<b>T3p</b>	<b>T4p</b>
Tasa objetivo de los fondos federales	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00
Tasa preferencial	4.50	4.75	5.00	5.25	5.50	5.50	5.75	5.75	6.00
Bonos del Tesoro a 3 meses	1.38	1.70	1.92	2.20	2.45	2.50	2.70	2.75	3.00
2 años, Tesoro	1.88	2.27	2.53	2.60	2.70	2.80	2.90	3.00	3.10
5 años, Tesoro	2.21	2.56	2.73	2.85	2.90	2.95	3.00	3.10	3.20
10 años, Tesoro	2.40	2.74	2.84	3.00	3.05	3.10	3.15	3.20	3.30
30 años, Tesoro	2.74	2.97	2.96	3.15	3.20	3.30	3.35	3.40	3.45

Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

**Tercero, las presiones inflacionarias recientes no instan a actuar con urgencia en lo que se refiere a incrementar el ritmo del endurecimiento monetario este año. Según los últimos datos, la inflación se encontraría más o menos en la meta de la Fed (2%), y creemos incluso que el organismo está dispuesto a tolerar que la sobrepase temporalmente.**

**Cuarto, es poco probable que la depreciación del dólar alimente la inflación tanto como lo ha hecho en los trimestres recientes.** La depreciación que tuvo el índice dólar desde principios de 2017 hasta comienzos de este año contribuyó posiblemente a una buena parte del repunte de la inflación del GCP subyacente. La apreciación que ha mostrado el dólar desde entonces podría dar a entender que la inflación ha tocado techo y que más bien corre el riesgo de bajar más adelante este año y el próximo. Recordemos que, según los estimados de la Reserva Federal, cada vez que el índice dólar ponderado por el comercio se deprecia o aprecia en un 10%, la inflación subyacente sube o baja en 0.5% en los seis meses siguientes y en 0.3% cuando se incluye todo el año siguiente, pues los efectos pasajeros empiezan a disiparse con el tiempo.

**Quinto, el crecimiento salarial no ha variado mucho.** El dato nominal de mayo, de 2.7% interanual, se mantiene dentro del rango predominante de 2.4%–2.8% de los últimos dos años y medio. Solo hubo una aceleración entre fines de 2015 y el primer semestre de 2016. Sin embargo, en términos reales, **la tasa de crecimiento de la remuneración horaria promedio es 0%, el segundo dato más bajo de los últimos cinco años y medio (gráfico 18).** El crecimiento salarial no apunta a una aceleración de la inflación; si acaso, más bien sería lo contrario.

**Otro factor de incertidumbre proviene de las tensiones comerciales que está provocando el gobierno estadounidense.** En general, coincidimos con la Reserva Federal y consideramos que el impacto ha sido hasta ahora moderado. Sin embargo, el grado de incertidumbre que la administración Trump ha impuesto al panorama para la economía global y estadounidense a más largo plazo nos lleva a usar bandas bastante anchas en torno a las previsiones sobre muchas variables dentro de un contexto por ahora cada vez más incierto.

## México

### SI... ENTONCES

- **Existe una gran incertidumbre con respecto al panorama económico del próximo trimestre. Los resultados de las elecciones presidenciales podrían dar lugar a cambios importantes en la política económica del país en un contexto de inestabilidad de la política global. En este sentido, nuestras previsiones macroeconómicas constituyen más bien probabilidades y podrían cambiar considerablemente en los próximos meses.**
- **El alto grado de incertidumbre está teniendo un impacto en la economía, por lo que estamos efectuando algunos ajustes teniendo en cuenta el comportamiento más cauteloso de los consumidores, los menores niveles de inversión, el debilitamiento del peso mexicano y un cambio significativo en la balanza comercial.**

El pasado 1 de julio, tuvieron lugar las elecciones de mayor trascendencia de los últimos tiempos en México. Si bien la atención estuvo centrada en la campaña presidencial que llevó a la contundente victoria de Andrés Manuel López Obrador (AMLO), en estos comicios se eligieron también 3,400 funcionarios públicos a nivel local y federal. AMLO forjó su campaña bajo la premisa de que es momento de cambiar el denominado modelo neoliberal que, en su opinión, no ha funcionado y solo ha generado pobreza y desigualdad.

Hasta el momento no está nada claro cuáles serán los cambios que efectuará el nuevo gobierno. Son numerosos los mensajes tranquilizadores que garantizan el mantenimiento de la disciplina fiscal, el freno al incremento de la deuda pública y el respeto a la autonomía del banco central. Por otro lado, también hemos recibido mensajes preocupantes, particularmente acerca del deseo de López Obrador de detener o eliminar algunas reformas estructurales, o de cumplir las grandes promesas sociales mediante el incremento del gasto público y la participación directa del gobierno en la economía. Cabe señalar que, tal como lo ha indicado el FMI, México prácticamente no tiene ningún margen de maniobra fiscal y, si la nueva administración ejerce presión sobre las finanzas públicas, a pesar de su promesa de mantener una disciplina fiscal, los mercados financieros podrían reaccionar de forma negativa. Será importante mantener la confianza del mercado, especialmente cuando cerca de US\$11,000 millones de deuda en moneda extranjera se vencen en 2019 y deberán ser renovados.

Los mercados financieros prevén principalmente un escenario en el que la política económica se mantiene sin cambios importantes debido a las restricciones que responden a la realidad y al pragmatismo. Los mercados seguirán atentamente los primeros discursos de López Obrador, su elección del gabinete y sus decisiones políticas iniciales para evaluar cómo podría cambiar el rumbo de la política de México.

El proceso político en México no es el único factor que afectará el desempeño de la economía. Hay muchos temas centrales que podrían definirse en los próximos meses y cambiar radicalmente el panorama económico. Quizá el más importante es el proceso de renegociación del TLCAN, que continúa a un ritmo lento debido a que cualquier acuerdo deberá ser ahora adoptado y ratificado por el nuevo gobierno. Desafortunadamente, el panorama económico podría volverse mucho más sombrío si el presidente de Estados Unidos decide disolver el tratado. Si bien seguimos creyendo que es poco probable que esto suceda, es un riesgo que no podemos descartar del todo, especialmente ahora que son más evidentes las señales de una guerra comercial con China. Además, el entorno financiero de los mercados emergentes se ha estado deteriorando, no solamente porque el gobierno de Estados Unidos se muestra cada vez más proteccionista, sino también porque

### CONTACTOS

#### Mario Correa

52.55.5123.2683 (México)

Scotiabank Mexico

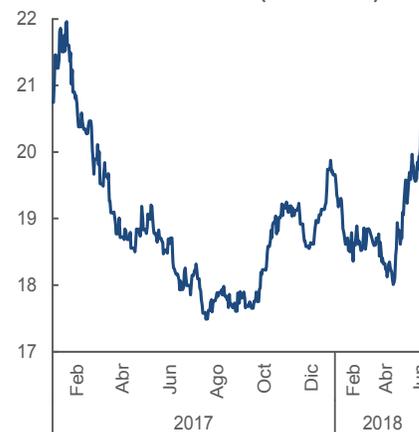
[mcorrea@scotiabank.com.mx](mailto:mcorrea@scotiabank.com.mx)

México	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	2.0	2.1	2.5
IPC (% interanual, cierre)	6.8	4.2	3.8
Tasa del banco central (% , cierre)	7.25	8.00	8.00
Peso mexicano (USDMXN, cierre)	19.66	20.20	20.48

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

#### Tasa de cambio (USD/MXN)



Fuente: Banco de México

Gráfico 2

#### Bono M a 10 años (%)



Fuente: Banco de México

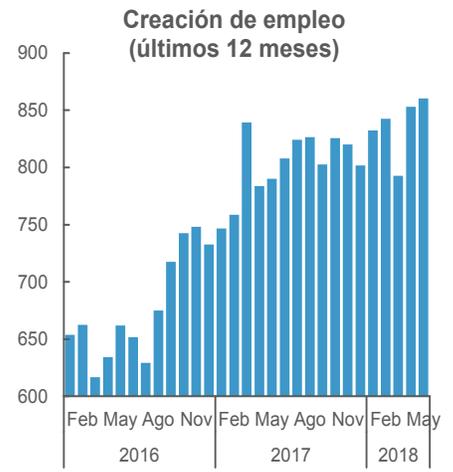
la evolución de las tasas de interés a nivel mundial podría verse afectada por la normalización de la política monetaria en los países desarrollados y las mayores necesidades financieras de Estados Unidos.

Existe entonces un alto grado de incertidumbre en el panorama económico, y nuestras variables financieras están respondiendo a ello, tal como se ha podido ver en el comportamiento del peso mexicano (MXN) durante las últimas semanas (gráfico 1) y en el rendimiento de los bonos M a 10 años (gráfico 2). Hemos ajustado nuestras proyecciones macroeconómicas a fin de considerar este futuro más incierto, así como los datos económicos más recientes. De acuerdo con esto, ahora esperamos un crecimiento más modesto del PIB para 2018 y 2019 (2.0% y 2.5%, respectivamente), dado que el consumo privado podría no ser tan elevado y la inversión podría ser más baja. A pesar del debilitamiento de la inversión, la creación de empleos está aumentando a buen ritmo (gráfico 3), de modo que esperamos cifras sólidas para este año y para el siguiente (852,000 y 865,000). Nuestras previsiones para el MXN indican una subida del dólar: 20.20 MXN/USD para fines de este año y 20.48 MXN/USD para fines del próximo año.

La inflación y las tasas de interés son dos “incógnitas” relevantes. Si el peso sigue estando bajo presión, entonces la inflación podría aumentar, lo que requerirá una mayor intervención del Banco de México mediante su política monetaria, con alzas de las tasas de interés. Por el momento, seguimos creyendo que la inflación terminará en 2018 ligeramente por encima del nivel superior del rango de referencia de la política monetaria, mientras que el próximo año podría situarse en este rango. Seguimos pensando que este año el Banco de México incrementará en otras dos oportunidades las tasas de interés, y una vez más en 2019, hasta alcanzar 8.25%. Si todo va bien, el Banco de México podría empezar a reducir levemente su tasa de interés en el último trimestre de 2019. Sin embargo, nuestras previsiones con respecto a las tasas de interés tienen un sesgo claramente alcista. Un aspecto interesante es la revisión de nuestras proyecciones sobre la balanza comercial, que ahora presenta un déficit menor gracias al fortalecimiento de la economía global y al impulso generado por la depreciación de la moneda. Como consecuencia, el déficit de la cuenta corriente ha disminuido también.

Seguimos creyendo que prevalecerá la razón, lo que significa que no se pondrá fin al TLCAN y una versión renovada y mejorada del acuerdo terminará adoptándose en 2019, y también que el nuevo presidente mantendrá las políticas económicas sin aplicar cambios drásticos a las reformas estructurales. Si este escenario no se cumple, entonces nuestras previsiones podrían cambiar considerablemente en los próximos meses. Las variables más sensibles serían la tasa de cambio y las tasas de interés, donde lo más probable es una tendencia alcista. Son tiempos inciertos y, como dijo Niels Bohr, “hacer predicciones es muy difícil, especialmente acerca del futuro”.

Gráfico 3



Fuente: INEGI

## Brasil

### CIELO NUBLADO (CON POSIBILIDAD DE TORMENTA) EN EL HORIZONTE

- En los últimos dos meses, los mercados brasileños han experimentado una de las más fuertes presiones entre los mercados emergentes y, probablemente, han sido solo más estables que Turquía y Argentina. El tramo a 5 años de la curva de rendimientos ha aumentado aproximadamente 200 bps en un espacio de dos meses, mientras que el real brasileño (BRL) se depreció más de un 10%. Esta caída del BRL podría afectar la dinámica de la inflación.
- El banco central de Brasil (BCB) corre el riesgo de quedarse rezagado en la curva al optar por no elevar las tasas, a pesar del repunte de la inflación del índice de precios al productor (IPP), del aumento de la tasa de inflación IPCA y de la alta flexibilidad de las condiciones fiscales.
- Las reservas internacionales del BCB siguen siendo elevadas, lo cual deja un margen para una mayor intervención; pero, aun así, no será posible mantener el reciente ritmo de venta de swaps, pues se corre el riesgo de afectar uno de los pocos “colchones de seguridad” que todavía quedan en Brasil: su sólida reserva de liquidez.
- En el ámbito político, el panorama sigue siendo incierto. Un “escenario positivo”, en el que gane un gobierno reformista y cuente con un fuerte apoyo legislativo, luce hoy como una posibilidad lejana.

### LA VOLATILIDAD DEL MERCADO PUEDE AFECTAR AÚN MÁS LOS FUNDAMENTOS

Los activos del país han estado bajo una enorme presión. El real brasileño (BRL) ha caído un 10.2% en los últimos dos meses y el tramo de la curva de rendimientos a 5 años ha aumentado unos 200 bps. La evolución de los precios apunta a un deterioro significativo de la liquidez, debido a que los compradores han estado generalmente ausentes durante los periodos de aversión al riesgo (*risk-off*). La diferencia en los precios refleja la incertidumbre en torno a las elecciones presidenciales de octubre, además de la preocupación de que los asuntos urgentes (como la reforma del régimen de pensiones y el ajuste fiscal) no sean parte de la agenda del próximo gobierno o que, incluso si así fuese, el nuevo gobierno no cuente con un mandato lo suficientemente fuerte como para llevar a cabo los ajustes necesarios. Existe el riesgo de que la presión sobre el BRL y las tasas a largo plazo obligue al banco central a subir las tasas de interés antes de lo que esperaba, lo cual podría obstaculizar la ya debilitada recuperación macroeconómica.

### EL CRECIMIENTO SIGUE ESTANDO ENTRE LAS MEJORES NOTICIAS, PERO PIERDE IMPULSO

Según las cifras más recientes de la actividad económica mensual, los resultados se mantienen sólidos (tasa interanual de +3.7% para abril), pero algunos indicadores están empezando a lanzar señales de advertencia (por ejemplo, en abril las ventas minoristas alcanzaron apenas un +0.6% interanual). El consenso espera para este año un crecimiento de +2.45% interanual, con una tendencia a la baja en los últimos sondeos después de que las expectativas marcaran un máximo de +2.7% interanual en abril. Nuestra impresión es que esta aparente desaceleración de la economía brasileña impide que el BCB tome una posición más dura, a pesar de los riesgos cada vez mayores para la inflación.

Pensamos que varios factores pondrán, en algún momento, un freno para el crecimiento y podrían empeorar la situación en el segundo semestre de 2018. Incluso aunque el banco central no endurezca su política de manera oficial, hemos observado una fuerte subida y un empinamiento de la curva de rendimientos, lo cual podría afectar a los ya fuertemente

### CONTACTOS

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

Brasil	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	1.0	2.3	2.5
IPC (% interanual, cierre)	3.0	4.1	4.6
Tasa del banco central (% , cierre)	7.00	7.25	9.00
Real brasileño (USDBRL, cierre)	3.31	3.90	3.70

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

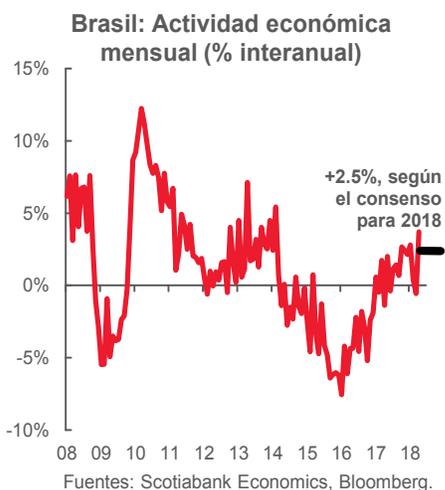
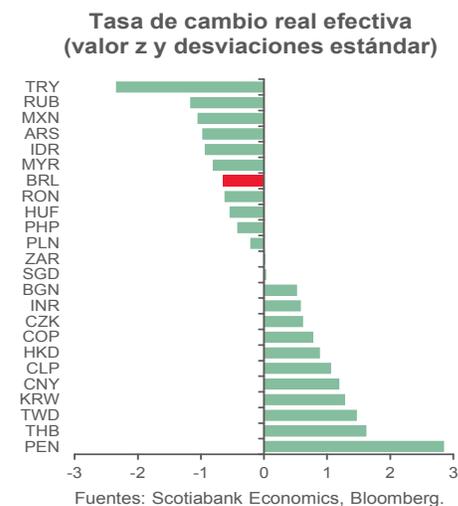


Gráfico 2



endeudados hogares (su deuda como porcentaje del ingreso disponible sigue por encima del 21%, con una corta duración promedio, lo que significa que los reajustes de tasas tienen un impacto rápido). El aumento de la inflación debería también golpear la confianza de los consumidores a medida que avance el año, pues socavaría el salario real. Además, la incertidumbre con respecto a las elecciones presidenciales y el incremento de las tasas pueden también tener un impacto negativo en el sector corporativo. No creemos todavía que estos dos factores lleven el crecimiento a un nivel por debajo de 2%, dado que los efectos de base y los elevados precios de las materias primas deberían seguir siendo favorables. Sin embargo, estos factores nos inducen a tomar una de las posturas más pesimistas con respecto al crecimiento, con un pronóstico de 20 bps por debajo del consenso para 2018 y de 30 bps por debajo del consejo para 2019.

### EL BANCO CENTRAL BAJO PRESIÓN PARA ESTABILIZAR EL REAL BRASILEÑO

Debido a la drástica caída del BRL y al relativamente fuerte impacto que tiene la tasa de cambio en la inflación (entre 20% y 30%), los mercados están empezando a incorporar los aumentos de las tasas de interés en la curva de DI (swaps de tasas de interés locales). A mediados de junio, la curva descontaba un alza de 100 bps de las tasas de interés para fin de año. Creemos que esto no necesariamente refleja del todo las expectativas reales sobre el endurecimiento monetario del BCB, sino que es el resultado de la pérdida del apetito de los inversionistas por los activos locales, lo que genera aún más presiones sobre las tasas. Sin embargo, con el aumento considerable de la inflación del IPP (7.4% para abril) y el incremento del IPC (el consenso arroja 3.56% para la tasa IPCA esta semana, lo que equivale a un alza de 90 bps con respecto al mes previo, si esto se confirma), el impacto acumulado de la tasa de cambio en la inflación situándose posiblemente entre 200 bps y 300 bps, y el déficit fiscal del gobierno en alrededor de -8.3% del PIB (véase aquí el [saldo global del gobierno general](#)), hay cada vez más probabilidades de que el banco central se quede rezagado en la curva. Para estar en una postura “neutral”, según nuestros estimados, la tasa SELIC debería situarse actualmente entre 8% y 8.5% si consideramos las expectativas inflacionarias y el “desfase en la transmisión”. No obstante, creemos también que esto podría estar sesgado a la baja, en vista del gran riesgo de que la inflación termine siendo más elevada de lo anticipado, entre otras cosas por la postura fiscal laxa. Brasil es una de las economías latinoamericanas en las que, una vez que se desata la espiral inflacionaria, se puede entrar fácilmente en un círculo de autorrefuerzo.

Desde la perspectiva de la tasa de cambio real efectiva (gráfico 2), el BRL está barato, pero no tanto. Se ubica a una desviación estándar del “valor justo”. La ausencia de valuaciones especialmente atractivas, así como las tasas de interés menos elevadas, hacen que el BRL siga siendo de todas formas vulnerable. La buena noticia es que el banco central aún cuenta con recursos para enfrentar la situación y respaldar al real. Actualmente, el saldo pendiente en swaps del BCB es de aproximadamente US\$65,000 millones, y como Brasil cuenta con reservas internacionales de unos US\$360,000 millones, aún hay recursos para proteger el BRL. Sin embargo, también es cierto que es preocupante el ritmo de crecimiento de la posición de swaps: en junio aumentó US\$26,000 millones... ¡en solo una semana! Según el indicador de suficiencia de reservas del FMI (ver tabla más abajo), las reservas internacionales son uno de los pocos “colchones de seguridad” que le quedan a Brasil, por lo que no se pueden desperdiciar.

### Suficiencia de las reservas de los mercados emergentes

País	Indicador ARA	País	Indicador ARA
Brasil	1.55	Chile	0.82
China	0.86	Colombia	1.26
India	1.51	México	1.07
Rusia	2.77	Perú	2.74
Sudáfrica	0.64		

Indicador ARA: Utilizado por el FMI para medir la suficiencia de las reservas. Éstas se consideran suficientes cuando el indicador se sitúa entre 1.0 y 1.5. [El indicador](#) se basa en una serie de parámetros como la cobertura de deuda a corto plazo, las importaciones, etc.

Prevedemos que el BRL continúe debilitándose a medida que los rendimientos reales se vean afectados por la creciente inflación, al mismo tiempo que la incertidumbre política y la falta de progreso en la consolidación fiscal y las reformas urgentes (p. ej., pensiones) reducen el apetito por los activos brasileños. Es posible que, en los próximos meses, el BRL se vea como un buen vehículo para las posiciones largas en pesos mexicanos (MXN), puesto que se han reducido los diferenciales de rendimiento entre estas dos monedas, especialmente cuando se ajustan por calidad. El cruce USD/BRL debería seguir subiendo, llegando a 3.90 para fines de año, sin olvidar que, a medida que se aproximan las elecciones, podríamos observar fluctuaciones temporales por encima de 4.0; aunque, en ese caso, esperamos que el banco central intervenga drásticamente mediante operaciones de swaps; y, en casos más extremos, posiblemente incluso en operaciones al contado. Creemos que el banco central iniciará el ciclo de aumento de tasas de interés antes de lo previsto por el consenso; pero con esa medida estará más bien combatiendo la inflación, en vez de prevenirla. Por ello, según nuestras proyecciones, la inflación seguirá aumentando más y con más rapidez de lo que prevé el consenso, aunque esto tampoco significa que estará fuera de control. De cualquier forma, siempre existirá ese riesgo si el BCB sigue mostrándose demasiado flexible ante la inflación.

**POLÍTICA: PANORAMA CONFUSO Y APARENTEMENTE POCAS PROBABILIDADES DE UN GOBIERNO REFORMISTA CON UN MANDATO**

Es todavía muy difícil predecir cuál será el desenlace de las elecciones, dado que el expresidente Lula sigue siendo el político más popular y las puertas a la presidencia no están totalmente cerradas para él. Además, parece que en el segundo lugar de las encuestas se encuentra el populista de derecha Jair Bolsonaro. Muchas de las personas con quienes hemos conversado en Brasil creen que, al final, el “voto del establishment” se consolidará a favor de un solo candidato, que ganará las elecciones. Sin embargo, existe el riesgo de que suceda lo mismo con el “voto anti-establishment” (es decir, Bolsonaro y el Partido de los Trabajadores), y se aglutine también el “voto en contra del sistema”. Bolsonaro ha sido muy discreto durante la campaña, pero ha señalado que continuaría la política de reducción de impuestos y recorte de gastos, sin comprometerse a resolver los problemas “urgentes” como la consolidación fiscal, la reforma tributaria y la reforma del sistema de pensiones, sin lo cual la situación fiscal del país continuará siendo sumamente vulnerable y ha de seguir deteriorándose. Podríamos afirmar que incluso el “escenario optimista” (en el que el voto del “establishment” se consolide a favor de un solo candidato que gane las elecciones) también tiene sus riesgos. En este contexto de una política muy fragmentada en los partidos pro mercado, parece muy poco probable que se forme un gobierno con un sólido mandato reformista que logre estabilizar el deterioro de la dinámica fiscal.

## Colombia

- Tras las elecciones y viendo que los resultados se ajustan en gran medida a lo previsto, es momento de conocer en detalle la agenda de la campaña de Duque. Es probable que algunas de las propuestas sean bien recibidas por los mercados; pero, como siempre, el asunto está en los detalles. Una de las áreas que nos gustaría tener en claro es cómo el gobierno piensa afrontar la fuerte dependencia del petróleo en las cuentas externas y fiscales.
- El déficit gemelo se ha reducido considerablemente, pero continúa la marcada dependencia del petróleo, lo que significa que el país aún está en riesgo si el problema no se resuelve. Para nosotros, este es el principal problema que Duque deberá resolver pronto, dado que no se tiene la certeza de que el entorno externo (precio del petróleo) siga siendo favorable como hasta ahora.
- Prevedemos que la economía alcanzará su tasa potencial de crecimiento en 2019 y la inflación volverá a situarse en la mitad superior del rango objetivo del Banco de la República. A medida que eso ocurra, creemos que el banco central empezará a subir las tasas de interés a fines de 2018 y a seguir los pasos de la Reserva Federal.

### LOS RESULTADOS COINCIDEN CON LAS ENCUESTAS PREELECTORALES

Los resultados de la segunda vuelta de las elecciones presidenciales de Colombia concordaron en gran medida con las encuestas preelectorales. El candidato de la derecha y centro derecha, Iván Duque, ganó las elecciones con un 54% de los votos en la segunda vuelta (Petro obtuvo 42%), y ahora el enfoque está puesto en los detalles del plan de gobierno, de muy amplio alcance pero escasos detalles. En términos de [propuestas](#), la campaña de Duque incluyó una larga lista de promesas, entre ellas, las siguientes:

- Simplificación fiscal mediante la disminución de la cantidad de impuestos y el recorte de exenciones para reducir la carga fiscal general de las compañías. La idea tiene sentido, pero los detalles y la capacidad legislativa serán fundamentales para cumplir esta propuesta.
- Ajuste de la regla fiscal para fortalecerla y evitar el crecimiento continuo de la deuda. Este es un punto muy importante. Podría decirse que la regla fiscal de Chile es muy eficaz; por lo tanto, un movimiento en esa dirección sería favorable.
- Fortalecimiento del federalismo fiscal. No hemos visto muchas economías de América Latina tener éxito en este aspecto.
- Creación de nuevos mecanismos de financiamiento para dirigir el ahorro hacia actividades productivas: ¿Piensan crear mecanismos para canalizar parte del volumen de ahorro acumulado en los fondos de pensiones hacia las empresas y la infraestructura?

Son pocos los detalles y algunos elementos esenciales deben ser aclarados, como los siguientes: 1) qué impuestos se modificarán o eliminarán en el proceso de la simplificación fiscal; 2) cuál será el impacto neto en el ingreso fiscal global y cómo esto reducirá la dependencia de los ingresos derivados del petróleo; 3) cómo se fortalecerá la regla fiscal (¿su ente supervisor será más fuerte y más independiente?); y 4) ¿Colombia tiene el

### CONTACTOS

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

Colombia	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	1.8	2.5	3.5
IPC (% interanual, cierre)	4.1	3.3	3.4
Tasa del banco central (% , cierre)	4.75	4.50	5.50
Peso colombiano (USDCOP, cierre)	2,986	3,000	2,850

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

#### Saldo general del sector público (% del PIB)

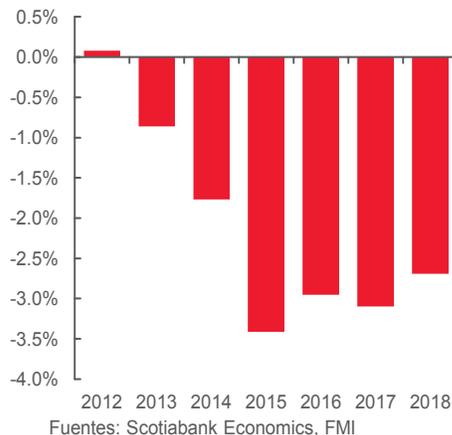
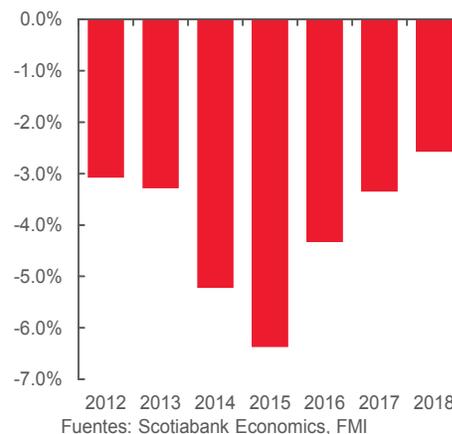


Gráfico 2

#### Saldo en cuenta corriente (% del PIB)



propósito de utilizar vehículos similares a los FIBRA y CKD de México a fin de dirigir el ahorro proveniente del sistema de pensiones hacia el capital privado, la infraestructura, etc.? (este [informe destaca el éxito de la iniciativa en México](#), aunque es probable que surjan otras dificultades).

### **LAS VULNERABILIDADES SE HAN ATENUADO, PERO SIGUEN LATENTES**

Hasta el momento, durante la actual liquidación generalizada de posiciones en los mercados emergentes, las presiones más fuertes se han concentrado en los países con fundamentos débiles: altos déficits de cuenta corriente, una precaria situación fiscal y/o bajas tasas de interés reales o alta inflación. Colombia ya no está en el grupo de los países con un “déficit gemelo” muy elevado (cuenta fiscal y cuenta corriente), pero debemos advertir que su déficit aún es relativamente significativo y está expuesto a una caída del precio del petróleo. No se trata de ninguna manera de nuestro principal escenario, pero constituye un riesgo que no podemos descartar para los próximos dos años.

Con sus calificaciones de Baa2 (Moody's), BBB- (S&P's) y BBB (Fitch), Colombia tiene aún algo de margen antes de que dos de las tres principales agencias calificadoras la rebajen a “estado basura” (para la tercera agencia ya estaría en el límite). Si observamos la deuda del país (se prevé que la deuda pública bruta general cierre 2018 justo por debajo de 50% del PIB), así como sus instituciones (ejemplo, el banco central, que vemos como confiable), no creemos que actualmente se justifique una calificación de “estado basura”. Sin embargo, nos gustaría señalar también que el margen no es muy grande y que resolver las vulnerabilidades en el actual entorno externo favorable es mucho mejor que durante una situación adversa. Como lo hemos mencionado, uno de los principales riesgos que vemos para Colombia (que no esperamos, pero que tampoco podemos descartar) es una posible caída del precio del petróleo:

- Desde el punto de vista fiscal, una caída de US\$10/bbl en el precio del crudo equivale aproximadamente a un deterioro de la posición fiscal del país de 40 bps del PIB. La recuperación del precio del petróleo contribuyó a mejorar el déficit fiscal de Colombia en unos 100 bps del PIB, para situarlo en el nivel todavía no ideal de 2.5% del PIB en 2018. La alta dependencia continua del petróleo constituye un riesgo para las finanzas públicas.
- El petróleo representa 31% de las exportaciones de Colombia y, como vimos durante la crisis de 2014, cualquier caída del precio del crudo puede ampliar el déficit de cuenta corriente del país. Colombia no posee “clusters” integrados; por ello, no hay una correlación entre sus importaciones y exportaciones, lo que hace que la cuenta corriente sea muy sensible a las fluctuaciones del precio del petróleo.

### **POLÍTICA MONETARIA Y CRECIMIENTO**

Se espera que la economía de Colombia se acelere gradualmente en los próximos meses, ya que los altos precios del petróleo respaldarán la inversión en el sector y desaparecerá la incertidumbre de las elecciones, fortaleciéndose así la confianza del sector privado. Es importante notar que, hasta el momento, la confianza del consumidor ha sido fuerte (28.7, según las últimas cifras), pero hemos observado que la confianza del sector industrial sigue siendo muy débil (2.0, según las últimas cifras). Nuestra impresión es que, a medida que mejore el desempeño del sector industrial gracias a un entorno externo más favorable (es decir, aumento del comercio global y del precio del petróleo), veremos también un incremento de las inversiones. Un indicio de que las cosas están mejorando significativamente en el sector industrial se vio en las cifras de producción industrial publicadas el mes pasado, que mostraron una sorprendente tasa interanual de 10.5% (+5.6%, según el consenso). Además, el crecimiento continuo de las ventas minoristas de entre 5% y 7% (rango reciente según las cifras publicadas) sugiere que la economía se está estabilizando en una trayectoria de crecimiento más sólido y generalizado.

De igual forma, a medida que la economía continúa fortaleciéndose para llegar a su tasa de crecimiento potencial (el próximo año), prevemos que la inflación comenzará también a aumentar hasta ubicarse en la mitad superior del rango objetivo. Ante esto, creemos que el banco central cambiará de rumbo responsablemente volviendo a un endurecimiento al final del año. A diferencia de lo que ha sucedido hasta ahora, el banco central empezará a “acompañar” a la Reserva Federal (subiendo las tasas de interés al ritmo de la Fed, como el Banco de México). El fuerte incremento de las tenencias extranjeras de bonos TES (de poco más de 20% a casi 30%) debería de algún modo forzar al banco central a sacrificar un poco de su independencia con respecto a la Reserva Federal a fin de preservar la estabilidad del mercado y las tasas de interés.

## Perú

### HAY LUGAR PARA EL OPTIMISMO

- La economía mejora en numerosos ámbitos.
- Fuerte crecimiento del PIB en el segundo trimestre, impulsado por el desempeño del sector privado, que debería mantenerse a largo plazo.
- Sorpresas positivas en las cuentas fiscal y externa.
- Política monetaria estable, con la inflación bajo control.

Las cosas están yendo definitivamente bien en numerosos ámbitos en Perú. Bueno, por lo menos en lo que se refiere a la economía, ya que la situación política sigue siendo preocupante.

Desde la publicación de nuestro último *Panorama Global*, el crecimiento del PIB ha aumentado de manera sorpresiva, la tasa de empleo se ha incrementado significativamente, la inflación ha disminuido, el déficit fiscal ha caído abruptamente y las cuentas externas han sido más sólidas de lo esperado. Solo algunas áreas no mostraron el desempeño previsto. Aparte de la esperada caída del crecimiento de la producción minera (pero no del crecimiento de la inversión minera), todas las decepciones provienen de la política del gobierno relativa al estímulo fiscal.

Dada la cantidad de noticias favorables, hemos mejorado nuestras previsiones con respecto al crecimiento del PIB, de 3.3% a 3.5% para 2018 (incluso podría aumentar aún más) y de 3.7% a 4.0% para 2019. Esto refleja nuestra opinión de que la tendencia del crecimiento ha cambiado de dirección, de forma lenta pero clara. El contexto de crecimiento mundial (aún) favorable definitivamente ha sido de ayuda.

El segundo trimestre se presenta particularmente sólido, con un crecimiento de 7.8% interanual, en abril, por lo que estamos aumentando nuestras previsiones de crecimiento de 4.0% a 4.8% para el T2 de 2018. Esto quiere decir que el crecimiento del PIB se ha acelerado de 2.5% (interanual) en el T4 de 2017 a 3.2% en el T1 de 2018, alcanzando cerca de 5% en el T2 de 2018. Cabe mencionar, no obstante, que el segundo trimestre será el último en el que los datos se comparan con el desempeño bajo del año pasado, debido al impacto que tuvo El Niño en 2017, de modo que se debería observar una desaceleración del crecimiento en los próximos trimestres. Aun así, incluso si excluimos los factores excepcionales (como El Niño que el año pasado trajo una temporada de pesca inusualmente alta), el crecimiento del PIB seguiría estando en un rango saludable de entre 3.5% y 4.0%. El crecimiento de la manufactura no relacionada con los recursos fue de 12.4%, lo que revela la fuerza de la demanda, tanto a nivel interno como en las exportaciones.

Sin embargo, no todo es positivo. El gasto público ha seguido rezagado y no será el motor de crecimiento que se pensaba inicialmente. Los numerosos cambios en el Ministerio de Finanzas y el gabinete, en general, han retrasado la ejecución del programa de inversiones y plantean dudas sobre cómo se afrontará la reconstrucción tras el paso de El Niño. Afortunadamente, el sector privado ha "salvado la situación". La inversión privada (5.3% de crecimiento en el T1) y la demanda interna (4.0%) se han convertido claramente en los principales motores del crecimiento. El sector privado se recupera bastante bien de la crisis de 2017 y ha demostrado ser más resiliente de lo que se esperaba ante la turbulencia política y las investigaciones de casos de corrupción. El sector de la manufactura no relacionada con los recursos ha crecido un 4.1% (interanual) desde el inicio del año hasta abril, terminando con una tendencia bajista que duró tres años. Esta es otra señal de que la situación ha cambiado.

### CONTACTOS

**Guillermo Arbe**  
 511.211.6052 (Perú)  
 Scotiabank Peru  
[guillermo.arbe@scotiabank.com.pe](mailto:guillermo.arbe@scotiabank.com.pe)

Perú	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	2.5	3.5	4.0
IPC (% interanual, cierre)	1.4	2.0	2.5
Tasa del banco central (% , cierre)	3.25	2.75	3.25
Sol peruano (USDPEN, cierre)	3.24	3.18	3.12

Fuente: Scotiabank Economics.

Tabla 1

### PIB y tasas de crecimiento de demanda interna

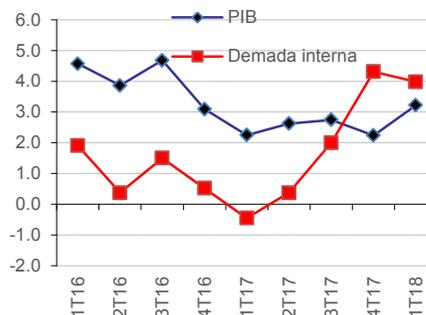
	2017	2018P	2019P
<b>PIB</b>	<b>2.5</b>	<b>3.5</b>	<b>4.0</b>
<b>Demanda interna</b>	<b>1.6</b>	<b>3.5</b>	<b>4.0</b>
Consumo privado	2.5	2.8	3.3
Consumo público	1.0	4.4	2.0
Inversión fija bruta	-0.3	5.2	6.6
Privada	0.3	4.1	6.2
Pública	-2.3	9.8	8.0
<b>Exportaciones</b>	<b>7.2</b>	<b>3.8</b>	<b>3.8</b>

P: proyectado.

Fuente: Departamento de Investigación - Scotiabank Perú.

Gráfico 1

### PIB y demanda interna (variación interanual %)



Fuentes: BCR. Elaboración: Departamento de Investigación - Scotiabank Perú.

Para seguir con las buenas noticias, el déficit fiscal de Perú en el periodo de doce meses hasta mayo bajó a 2.4% del PIB, de 2.7% en abril (y 3.2% a inicios de 2018). Es lógico que se produzca esta mejora dado el incremento de los ingresos tributarios de 22.5% (interanual) en mayo, en comparación con el incremento del gasto público de 8.9%. Cabe señalar que mayo es el segundo y último mes de la principal temporada de impuestos, que ha sido muy sólida este año. Ya hemos rebajado nuestras proyecciones sobre el déficit fiscal para todo 2018 de 3.5% a 3.2%, aunque incluso 3.2% parece ahora un poco elevado. Ninguna de estas cifras considera el nuevo incremento de los impuestos especiales, el cual debería tener solo un leve impacto en el crecimiento de los ingresos.

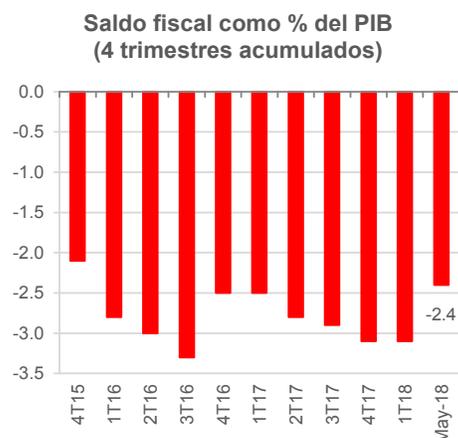
Las últimas cifras fiscales han disipado algunas preocupaciones que tenían los mercados sobre el hecho de que el déficit fiscal podría quedar fuera de control, y que la deuda fiscal de Perú podría sobrepasar el 30% del PIB en los próximos años. Como siempre, estas preocupaciones pueden resurgir si los precios de los metales caen drásticamente, lo cual siempre es un riesgo para Perú.

Algo que representa un riesgo (directo) menor para el país es el impacto de las guerras comerciales, pues Perú no produce el tipo de bienes manufacturados que podrían estar sujetos a los nuevos aranceles. El riesgo es más bien el impacto indirecto de un conflicto comercial que puede afectar el crecimiento a escala mundial, así como los precios de los metales, considerando que las recientes preocupaciones acerca de la política comercial de Estados Unidos ya se están incorporando en estos mercados.

La economía de Perú ha sufrido efectos menos graves de lo que se temía dada la turbulencia política local, mayormente gracias a que la política no ha alterado la adecuada gestión económica. Desde 2016, se ha cambiado cuatro veces de ministro de finanzas; pero, aun así, no se ve que esto perturbe las directrices generales de la política económica. Carlos Oliva, el actual ministro, ha sido bien recibido por los mercados porque es visto como alguien con ideas tradicionales y con suficiente experiencia, ya que anteriormente se desempeñó como Viceministro de Finanzas durante el periodo de 2011 a 2016.

Mientras tanto, el banco central puso fin a su política expansiva que había llevado la tasa de referencia de 4.25% en abril de 2017 a 2.75% actualmente. La inflación está repuntando ligeramente y pronto debería volver a situarse en el medio del rango objetivo de 2%. Prevemos que la tasa de referencia permanezca estable por el resto del año. El banco central no tendría por qué tener prisa para empezar a elevar sus tasas nuevamente, a pesar de la menor diferencia entre las tasas peruanas y las de la Fed. Por lo general, el organismo ha mantenido estables las tasas durante un cierto periodo antes de cambiar de rumbo.

No hemos modificado nuestra previsión de 3.18 para la tasa de cambio al cierre del año... bueno, todavía no. Nuestras dudas sobre la duración de la fortaleza del USD nos hacen pensarlo dos veces. Los fundamentos siguen apuntando a una apreciación del sol peruano (PEN), pues el superávit del comercio exterior está mejorando más de lo esperado. No obstante, los fundamentos han pasado a segundo plano frente al fortalecimiento del USD y la volatilidad del precio de las materias primas en las recientes semanas. Si bien el PEN siempre ha sido más estable que las otras monedas de los países de la región, no ha estado inmune a las fuerzas que tienen un impacto en las monedas regionales y ha fluctuado en la mitad superior del rango de 3.20 a 3.30 formado durante el último año y medio. Es posible que debamos revisar nuestras proyecciones sobre la tasa de cambio al cierre del año, pero aún es pronto y, antes de hacer cualquier modificación, queremos tener más certeza de que la fortaleza actual del USD no es solo algo temporal.

**Gráfico 2**


Fuentes: BCR. Elaboración: Departamento de Investigación - Scotiabank Perú.

**Gráfico 3**


## Chile

### EL CARRETEO TERMINÓ. UN TURBULENTO DESPEGUE HA COMENZADO.

- En el primer semestre se produjo una recuperación más rápida de lo esperado, a pesar de un entorno externo algo más desafiante para la economía chilena.
- Respondiendo a esto hemos elevado nuestro pronóstico para el crecimiento del PIB en 2018 a un 3,7% (vs. 3,6% en abril), y consideramos que los riesgos siguen sesgados al alza ya que la actividad y la confianza empresarial se están recuperando.
- Anticipamos una inflación de 2,9% para este año y por el momento mantenemos la tasa de política en 3% para fines de año, ligeramente más alta que el 2.75% incorporado en los precios financieros. Coherente con nuestra opinión sobre el crecimiento, los precios de los productos básicos y las tasas de interés, pronosticamos que el peso se apreciará un poco menos de lo esperado en nuestro pronóstico anterior, finalizando el año en 602 CLP/USD.

### ACTUALIZACIÓN MACRO: ENTORNO EXTERNO MÁS RIESGOSO Y MEJORES DATOS INTERNOS

La economía chilena, en general, no ha sido directamente golpeada por la reevaluación inducida por la Fed de las perspectivas de varios mercados emergentes. Creemos que esto seguirá siendo así debido a que: (1) los factores de riesgo de Chile son comparativamente bajos (endeudamiento externo y déficit de cuenta corriente, por ejemplo), (2) marcos institucionales fuertes, incluyendo tipo de cambio altamente flexible, política monetaria independiente, gobierno comprometido con la mejora de las condiciones fiscales y el crecimiento y (3) las exportaciones a las economías más problemáticas de la región son más bien limitadas.

A nivel nacional, el flujo de datos se fortaleció significativamente en el primer semestre. Los índices de confianza se mantienen positivos y se espera que continúen así, como lo sugiere una creciente cantidad de información cualitativa de apoyo. Este conjunto de condiciones es lo suficientemente importante como para elevar nuestro crecimiento del PIB en una décima a 3.7% y mantener un sesgo al alza, aunque moderado. Como hemos estado advirtiendo durante mucho tiempo, esta recuperación será de "estilo clásico", es decir, liderada por la inversión, aunque en la primera fase, no necesariamente en grandes proyectos.

El tipo de cambio persistentemente alto y el aumento en los precios del petróleo llevaron al Banco Central y a los mercados financieros a aumentar las proyecciones inflacionarias a 2.8% para este año. Con el fin de acomodar esos mismos factores, pero también debido a una recuperación esperada más rápida precios de bienes no transables (servicios), elevamos nuestro pronóstico previo de inflación de 2.8% a 2.9%. La mayor parte del mercado adelantó el primer aumento de 25pb de la tasa de política monetaria (actualmente en 2.5%) a diciembre. Mantenemos nuestra opinión de que la tasa podría estar en 3% a fines de año. El desafío para el Banco Central es importante, ya que tratará de permitir que la recuperación se consolide más antes de modificar su política expansiva.

Aunque esperamos algún alivio moderado para el peso en los próximos meses, no se puede descartar el riesgo de una mayor apreciación debido al mayor optimismo respecto a Chile. Coherente con esto, hemos incluido una apreciación adicional menos intensa de lo previsto: ahora esperamos que el peso cierre el año a 602 CLP / USD.

### CONTACTOS

**Benjamin Sierra**  
 56.2.2619.4974 (Chile)  
 Scotiabank Chile  
[benjamin.sierra@scotiabank.cl](mailto:benjamin.sierra@scotiabank.cl)

Chile	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	1.5	3.7	3.9
IPC (% interanual, cierre)	2.3	2.9	3.0
Tasa del banco central (% , cierre)	2.50	3.00	3.50
Peso chileno (USDCLP, cierre)	615	602	590

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

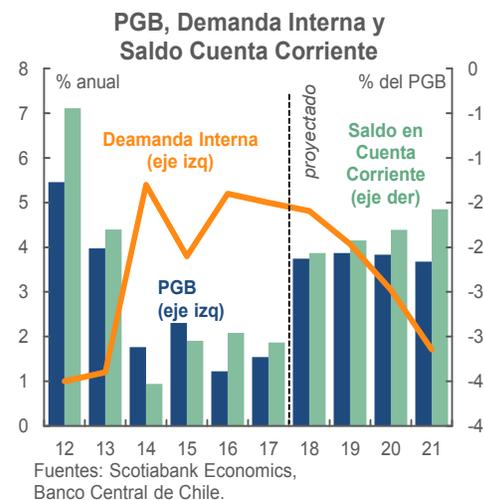
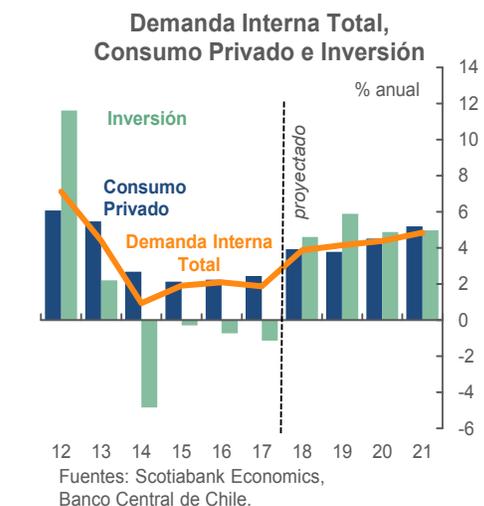


Gráfico 2



## PANORAMA POLÍTICO: UN GOBIERNO CAUTO PERO DECIDIDO

Se han visto pequeños cambios en el frente político. El gobierno continuó con su plan de emprender acciones para destrabar la inversión (contenida severamente en años anteriores por los términos de intercambio, los desafíos institucionales y la falta de confianza), lograr un amplio consenso con la oposición para las reformas a largo plazo y reorientar las finanzas públicas hacia niveles más sostenibles. Hasta ahora, los resultados no han sido evidentes, pero muchas acciones muestran que se están moviendo en esa dirección de una manera muy decidida. Por ejemplo, el apoyo político para un recorte de impuestos corporativos, que era imposible de conseguir, fue reemplazado por una simplificación de la reforma tributaria que se propondría en poco tiempo. Han surgido algunas fisuras limitadas en la coalición gubernamental, pero las consecuencias negativas para ellos, por un lado, y el importante liderazgo del presidente deberían ser suficientes para evitar más ruido. La oposición de centroizquierda más relevante parece estar dispuesta a negociar, tratando de evitar los costos políticos de las actitudes paralizantes.

## RIESGOS PRINCIPALES: LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y EL ACUERDO POLÍTICO SON LAS CLAVES

Los principales riesgos para la economía chilena siguen siendo los mismos: desde el exterior, un deterioro en los términos de intercambio sería, con mucho, lo más importante. Otros riesgos, como las restricciones al comercio internacional, podrían ser graves, pero a largo plazo. Como se dijo, los riesgos derivados de los cambios en la política de la Fed parecen muy limitados si se mantienen dentro de límites razonables y no deberían tener un impacto importante en los términos de intercambio de Chile. En el plano interno, los principales riesgos se refieren a la capacidad del Gobierno para cumplir su programa y mejorar las finanzas públicas.

Gráfico 3

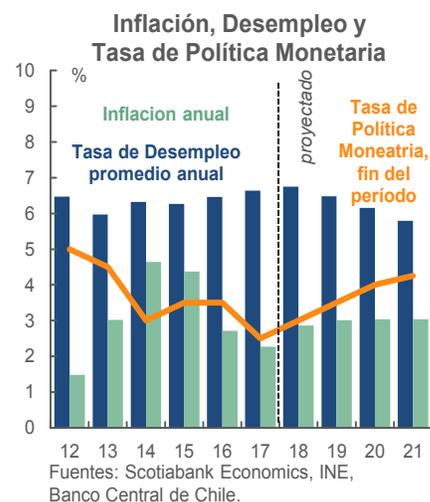


Gráfico 4

## Tipo de Cambio, Precio del Cobre

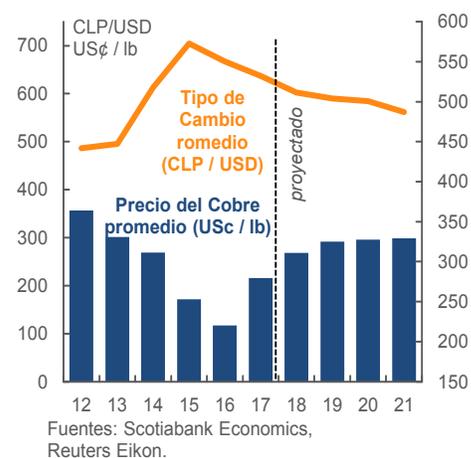
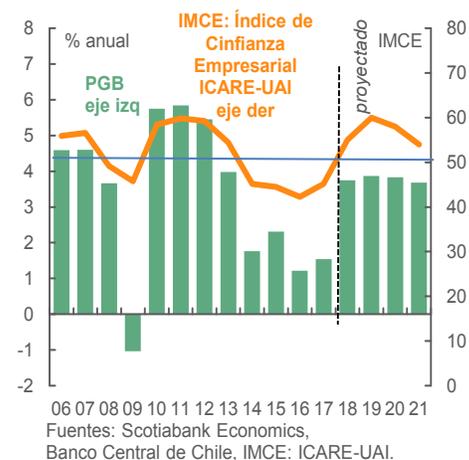


Gráfico 5

## PGB - Confianza Empresarial



## Reino Unido

- Se espera que el crecimiento del PIB retome el ritmo tendencial de 1.5% este año, una tasa nada espectacular, pero sólida.
- La inflación del IPC ha sido mucho más baja de lo que la mayoría esperaba. Después de una breve pausa a mediados del verano, la trayectoria bajista ha de reanudarse hasta fines de año.
- El Banco de Inglaterra debería subir su tasa de referencia en la reunión de agosto, ante el aumento sorpresivo y de corta duración de la inflación y las señales que confirman que la debilidad del primer trimestre fue pasajera.

### CRECIMIENTO

Según nuestras previsiones, la economía del Reino Unido crecerá de manera acorde con la tendencia este año, a una tasa interanual de 1.5%. Considerando que durante el primer semestre del año el crecimiento del ingreso real disponible de los hogares fue nulo y que existe todavía una gran incertidumbre en torno al proceso del *brexit*, podría decirse que es todo un logro que la economía mantenga su tendencia de crecimiento. Sin embargo, esto sería también una falsa alabanza, porque hoy en día un buen resultado para el producto de una economía es crecer a la tasa potencial. Ya prácticamente nadie aspira a un resultado por encima del crecimiento potencial, pese a la prolongada política monetaria expansiva.

En el primer trimestre de 2018, el mal tiempo hizo de las suyas, dejando la tasa de crecimiento trimestral en apenas un poco más que cero. Todo debería volver a la normalidad en el segundo trimestre, con un crecimiento intertrimestral del producto de casi 0.5%. Ni siquiera suponemos que se recuperará el terreno perdido en el primer trimestre, sino simplemente que se retomará el ritmo tendencial de crecimiento. Somos un poco más optimistas con relación al ritmo de expansión del segundo semestre del año, más que todo porque pensamos que reflejará la mejora posible del ingreso real disponible de los hogares.

En el plazo más inmediato, todas las miradas estarán puestas en los estimados mensuales del PIB de la Oficina de Estadística Nacional, que se divulgarán ahora según el nuevo calendario de publicación. Esperamos que el PIB del segundo trimestre sea robusto, pero es posible que el dato mensual de los tres meses anteriores a mayo apenas esté por encima de cero. A primera vista, esto podría significar que la debilidad sorpresiva del primer trimestre no fue solamente consecuencia del mal tiempo y que algo más podría estar ocurriendo por el lado de los fundamentos. Sin embargo, creemos que estos datos deberán leerse con cautela y que las cifras sobre el PIB del segundo trimestre que se publiquen un mes más tarde serán un indicador más adecuado de la realidad.

### INFLACIÓN

La inflación ha caído en gran medida tal como habíamos previsto y, durante el primer semestre del año, ha llegado a un nivel mucho más bajo de lo que otros analistas esperaban. Creemos que esta disminución se ha interrumpido ahora temporalmente por el encarecimiento del precio de la energía. De cualquier forma, la inflación ha de retomar una senda bajista a mediados del verano, con lo que el IPC caerá a una tasa interanual de 2% para el cierre del año. Según nuestros pronósticos, la inflación seguirá bajando en 2019 hasta tocar un mínimo interanual de 1.75%.

Todo este movimiento se ha producido en los componentes del IPC que son sensibles a la tasa de cambio. Más específicamente, el alza que registró la inflación en 2017 se debió al incremento de la inflación importada, que a su vez fue consecuencia del desplome agudo

### CONTACTOS

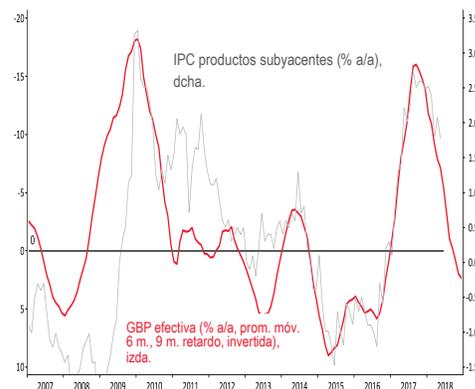
**Alan Clarke, Director, Estrategia de Renta Fija, Europa**  
 44.207.826.5986 (Londres)  
 Fixed Income Strategy  
[alan.clarke@scotiabank.com](mailto:alan.clarke@scotiabank.com)

Reino Unido	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	1.8	1.7	1.9
IPC (% interanual, cierre)	2.9	1.9	1.9
Tasa del banco central (% , cierre)	0.50	0.75	1.00
Libra esterlina (GBPUSD, cierre)	1.35	1.32	1.40

Fuente: Scotiabank Economics.

### Gráfico 1

**Tasa de cambio de la GBP apunta a mayor desaceleración de componentes sensibles a la tasa de cambio**



Fuentes: Macrobond, Scotiabank FICC Strategy.

de la libra esterlina (GBP). Sin embargo, como la GBP ha dejado de caer (y, de hecho, se ha apreciado), el impulso que provenía de la inflación importada se está desvaneciendo. Por consiguiente, aunque hasta el momento la inflación ha bajado más de lo esperado este año, todavía puede hacerlo mucho más debido a esta razón (gráfico 1).

Ahora bien, la porción sensible a la tasa de cambio (productos subyacentes) de la cesta de la inflación solo cuenta la mitad de la historia. La otra porción, es decir, la inflación generada a nivel interno (servicios), no debería verse muy afectada por las fluctuaciones de la GBP. Algunos analistas asumen, con un razonamiento bastante simplista, que la aceleración que viene mostrando la inflación salarial desde finales del año pasado implica que la inflación de servicios también despegará, postulado con el que no estamos de acuerdo. Si bien es cierto que algunos componentes de la inflación de servicios están correlacionados con la inflación salarial (como el mantenimiento doméstico o del automóvil, con un alto contenido de insumo laboral), estos componentes son más bien la excepción y no la norma.

En realidad, los componentes que representan el grueso de la inflación de servicios no están correlacionados con la inflación salarial. Y, además, tenemos muchos datos acerca de estos componentes más relevantes. Por ejemplo, los alquileres (casi 20% del IPC total) prácticamente no han subido desde que el anterior Ministro de Finanzas introdujera la política del recorte anual de 1% de los alquileres de viviendas sociales durante un periodo de cuatro años. Esto es un factor “conocido conocido” que no tiene nada que ver con la inflación salarial y que, prácticamente con toda seguridad, frenará la inflación de servicios. Asimismo, el rubro de los servicios personales y recreativos (que incluye los paquetes vacacionales y restaurantes) posiblemente lastre la inflación, en vez de alimentarla.

En conclusión, creemos que en el mejor de los casos la inflación de servicios se mantendrá en un rango estrecho durante los próximos seis a doce meses. Esto, aunado a la caída continua de la inflación de los productos subyacentes, debería hacer que la inflación del IPC (general) disminuya por debajo de la meta del Banco de Inglaterra (2%) a comienzos de 2019.

## **POLÍTICA MONETARIA**

El Banco de Inglaterra decidió no subir la tasa de referencia en su reunión de mayo para observar si la debilidad de los datos del primer trimestre fue temporal o no. Creemos que el crecimiento retomará su ritmo tendencial en el segundo trimestre, que la inflación superará la proyección a corto plazo del organismo y que la capacidad excedentaria seguirá disminuyendo. Por lo tanto, seguimos pensando que el Comité de Política Monetaria (MPC) subirá las tasas en su reunión de agosto.

El momento propicio para que el Comité aumente las tasas de interés este año será bastante breve, pues para noviembre la inflación del IPC habrá llegado a la meta o ya estará un poco por debajo de ese nivel. Así pues, aunque la tasa actual de inflación no sea el factor más influyente en estas decisiones, al MPC le costará justificar el incremento de las tasas si la inflación ya se encuentra en la meta o más abajo y muestra una trayectoria bajista. Además, durante el mes de noviembre, el Comité tendrá que revisar su análisis sobre el impacto posible del *brexit*, lo que podría llevarlo a ser más prudente con respecto a la política monetaria. Dado que prevemos que el IPC será inferior a la meta en 2019, hay grandes posibilidades de que la política monetaria se mantenga intacta hasta el próximo año.

## **BREXIT, FINANZAS PÚBLICAS Y POLÍTICA**

Las negociaciones entre el Reino Unido y la Unión Europea (UE) se han atascado en torno al asunto de los términos aduaneros, especialmente en la frontera con Irlanda del Norte. Hasta que se resuelva este punto, será difícil avanzar en la formulación de planes más concretos, como los aranceles que se aplicarán y las modalidades del comercio de servicios entre ambas economías.

Mientras tanto, en octubre debería llegarse a un hito clave del proceso (aunque ya hay señales de que esto podría aplazarse). Según el cronograma actual, el parlamento del Reino Unido deberá votar sobre cualquier acuerdo que el país haya alcanzado con la UE. Cabe destacar que no se trata de decidir si el Reino Unido se queda en la UE o se retira; más bien se trata de aceptar el acuerdo alcanzado, o de rechazarlo. Los diputados especulan actualmente sobre lo que podría ocurrir si se impone la opción de rechazo del acuerdo. Un segundo referendo sigue siendo una posibilidad, como también lo es la llamada “caída al precipicio” que representa el *brexit* sin ningún acuerdo.

Siempre y cuando se cumpla el actual acuerdo de transición, no debería haber ningún cambio tangible después de que el Reino Unido salga de la UE en marzo de 2019. Por ahora, el impacto principal para la economía proviene de la confianza, la incertidumbre o los preparativos del *brexit*. Las verdaderas consecuencias directas del abandono de la UE solo deberían materializarse dentro de dos años cuando finalice el acuerdo de transición, aunque ya se ha contemplado también la posibilidad de prolongar este periodo de transición.

## Eurozona

- Se avizora el fin de la expansión cuantitativa del BCE. Sin embargo, nos parece todavía algo prematuro hablar de un incremento de las tasas de interés, que en el mejor de los casos deberían apenas comenzar a subir en 2020.
- La inflación general ha llegado al nivel establecido en el mandato de estabilidad de precios del BCE, pero es poco probable que continúe subiendo. Mientras tanto, la inflación subyacente sigue todavía anémicamente estancada en cerca de 1%, aunque debería aumentar poco a poco a medida que disminuye la capacidad excedentaria de la economía.
- La eurozona ha de crecer a una tasa superior a la tendencia, pero no tan robusta como anteriormente se esperaba, durante todo el horizonte de previsión.

### POLÍTICA MONETARIA

El fin de la expansión cuantitativa ya está cerca, pues el Banco Central Europeo (BCE) anunció una nueva reducción de su programa de compra de activos. De septiembre a diciembre, el BCE recortará a la mitad el volumen mensual de compras de activos, de EUR 30,000 millones a EUR 15,000 millones. Después de este punto (según las previsiones económicas actuales), se acabarán las compras. El volumen total del programa de compra de activos se situará así en más de EUR 2.5 billones, equivalente a más del 22% del PIB de la eurozona.

Como era de esperar, en cuanto se vislumbró el fin del relajamiento monetario comenzaron las especulaciones acerca de la fecha del primer aumento de las tasas de interés por parte del BCE. Estas predicciones nos parecen algo prematuras. Después de proceder a una flexibilización sin precedentes, el Consejo de Gobierno no tendrá prisa por salir de esta postura holgada. Es por ello que dudamos que se produzca una subida de las tasas, por lo menos no hasta 2020.

### INFLACIÓN

Las condiciones económicas respaldan en gran medida la decisión del BCE de retirar las compras de activos. En particular, la inflación del IAPC general ha repuntado a una tasa interanual de 1.9%; básicamente el nivel conforme al mandato de estabilidad de precios del organismo. Sin embargo, por debajo de la superficie, la inflación del IPC subyacente sigue estancada en una débil tasa interanual de 1.1% y ha pasado aprietos para mantenerse en más de 1% desde el año pasado. Puesto que el desempleo continúa disminuyendo y la economía crece a un ritmo superior a la tendencia, hay buenas razones para creer que la inflación subyacente despegará durante el próximo año (gráfico 1). Gran parte de la aceleración de la inflación general se ha debido a la inflación no subyacente, que a su vez ha estado parcialmente bajo la influencia de efectos de base. La inflación subyacente solo ha sido una fuente secundaria de presiones alcistas. En resumen, para poder mantenerse en un nivel alto y, ni se diga, subir más, la inflación general necesitará un mayor empujón de los componentes subyacentes.

### CRECIMIENTO

Los indicadores adelantados de encuestas siguen apuntando a un crecimiento del PIB superior a la tendencia, aunque menos fuerte de lo previsto hace seis meses. De hecho, interpretamos que las encuestas apuntan a un crecimiento interanual de 2% a 2.5% para este año y el siguiente, cifras muy superiores al ritmo tendencial de aproximadamente 1%, pero también inferiores al 3% que se anticipó cuando las encuestas estaban en su máximo nivel. En comparación con la situación de hace seis meses, la confianza del consumidor

### CONTACTOS

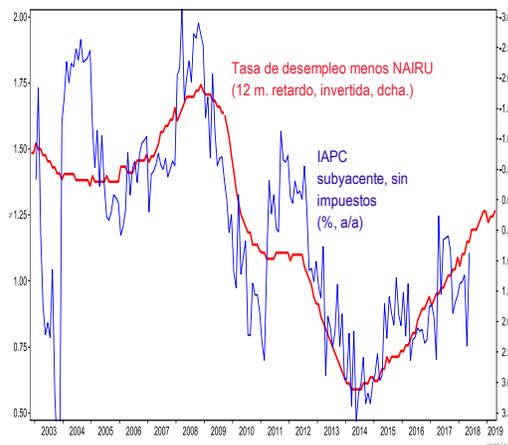
**Alan Clarke, Director, Estrategia de Renta Fija, Europa**  
 44.207.826.5986 (Londres)  
 Fixed Income Strategy  
[alan.clarke@scotiabank.com](mailto:alan.clarke@scotiabank.com)

Eurozona	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	2.6	2.5	2.3
IPC (% interanual, cierre)	1.4	1.5	1.5
Tasa del banco central (% , cierre)	0.00	0.00	0.00
Euro (EURUSD, cierre)	1.20	1.20	1.35

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

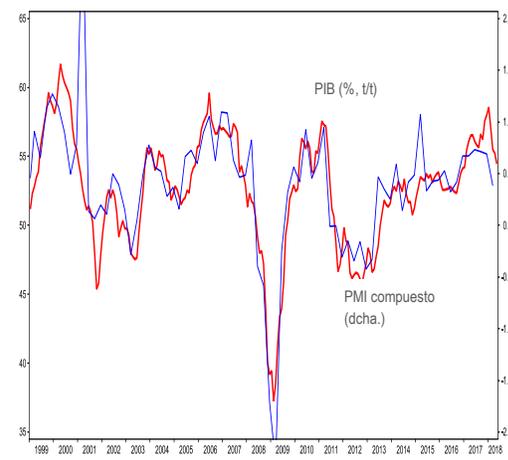
Inflación subyacente vs. desempleo con respecto a tasa NAIRU



Fuentes: Macrobond, Scotiabank.

Gráfico 2

Crecimiento del PIB de la eurozona vs. PMI compuesto



Fuentes: Macrobond, Scotiabank.

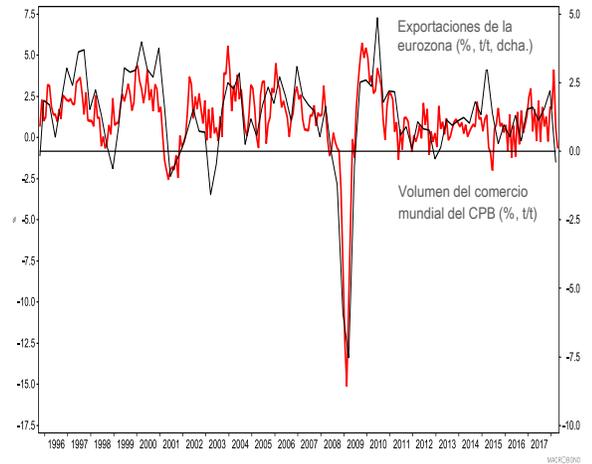
sigue estando tan alta como en los demás momentos de este ciclo, signo de un crecimiento robusto del consumo de los hogares. Mientras tanto, el PMI compuesto ha perdido terreno (tanto en la manufactura como en los servicios). La caída del PMI manufacturero permite suponer que la inversión brindará menos apoyo en los próximos trimestres.

Por último, pero no menos importante, los datos del CPB sobre el volumen del comercio mundial sufrieron un revés considerable, después de haber estado apuntando a un crecimiento sólido de las exportaciones de la eurozona (gráfico 3).

En conclusión, el crecimiento robusto y la llegada de la inflación a la meta (con posibilidades de que la inflación subyacente se acelere) permiten suponer que el trabajo del BCE ha concluido. Una vez que terminen las compras de activos a finales de este año, deberíamos entrar en un largo periodo de política monetaria estable antes de que puedan comenzar a subir las tasas en 2020. Los riesgos políticos continúan siendo una amenaza para este panorama favorable de la eurozona. Sin embargo, como se desprende de los recientes sobresaltos políticos en Italia, la región ha aprendido de sus errores pasados y comprende ahora que es mejor cortar las cosas de raíz tan pronto se presenten.

**Gráfico 3**

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



Fuentes: Macrobond, Scotiabank.

## China

- El conflicto comercial entre Estados Unidos y China empaña el panorama económico, pero por ahora no hemos rebajado nuestros pronósticos de crecimiento.
- Las autoridades monetarias intentan llegar al punto de equilibrio entre las políticas de desendeudamiento y de estímulo de la actividad económica.
- Los grandes cambios estructurales siguen en marcha, gracias a las políticas instrumentadas por el gobierno.

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

Las perspectivas económicas de China siguen siendo razonablemente alentadoras: aunque es probable que el crecimiento del PIB real se desacelere a niveles más sustentables, el país continuará registrando una tasa de expansión sólida según el patrón de los mercados emergentes. Al mismo tiempo, la economía avanzará en su transición estructural, pasando de una actividad centrada en la inversión y el sector industrial a un crecimiento impulsado por el consumo y el sector de servicios. Como resultado, la inversión en activos fijos sigue disminuyendo (gráfico 1) y mantiene la tendencia bajista de los últimos años. Mientras tanto, el aumento de la clase media y de los ingresos —a nivel nacional, el salario nominal se incrementó en 9% de un año a otro en el primer trimestre de 2018 (gráfico 2)— sustentará el crecimiento del gasto de los hogares. Además, el mercado laboral robusto, con una tasa de desempleo de 3.86% (gráfico 2), y la inflación bien controlada fortalecen el ingreso disponible. Según nuestras previsiones, el producto chino tendrá un crecimiento interanual de 6.6% este año y de 6.3% en 2019 (gráfico 3).

Ahora bien, la escalada del conflicto comercial entre Estados Unidos y China representa una de las grandes amenazas para las perspectivas de crecimiento económico del gigante asiático. Estados Unidos es el principal destino de las exportaciones chinas, al que se dirige el 21% de los productos que el país vende al extranjero. El comercio exterior seguirá siendo uno de los principales motores de la expansión de China, puesto que las exportaciones de bienes y servicios equivalen al 20% del PIB. Sin embargo, esta importancia del sector externo en la economía ha disminuido considerablemente en los últimos años: en 2006, las exportaciones representaban casi el 40% del PIB. Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China volvieron a intensificarse cuando el gobierno estadounidense anunció que impondría aranceles a unos US\$ 250,000 millones de importaciones chinas. Si las medidas finalmente se aplican, cabe esperar que China tome represalias y Estados Unidos contraataque. Aunque estos aranceles a las importaciones y exportaciones serán perjudiciales para la economía china, las autoridades de ese país tienen posiblemente más armas a su disposición para manejar el impacto económico que las autoridades estadounidenses. Actualizaremos nuestras previsiones para China cuando las verdaderas dimensiones de estas tensiones comerciales se hayan vuelto más claras.

### INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

La inflación se mantiene en niveles manejables. Los precios al consumidor muestran actualmente un aumento interanual de 1.8% (gráfico 4). Según nuestras proyecciones, la inflación se acelerará levemente en el segundo semestre de 2018 debido al alza del precio del transporte y cerrará el año en una tasa interanual de 2.1%. En 2019, el incremento de los precios ha de ser un poco más fuerte, con lo que la tasa de inflación general subirá a 2.5% en términos interanuales.

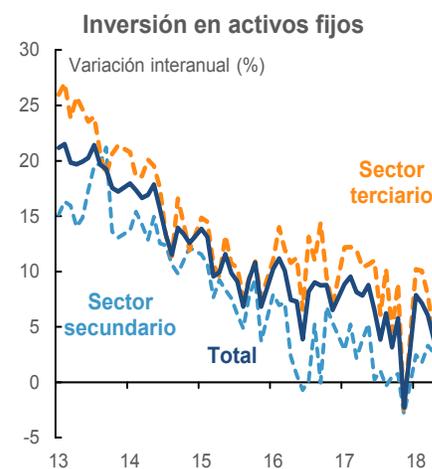
### CONTACTOS

**Tuuli McCully**  
 65.6305.8313 (Singapur)  
 Scotiabank Economics  
[tuuli.mccully@scotiabank.com](mailto:tuuli.mccully@scotiabank.com)

China	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	6.9	6.6	6.3
IPC (% interanual, cierre)	1.8	2.1	2.5
Tasa del banco central (% , cierre)	4.35	4.35	4.85
Yuan chino (USDCNY, cierre)	6.51	6.45	6.30

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1



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

Gráfico 2



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

Las condiciones monetarias seguirán siendo expansivas en los próximos trimestres para respaldar el crecimiento del producto, mientras las autoridades se concentran en el desendeudamiento y en contener los riesgos financieros dentro de la economía. De hecho, las medidas monetarias del Banco Popular de China estarán determinadas por el equilibrio entre estos objetivos. Es probable que el banco central continúe subiendo las tasas de interés en sus operaciones de mercado abierto: la tasa de repo inverso a 7 días (es decir, la tasa “de facto” del organismo) ha aumentado varias veces desde principios de 2017 (gráfico 4), y el alza más reciente se produjo en marzo de este año. Al mismo tiempo, el Banco Popular de China seguirá incrementando sustancialmente la liquidez del sistema financiero, por lo que prevemos que se reduzca aún más el encaje legal de la banca en los próximos trimestres después del último recorte de finales de junio.

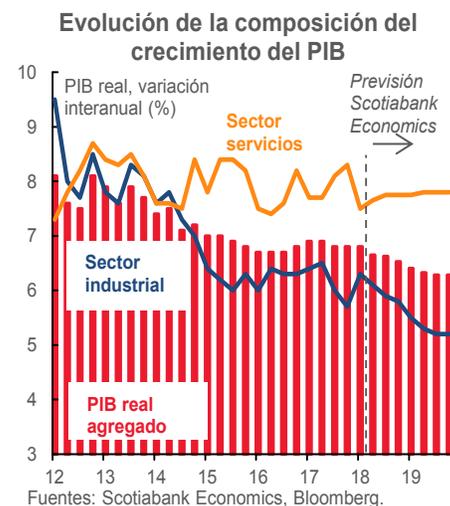
El gobierno chino sigue trabajando en la mitigación de los riesgos sistémicos que entraña el aumento rápido de la deuda de las empresas de los últimos años. En este sentido, el crecimiento del crédito se ha desacelerado recientemente a niveles más sustentables (gráfico 5). Se ha puesto un énfasis especial en reducir la actividad de la banca paralela, garantizando a su vez que los sectores con perspectivas favorables de crecimiento sigan teniendo acceso al financiamiento. El financiamiento total, que incluye los productos crediticios menos transparentes, ha disminuido en 15% de un año a otro en los últimos seis meses. Sin embargo, este proceso de desendeudamiento no ha estado libre de desafíos: tras una serie de impagos corporativos, el Banco Popular prorrogó el plazo de implementación de las reglas más restrictivas para las administradoras de activos hasta finales de 2020 (en vez de mediados de 2019) con el objetivo de manejar mejor una transición potencialmente problemática. Creemos que China continuará experimentando un proceso de revaloración del riesgo en el futuro cercano a medida que se eliminan gradualmente las garantías implícitas y el sistema financiero adopta un marco adecuado de gestión del riesgo. Cabe esperar algunos brotes de volatilidad durante todo este proceso.

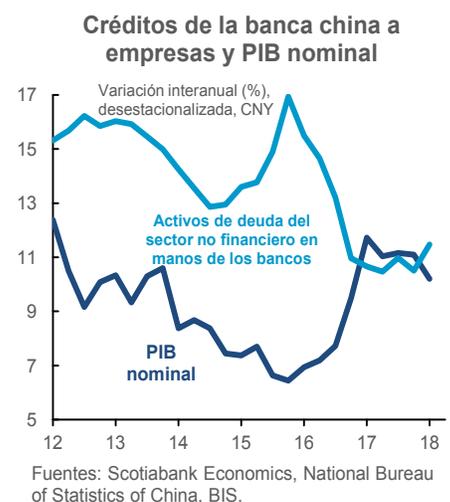
## CLIMA POLÍTICO

La economía china está inmersa en una transformación estructural masiva, instrumentada por las políticas sincronizadas del gobierno. La estrategia industrial “Hecho en China 2025” ha generado recientemente inquietudes en Estados Unidos, puesto que se propone convertir a China en una potencia tecnológica como Alemania, Estados Unidos y Japón. Pese a toda la polémica que el plan está causando en Estados Unidos, la estrategia tiene sentido desde el punto de vista del desarrollo económico de China. Los salarios chinos han aumentado con mucha rapidez en los últimos años, y a los fabricantes de productos de bajo valor agregado les cuesta cada vez más competir a nivel global, por lo que la estrategia busca lograr que la economía suba en la cadena de valor manufacturero para que así China pueda escapar de la “trampa de los ingresos medios”.

Otra política prioritaria para el gobierno chino es la iniciativa llamada “Una franja, una ruta”, ambicioso plan de desarrollo de infraestructuras que unirá los países de Eurasia por tierra y mar. La iniciativa ayudará a China a resolver su problema de sobrecapacidad industrial al fomentar la cooperación con los países de Asia central, respaldando también con ello la estrategia “Hecho en China 2025” de progreso en la cadena de valor. Al mismo tiempo, el plan “Una franja, una ruta” aumentará el poder económico, financiero y político de China, tanto dentro de la región como a nivel global.

La liberalización financiera constituye otro aspecto clave de la política gubernamental y tiene una estrecha relación con las otras dos estrategias. En particular, la apertura gradual de la cuenta de capital de China promoverá los flujos de inversión, lo que puede facilitar la transferencia de tecnología y conocimiento necesaria para el plan “Hecho en China 2025”, mientras que “Una franja, una ruta” contribuirá a la internacionalización del renminbi. Esperamos que pronto se den a conocer nuevas medidas de reforma para la liberalización de la cuenta de capital, con lo que China se integrará más profundamente a la economía global y los mercados de capitales internacionales.

**Gráfico 3**

**Gráfico 4**

**Gráfico 5**


## Japón

- **La economía japonesa se aproxima a niveles sustentables de expansión, con un PIB real que crecerá a un ritmo cercano al potencial hasta 2019.**
- **Las presiones inflacionarias se mantienen todavía en un nivel tenue, por lo que la política monetaria seguirá siendo expansiva en el futuro cercano.**

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

El impulso del crecimiento económico de Japón está dando señales de moderarse después de un periodo de avance que, para la norma del país, se calificaría de rápido (gráfico 1). El PIB real se contrajo en 0.2% (intertrimestral) en el periodo de enero a marzo, siendo ésta la primera reducción trimestral en registrarse desde el último trimestre de 2015. En términos interanuales, el producto creció en 1.1%, después del crecimiento interanual promedio de 1.7% que tuvo en 2017. Si bien no prevemos que la economía caiga en recesión (es decir, que su producto sufra una segunda contracción trimestral consecutiva), el ritmo de avance seguirá probablemente convergiendo hacia tasas más sustentables. El Banco de Japón estima que la tasa actual de crecimiento potencial de la economía se sitúa en 0.9% (interanual) y que la brecha del producto es positiva desde finales de 2016.

Creemos que la actividad global robusta será favorable para la economía japonesa, muy orientada a las exportaciones, en los próximos trimestres, a pesar de las continuas inquietudes comerciales a las que conviene seguir atentos. Los sólidos índices de empleo de Japón deberían fortalecer las perspectivas para el gasto de los hogares, aunque el mercado laboral apretado todavía no ha producido un aumento notorio de los salarios. El crecimiento de la inversión fija debería verse respaldado por los balances saludables de las empresas y las políticas fiscales y monetarias propicias para la expansión económica. Según nuestras previsiones, el crecimiento del PIB real de Japón se ubicará en una tasa interanual promedio de 1% en 2018–2019, prácticamente igual al potencial de la economía.

### INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

Japón sigue teniendo dificultades para alcanzar su meta de inflación, de 2% interanual. La tasa interanual de inflación general volvió a caer a 0.7% desde el máximo de 1.5% que registró en febrero. El IPC sin alimentos frescos (el indicador que prefiere el Banco de Japón) se encuentra actualmente en una tasa interanual de 0.7% (gráfico 2), mientras que el parámetro que excluye alimentos y gasolina se mantiene en un nivel bajo, de 0.3% interanual, lo que demuestra que no existe una inflación impulsada por la demanda.

Estimamos que la inflación general apenas llegará a una tasa interanual de 1% al cierre de este año. El alza del impuesto al consumo (de 8% a 10%) que se implementará en octubre de 2019 elevará la inflación a más de 2% a finales de 2019, pero el repunte será pasajero, tal como ocurrió en 2014 cuando el impuesto subió de 5% a 8%. El factor que más influirá en las presiones inflacionarias generadas por la demanda es la inflación salarial, pero mientras el salario real continúe estancado, las probabilidades de que la inflación alcance la meta de manera sustentable son más bien bajas.

La debilidad de los datos recientes de PIB e inflación permiten suponer que el Banco de Japón no normalizará su política monetaria por ahora. De hecho, como Haruhiko Kuroda seguirá al frente del organismo por los próximos cinco años, cabe esperar que se mantenga la política actual de “expansión monetaria cuantitativa y cualitativa con control de la curva de rendimientos” durante 2019. Las autoridades monetarias del Banco de Japón han admitido que “hay todavía un largo camino por recorrer” antes de que la inflación llegue a la meta, lo que justifica su decisión de “mantener el fuerte relajamiento monetario con persistencia”.

### CONTACTOS

**Tuuli McCully**  
 65.6305.8313 (Singapur)  
 Scotiabank Economics  
[tuuli.mccully@scotiabank.com](mailto:tuuli.mccully@scotiabank.com)

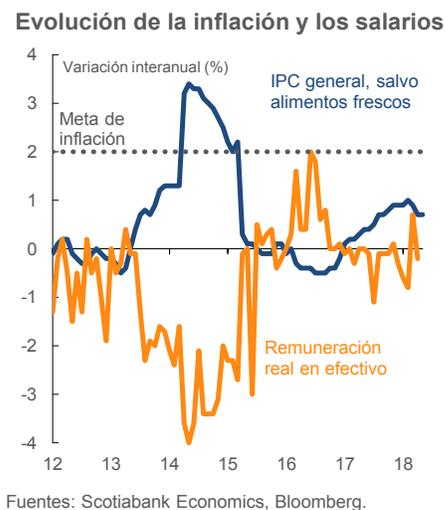
Japón	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	1.7	1.1	0.9
IPC (% interanual, cierre)	1.0	1.0	2.3
Tasa del banco central (% , cierre)	-0.10	-0.10	-0.10
Yen japonés (USDJPY, cierre)	113	110	105

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1



Gráfico 2



## India

- El crecimiento muestra un impulso favorable, que refleja la demanda interna sólida.
- Se pone en marcha el endurecimiento monetario debido a la aceleración de la inflación.

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

Las señales de crecimiento que está dando la economía de la India son robustas, después de un periodo de desempeño tenue en los últimos trimestres. En el primer trimestre del año, el crecimiento del PIB real fue sólido, de una tasa interanual de 7.7%, tras la expansión de 7% de los últimos tres meses de 2017 (gráfico 1). El repunte del crédito se está reflejando en la revitalización de la inversión. Las perspectivas para el gasto de consumo deberían verse respaldadas por las precipitaciones normales que se esperan durante la temporada del monzón en el suroeste del país. Las lluvias abundantes serán favorables para la producción del gran sector agrícola y el ingreso de los trabajadores rurales, mientras que el consumo estará también impulsado por la mejora del empleo, gracias al clima de negocios sólido y el vigor del sector industrial. Además, la política fiscal del país sigue siendo propicia para el crecimiento y se enfoca en la economía rural y la infraestructura. En vista del buen ímpetu del crecimiento, las autoridades monetarias estiman que la brecha del producto casi se ha cerrado. Consideramos, de hecho, que las perspectivas económicas del país son bastante positivas, gracias a la mejora de los fundamentos, las reformas aplicadas y el perfil demográfico favorable. Según nuestras previsiones, el PIB real de la India registrará un crecimiento de 7.5% en los dos próximos años, tras un avance de 6.3% en 2017.

### INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

El país entró en una fase de endurecimiento monetario después de la última reunión bimestral del Banco de Reserva de la India (RBI) sobre política monetaria, que se celebró del 4 al 6 de junio. La tasa de referencia y la tasa de repo inverso subieron en 25 puntos base, a 6.25% y 6%, por primera vez desde enero de 2014. Puesto que la economía se encuentra en las primeras etapas de su recuperación luego de que durante el último año y medio se aplicara una serie de reformas profundas con sus consecuentes trastornos, es probable que el RBI endurezca su política con prudencia. Así pues, creemos que el próximo aumento de las tasas de interés tendrá más bien lugar en el cuarto trimestre de 2018 (gráfico 2).

El motivo principal por el cual el RBI decidió subir las tasas de interés fue el deterioro de las perspectivas inflacionarias del país. La inflación general aumentó a un 4.9% interanual en mayo, de 4.6% el mes anterior, y siguió oscilando por encima del punto medio del rango meta a mediano plazo del banco central, de 4%  $\pm$  2% (interanual). Según nuestras proyecciones, la inflación general repuntará aún más en el futuro cercano, antes de bajar a 4.66% para fines de año. En los últimos meses, las autoridades monetarias se han mostrado especialmente preocupadas por la trayectoria alcista de la inflación subyacente. Tras la reunión del mes de junio, señalaron que la inflación subyacente ha experimentado una "aceleración abrupta", lo que apuntaría a un "endurecimiento de las presiones inflacionarias subyacentes". De hecho, la inflación subyacente anual se ha acelerado más que la inflación general, llegando a la marca de 6% en mayo. El incremento de los precios de alquiler de viviendas, que a su vez refleja el impacto del aumento de las asignaciones para la vivienda de las que gozan los empleados públicos, y el encarecimiento de diversos rubros (productos para el hogar, salud, transporte, educación y cuidado personal) son las principales fuerzas impulsoras de la inflación subyacente. Creemos que el endurecimiento gradual del RBI contribuirá a limitar las presiones inflacionarias generadas por la demanda, con lo que la inflación se mantendrá dentro del rango durante 2019. Además, la intervención oportuna mejorará la credibilidad del organismo con respecto a su marco de política monetaria con control de la inflación, lo que a su vez fortalecerá la confianza de los inversionistas en los activos de la India.

### CONTACTOS

**Tuuli McCully**  
 65.6305.8313 (Singapur)  
 Scotiabank Economics  
[tuuli.mccully@scotiabank.com](mailto:tuuli.mccully@scotiabank.com)

India	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	6.3	7.5	7.5
IPC (% interanual, cierre)	5.2	4.6	5.6
Tasa del banco central (% , cierre)	6.00	6.50	6.50
Rupia india (USDINR, cierre)	63.9	67.0	65.0

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

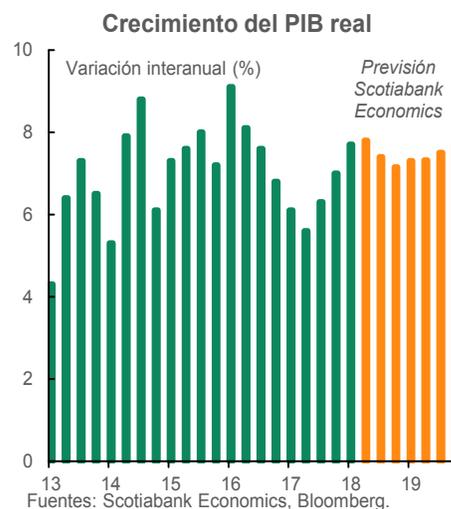
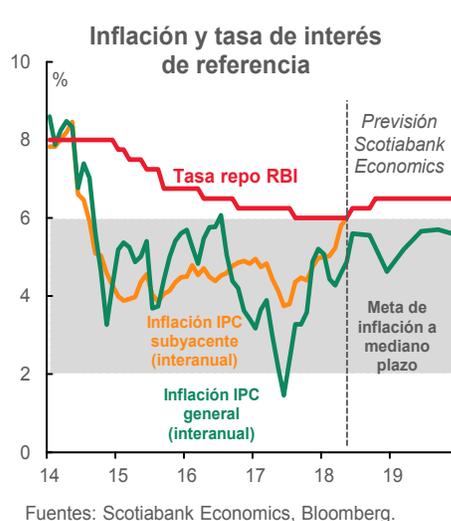


Gráfico 2



## Corea del Sur

- La sólida demanda interna sigue propulsando la economía.
- Continuará la normalización monetaria prudente a medida que la inflación repunta.

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

La economía surcoreana sigue teniendo un buen desempeño gracias a la sólida demanda interna: gasto de consumo, inversión fija y gasto público. Aunque la confianza del consumidor se mantiene en un nivel razonablemente sólido, los últimos indicadores sobre la confianza de las empresas dan algunas señales de moderación en medio de las continuas tensiones comerciales globales. Por ejemplo, el índice de gerentes de compras del sector manufacturero se ha estado contrayendo (por debajo de 50) en los últimos meses (gráfico 1). Debido a la importancia del sector externo para la economía, estaremos muy atentos a la evolución de las tensiones globales en los próximos meses y ajustaremos nuestras previsiones según corresponda. El PIB real del país creció en 2.8% (interanual) en el primer trimestre de 2018, nivel similar al ritmo del último trimestre del año pasado. Según nuestros pronósticos, el producto de Corea del Sur tendrá un crecimiento interanual de 2.75% en 2018–19, después de la expansión de 3.1% que registró en 2017.

La postura fiscal de Corea del Sur sigue estimulando el crecimiento. De hecho, el 21 de mayo, el parlamento aprobó un presupuesto adicional de US\$ 3,500 millones, suma que el gobierno del presidente Moon Jae-in prevé destinar a diversas medidas de reducción del desempleo juvenil, dado que la tasa de desempleo para los jóvenes continúa siendo bastante alta, de aproximadamente 10%. A pesar de todas estas políticas holgadas, la situación financiera del gobierno es todavía robusta y existe suficiente margen de maniobra para intervenir en caso de que las tensiones comerciales se intensifiquen y tengan un impacto negativo en las perspectivas de crecimiento de la economía. De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, el superávit fiscal de Corea del Sur (crédito neto del gobierno general) en 2018-19 se situará en 2% del PIB en promedio. Mientras tanto, la deuda pública bruta se mantendrá en un nivel relativamente bajo (38% del PIB) durante los dos próximos años.

### INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

La inflación general se encuentra actualmente en una tasa interanual de 1.5% y debería subir gradualmente, hasta llegar a la meta del Banco de Corea (2%) durante el segundo semestre de 2018 (gráfico 2). El banco central ha adoptado un enfoque prudente con respecto a la normalización monetaria, optando por dejar la tasa de referencia en 1.5% desde el aumento más reciente, en noviembre de 2017. Tomando en cuenta que nuestras previsiones apuntan a un alza de la inflación y que la brecha del producto se ha vuelto positiva, consideramos que la economía está lista para un nuevo endurecimiento monetario prudente por parte del Banco de Corea en el tercer trimestre del año. Sin embargo, este razonamiento presupone que las tensiones comerciales no se intensificarán más a muy corto plazo y que la situación geopolítica en la península coreana seguirá estabilizándose. No en vano el banco central ha dejado muy claro que prestará especial atención a la coyuntura geopolítica y comercial a la hora de tomar decisiones sobre política monetaria. Después de la cumbre histórica entre el presidente estadounidense, Donald Trump, y el líder supremo de Corea del Norte, Kim Jong-un, que se celebró el 12 de junio en Singapur, somos cautelosamente optimistas en cuanto a la posibilidad de que mejore el clima geopolítico, pues la reunión parece haber allanado el camino para una desnuclearización de la península.

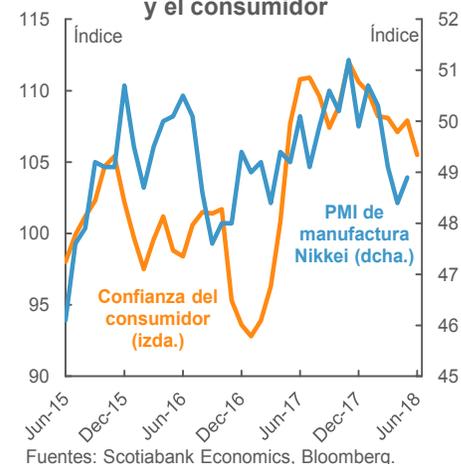
### CONTACTOS

**Tuuli McCully**  
 65.6305.8313 (Singapur)  
 Scotiabank Economics  
[tuuli.mccully@scotiabank.com](mailto:tuuli.mccully@scotiabank.com)

Corea del Sur	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	3.1	2.8	2.8
IPC (% interanual, cierre)	1.5	2.1	2.5
Tasa del banco central (% , cierre)	1.50	2.00	2.25
Won surcoreano (USDKRW, cierre)	1,067	1,080	1,060

Fuente: Scotiabank Economics.

**Gráfico 1**  
**Confianza de las empresas y el consumidor**



**Gráfico 2**  
**Inflación y tasa de interés de referencia**



## Australia

- La demanda interna sólida mantiene el crecimiento del PIB en su tasa potencial mientras se debilitan las perspectivas para las principales materias primas del país.
- Mejora el panorama fiscal gracias al incremento de los ingresos.
- Las condiciones monetarias seguirán siendo favorables para la expansión económica, pese al endurecimiento gradual.

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

La economía australiana se está desempeñando relativamente bien, gracias a la demanda interna. El crecimiento de la inversión fija se ve impulsado por los proyectos de desarrollo de infraestructuras públicas, mientras que la confianza de las empresas sigue siendo sólida, lo que ha fortalecido considerablemente la inversión empresarial no minera. Este ímpetu vigoroso contrarrestará el impacto del declive de la inversión residencial, que es consecuencia del enfriamiento actual del mercado de la vivienda (gráfico 1). En cuanto al consumo, el panorama es heterogéneo: el crecimiento fuerte que ha tenido el empleo recientemente sustenta la confianza, pero el aumento todavía débil de los salarios y el alto nivel de deuda de los hogares limitarán el avance del gasto. Las condiciones del mercado laboral se vuelven gradualmente más apretadas. Después de la expansión muy sólida que registró en 2017, el empleo arrancó este año a un paso un poco más suave. De cualquier forma, entre junio de 2017 y mayo de 2018, se han creado en promedio unos 15,000 puestos de trabajo a tiempo completo por mes (gráfico 2). Los anuncios de empleo y las encuestas sobre las intenciones de contratación de las empresas apuntan a un crecimiento del empleo superior al promedio en los próximos meses, que a su vez debería generar leves presiones salariales en la economía.

Las perspectivas para el ámbito externo de la economía están sujetas a la situación de China y de los mercados de materias primas. Si bien el volumen de exportaciones ha aumentado, es probable que las exportaciones netas no contribuyan notoriamente al crecimiento del PIB real de Australia en los próximos trimestres. Esto se explica por la tendencia actual del mercado de materias primas: según nuestras previsiones, el precio del mineral de hierro y del carbón debería bajar y la demanda china de materias primas debería desacelerarse en los próximos trimestres. El mineral de hierro y el carbón representan un tercio del total de exportaciones australianas; asimismo, China adquiere también un tercio del total de exportaciones australianas y más de la mitad de los envíos combinados de estas dos grandes materias primas.

La economía australiana comenzó el año 2018 con un fuerte impulso. El PIB real tuvo un crecimiento interanual de 3.1% en el primer trimestre de 2018, después de crecer en 2.4% en los últimos tres meses de 2017 (gráfico 3). Estimamos que la economía registrará una expansión interanual de 2.66% en 2018–19, prácticamente igual a la tasa de crecimiento potencial del país.

### PANORAMA FISCAL

El Ministro de Hacienda, Scott Morrison, presentó el presupuesto federal para el ejercicio fiscal 2018–19 (julio-junio) el 8 de mayo. Según las proyecciones presentadas, el déficit presupuestario (es decir, el saldo de caja subyacente) se reducirá de aproximadamente AUD 18,200 millones (1.0% del PIB) en el AF2017–18 a AUD 14,500 millones (0.8% del PIB) en el AF2018–19. El gobierno se ha comprometido a restablecer el equilibrio fiscal en el AF2019–20 (con un saldo de caja subyacente de +0.1% del PIB), así como a lograr un superávit en el AF2020–21 (0.5% del PIB). Una medida clave del presupuesto es el

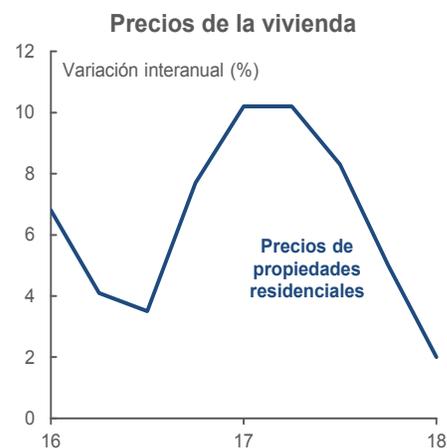
### CONTACTOS

**Tuuli McCully**  
 65.6305.8313 (Singapur)  
 Scotiabank Economics  
[tuuli.mccully@scotiabank.com](mailto:tuuli.mccully@scotiabank.com)

Australia	2017	2018p	2019p
PIB real (variación % anual)	2.2	2.8	2.5
IPC (% interanual, cierre)	1.9	2.2	2.6
Tasa del banco central (% , cierre)	1.50	1.75	2.25
Dólar australiano (AUDUSD, cierre)	0.78	0.73	0.77

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1



Fuentes: Scotiabank Economics, Australian Bureau of Statistics.

Gráfico 2



Fuentes: Scotiabank Economics, Australian Bureau of Statistics.

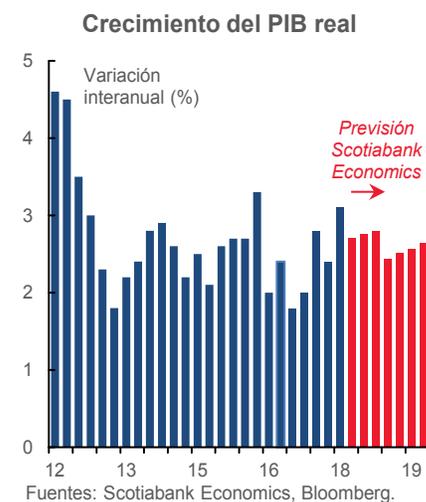
mecanismo que se implementará por siete años para reducir el impuesto sobre la renta de los particulares de bajos y medianos ingresos. El gobierno está en capacidad de introducir estos recortes fiscales, entre otras cosas gracias al aumento de la recaudación de impuestos que a su vez refleja el crecimiento rápido del empleo y la mejora del desempeño de las empresas. Aunque consideramos que la trayectoria fiscal prevista de Australia es favorable, advertimos que los pronósticos económicos del gobierno podrían terminar siendo demasiado optimistas. El presupuesto anticipa un crecimiento del PIB real de 3% (interanual) en el AF2021–22, mientras que el Ministerio de Hacienda espera que el crecimiento salarial repunte significativamente, para alcanzar una tasa interanual de 3.75% en el AF2019–20.

La mejora de las perspectivas presupuestarias de Australia fue bien recibida por las agencias calificadoras internacionales Standard & Poor's y Moody's. La primera indicó que ahora hay menos presiones sobre la calificación de crédito soberano "AAA" del país, pero mantuvo su perspectiva "negativa" debido a la incertidumbre por las tensiones comerciales mundiales y las vulnerabilidades de los mercados emergentes. Por su parte, Moody's conservó la calificación triple A de Australia, con perspectiva "estable".

### INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

La política monetaria del Banco de Reserva de Australia (RBA) seguirá siendo expansiva durante los próximos trimestres. Desde agosto de 2016, la tasa de interés de referencia se ha mantenido en 1.5%. Las autoridades del RBA prevén que tanto la inflación general como la inflación subyacente se acelerarán gradualmente durante 2018 a poco más de 2% en términos interanuales; al respecto, cabe mencionar que el indicador de inflación general permaneció en 1.9% interanual en el primer trimestre de 2018 (gráfico 4). Por nuestra parte, consideramos que la inflación general oscilará un poco por debajo del punto medio del rango meta de 2–3% durante este año. Es probable que los precios repunten con más fuerza en el transcurso de 2019, de modo que la tasa interanual de inflación debería situarse en alrededor de 2.66% para el cierre de ese año. La inflación salarial, que durante el primer trimestre se ubicó en una tasa interanual de 2.1%, ha de acelerarse también gradualmente en los próximos trimestres. Según el RBA, las empresas australianas han señalado que la falta de mano de obra está limitando la producción, pero esas restricciones de capacidad no se han traducido todavía en un mayor incremento salarial.

Seguimos pensando que el RBA se unirá a los otros grandes bancos centrales del mundo y entrará en una fase de normalización monetaria prudente en el último trimestre de 2018, pues las presiones salariales irán aumentando gradualmente, alimentando con ello la inflación impulsada por la demanda. De hecho, las autoridades del banco central australiano declararon recientemente que es "más probable que la próxima intervención sea para subir la tasa de referencia en vez de bajarla". De cualquier forma, independientemente de este posible endurecimiento leve durante 2019, las condiciones monetarias continuarán sustentando el crecimiento económico.

**Gráfico 3**

**Gráfico 4**


## Materias primas

### LA OPEP+ AUMENTA LA PRODUCCIÓN, MIENTRAS LOS METALES ADOPTAN TRAYECTORIAS DIVERGENTES

- Los precios de las materias primas siguen beneficiándose del fuerte crecimiento económico y las condiciones cada vez más apretadas que existen en las capacidades de producción aguas arriba y las cadenas de suministro correspondientes.
- Aunque por el lado de la oferta los fundamentos continúan siendo favorables para la mayoría de las materias primas, el principal riesgo para nuestras perspectivas es sin lugar a dudas la escalada rápida de las tensiones comerciales que está provocando Estados Unidos. El rumbo actual de la política comercial de la Casa Blanca representa una amenaza clara e inminente para la economía global y los precios de las materias primas industriales. Los metales corren el riesgo de verse más afectados que los productos energéticos.
- La OPEP+ anunció que incrementará su producción efectiva en 600–1,000 kbpd durante el segundo semestre de 2018 para aliviar parte de la estrechez que impulsó los precios del crudo a un máximo de \$80/bbl a principios de junio.
- Tomando en cuenta la nueva trayectoria prevista de la oferta de la OPEP+ y las condiciones más ajustadas que obligaron al grupo a elevar la producción antes de lo esperado, incrementamos nuestras previsiones sobre el precio del petróleo para 2018/19. Según nuestras nuevas proyecciones, el crudo Brent se situará en un promedio de \$74/bbl en 2018 y \$77/bbl en 2019. El WTI se quedará rezagado frente al Brent debido a la capacidad limitada de la red de oleoductos entre Cushing, Oklahoma, y los centros de exportación de la costa estadounidense del golfo de México.
- El panorama de los metales se presenta desigual: los metales base continúan por una senda alcista debido a la oferta minera cada vez más apretada, los productos básicos a granel se debilitan y el oro se mantiene en un rango estrecho.

### ENERGÍA: LA OPEP+ ANUNCIA UN RESPALDO DE LA OFERTA EN MEDIO DE UN MERCADO APRETADO

El precio del crudo Brent llegó a \$80/bbl a principios de junio antes de que Arabia Saudita y Rusia señalaran que tenían la intención de incrementar la producción después de las reuniones de la OPEP+ del 22-23 de junio. Pese a las declaraciones y noticias contradictorias y discordantes que circularon antes del encuentro de los grandes productores mundiales de petróleo, la OPEP+ anunció que el grupo aumentará su producción efectiva en 600–1,000 kbpd durante el segundo semestre de 2018. Tomando en cuenta esta oferta adicional de la OPEP+ y el crecimiento robusto del consumo que dio pie a este incremento, seguimos pensando que los mercados del petróleo se mantendrán en una situación de déficit leve hasta finales de 2019 y que los precios estarán bien respaldados durante los próximos dos años. En consecuencia, prevemos ahora que el crudo Brent se ubicará en un promedio de \$74/bbl en 2018 y \$77/bbl en 2019 (gráfico 1), mientras que el WTI se quedará un poco rezagado (\$68/bbl en 2018, \$71/bbl en 2019), debido a los cuellos de botella cada vez más crónicos que existen en la infraestructura de transporte del petróleo hacia los centros de exportación de la costa estadounidense del golfo de México.

#### La OPEP+ incrementa la producción para contrarrestar el sobrecumplimiento involuntario del acuerdo

Tras las reuniones del 22 y 23 de junio, la OPEP+ anunció un incremento nominal de su producción total de 1 MMbpd (gráfico 2), con el objetivo de aliviar parte de la estrechez reciente del mercado que impulsó el precio del Brent hasta los \$80/bbl a principios de

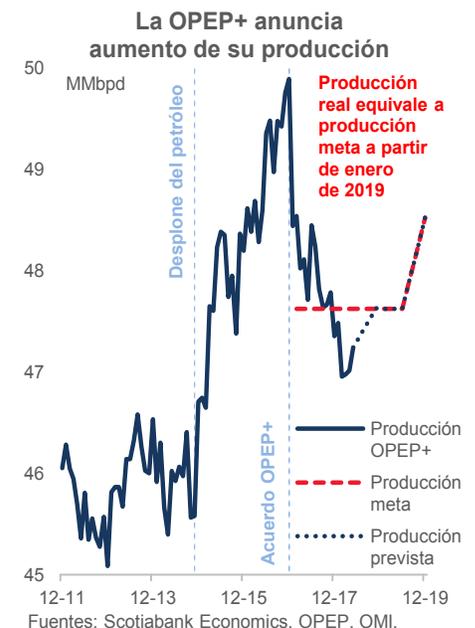
## CONTACTOS

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

Gráfico 1



Gráfico 2



**junio por primera vez desde 2014.** Sin embargo, aunque el mercado reciba quizás el bombeo de más de 1 MMbpd de crudo por parte de productores como Arabia Saudita y Rusia de aquí a fin de año, esta decisión fue simplemente necesaria por el debilitamiento de la producción en el resto de la alianza, cuyo cumplimiento total de los límites de producción supera ahora el 150% (gráfico 3). La producción venezolana, que ha bajado en más de 500 kbpd de un año a otro, está cayendo en picada, la producción de México y Angola está disminuyendo más de lo acordado, y las sanciones estadounidenses contra Irán podrían restar unos 400 kbpd del volumen de exportaciones del régimen para fines de 2018. Si el cumplimiento de la OPEP+ vuelve al 100%, en realidad nos situaríamos nuevamente en la trayectoria que ya habíamos previsto en nuestro informe de marzo para el segundo semestre de 2018, es decir, una reducción de 1.8 MMbpd con respecto al nivel de octubre de 2016, en vez del promedio de 2.7 MMbpd que veníamos estimando desde el inicio del año. Seguimos pensando que el mercado necesitará más oferta de la OPEP+ el próximo año y que se elevará el tope general del cartel en unos 900 kbpd durante el segundo semestre de 2019.

**Es importante destacar que no se trata de un aumento del nivel meta de producción del grupo, sino más bien de un intento por compensar la pérdida involuntaria de producción que están registrando países como Venezuela** (gráfico 4). El “alza” busca llevar nuevamente la producción de la OPEP+ a un nivel cercano al recorte original de 1.8 MMbpd que se acordó a finales de 2016 y entró en vigor en enero de 2017. La disposición clave de la declaración oficial del grupo es “nivel de conformidad general”, aunque los miembros discrepan sobre su verdadero significado. Algunos, especialmente Irán, argumentan que el acuerdo se refiere a la conformidad individual, y que el aumento de 1 MMbpd de “barriles de papel” distribuido proporcionalmente entre toda la alianza equivaldría a un incremento “real” de 500 kbpd de la producción, dado que algunos miembros no pueden bombear más por motivos técnicos o políticos. Otros miembros, como Arabia Saudita y Rusia, que cuentan con una abundante capacidad excedentaria, lo interpretan como un tope general de la producción, que permitiría a quienes sí pueden aumentar el bombeo “ocupar” la cuota de quienes no pueden.

Como los productores con capacidad extra son los que determinarán el verdadero resultado de este aumento de la oferta, lo más probable es que se imponga la interpretación del tope general. Así pues, el posible bombeo suplementario se acercará más a los 1 MMbpd que a los 500 kbpd estimados por Irán. Esta interpretación del tope general protege también al mercado (teóricamente) contra la mayor caída prevista de la producción venezolana o la pérdida posible de barriles iraníes debido a la futura reactivación de las sanciones estadounidenses, pues los productores como Arabia Saudita estarían en su derecho de ocupar los espacios que otros dejarían libres. Ahora bien, según nuestras proyecciones, para que los productores con capacidad adicional puedan elevar el bombeo hasta los 1 MMbpd, las exportaciones iraníes tendrían que verse hasta cierto punto afectadas. Actualmente se espera que el volumen iraní disminuya en unos 400 kbpd para finales de año, pero esta cifra podría ser menor debido en parte a las tensiones comerciales entre Washington y Pekín.

Después de la reanudación de las sanciones estadounidenses contra Irán por el programa nuclear del régimen, el mercado ha intentado calcular cuánta producción se perderá en vista de las restricciones de acceso, que afectan sobre todo a los clientes europeos. En un principio, habíamos previsto que podrían perderse unos 400 kbpd de la oferta de Irán por las sanciones de Estados Unidos, pues supusimos que China y la India no aumentarían en gran medida sus importaciones de crudo iraní aunque los proveedores estuvieran dispuestos a ofrecer descuentos atractivos. Sin embargo, la escalada de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos complica las cosas, más aún cuando la última ronda de aranceles de represalia por parte de China incluye un gravamen de 25% sobre los productos energéticos estadounidenses. Sabiendo que Estados Unidos vende actualmente unos 350 kbpd de crudo a China, resulta lógico pensar que los importadores chinos tendrían ahora mayores incentivos para abastecerse de crudo iraní. Con esto, el primer golpe de Estados Unidos en esta pelea terminaría teniendo más bien un efecto secundario positivo para Pekín en medio de las ásperas relaciones diplomáticas entre las dos potencias. Cabe esperar que esto agrave aún más el descuento del que sufre el crudo WTI, porque un cierto volumen de barriles tendrá que ser desviado hacia otros consumidores, con mayores costos de transporte y menores beneficios.

Gráfico 3

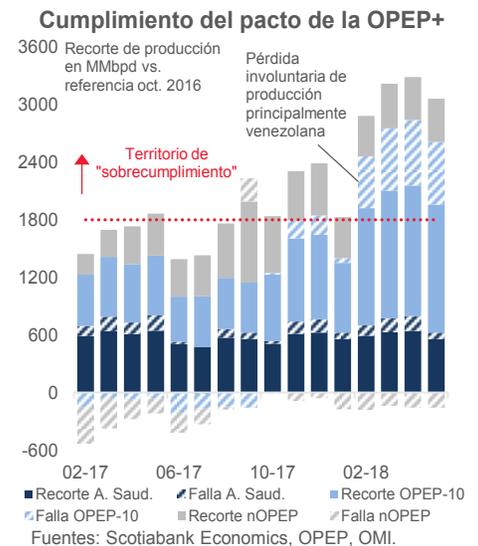


Gráfico 4

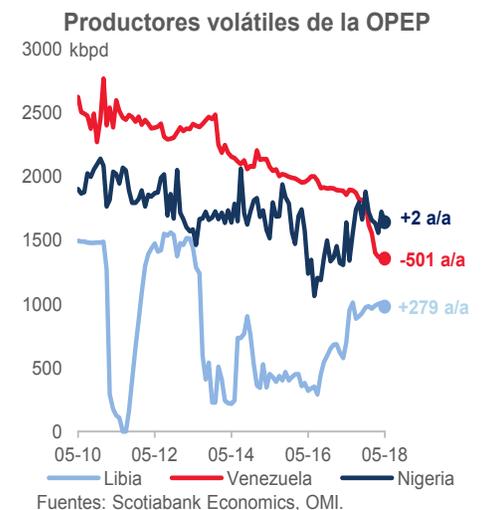
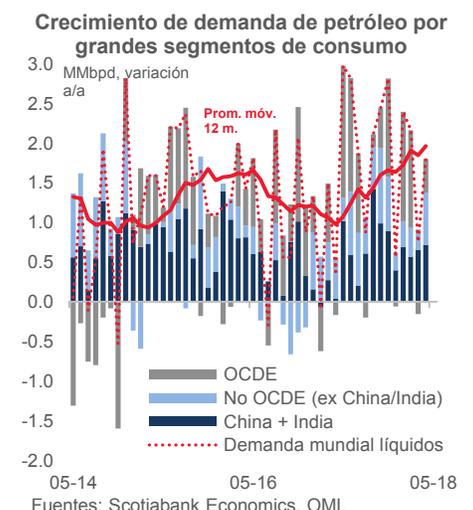


Gráfico 5



### La demanda sólida ha sido el verdadero salvador del precio del petróleo

La mayoría de los análisis se enfocan en la evolución del lado de la oferta dentro de la ecuación del mercado, pero en realidad la demanda ha sido el gran protagonista de la historia, con el apoyo que ha venido brindando a los precios desde hace un año. De hecho, si bien el crecimiento de la producción se ha mantenido en un nivel bastante sólido gracias a la expansión continua de la zona de los esquistos de Estados Unidos, la demanda se ha disparado y se ubica actualmente en unos 2 MMbpd (promedio móvil de 12 meses, gráfico 5), o casi el doble del ritmo que el mercado consideraría normal. Este crecimiento de la demanda es generalizado, aunque China, la India y los países asiáticos no miembros de la OCDE siguen siendo consumidores clave, con todo y los esfuerzos recientes para disminuir los subsidios al precio del petróleo en la región. Sin embargo, las posibilidades de que el alza del precio del petróleo afecte la actividad económica global o de que el avance de la economía mundial se vea entorpecido por factores como las disputas comerciales inclinan a la baja la balanza de riesgos para el ritmo actual de crecimiento de la demanda de petróleo. Aun así, a largo plazo, seguimos esperando que el consumo muestre un incremento vigoroso de aproximadamente 1.6–1.7 MMbpd una vez que se establezca la economía global y se disipen algunos de estos riesgos políticos recientes.

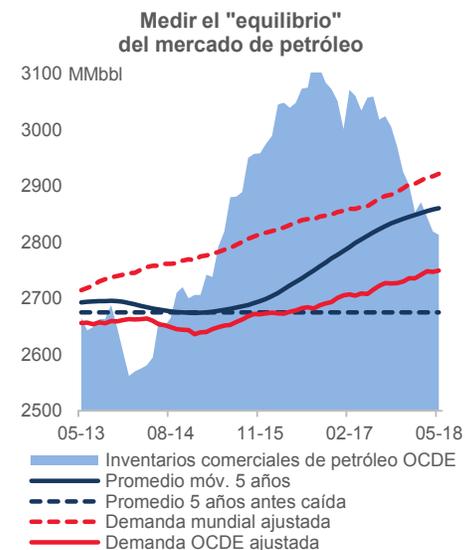
### ¿Dónde está el equilibrio del mercado petrolero?

A medida que los precios del petróleo se recuperan y la OPEP+ sube la producción para aliviar parte de la apretada oferta al contado, tanto los contratos de futuros como el grupo de productores están reaccionando a los análisis que darían a entender que el mercado petrolero se ha “reequilibrado” o al menos que estaría a punto de llegar nuevamente a un estado de “equilibrio”. Aunque no existe un indicador oficial de este equilibrio, la mayoría de los actores del mercado (entre ellos, la dirigencia de la OPEP+) utiliza la evolución tendencial de los inventarios comerciales de petróleo de la OCDE como parámetro de la salud del mercado. Las estadísticas sobre los inventarios de la OCDE son transparentes y relativamente oportunas en comparación con los movimientos de entrada y salida de crudo de los patios de tanques en países no pertenecientes a la organización, por lo que sirven como barómetro confiable, si bien incompleto, del mercado.

Cualquier parámetro del equilibrio del mercado debe tomar en cuenta los déficits o superávits acumulados, en vez de simplemente basarse en los déficits o superávits al contado. Para incluir las entradas y salidas acumulativas de los almacenes de existencias, muchos utilizan como medida el nivel de desviación de los inventarios comerciales de la OCDE con respecto a su promedio de cinco años. La OPEP+ ha señalado que está haciendo seguimiento a este parámetro como fuente principal de datos del mercado para su toma de decisiones. Sin embargo, como muestra el gráfico 6, el promedio de cinco años es un objetivo móvil que últimamente ha sido más fácil de alcanzar debido a la sobreoferta prolongada del periodo posterior a 2014. En este sentido, conviene analizar también los inventarios en comparación con el nivel en que se encontraban antes del desplome del mercado (2010–2014) o calculando por cuánto tiempo podrían cubrir la demanda de la OCDE o global. Todos estos indicadores nos dan una buena perspectiva del estado actual del mercado petrolero y, aunque algunos no pintan un panorama tan alentador como el simple promedio móvil de cinco años, todos apuntan a un mercado estrecho o a las puertas de la estrechez, lo que confirma el sentimiento alcista que prevalece hoy en día.

### METALES: LOS METALES BASE EXHIBEN UN BUEN DESEMPEÑO POR LA DEMANDA SOSTENIDA Y LA APRETADA OFERTA MINERA

Los mercados de los metales han sentido de manera generalizada el efecto negativo de la retórica comercial belicosa y el aumento de las barreras arancelarias, pero los fundamentos enrumbarán a los tres mercados principales (metales base, a granel y preciosos) en tres trayectorias muy diferentes de ahora en adelante. Los metales base han de tener el mejor rendimiento, gracias a la demanda robusta y una oferta minera cada vez más estrecha. Mientras tanto, los productos básicos a granel deberían estabilizarse en una trayectoria de precios más bajos, debido a la demanda estancada o en disminución y una oferta marítima y de bajo costo relativamente abundante. Entre los dos grupos de metales industriales, los metales preciosos se mantendrán sin muchas fluctuaciones, con el oro atrapado en un rango estrecho, aunque la plata, cuyo desempeño ha sido inferior a las expectativas, debería subir como resultado del incremento de la demanda industrial.

**Gráfico 6**


Notas: "antes caída" se refiere al periodo 2010-14; la cobertura de la demanda OCDE/mundial fue de un promedio de 29.5/57.8 días en 2010-14; los ajustes usan la demanda prom. móv. 12 meses con la misma cobertura.

Fuentes: Scotiabank Economics, AIE, OMI.

**Gráfico 7**


Fuentes: Scotiabank Economics, LME.

**Metales base: Con buen impulso por la demanda sólida y la oferta minera estrecha**

Los metales base están aprovechando el viento de cola de la fuerte expansión global, el estrechamiento de la oferta minera y toda una serie de factores específicos, como las negociaciones laborales y el entusiasmo que generan los vehículos eléctricos (VE). Después de años de desempeño mediocre, el níquel es un buen ejemplo de esta tendencia. Una oferta cada vez más deficitaria ha hecho que se consuma ya más del 20% del exceso de inventarios que estaba reprimiendo los precios. Las perspectivas para el cobre son también cada vez más propicias, por lo que hemos mejorado nuestras previsiones.

El mercado del níquel ha sido uno de los de mejor desempeño del año, luego de una década de exceso de oferta y disminución de los precios. El precio del níquel en la Bolsa de Metales de Londres (LME) ha subido en un 75% desde junio del año pasado y se ubica ahora en más de \$7/lb, debido a la cada vez mayor déficit de la oferta y la caída rápida de los inventarios en bolsa (gráfico 7). Aunque los inventarios siguen estando en un nivel alto cuando se comparan con los demás metales base, las existencias en bolsa han disminuido en 20% durante el último año. Además de estos fundamentos favorables, el interés por el níquel se ha visto impulsado por las predicciones alentadoras sobre la demanda de baterías para VE. De cualquier forma, el mercado del níquel sigue dependiendo todavía principalmente del acero inoxidable, y los déficits que están surgiendo se deben a los factores clásicos, como la debilidad de la oferta tras los bajos precios y el fortalecimiento de la demanda a raíz de la aceleración generalizada del crecimiento económico global. Aunque mantenemos nuestras perspectivas optimistas para el mercado del níquel, creemos que los precios oscilarán en torno a la marca de \$7/lb durante los próximos 18 meses, con un promedio de \$6.50/lb para 2018 y \$7.00/lb para 2019. A corto plazo, no obstante, los riesgos están sesgados a la baja, en vista de la rapidez del alza reciente del níquel y el recrudescimiento de los conflictos comerciales (muchos de los productos incluidos en los aranceles recíprocos entre China y Estados Unidos contienen níquel, normalmente como acero inoxidable).

Según nuestras proyecciones, el cobre se situará en un promedio de 3.10/lb en 2018 antes de subir a \$3.25/lb en 2019 debido al incremento gradual del déficit de la oferta (gráfico 8), aun cuando los precios están superando ahora estos niveles por los temores de una nueva huelga en la mina Escondida de Chile, el proyecto de extracción de cobre más grande del mundo. Se espera que solo esta mina produzca el 5% del volumen global de mineral de cobre en 2018. El año pasado, la ruptura de las negociaciones llevó a una huelga de 44 días en lo que terminó siendo el conflicto laboral más largo de la historia moderna chilena. En aquel momento, el sindicato logró utilizar una disposición legal para prolongar el contrato actual hasta julio de 2018. Si bien la interrupción del año pasado no pareció impulsar mucho el ya pujante mercado del cobre, actualmente los balances físicos son mucho más estrechos, de modo que una interrupción similar debería tener un efecto más pronunciado en los mercados al contado. Los precios del cobre entraron brevemente en una

Gráfico 8

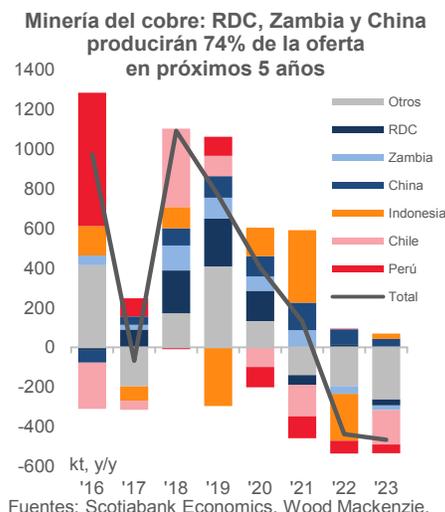


Gráfico 9

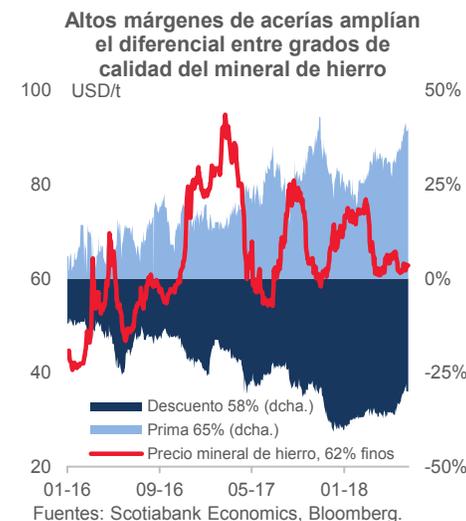


Tabla 1

Materias primas	2000-2016			Promedio Anual			
	Bajo	Prom.	Alto	2016	2017	2018p	2019p
Petróleo WTI (US\$/barril)	17	63	145	43	51	68	71
Petróleo Brent (US\$/barril)	18	66	146	45	55	74	77
WCS - WTI Discount* (USD/bbl)	-43	-17	-6	-14	-13	-23	-23
Gas natural Nymex (US\$/millones de btu)	1.64	4.94	15.38	2.55	3.02	2.93	2.90
Cobre (US\$/libra)	0.60	2.35	4.60	2.21	2.80	3.10	3.25
Zinc (US\$/libra)	0.33	0.81	2.10	0.95	1.31	1.45	1.45
Níquel (US\$/libra)	2.00	7.26	24.58	4.36	4.72	6.50	7.00
Aluminio (US\$/libra)	0.56	0.86	1.49	0.73	0.89	0.95	1.00
Mineral de hierro (US\$/tonelada)	17	67	187	58	72	63	60
Carbón metalúrgico (US\$/tonelada)	39	127	330	114	187	190	160
Oro, London PM Fix (US\$/onza)	256	869	1895	1,251	1,257	1,311	1,300
Plata, London PM Fix (US\$/onza)	4.07	14.67	48.70	17.14	17.05	18.00	19.00

\* 2008-16 promedio.

Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

situación de backwardation tras el largo contango que habían mostrado los contratos desde 2016, lo que demuestra cuán apretados están hoy en día los mercados al contado. Pese a las preocupaciones recientes, no creemos que habrá otra huelga laboral en Escondida este año; el sindicato y la gerencia deberían llegar a un acuerdo durante el verano.

De la misma manera, nuestros pronósticos para el zinc siguen siendo positivos, debido a la estrechez continua de la oferta y el nivel cada vez más bajo de los inventarios en bolsa, aunque se espera que la demanda se vea afectada por la búsqueda de sustitutos más baratos y la moderación de la construcción en China. El zinc depende más de la demanda del sector de la construcción que otros metales como el cobre y el níquel por sus fuertes vínculos con la industria del acero, y es el único metal base que no parece gozar de la demanda de mercados de exportación proveniente de la industria manufacturera china. En consecuencia, **disminuimos nuestras expectativas con respecto al precio máximo del zinc y ahora prevemos que se ubique en un promedio de \$1.45/lb en 2018 y \$1.45/lb en 2019.**

### **Productos básicos a granel: El estancamiento de la demanda del sector siderúrgico pone en primer plano los criterios de calidad**

**El panorama para los productos básicos a granel muestra menos dinamismo que para el resto de los metales.** La demanda del sector siderúrgico se ha estancado y la eficiente oferta marítima continúa siendo abundante. Es necesario que el precio del mineral de hierro baje más para desplazar fuera del mercado la oferta de alto costo y baja calidad (principalmente en China) y generar espacio para un mayor crecimiento de la oferta de Australia y Brasil, que dominan el mercado con su producto de bajo costo y alta calidad. El carbón de coque se enfrenta también a desafíos similares, pero los precios se han visto respaldados por varias interrupciones del suministro australiano, como el ciclón Debbie el año pasado y la amenaza continua de una reducción de capacidad ferroviaria en Queensland.

**Según nuestras previsiones, el precio del mineral de hierro rondará los \$60/t durante la próxima media década,** dentro de una tendencia que distará mucho del entusiasmo del mercado por los metales base. Sin embargo, pese a estas perspectivas flojas, la importancia que está cobrando la calidad del mineral pone de manifiesto una tendencia fundamental en el universo general de los metales. La política de racionalización del exceso de capacidad que adoptó Pekín ha eliminado, con los cierres de varias plantas, más de 250,000 toneladas de capacidad de fundición ilegal o ineficiente. A esto se le suma la política ambiental de "cielo azul" de las autoridades chinas, que obligó a diversas industrias, entre ellas las fundiciones de acero, a operar con menor capacidad en los meses de invierno a fin de luchar contra el smog endémico que sufren las principales ciudades de la costa. Así, en poco menos de un año, China ha eliminado 250,000 toneladas de capacidad anual de fundición de acero y ha obligado a muchas de las fundiciones restantes a reducir su producción, con lo que la curva global de fundición del acero se ha encogido considerablemente y los márgenes han subido. El aumento de los beneficios eleva la tasa de utilización en el resto de la industria de fundición, que busca maximizar la productividad con una capacidad limitada. En estas condiciones, las fundiciones preferirán el mineral de mayor calidad (65% > 62% > 58%) porque podrán sacar más acero de cada tonelada de mineral procesado, y la prima o descuento natural entre los distintos grados se irá ampliando cada vez más (gráfico 9).

El precio elevado del carbón de coque agudiza aún más el diferencial de precios entre la calidad del mineral de hierro, ya que los grados más bajos necesitan más coque por tonelada de acero. **Aunque creemos que el carbón de coque se replegará nuevamente hacia los \$150/t durante los próximos dos años, los precios se han visto impulsados por toda una serie de perturbaciones del suministro australiano,** como las inundaciones provocadas por el ciclón Debbie y, más recientemente, la posible imposición de límites al volumen de material transportado por las líneas ferroviarias regionales. La disputa que mantienen Aurizon, el principal transportista ferroviario de mercancías de Australia, y la Queensland Competition Authority (QCA), que regula las actividades de Aurizon, gira en torno al máximo de ingresos que se pueden obtener de la red de carbón del centro de Queensland. La QCA estableció un límite inferior a lo que estaba previsto en el plan de negocios de Aurizon (A\$3,900 millones en vez de los A\$4,900 millones que la empresa había estimado). Aurizon ha declarado que intentará cumplir los límites reduciendo el volumen de carbón que transporta en sus redes ferroviarias. Esta reducción podría afectar el suministro de unos 20 Mt de carbón de coque por vía marítima, más de los 16 Mt que se vieron afectados por el ciclón Debbie en abril de 2017, cuando los precios superaron los \$300/t.

### **Metales preciosos: La plata tendrá un mejor desempeño que el oro, atrapado en un rango estrecho**

La plata ha de tener un mejor rendimiento que el oro durante el horizonte de previsión, pues el repunte de la actividad industrial le ayudará a cerrar la brecha con el metal dorado, que seguirá atrapado en un rango estrecho. **Nuestras perspectivas para el oro no han cambiado: se estima que los precios oscilarán en torno a los \$1,300/oz por el resto de la década.** Por un lado, el alza de las tasas de interés a nivel mundial genera vientos en contra para el precio del oro, ya que sube el costo de oportunidad de mantener lingotes de oro sin devengo de intereses. El repunte reciente e inesperado del dólar estadounidense ha sido otro obstáculo para el oro. Por otro lado, las fuerzas impulsoras provienen de lo que parece ser una secuencia interminable de riesgos políticos, el rendimiento nulo o en declive de los mercados accionarios y la reanudación anticipada de la trayectoria bajista del dólar estadounidense.

Mientras tanto, la plata ha estado por debajo de las expectativas, al mantenerse en un promedio de menos de \$17/oz en comparación con nuestras proyecciones de un aumento de los precios hacia los \$19/oz. Pensamos que gran parte de la debilidad actual de la plata se debe a la atonía sostenida de la demanda física que provocó la iniciativa de desmonetización de la India en 2016, así como al hecho de que los contratos de plata no han logrado atraer la misma demanda de valores refugio que ha sustentado al oro. A largo plazo, la recuperación de la demanda de lingotes físicos y el incremento del consumo industrial harán que el mercado se vuelva cada vez más apretado, desplazando con ello a los especuladores, que por ahora mantienen sus posiciones cortas netas. **Según nuestras previsiones, el precio de la plata se ubicará en un promedio de \$18/oz este año y subirá luego a \$19/oz en 2019,** gracias a la naturaleza doble de su demanda como metal precioso e industrial.

## Mercado de cambios

El dólar estadounidense (USD) mantiene un perfil firme y, durante el trimestre pasado, ha tenido más bien un desempeño superior a lo que tanto nosotros como otros analistas esperábamos. La moneda se debilitó continuamente a finales de 2017 y comienzos de 2018 en medio de los temores sobre los problemas estructurales de Washington y la mayor confianza que mostraban los inversionistas por la mejora de las perspectivas y fundamentos fuera de Estados Unidos. Sin embargo, desde entonces, el USD ha tenido un rebote bastante abrupto, provocado en un principio por el ajuste de posiciones e impulsado últimamente por el brote de preocupaciones políticas en Europa y la atención continua que generan las negociaciones entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales.

La economía estadounidense exhibe también una evolución positiva y las autoridades de la Reserva Federal parecen decantarse ahora por la idea de que el proceso de endurecimiento monetario de este año puede llegar a cuatro incrementos de las tasas de interés. Así pues, hemos agregado un aumento más de la tasa de referencia a nuestra previsión para este año (es decir, un total de cuatro para 2018), lo que contribuirá a sustentar la confianza en el USD a corto plazo. Pensamos que la moneda ya está en su mayor nivel desde el punto de vista de los fundamentos, pero hemos ajustado parte de nuestros pronósticos para reflejar el desempeño sólido que ha tenido últimamente, dejando la amenaza del debilitamiento anticipado como un factor que entrará en juego ya en 2019 más que en este año. A largo plazo, los riesgos para el USD siguen siendo obvios y se traducen en presiones estructurales negativas (aumentos de los desequilibrios fiscales) y sostenidamente bajistas.

Aunque mantenemos nuestras perspectivas optimistas para el dólar canadiense (CAD) a largo plazo, la incertidumbre actual sobre la relación comercial de Canadá con Estados Unidos ha empañado sin duda alguna parte de la evolución favorable de los fundamentos. El enfoque algo caprichoso que ha adoptado Washington con respecto a las relaciones comerciales hace que el panorama para el TLCAN luzca incierto y, como resultado, los inversionistas se muestran más pesimistas frente al CAD. Sin embargo, el nivel actual de la moneda canadiense ya refleja y descuenta prácticamente el peor de los escenarios que podemos contemplar en el ámbito comercial. Nuestra previsión base sigue suponiendo que al final se llegará a un acuerdo en las negociaciones y el CAD se recuperará.

Desde el punto de vista de los fundamentos, la mayor estrechez del mercado laboral canadiense está elevando los salarios y los precios, mientras que la inversión de empresas viene registrando una recuperación fuerte más o menos desde el año pasado. Si las demás condiciones se mantienen, esto debería permitir que el Banco de Canadá (BoC) siga aumentando levemente las tasas de interés en los próximos meses. Ahora bien, cabe esperar que el BoC se quede un poco rezagado frente a la Fed durante este periodo. El diferencial de tasas de interés a corto plazo sigue siendo amplio y nos da a entender que ahora es más probable que el cruce USDCAD cierre el año en 1.28 (en comparación con nuestra previsión anterior de 1.25).

El ciclo económico global, con las previsiones positivas de crecimiento y el aumento gradual de las (todavía muy bajas) presiones inflacionarias, está en el "punto óptimo" para los precios de las materias primas. El fortalecimiento del precio de la energía, la madera y otros productos ha mejorado significativamente los términos de intercambio de Canadá y ha borrado por completo el deterioro que se registró en 2015/16 en medio del desplome de los precios del petróleo. Es un factor económico muy positivo para la economía canadiense y, normalmente, sería una gran fuerza impulsora del CAD. De cualquier forma, los términos positivos de intercambio y la evolución favorable de los fundamentos deberían limitar las presiones bajistas sobre la moneda canadiense y contribuir a que remonte rápidamente una vez que se aclare el panorama comercial.

## CONTACTOS

**Shaun Osborne, Jefe de Estrategias de Divisas**  
 416.945.4538  
 Foreign Exchange Strategy  
[shaun.osborne@scotiabank.com](mailto:shaun.osborne@scotiabank.com)

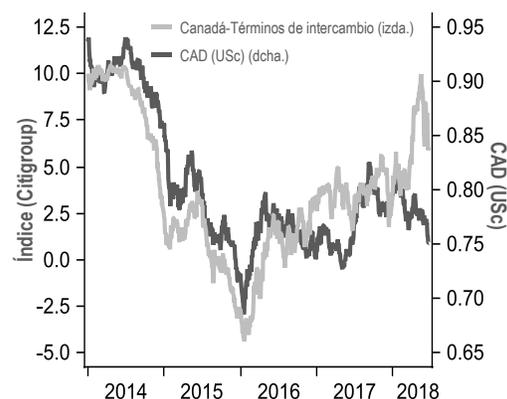
**Eduardo Suárez, Vicepresidente, Análisis Económico, América Latina**  
 52.55.9179.5174 (México)  
 Scotiabank Economics  
[eduardo.suarez@scotiabank.com](mailto:eduardo.suarez@scotiabank.com)

**Qi Gao**  
 65.6305.8396 (Singapur)  
 Foreign Exchange Strategy  
[qi.gao@scotiabank.com](mailto:qi.gao@scotiabank.com)

**Eric Theoret**  
 416.863.7030  
 Foreign Exchange Strategy  
[eric.theoret@scotiabank.com](mailto:eric.theoret@scotiabank.com)

## Gráfico 1

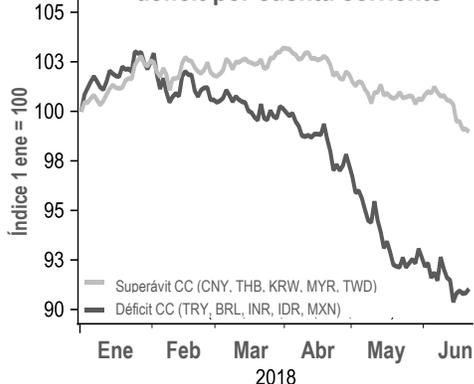
### Términos de intercambio respaldan al CAD



Fuentes: Macrobond, Scotiabank FICC Strategy.

## Gráfico 2

### Bajo desempeño de monedas con déficit por cuenta corriente



Fuentes: Macrobond, Scotiabank FICC Strategy.

Las monedas europeas han sufrido las consecuencias del repunte del USD este último trimestre, pero pensamos que el euro (EUR) en particular parece algo sobrevendido. La inestabilidad política en Italia y España afectó recientemente la confianza, pero las inquietudes se han atenuado por ahora. Seguimos siendo optimistas con respecto a la evolución del crecimiento económico de la eurozona, pese al pequeño bache en que cayó a principios de año. Mientras tanto, los indicadores y las expectativas sobre la inflación están aumentando, gracias al alza del precio de la energía. El Banco Central Europeo (BCE) confirmó que pondrá fin a su programa de compra de activos a finales de este año, antes de proceder a un suave endurecimiento monetario en 2019. Para nuestra sorpresa, este mensaje (que ya se esperaba) fue recibido con nuevas presiones sobre la moneda. En consecuencia, rebajamos nuestro pronóstico a corto plazo para el EUR y prevemos ahora que la tasa de cambio al contado (*spot*) cierre el año 2018 en 1.20; toda vez que la proyección para 2019 se mantiene intacta (1.35).

Por su parte, la libra esterlina (GBP) se muestra débil y luce todavía algo vulnerable a corto plazo. Las expectativas sobre una subida de las tasas de interés por parte del Banco de Inglaterra han disminuido luego de que el organismo se abstuviera de intervenir en mayo, mientras el gobierno británico intenta formular una política viable para el *brexit*. En nuestra opinión, los riesgos a corto plazo para la GBP siguen siendo negativos, pero las consideraciones sobre la valoración a más largo plazo deberían impedir que la moneda caiga por debajo del umbral de 1.30 frente al USD. Aun así, recortamos nuestros pronósticos sobre el cruce GBPUSD para el cierre de 2018 y 2019 a 1.32 y 1.40, respectivamente.

Según nuestras previsiones, el peso mexicano (MXN) cerrará este año más o menos en su nivel actual. La moneda no ha tenido un muy buen desempeño últimamente y el USD ha rozado el umbral de los MXN 21 en medio de la mayor volatilidad de los mercados en general y las preocupaciones sobre el TLCAN. El resultado de las elecciones presidenciales del 1 de julio está comenzando a influir en las decisiones de los inversionistas sobre el MXN. Los riesgos internos y externos permiten suponer que a la moneda mexicana le costará registrar una mejora sustancial a corto plazo. Pese al aumento de la volatilidad en los mercados de divisas regionales (especialmente en Brasil y Argentina), la mayoría de las grandes monedas latinoamericanas se han mostrado algo más resistentes al fortalecimiento reciente del USD. El sol peruano (PEN) se ha visto respaldado por los datos económicos positivos, que han contribuido a limitar las pérdidas a no más de 1.5% frente al USD durante el último trimestre. En las últimas semanas, la escalada de las tensiones comerciales y una cierta moderación del precio del crudo y del cobre han tenido un efecto negativo sobre el peso colombiano (COP) y el peso chileno (CLP), respectivamente.

Mantenemos nuestras previsiones bajistas para el yen japonés (JPY), principalmente porque creemos que el Banco de Japón seguirá con su considerable expansión monetaria durante todo el horizonte de previsión en medio de una inflación que se mantiene obstinadamente en niveles bajos. Aun así, es posible que el JPY siga presentándose de vez en cuando como una opción atractiva para quienes buscan un refugio seguro. Las perspectivas para las demás monedas de la región asiática siguen empañadas por los riesgos comerciales y geopolíticos. El aumento de las tasas de interés y el endurecimiento general de las condiciones monetarias representan una amenaza clara e inminente para las economías más endeudadas (con un alto déficit por cuenta corriente) de la región, pues tendrán que competir de manera más feroz por el acceso al financiamiento mientras los inversionistas ajustan su exposición y privilegian las monedas “más seguras” con superávits, que han tenido generalmente un rendimiento superior en los últimos meses.

El yuan chino (CNY) debería fluctuar dentro de un rango bastante amplio a corto plazo, aunque en general su evolución tendencial dependerá del desempeño de las grandes monedas con respecto al USD. Cabe esperar que el yuan extraterritorial (CNH) siga cotizándose con un descuento frente al yuan continental (CNY), debido a la intensificación de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos. Por ahora, no creemos que las autoridades chinas decidan devaluar la moneda como represalia contra Estados Unidos. Mientras tanto, el won surcoreano (KRW), el dólar taiwanés (TWD) y el baht tailandés (THB) están más expuestos a sufrir cualquier shock de la demanda externa que las demás divisas regionales.

Las empresas que cotizan en la bolsa de Taiwán pagarán dividendos en efectivo por aproximadamente TWD 1.29 billones entre junio y agosto, lo que generará ciertas presiones alcistas sobre el cruce USDTWD. El déficit comercial de la India subió a USD 14,620 millones en mayo, agravando con ello los temores sobre el deterioro de las cuentas externas del país. Mantenemos nuestras previsiones bajistas para la rupia india (INR), la rupia indonesia (IDR) y el peso filipino (PHP), puesto que las tres economías se enfrentan al problema de un déficit gemelo. El Banco de Indonesia debería volver a subir su tasa de referencia el 28 de junio para proteger a la moneda. Por último, el ringgit malayo (MYR) seguirá reflejando la tendencia general del mercado con relativamente poca volatilidad, favorecido hasta cierto punto por la continua fortaleza del precio del petróleo.

Como la Reserva Federal seguirá bien encauzada en su trayectoria de endurecimiento monetario gradual y el BCE ha dado señales de mantener su postura expansiva, la confianza de los mercados regionales mejorará significativamente si China logra aplacar las tensiones comerciales con Estados Unidos y evitar que continúe la actual reacción de “ojo por ojo”. Sin embargo, a mediano plazo, seguimos siendo prudentes en relación con las perspectivas mientras se reduce la liquidez global.

**APÉNDICE 1**

Internacionales	2000–16	2016	2017	2018p	2019p	2000–16	2016	2017	2018p	2019p	
	<b>PIB real</b> (variación porcentual anual)					<b>Precios al consumidor</b> (variación porcentual interanual, al cierre del año)					
Mundo (con base en la paridad del poder adquisitivo)	3.9	3.2	3.7	3.8	3.7						
Canadá	2.1	1.4	3.0	2.0	2.1	1.9	1.4	1.8	2.7	2.1	
Estados Unidos	1.9	1.5	2.3	2.8	2.3	2.2	1.8	2.1	2.4	2.4	
México	2.2	2.9	2.0	2.1	2.5	4.4	3.4	6.8	4.2	3.8	
Reino Unido	1.9	1.8	1.7	1.5	1.9	2.0	0.7	2.7	2.0	1.8	
Eurozona	1.3	1.8	2.4	2.3	2.3	1.8	1.1	1.4	1.9	1.7	
Alemania	1.3	1.9	2.2	3.0	3.0	1.5	1.7	1.7	1.6	1.9	
Francia	1.3	1.2	2.2	2.5	2.0	1.4	0.6	1.2	1.5	1.5	
China	9.4	6.7	6.9	6.6	6.3	2.3	2.1	1.8	2.1	2.5	
India	7.1	7.9	6.3	7.5	7.5	6.9	3.4	5.2	4.6	5.6	
Japón	0.9	1.0	1.7	1.1	0.9	0.1	0.3	1.0	1.0	2.3	
Corea	4.2	2.9	3.1	2.8	2.8	2.6	1.3	1.5	2.1	2.5	
Australia	3.0	2.6	2.2	2.8	2.5	2.8	1.5	1.9	2.2	2.6	
Tailandia	4.0	3.3	3.9	4.1	3.6	2.0	1.1	0.8	1.1	2.0	
Brasil	2.6	-3.5	1.0	2.3	2.5	6.7	6.3	3.0	4.1	4.6	
Colombia	4.0	2.0	1.8	2.5	3.5	5.1	5.8	4.1	3.3	3.4	
Perú	5.1	4.0	2.5	3.5	4.0	2.8	3.2	1.4	2.0	2.5	
Chile	4.0	1.3	1.5	3.7	3.9	3.4	2.7	2.3	2.9	3.0	
<b>Materias primas</b>											
		(promedio anual)									
Petróleo WTI (US\$/barril)	63	43	51	68	71						
Petróleo Brent (US\$/barril)	66	45	55	74	77						
Descuento* WCS - WTI (USD/bbl)	-17	-14	-13	-23	-23						
Gas natural Nymex (US\$/millones de btu)	4.94	2.55	3.02	2.93	2.90						
Cobre (US\$/libra)	2.35	2.21	2.80	3.10	3.25						
Zinc (US\$/libra)	0.81	0.95	1.31	1.45	1.45						
Níquel (US\$/libra)	7.26	4.36	4.72	6.50	7.00						
Aluminio (US\$/libra)	0.86	0.73	0.89	0.95	1.00						
Mineral de hierro (US\$/tonelada)	67	58	72	63	60						
Carbón metalúrgico (US\$/tonelada)	127	114	187	190	160						
Oro, London PM Fix (US\$/onza)	869	1,251	1,257	1,311	1,300						
Plata, London PM Fix (US\$/onza)	14.67	17.14	17.05	18.00	19.00						

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

**APÉNDICE 2**

Norteamérica	2000-16	2016	2017	2018p	2019p	2000-16	2016	2017	2018p	2019p
	Canadá (var. porcentual anual, salvo cuando se indica lo contrario)					Estados Unidos (var. porcentual anual, salvo cuando se indica lo contrario)				
PIB real	2.1	1.4	3.0	2.0	2.1	1.9	1.5	2.3	2.8	2.3
Gasto de consumo	2.9	2.3	3.4	2.1	2.0	2.4	2.7	2.8	2.6	2.3
Inversión residencial	3.7	3.4	2.8	0.1	0.4	-0.4	5.5	1.8	1.8	2.1
Inversiones de empresas	2.2	-8.8	2.7	6.8	2.6	2.3	-0.6	4.7	6.2	2.8
Gasto público	2.2	2.7	2.6	2.6	1.5	1.0	0.8	0.1	2.2	2.5
Exportaciones	1.3	1.0	1.1	2.5	3.7	3.6	-0.3	3.4	4.3	2.7
Importaciones	2.9	-1.0	3.6	4.5	2.6	3.4	1.3	4.0	5.0	3.4
PIB nominal	4.2	2.0	5.4	4.3	4.7	3.9	2.8	4.1	5.0	4.6
Deflactor del PIB	2.1	0.6	2.3	2.3	2.5	2.0	1.3	1.8	2.1	2.3
Índice de precios al consumidor	1.9	1.4	1.6	2.4	2.3	2.2	1.3	2.1	2.4	2.4
IPC, excepto alimentos y energía	1.6	1.9	1.6	1.8	2.0	2.0	2.2	1.8	2.2	2.3
Utilidades corporativas antes de impuestos	3.6	-1.9	19.9	4.8	4.3	5.5	-2.1	4.4	5.1	1.7
Empleo	1.3	0.7	1.9	1.2	1.0	0.7	1.8	1.6	1.4	1.1
Tasa de desempleo (%)	7.1	7.0	6.3	5.8	5.7	6.2	4.9	4.4	3.8	3.7
Balanza por cuenta corriente (CAN\$, US\$, miles de millones)	-17.1	-65.4	-63.3	-71.0	-60.2	-504	-433	-449	-516	-574
Balanza comercial (CAN\$, US\$, miles de millones)	25.1	-25.9	-24.0	-30.1	-22.5	-672	-751	-807	-908	-984
Saldo presupuestario federal* (AF, CAN\$, US\$, miles de millones)	-2.8	-1.0	-17.8	-20.0	-18.0	-532	-585	-665	-840	-1,030
porcentaje del PIB	-0.2	0.0	-0.9	-0.9	-0.8	-3.7	-3.1	-3.4	-4.1	-4.8
Construcción de viviendas (miles)	199	198	220	213	200	1.27	1.17	1.20	1.32	1.30
Ventas de vehículos automotores (miles)	1,657	1,949	2,041	2,000	1,950	15.5	17.5	17.1	17.1	17.0
Producción industrial	0.6	0.1	5.2	2.4	1.0	0.6	-2.0	1.6	3.0	1.9
	<b>México</b> (variación porcentual anual)									
PIB real	2.2	2.9	2.0	2.1	2.5					
Índice de precios al consumidor (cierre del año)	4.4	3.4	6.8	4.2	3.8					
Balanza por cuenta corriente (US\$, miles de millones)	-14.8	-23.3	-19.4	-27.4	-29.9					
Balanza comercial (US\$, miles de millones)	-7.2	-13.1	-11.0	-4.6	-6.7					

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

Pronósticos trimestrales	2017		2018			2019			
	T4	T1	T2e	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Canadá</b>									
PIB real (intertrimestral, variación porcentual anual)	1.7	1.3	2.2	2.2	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8
PIB real (interanual, variación porcentual)	3.0	2.3	1.7	1.9	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0
Precios al consumidor (interanual, variación porcentual)	1.8	2.1	2.2	2.6	2.7	2.5	2.4	2.2	2.1
Promedio de nuevos IPC subyacentes (% variación interanual)	1.7	1.9	1.9	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>Estados Unidos</b>									
PIB real (intertrimestral, variación porcentual anual)	2.9	2.0	3.6	2.5	2.4	2.2	2.0	2.0	2.0
PIB real (interanual, variación porcentual)	2.6	2.8	2.9	2.8	2.6	2.7	2.3	2.1	2.0
Precios al consumidor (interanual, variación porcentual)	2.1	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
IPC, excepto alimentos y energía (% variación interanual)	1.7	1.9	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4
Deflactor del GCP subyacente (variación interanual, %)	1.5	1.6	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1

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

**APÉNDICE 3**

Tasas de los bancos centrales	2017		2018			2019			
	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>América</b>	(% , cierre del periodo)								
Banco de Canadá	1.00	1.25	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	2.25	2.50
Reserva Federal de Estados Unidos (límite superior)	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00
Banco de México	7.25	7.50	7.75	7.75	8.00	8.25	8.25	8.25	8.00
Banco Central de Brasil	7.00	6.50	6.50	6.75	7.25	8.00	8.50	9.00	9.00
Banco de la República de Colombia	4.75	4.50	4.25	4.25	4.50	4.75	5.00	5.25	5.50
Banco Central de Reserva del Perú	3.25	2.75	2.75	2.75	2.75	3.00	3.00	3.25	3.25
Banco Central de Chile	2.50	2.50	2.50	2.75	3.00	3.25	3.25	3.50	3.50
<b>Europa</b>									
Banco Central Europeo	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Banco de Inglaterra	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	1.00
<b>Asia y Oceanía</b>									
Banco de Reserva de Australia	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75	2.00	2.00	2.25
Banco de Japón	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Banco Popular de China	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.60	4.60	4.85	4.85
Banco de Reserva de la India	6.00	6.00	6.25	6.25	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50
Banco de Corea	1.50	1.50	1.50	1.75	2.00	2.00	2.25	2.25	2.25
Banco de Tailandia	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75	2.00	2.00	2.25
<b>Tipos de cambio y tasas de interés</b>									
<b>América</b>	(cierre del periodo)								
Dólar canadiense (USDCAD)	1.26	1.29	1.31	1.28	1.28	1.25	1.22	1.22	1.25
Dólar canadiense (CADUSD)	0.80	0.78	0.76	0.78	0.78	0.80	0.82	0.82	0.80
Peso mexicano (USDMXN)	19.66	18.18	19.81	20.19	20.20	20.32	20.13	20.19	20.48
Real brasileño (USDBRL)	3.31	3.31	3.86	3.85	3.90	3.85	3.80	3.75	3.70
Peso colombiano (USDCOP)	2,986	2,794	2,926	2,950	3,000	2,950	2,900	2,850	2,850
Sol peruano (USDPEN)	3.24	3.23	3.28	3.20	3.18	3.18	3.14	3.15	3.12
Peso chileno (USDCLP)	615	604	653	624	602	599	596	593	590
<b>Europa</b>									
Euro (EURUSD)	1.20	1.23	1.17	1.17	1.20	1.22	1.25	1.30	1.35
Libra esterlina (GBPUSD)	1.35	1.40	1.32	1.30	1.32	1.32	1.35	1.37	1.40
<b>Asia y Oceanía</b>									
Yen japonés (USDJPY)	113	106	108	110	110	110	110	108	105
Dólar australiano (AUDUSD)	0.78	0.77	0.73	0.73	0.73	0.75	0.77	0.77	0.77
Yuan chino (USDCNY)	6.51	6.28	6.50	6.45	6.45	6.40	6.40	6.30	6.30
Rupia india (USDINR)	63.9	65.2	68.0	67.0	67.0	66.0	66.0	65.0	65.0
Won coreano (USDKRW)	1,067	1,064	1,100	1,080	1,080	1,070	1,070	1,060	1,060
Baht tailandés (USDTHB)	32.6	31.2	33.0	32.5	32.5	32.0	32.0	31.5	31.5
<b>Canadá (rendimiento, %)</b>									
Bonos del Tesoro a 3 meses	1.06	1.15	1.26	1.55	1.80	2.05	2.30	2.30	2.50
2 años, Canadá	1.69	1.78	1.91	2.05	2.30	2.40	2.50	2.55	2.60
5 años, Canadá	1.87	1.97	2.07	2.25	2.45	2.55	2.60	2.65	2.70
10 años, Canadá	2.05	2.09	2.17	2.40	2.55	2.60	2.65	2.70	2.75
30 años, Canadá	2.27	2.23	2.20	2.50	2.70	2.80	2.85	2.90	2.95
<b>Estados Unidos (rendimiento, %)</b>									
Bonos del Tesoro a 3 meses	1.38	1.70	1.92	2.20	2.45	2.50	2.70	2.75	3.00
2 años, del Tesoro	1.88	2.27	2.53	2.60	2.70	2.80	2.90	3.00	3.10
5 años, del Tesoro	2.21	2.56	2.73	2.85	2.90	2.95	3.00	3.10	3.20
10 años, del Tesoro	2.40	2.74	2.84	3.00	3.05	3.10	3.15	3.20	3.30
30 años, del Tesoro	2.74	2.97	2.96	3.15	3.20	3.30	3.35	3.40	3.45

Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Estrategia de renta fija (Londres)

[www.gbm.scotiabank.com](http://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.