

Los mercados frente a los economistas

- El crecimiento económico global ha llegado claramente a su punto máximo, como esperábamos desde hace tiempo. Sin embargo, las señales de debilitamiento no deberían confundirse con señales de una expansión que agoniza.**
- Los bancos centrales que han emprendido una trayectoria de endurecimiento continuarán por este camino durante el año.**

La caída de los mercados accionarios (gráfico 1) y los movimientos en determinados tramos de la curva de rendimientos de los últimos meses dan a entender que existe una desconexión clara entre las perspectivas económicas tal como son evaluadas por los mercados y las previsiones de los economistas. Los economistas, como nosotros, pronosticaron desde hace tiempo una desaceleración con respecto a las tasas fuertes de crecimiento que se registraron en 2017–18. Los bancos centrales de varios países han estado modificando su política para reflejarlo. El hecho de que se espera que el crecimiento disminuya este año, y que estemos viendo ahora señales de ello, no resulta por lo tanto nada sorprendente. Nuestras previsiones actuales apuntan a una reducción del crecimiento global de 3.7% en 2018 a 3.5% en 2019. Sin embargo, la evolución de los mercados accionarios durante el otoño pasado y los movimientos en la curva de rendimientos hacen pensar que se anticipa una caída mucho más pronunciada de la expansión, incluso posiblemente una recesión en algunos países. Existe, pues, una desconexión: o bien las cifras finales de crecimiento serán decepcionantes en comparación con lo previsto por el consenso de analistas económicos, o bien los mercados ajustarán sus expectativas para reflejar el mejor desempeño económico.

¿Quién tiene la razón? En gran medida, los indicadores de Canadá y Estados Unidos, y algunos indicadores del Reino Unido y Europa, permiten suponer que la economía tiene todavía un cierto impulso. El crecimiento del empleo ha sido sorpresivamente más alto de lo esperado, con un dinamismo muy vigoroso en Canadá y Estados Unidos durante los dos últimos meses de 2018. Los indicadores de la confianza de las empresas, ya sea de las encuestas ISM u otros parámetros, se han deteriorado, pero en general arrojan todavía que las economías están creciendo. Nuestro propio modelo de probabilidad de recesión en Canadá, que toma en cuenta una amplia gama de variables económicas y financieras, indica que el riesgo de recesión sigue siendo muy bajo.

Como se suele decir hoy en día, los ciclos de expansión no se mueren de viejos. Algo debe desencadenar una desaceleración pronunciada o una recesión. En las economías avanzadas, estos factores han sido históricamente shocks de los precios del petróleo o un endurecimiento excesivo de la política de los bancos centrales. En parte, es por ello que los mercados han estado tan atentos a las perspectivas sobre la política de la Reserva Federal en los últimos meses: ¿provocará acaso el organismo estadounidense una recesión, como han hecho los bancos centrales en el pasado? Pensamos que esto es muy poco probable, pues las tasas reales de política monetaria de Estados Unidos están apenas por encima de cero, y las de Canadá son todavía negativas. Como explica Derek Holt en la sección *Mercados de capitales*, para provocar una recesión, las tasas tendrían que subir muy por encima del nivel que prevemos para la Fed o el Banco de Canadá.

La causa más probable de una desaceleración sustancial del crecimiento económico global sigue siendo, en nuestra opinión, la intensificación de la guerra comercial entre Estados Unidos y China. Desde el principio hemos pensado que había más posibilidades de que el conflicto se apaciguaría en vez de recrudecer, pero el año pasado quedó claro que los mercados estaban finalmente comenzando a preocuparse por las consecuencias de la escaramuza comercial y temían por el futuro. De hecho, la escalada del conflicto comercial puede resultar muy costosa para los países afectados, así como para el resto del mundo. Si llegara a suceder, el pesimismo de los mercados se comprobaría a posteriori. Las señales actuales apuntan ahora con más firmeza a un alivio de las tensiones o, como mínimo, ninguna nueva agudización del

CONTACTOS

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

CONTENIDO

Introducción	1–2
Canadá	3–6
Provincias canadienses	7–9
Estados Unidos	10–14
Mercados de capitales y política monetaria de Estados Unidos y Canadá	15–22
México	23–25
América Latina	26–33
Reino Unido	34
Eurozona	35
Asia-Pacífico	36–43
Materias primas	44–48
Mercado de cambios	49–50
Tablas de pronósticos económicos	A1–A3

Gráfico 1

Desempeño del mercado accionario



Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

conflicto comercial. Los negociadores chinos y estadounidenses se reunieron en China y las conversaciones parecen ir por buen camino, o al menos así lo asegura el presidente Trump.

A medida que este conflicto entre China y Estados Unidos se vaya atenuando, también irá menguando eso que, en nuestra opinión, constituye el principal riesgo para las perspectivas mundiales. La incertidumbre habrá llegado a su punto culminante entre el cuarto trimestre de 2018 y el primero de 2019, aunque otros riesgos seguirán siendo muy relevantes durante los primeros meses del año, como la saga del *brexit*. Consideramos que el panorama de riesgos mejorará en el primer trimestre mientras se definen con más claridad las relaciones entre Estados Unidos y China y los mercados terminan de entender que el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, no hundirá la economía estadounidense. Cuando todo esto se vaya desarrollando, la fortaleza subyacente y la resiliencia de la economía global se volverán más evidentes y los bancos centrales que habían comenzado su ciclo de endurecimiento retomarán posiblemente este camino.

Tabla 1

PIB real mundial	2000–17	2017	2018e	2019p	2020p
(variación porcentual anual)					
A nivel mundial (PPP)	3.9	3.8	3.7	3.5	3.4
Canadá	2.1	3.0	2.1	1.8	2.0
Estados Unidos	2.0	2.2	2.9	2.4	1.7
México	2.2	2.1	2.0	1.6	2.3
Reino Unido	1.9	1.8	1.4	1.5	1.5
Eurozona	1.4	2.4	1.9	1.7	1.7
Alemania	1.4	2.2	1.5	1.6	1.6
Francia	1.4	2.2	1.5	1.5	1.7
China	9.3	6.9	6.6	6.2	6.0
India	7.0	6.3	7.5	7.3	7.5
Japón	0.9	1.9	0.8	1.1	0.8
Corea	4.1	3.1	2.7	2.7	2.6
Australia	2.9	2.4	3.0	2.7	2.5
Tailandia	4.0	3.9	4.1	3.8	3.5
Brasil	2.5	1.1	1.1	2.3	2.5
Colombia	3.9	1.8	2.5	3.3	3.6
Perú	5.0	2.5	3.7	4.0	4.0
Chile	3.9	1.5	3.9	3.2	3.2

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

Canadá

DEBILIDAD PASAJERA

- La economía canadiense está encaminada en una trayectoria mucho más sólida de lo que asumen los mercados. El crecimiento será similar a la tasa potencial hasta 2020. El riesgo de recesión es muy bajo.
- El fuerte repunte que ha mostrado el precio del crudo canadiense desde finales del otoño pasado, en medio del aumento rápido de los precios internacionales del petróleo después de los mínimos de la víspera de Navidad, permite suponer que el impacto del desplome del mercado petrolero no será tan grande como se temía.
- Con los indicadores subyacentes de inflación en cerca de 2%, el Banco de Canadá continuará su proceso de normalización monetaria, especialmente porque el alza de las tasas de interés no ha tenido hasta ahora el impacto considerable que se temía.

La economía canadiense sigue avanzando en una trayectoria sólida y está lejos del borde de un precipicio, como se podría inferir si se observa la reacción de los mercados financieros en las últimas semanas. Si bien es cierto que la caída global del precio de las acciones, con la disminución simultánea de los precios internacionales del petróleo, es motivo de preocupación, los indicadores económicos de Canadá (y de Estados Unidos) siguen siendo generalmente positivos. Los fundamentos canadienses son todavía robustos, con un crecimiento que debería situarse en poco menos de 2% este año, lo que coincide en gran medida con el potencial de la economía. Los indicadores subyacentes de inflación rondarán el 2% que ha establecido como meta el Banco de Canadá (BoC). Para mantener la inflación en ese nivel, el gobernador del banco central, Stephen Poloz, tendrá que ir retirando gradualmente el estímulo monetario restante, llevando las tasas de interés a su nivel neutral de 2.75% para el primer trimestre de 2020.

TODO DEPENDE DEL CRISTAL CON QUE SE MIRE

La caída generalizada de los mercados y el aumento de la volatilidad que se vienen registrando desde el otoño pasado, el desplome de los precios del petróleo, el callejón sin salida del *brexit* y las políticas del presidente Trump han copado los titulares en las últimas semanas. Todos estos factores están incidiendo en la confianza de consumidores y empresas, llevando a algunos a preguntarse por cuánto tiempo más durará la expansión global. ¿Estamos al borde de una desaceleración marcada del crecimiento, como darían a entender algunos indicadores financieros, o simplemente entrando en una fase de crecimiento más lento, pero todavía sólido? Nos inclinamos por la segunda opción y pensamos que los mercados han sobrereactionado a lo que son razonablemente cambios menores de las perspectivas. El rebote de los mercados accionarios que hemos visto en las dos últimas semanas respalda este punto de vista, así como los resultados de nuestro modelo de probabilidad de recesión en Canadá, que utiliza información económica y financiera para cuantificar el riesgo.

Desde la perspectiva de Canadá, se ha dado mucha importancia a la caída rápida del precio del petróleo y el aumento del diferencial para el precio del crudo canadiense a finales del año pasado. Como ha señalado el Banco de Canadá, cuando el precio internacional del petróleo cae en USD20–30, Canadá sufre un shock considerable en sus términos de intercambio, en vista del gran volumen de petróleo que produce el país. Para complicar la situación, la falta de suficiente capacidad de salida del crudo y el cierre más prolongado de lo previsto de las refinerías en Estados Unidos hicieron que el precio pagado por el crudo Western Canada Select (WCS) se hundiera a casi \$15 en noviembre, mientras que el precio del bitumen fue por un tiempo negativo. Desde entonces, las refinerías han entrado nuevamente en servicio, los precios internacionales del petróleo han repuntado con

CONTACTOS

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

Marc Desormeaux, Economista – Provincias Canadienses
 416.866.4733
 Scotiabank Economics
marc.desormeaux@scotiabank.com

Juan Manuel Herrera, Economista
 416.866.6781
 Scotiabank Economics
juanmanuel.herrera@scotiabank.com

René Lalonde, Director de Investigación
 416.862.3174
 Scotiabank Economics
rene.lalonde@scotiabank.com

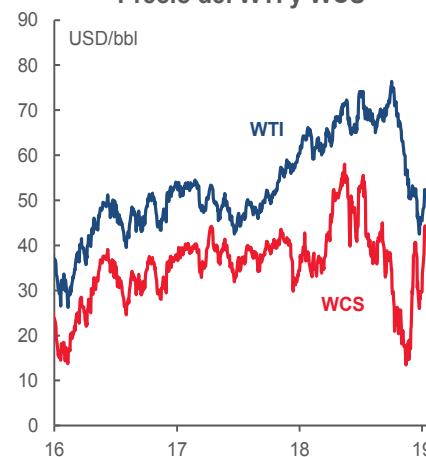
Nikita Perevalov, Economista Sénior
 416.866.4205
 Scotiabank Economics
nikita.perevalov@scotiabank.com

Canadá	2017	2018e	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	3.0	2.1	1.8	2.0
IPC (% interanual, cierre)	1.8	2.0	1.7	2.2
Tasa del banco central (%), cierre)	1.00	1.75	2.50	2.75
Dólar canadiense (CADUSD, cierre)	0.80	0.73	0.79	0.81

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

Precio del WTI y WCS



Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

fuerza (gráfico 1) y el gobierno de Alberta ha obligado a las empresas petroleras a recortar su producción en 9% para paliar las limitaciones de capacidad de distribución y consumir los inventarios. Este recorte decretado por el gobierno reducirá sin duda alguna el volumen producido por el sector petrolero canadiense y, con ello, el PIB real, pero el crudo WCS ya ha más que recuperado el terreno perdido y hoy en día se encuentra generalmente por encima de los niveles de 2016–17. **Todo esto permite suponer que el impacto de la disminución del precio del petróleo quizás no sea tan fuerte para el país como había previsto el Banco de Canadá.** Aun así, la caída que ha tenido el precio del petróleo desde el verano pasado y los recortes de producción de Alberta deprimirán el crecimiento en el cuarto trimestre de 2018 y el primer trimestre de 2019, cuando las restricciones estén en su máximo nivel. Como los recortes son de carácter temporal y se irán retirando a medida que se incrementa la capacidad de exportación ferroviaria, consideramos que la coyuntura del mercado petrolero solo tendrá repercusiones pasajeras sobre la expansión económica del país.

Un segundo motivo de preocupación es el impacto de la caída de los mercados accionarios en la confianza y el gasto de Canadá. La disminución de aproximadamente 10% que ha tenido el índice S&P TSX Composite es un shock que reduce la riqueza de Canadá, lo que a su vez debilita el gasto de consumo. La magnitud del impacto depende de dos factores: el tamaño de la reducción de la riqueza y su persistencia. Puesto que pensamos que los mercados han reaccionado de manera exagerada a los datos económicos y la situación política, suponemos que la riqueza financiera irá subiendo gradualmente a niveles más acordes con los fundamentos económicos subyacentes. El repunte de los índices bursátiles que hemos observado en las dos últimas semanas confirma que la recuperación se está poniendo en marcha, lo cual nos da a entender que el impacto de la caída podría no ser tan fuerte como algunos temían. Recordemos, además, que el efecto de la riqueza financiera en el gasto es mucho menor en Canadá que en Estados Unidos. El gráfico 3, elaborado a partir de nuestro modelo macroeconómico, lo demuestra con claridad.

Aun cuando estos factores nos llevan a rebajar nuestra previsión de crecimiento a 1.8% en 2019, y a elevarla a 2.0% en 2020, cabe destacar que estas tasas coinciden prácticamente con las tasas de crecimiento potencial. La disminución leve con respecto al avance de 2.1% de 2018 no representa un deterioro sustancial de las perspectivas y refleja los siguientes fundamentos todavía generalmente positivos:

- **La política monetaria continúa siendo muy expansiva, con una tasa real de política monetaria que se encuentra aún en territorio negativo, y una tasa nominal muy por debajo del rango que el Banco de Canadá considera neutral, de 2.5%–3.5%.**
- **El estímulo humano, o lo que suele conocerse como el crecimiento poblacional, está aumentando a su ritmo más rápido en casi 10 años, gracias al incremento de la inmigración (gráfico 4).**
- **El empleo sigue creciendo con fuerza, con una aceleración de la creación de puestos de trabajo en 2018.** Este dinamismo ha dado un impulso a los sueldos y salarios, que aumentaron en casi 3% en el tercer trimestre de 2018, periodo más reciente para el cual disponemos de datos. La fortaleza del empleo atenuará el impacto de la reducción de la riqueza en la actividad de consumo, aunque las ventas minoristas cayeron de manera significativa en octubre, mes más reciente para el cual disponemos de datos. Las ventas de vehículos están bajando también, pero es necesario considerar que estaban en niveles sumamente elevados.
- **El balance de los hogares canadienses sigue siendo relativamente saludable.** El índice entre deuda y patrimonio neto se encuentra más o menos al mismo nivel que en 2007 (gráfico 5). El servicio de la deuda está aumentando a la par del alza de las tasas de interés, pero lo está haciendo gradualmente y por ahora hay muy pocas señales de que ello esté poniendo en grandes aprietos a los hogares. El porcentaje de hipotecas en mora está cerca de sus mínimos históricos y es muy inferior al nivel que tenía antes de que comenzaran a subir las tasas de interés.
- En el sector manufacturero, el volumen real de pedidos en espera de procesamiento ha aumentado en 8% de un año a otro (gráfico 6), al tiempo que los pedidos no procesados como proporción de los envíos se encuentran en su máximo nivel en dos años.

Gráfico 2

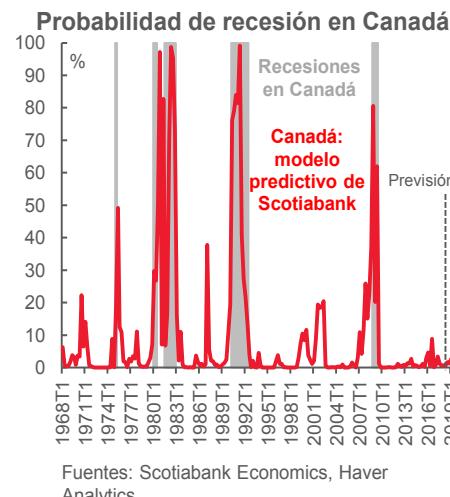


Gráfico 3

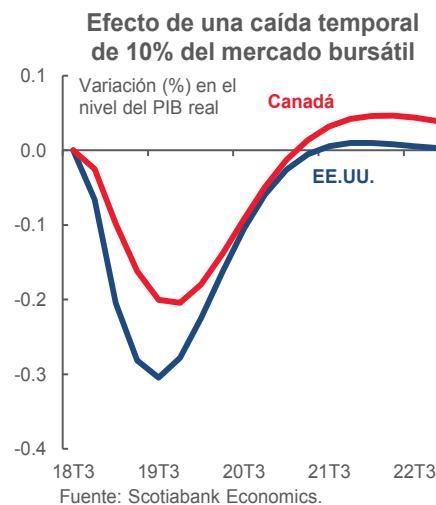
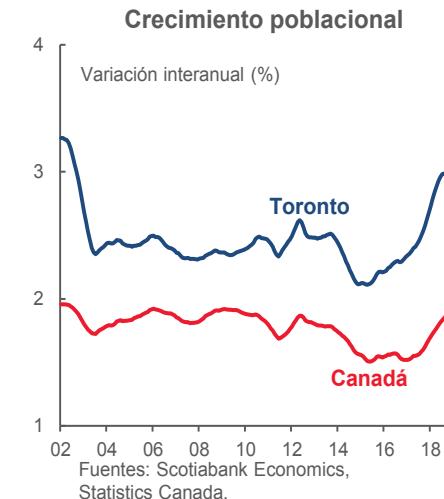


Gráfico 4



Sin embargo, al mismo tiempo, existen varios factores importantes de debilidad:

- Como se mencionó, la coyuntura de la industria petrolera está frenando actualmente el crecimiento.** Esto afectará a su vez el crecimiento de las exportaciones, más aún cuando la expansión de las exportaciones no petroleras ha sido desalentadora en el último semestre del año pasado. Las restricciones de capacidad que padecen las industrias de exportación son probablemente una de las razones de este comportamiento decepcionante, aunque hay que decir también que el comercio global ha tenido una desaceleración generalizada este año.
- El sector vivienda se ha enfriado desde el año pasado: las ventas y la construcción de nuevas viviendas han bajado con respecto a las cifras de 2017.** Sin embargo, en la mayor parte de Canadá, la construcción residencial se mantiene en niveles saludables. El ritmo de ventas y de aumento de los precios se ha estabilizado en gran medida desde la recuperación leve de los meses del verano, que coincidió con la aceleración del crecimiento económico y el nivel todavía bajo de las tasas de interés, después de que el mercado reaccionara abruptamente al endurecimiento de las normas para la obtención de hipotecas implementadas el 1 de enero de 2018. Según nuestras previsiones, el mercado de la vivienda de Canadá atravesará por un periodo de estabilidad relativa de precios en 2019, aunque con algunas variaciones regionales. A nivel nacional, la construcción de nuevas viviendas ha de disminuir de 213,000 unidades en 2018 a un promedio de poco más de 200,000 unidades en 2019–20, es decir, un 10% menos que la tasa pico de construcciones de 2017. Esto, a su vez, hará que baje la inversión residencial en comparación con 2018.
- De la misma manera, es evidente que la inversión de empresas se está moderando tras su ritmo vigoroso de principios de 2018.** El segundo semestre de 2018 estuvo marcado por un clima de alta incertidumbre. ¿Se renegociaría el Tratado de Libre Comercio de América del Norte? ¿La guerra comercial de Estados Unidos con China escalaría hasta salir fuera de control? ¿Los mercados apuntaban al riesgo de una recesión? Es probable que todas estas dudas e interrogantes hayan debilitado la inversión de empresas a finales del año pasado, y creemos que seguirán afectando la inversión en los primeros meses de 2019, porque la incertidumbre continúa siendo elevada. No obstante, las restricciones de capacidad son también un aspecto importante, y los pedidos en espera se acumulan. Las empresas tendrán que acelerar la contratación de personal en un mercado laboral muy apretado o ampliar su capital para atender esta demanda.

Las presiones sobre la capacidad productiva de Canadá siguen siendo significativas, aunque los indicadores tradicionales de capacidad, como la brecha del producto, dan a entender que ya oscilaría en torno a cero. Estas presiones se manifiestan más en el mercado laboral, donde

Gráfico 5



Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada.

Gráfico 6



Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada.

Tabla 1

Pronósticos trimestrales para Canadá	2018			2019			2020			
	T3	T4e	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Económicos										
PIB real (intertrimestral, variación porcentual anual)	2.0	1.7	0.9	2.4	2.2	1.9	2.2	2.0	1.5	1.5
PIB real (interanual, variación porcentual)	2.1	2.1	1.9	1.8	1.8	1.9	2.2	2.0	1.9	1.8
Precios al consumidor (interanual, variación porcentual)	2.7	2.0	1.8	1.5	1.6	1.7	1.9	2.1	2.2	2.2
Promedio de nuevos IPC subyacentes (% variación interanual)	2.0	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Financieros										
Dólar canadiense (USDCAD)	1.29	1.36	1.32	1.30	1.27	1.27	1.25	1.25	1.23	1.23
Dólar canadiense (CADUSD)	0.77	0.73	0.76	0.77	0.79	0.79	0.80	0.80	0.81	0.81
Tasa interbancaria del Banco de Canadá (%)	1.50	1.75	1.75	2.00	2.25	2.50	2.75	2.75	2.75	2.75
Bonos del Tesoro a 3 meses (%)	1.58	1.65	1.80	2.05	2.30	2.55	2.80	2.80	2.80	2.80
2 años, Canadá (%)	2.21	1.86	2.00	2.20	2.45	2.65	2.85	2.85	2.85	2.85
5 años, Canadá (%)	2.34	1.89	2.10	2.30	2.55	2.75	2.95	2.95	2.95	2.95
10 años, Canadá (%)	2.43	1.97	2.20	2.35	2.60	2.80	3.00	3.00	3.00	3.00
30 años, Canadá (%)	2.42	2.18	2.35	2.50	2.75	2.90	3.10	3.10	3.10	3.10

Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada, Bloomberg.

los puestos vacantes han llegado a un máximo histórico de 550,000 empleos, con un aumento de casi 40% en los dos últimos años. **La escasez de mano de obra es un obstáculo considerable para la actividad comercial** y, aunque pone freno al crecimiento, también refleja el dinamismo de la economía canadiense. La incógnita sigue estando del lado de los salarios, porque las presiones salariales son aún algo tenues. Se desconocen todavía los motivos de esta situación. Hay indicios de que los trabajadores remunerados por hora, quienes serían menos fieles a sus empleadores, están aprovechando las ventajas de la fortaleza del mercado laboral, porque sus salarios han estado aumentando incluso después de tomar en cuenta el alza del salario mínimo del año pasado. En el sector industrial, las tasas de utilización de capacidad son bastante superiores al promedio posterior a la recesión, aunque están todavía por debajo del promedio histórico.

La inflación se está comportando bien. Su evolución coincide con lo previsto en nuestro modelo macroeconómico. A efectos prácticos, los parámetros subyacentes de inflación están establecidos en la meta de 2% del BoC (el resultado real es 1.9%) y han de permanecer en ese nivel durante todo el horizonte de previsión, a medida que el organismo sube gradualmente las tasas de interés para mantener la inflación en la meta. Existe, por supuesto, el riesgo de que las presiones inflacionarias disminuyan con el tiempo si las presiones salariales se atenúan o el crecimiento decepciona, pero actualmente no esperamos ninguna de estas dos cosas.

Tabla 2

Canadá	2000-17	2017	2018e	2019p	2020p
(Variación porcentual anual, salvo cuando se indica lo contrario)					
PIB real	2.1	3.0	2.1	1.8	2.0
Gasto de consumo	2.9	3.5	2.2	1.9	1.8
Inversión residencial	3.6	2.4	-1.1	-0.4	0.9
Inversiones de empresas	2.2	2.2	4.8	1.1	6.2
Gasto público	2.2	2.7	3.0	1.5	1.6
Exportaciones	1.3	1.1	3.1	2.5	2.4
Importaciones	3.0	4.2	3.2	1.0	3.1
PIB nominal	4.3	5.6	4.1	3.4	4.3
Deflactor del PIB	2.1	2.6	2.0	1.6	2.3
Índice de Precios al Consumidor (IPC)	1.9	1.6	2.3	1.7	2.1
IPC subyacente	1.6	1.6	1.9	1.9	2.0
Utilidades corporativas antes de impuestos	0.0	20.1	5.0	6.1	2.1
Empleo	1.4	1.9	1.3	1.1	0.7
Tasa de desempleo (%)	7.1	6.3	5.8	5.7	5.9
Balanza por cuenta corriente (CAN\$, miles de millones)	-19.4	-60.1	-58.6	-55.8	-56.5
Balanza comercial (CAN\$, miles de millones)	22.3	-24.6	-22.0	-24.3	-28.5
Saldo presupuestario federal (CAN\$, miles de millones)	-3.6	-17.8	-19.0	-18.1	-19.6
porcentaje del PIB	-0.2	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8
Construcción de viviendas (miles)	200	220	213	202	200
Ventas de vehículos automotores (miles)	1,678	2,034	1,984	1,930	1,900
Producción industrial	0.0	4.9	2.4	-0.7	2.3
Petróleo WTI (US\$/baril)	62	51	65	58	62
Gas natural Nymex (US\$/millones de btu)	4.83	3.02	3.07	3.25	3.25

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

Por último, muchos riesgos se ciernen sobre las perspectivas. **Puesto que estamos en una etapa bastante tardía del ciclo económico, estos riesgos se inclinan naturalmente más a la baja que al alza.** El principal riesgo negativo sigue siendo la intensificación de la guerra comercial entre Estados Unidos y China. Las señales actuales apuntan a la distensión que desde siempre hemos anticipado, pero como todo lo que sucede con el presidente Trump, nunca se puede descartar la posibilidad de que la situación se vaya de las manos. Vemos también mucha volatilidad alrededor de la administración Trump, a medida que el presidente vaya tomando en cuenta sus probabilidades de reelección y reaccione a las investigaciones de la Cámara de Representantes sobre sus asuntos personales y sus negocios. La respuesta de Trump a todos estos temas puede generar incertidumbre e incrementar la volatilidad en los mercados financieros, con secuelas posibles en Estados Unidos y el resto del mundo. Ahora bien, **los riesgos no están solamente sesgados a la baja.** Es posible que se haya exagerado el impacto estimado del precio del petróleo en la economía canadiense o incluso que los precios continúen por la impresionante senda alcista en la que han estado en las dos últimas semanas. Es también probable que estemos subestimando la tasa de crecimiento poblacional y sus consecuencias económicas. Finalmente, la inversión de empresas podría repuntar con más ímpetu de lo que suponemos, si los factores causantes de incertidumbre se van desvaneciendo en los primeros meses del año.

Provincias canadienses

- Seguimos previendo una expansión moderada en la mayoría de las provincias para 2019–20. Columbia Británica continuará liderando el crecimiento, gracias a los grandes proyectos en marcha. La modificación más importante de nuestros pronósticos es el debilitamiento de las perspectivas para Alberta en 2019.
- Varias provincias prevén una mejora de sus saldos presupuestarios para el ejercicio fiscal 2019 (AF19) a mediados de año y están emprendiendo una política fiscal más estimulante, pero la moderación del precio del petróleo y la interminable disputa sobre la tarificación del carbono complican los planes de reducción del déficit.

LOS RECORTES DE LA PRODUCCIÓN PETROLERA AFECTARÁN LA EXPANSIÓN

Las restricciones que ha implementado el gobierno de la provincia de Alberta para los grandes productores de petróleo con el objetivo de disminuir el diferencial récord entre el crudo liviano y pesado representan el cambio más importante desde la publicación de nuestro *Panorama Global* de octubre. El aumento del precio del petróleo pesado frente al marcador WTI debería aliviar el gran volumen de envíos pendientes de crudo que se fue acumulando cuando el descuento se estaba ampliando demasiado, pero los recortes tendrán un impacto en la producción del sector petrolero y gasífero. Como resultado, hemos rebajado la previsión de crecimiento de Alberta para 2019 en 1 ppt, a 1.5%. Se espera que la provincia contribuya con solo 0.2 ppts al crecimiento nacional este año, mucho menos que el 0.7 ppt del año pasado y el promedio de 0.9 ppt durante 2010–14 (gráfico 1).

En la mayoría de las otras provincias, nuestras perspectivas siguen contemplando una atenuación generalizada del crecimiento hasta 2020, con los principales factores determinantes generalmente intactos. Seguimos previendo que el gasto de los hogares disminuirá en la mayoría de las regiones, porque el consumidor se comportará con más prudencia debido al crecimiento más suave del empleo y el alza de las tasas de interés. Pensamos también que el aumento de las exportaciones será más tenue, pues la expansión estadounidense retomará un ritmo más sustentable. La zona del centro de Canadá será la más afectada por esta evolución, en vista de su alto volumen de exportaciones dirigidas al mercado estadounidense, especialmente en 2020 a medida que el crecimiento de Estados Unidos se debilita todavía más.

Es probable que algunas provincias se resistan a esta tendencia de desaceleración del crecimiento. Columbia Británica debería verse beneficiada con el proyecto de CAD40,000 millones de LNG Canada. El incremento de la creación de empleo y el avance más sostenido y estable de los principales proyectos respaldan la mejora del perfil de crecimiento de Saskatchewan para 2019–20. Por su parte, la provincia de Terranova y Labrador debería sacar provecho de la aceleración de la producción de petróleo y el proyecto de ampliación de una plataforma de perforación costa afuera.

El aumento del gasto en maquinaria y equipos (MyE) que contribuyó al avance de varias provincias a comienzos de año se está enfriando, como se esperaba. La inversión real en MyE disminuyó en Quebec en el tercer trimestre de 2018 y en Ontario y el resto de Canadá en el segundo trimestre de 2018 (gráfico 2), paralelamente a la caída de las tasas de utilización de capacidad a nivel nacional. Las presiones para ampliar las plantas y modernizar equipos se mantienen en gran parte del país, pero prevemos una mayor moderación del gasto en MyE este año, ya que muchas empresas parecen haber corregido ya el problema de los límites de capacidad.

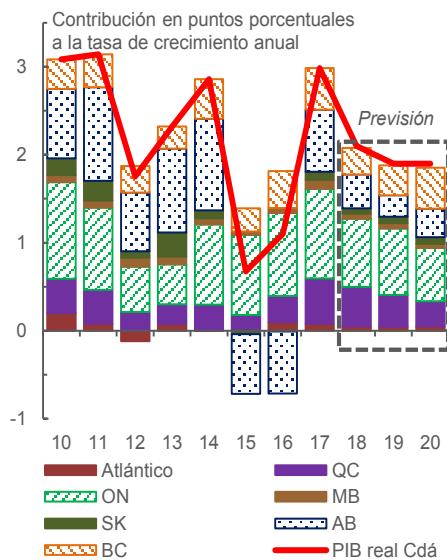
La escasez de mano de obra se está generalizando e intensificando. La tasa de puestos vacantes subió a principios de este año en el centro de Canadá, Columbia Británica y, en menor medida, Alberta, pero desde entonces la encuesta sobre vacantes y salarios de Statistics Canada da igualmente cuenta de un alza sustancial en las provincias del Atlántico y las praderas (gráfico 3). La estrechez del mercado laboral tiende a generar presiones alcistas sobre los salarios, pero la incompatibilidad entre las habilidades requeridas y disponibles limita también la capacidad que tienen las empresas para crecer. El aumento de las metas de inmigración a nivel nacional de aquí a 2021

CONTACTOS

Marc Desormeaux, Economista – Provincias Canadienses
416.866.4733
Scotiabank Economics
marc.desormeaux@scotiabank.com

Gráfico 1

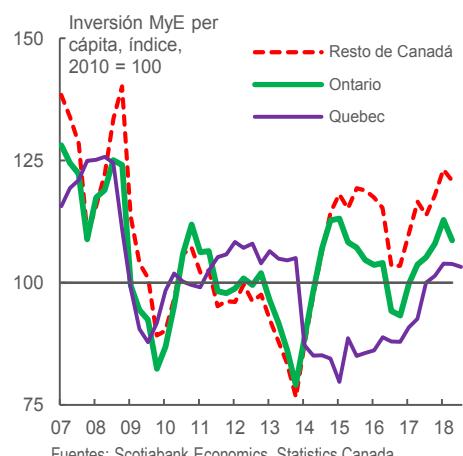
Contribución de las provincias al crecimiento canadiense



Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada.

Gráfico 2

Cúspide de gastos en MyE



Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada.

debería aliviar estas presiones, junto con el proceso más robusto de selección de inmigrantes y los programas regionales focalizados. Seguimos atentos a la situación de Quebec, pero no nos parece muy sensato reducir el volumen de inmigrantes de 2019 en más de 20% con respecto al año anterior, puesto que el crecimiento poblacional está disminuyendo y el mercado laboral está sumamente apretado.

Otra amenaza clave para las perspectivas económicas de las provincias radica en la intensificación del discurso proteccionista global. La posibilidad de una guerra comercial entre China y Estados Unidos puede comprometer el crecimiento de las exportaciones en todo Canadá, desde las regiones del Atlántico y del centro del país que tienen fuertes vínculos con el mercado estadounidense hasta Columbia Británica, de la que sale un volumen significativo de envíos hacia Asia. Además, todavía se mantienen los aranceles estadounidenses al acero y el aluminio. Sin embargo, seguimos siendo optimistas y pensamos que al final prevalecerá la razón en ambos casos. El Tratado Integral y Progresista de Asociación Transpacífico (CPTPP) entrará en vigor este año y abrirá las puertas de nuevos mercados en Sudamérica y la cuenca del Pacífico, regiones que en general no están bien cubiertas por los exportadores canadienses (gráfico 4).

EL AUMENTO DE LOS INGRESOS, EL PRECIO DEL PETRÓLEO Y LA TARIFICACIÓN DEL CARBONO ALTERAN EL PANORAMA FISCAL

Las condiciones económicas y las revisiones contables sustentan la mejora de las proyecciones presupuestarias para el ejercicio fiscal 2018–19 (AF19) en varias provincias (gráfico 5). Con el ajuste retroactivo de los ejercicios anteriores tras la actualización de los datos sobre las declaraciones de impuestos y el aumento de las previsiones de crecimiento (o ambos factores), los ingresos deberían ser superiores a lo esperado en varias regiones. Quebec prevé que sus arcas se llenarán todavía más en el AF21 gracias al uso de métodos actualizados de previsión financiera. Nueva Escocia y Saskatchewan son las excepciones, pues su perfil de crecimiento de los ingresos gravables es menos favorable para el AF19. Aunque no son de carácter permanente, estos factores son positivos, especialmente considerando que la generación de ingresos se tornará más difícil a medida que madure el ciclo económico.

Aprovechando la mejora de los resultados fiscales, algunas provincias están impulsando la inversión de empresas y aliviando la carga de los hogares. Quebec, imitando las medidas federales y respondiendo a la reforma fiscal de Estados Unidos, permitirá la amortización completa de ciertos gastos hasta 2024 y ofrecerá una mayor ayuda fiscal para las personas mayores y las familias. Ontario se alineará también con la política federal de amortización de los nuevos activos depreciables e introducirá un crédito fiscal para las personas de bajos ingresos. La Isla del Príncipe Eduardo incrementará nuevamente el monto personal básico luego del alza ya anunciada y reducirá los impuestos para las pequeñas empresas y las nuevas inversiones de capital en 2019. Nueva Brunswick prevé eliminar gradualmente el impuesto para las pequeñas empresas y los gravámenes sobre segundas propiedades. Asimismo, creemos que el nuevo presupuesto de Columbia Británica hará más hincapié en los costos y gastos, en vista del compromiso del gobierno por mejorar la asequibilidad.

Las fluctuaciones del precio del petróleo amenazan los planes de reducción del déficit y de la deuda de Alberta. El precio del crudo liviano (cuyo aumento genera revisiones al alza de las regalías previstas sobre los recursos no renovables) ha entrado en una senda bajista. La disminución de la actividad económica debido a los recortes de la producción petrolera podría afectar la contratación de personal y los beneficios corporativos y, con ello, los ingresos tributarios. Si a esto se le suma la adquisición costosa de vagones ferroviarios para aliviar el descuento entre el crudo liviano y pesado y los recortes de gastos previstos después del AF20, queda muy poco margen de maniobra para actuar en caso de una caída de los ingresos.

Las otras provincias productoras netas de petróleo están más aisladas de la coyuntura actual que afecta el precio del petróleo del oeste canadiense. La base económica de Saskatchewan está menos orientada hacia la producción de petróleo pesado y la provincia tiene la ventaja de estar diversificada en varios sectores de explotación de recursos. Por su parte, el plan fiscal de Terranova y Labrador se basa en un mayor control de los gastos, pero el crudo de esta provincia tiene la ventaja de tener acceso a una salida marítima.

Debido a la oposición al impuesto federal al carbono (que debería entrar en vigor este año), algunos planes fiscales han sido revisados y modificados. Ontario renunció a CAD1,500 millones en ingresos en el AF19 al eliminar su sistema de topes e intercambios. El impacto

Gráfico 3

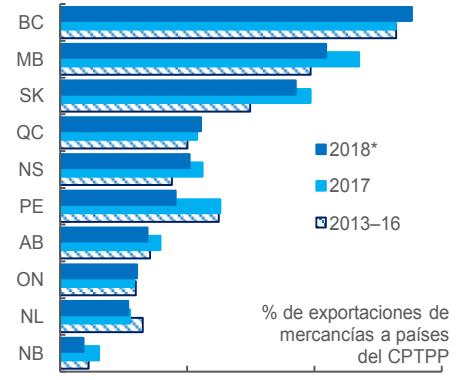
Estrechamiento de los mercados laborales de las provincias



Fuentes: Scotiabank Economics; Statistics Canada, Job Vacancy and Wage Survey.

Gráfico 4

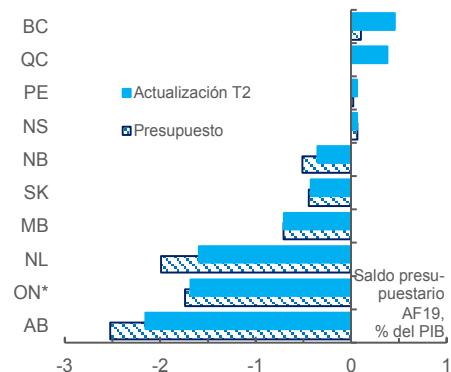
Nuevas posibilidades comerciales con el CPTPP



* Ene.–Oct. Fuentes: Scotiabank Economics, Industry Canada.

Gráfico 5

Aceleración del saneamiento fiscal



* Las proyecciones del presupuesto se reexpresaron para reflejar los cambios contables de la *Independent Financial Commission of Inquiry* de la provincia. Fuentes: Scotiabank Economics, documentos de los presupuestos.

fiscal se mitigará con la anulación de los gastos correspondientes, toda vez que la provincia optará por incentivar la inversión del sector privado en tecnologías limpias. Manitoba canceló su propuesta de impuesto al carbono, pero también dejó de lado el alza del monto personal básico que había planificado para el año fiscal 2019 a fin de compensar los ingresos perdidos. En Nueva Brunswick, el rechazo del plan federal se enmarca en el esfuerzo de esta provincia por bajar el costo de la vida; entre las medidas alternativas, se contempla desacelerar el gasto en infraestructura para alcanzar el equilibrio fiscal en 2020. Saskatchewan sigue oponiéndose a la tarificación del carbono, argumentando que entorpecerá la adopción de tecnologías menos dependientes del carbono. En su lugar, esta provincia ha establecido una serie de metas específicas por sectores para las emisiones.

El gobierno federal ofrecerá nuevos mecanismos de apoyo para impulsar la competitividad de las empresas, en medio de la iniciativa general de acelerar el ritmo al que las compañías pueden amortizar las inversiones de capital. En este sentido, asignará CAD800 millones más que el monto anterior al *Fondo de Innovación Estratégica* durante los próximo cinco ejercicios fiscales, para fomentar la investigación y el desarrollo y atraer nuevas inversiones. La nueva *Estrategia de Diversificación de Exportaciones*, con una inversión de CAD1,100 millones en AF19–24 tiene como objetivo incrementar las exportaciones canadienses en 50% para 2025. Estas medidas brindarán un cierto respaldo al desarrollo del sector tecnológico, en paralelo a las iniciativas que ya han emprendido algunas provincias. Todo esto se complementará con la inyección de CAD230 millones por parte del gobierno federal para los supercentros de manufactura e inteligencia artificial, y de CAD153 millones para cada uno de los supercentros de industrias proteicas, océanos y tecnología digital en los próximos 10 años.

Tabla 1

(variación porcentual anual, salvo cuando se indica lo contrario)											
Provincias canadienses	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC
PIB real											
2000–17	2.1	2.4	1.8	1.3	1.2	1.8	2.0	2.3	2.0	2.8	2.7
2017	3.0	0.9	3.5	1.5	1.8	2.8	2.8	3.2	2.2	4.4	3.8
2018e	2.1	-0.5	2.0	1.2	1.1	2.3	2.1	1.8	1.5	2.3	2.4
2019p	1.8	1.5	1.6	1.0	0.9	1.8	1.9	1.8	1.8	1.5	2.6
2020p	2.0	0.7	1.1	0.9	0.9	1.6	1.6	1.5	1.8	2.4	3.5
PIB nominal											
2000–17	4.3	5.6	4.2	3.3	3.4	3.7	3.9	4.4	5.4	5.9	4.7
2017	5.6	4.3	4.8	2.9	4.3	5.0	4.1	5.4	4.8	10.0	6.9
2018e	4.1	2.9	3.9	3.1	2.8	4.4	3.5	3.6	3.9	5.0	4.8
2019p	3.5	3.8	3.6	2.8	2.6	3.4	3.4	3.7	3.8	2.9	4.8
2020p	4.2	3.9	3.0	2.8	2.5	3.7	3.7	3.5	4.4	5.2	6.0
Empleo											
2000–17	1.4	0.6	1.1	0.6	0.4	1.3	1.3	1.0	1.1	2.2	1.5
2017	1.9	-3.7	3.1	0.6	0.4	2.2	1.8	1.7	-0.2	1.0	3.7
2018	1.3	0.5	3.0	1.5	0.3	0.9	1.6	0.6	0.4	1.9	1.1
2019p	1.1	0.1	1.1	0.3	0.2	0.9	1.3	0.6	0.8	1.0	1.2
2020p	0.7	0.0	0.7	0.2	0.2	0.6	0.7	0.6	0.6	1.0	1.0
Tasa de desempleo (%)											
2000–17	7.1	14.3	11.1	8.8	9.5	7.9	7.0	5.1	5.0	5.3	6.5
2017	6.3	14.8	9.8	8.4	8.1	6.1	6.0	5.4	6.3	7.8	5.1
2018	5.8	13.8	9.4	7.6	8.0	5.5	5.6	6.0	6.1	6.6	4.7
2019p	5.7	13.5	9.4	7.6	7.9	5.4	5.4	5.9	6.0	6.6	4.7
2020p	5.9	13.4	9.5	7.6	7.9	5.6	5.5	5.9	6.0	6.7	4.7
Construcción de nuevas viviendas (unidades, miles)											
2000–17	200	2.5	0.8	4.3	3.4	44	72	5.2	5.2	34	29
2017	220	1.4	0.9	4.0	2.3	46	79	7.5	4.9	29	44
2018	213	1.1	1.1	4.8	2.3	47	79	7.4	3.6	26	41
2019p	202	1.4	0.8	3.9	2.0	42	74	6.1	4.6	30	38
2020p	200	1.4	0.8	3.8	2.0	41	72	6.1	5.0	31	37
Ventas de vehículos automotores (unidades, miles)											
2000–17	1,657	29	6	48	38	413	635	47	45	216	180
2017	2,041	33	9	59	42	453	847	62	56	245	235
2018	1,984	28	8	51	38	449	853	67	47	226	217
2019p	1,930	30	8	48	35	430	826	60	48	220	225
2020p	1,900	30	8	47	34	420	810	55	48	215	233
Saldos presupuestarios, año fiscal finalizado el 31 de marzo (millones CAD)											
2017	-19,000	-1,148	-1	151	-117	2,361	-991	-764	-1,218	-10,784	2,737
2018e	-18,100	-911	75	230	67	2,622	-3,700	-695	-303	-8,023	301
2019p	-18,100	-547	4	27	-131	1,650	-14,544	-518	-348	-7,512	1,350

Fuentes: Scotiabank Economics, Statistics Canada, CMHC, documentos de los presupuestos. Las cifras del saldo presupuestario de Quebec incluyen las transferencias del fondo para las generaciones.

Estados Unidos

LA ECONOMÍA NO TIENE LA CULPA

- Como ya habían previsto muchos economistas y analistas, el impulso temporal que generaron la Ley de Empleo y Recortes de Impuestos (TCJA, por sus siglas en inglés) y el aumento del gasto del gobierno federal ha comenzado a disiparse. El crecimiento económico de Estados Unidos se irá desacelerando durante 2019-20 y terminará por debajo del potencial de la economía.
- Los errores no forzados de Washington, como las amenazas y el ruido de sables en materia comercial, el cierre del gobierno y la rotación continua en el gabinete ejecutivo, han intensificado la incertidumbre y desembocado en semanas de reajustes caóticos en los mercados financieros. Sin embargo, su impacto adicional en el consumo, la inversión y el crecimiento debería ser limitado de aquí en adelante.
- En julio, se espera que la expansión actual rompa un nuevo récord y se convierta en la más larga de la historia de Estados Unidos. El riesgo de que se produzca una recesión en los dos próximos años sigue siendo bajo.

DESACELERACIÓN PREVISTA EN 2019

Después de dos trimestres de crecimiento excepcional, impulsado por el paquete de estímulo fiscal que introdujo la Casa Blanca a principios de 2018, la economía estadounidense comienza a perder altura, como se esperaba. Aunque el crecimiento del cuarto trimestre de 2018 debería llegar a casi un 3% intertrimestral en términos anualizados desestacionalizados, pensamos que la actividad se desacelerará continuamente en 2019 y 2020, a medida que se desvanece el efecto positivo del paquete de gastos y reformas fiscales de 2018.

Pese a la corrección reciente de los mercados accionarios, nuestras previsiones para Estados Unidos han variado muy poco desde el último trimestre: el PIB crecerá en 2.4% en 2019 y bajará luego a 1.7% en 2020, justo por debajo de la tasa potencial de la economía (1.9%), pues el crecimiento trimestral irá perdiendo vigor (tabla 1).

- Según el [modelo macroeconómico global de Scotiabank](#), el descalabro de los mercados accionarios tendría que ser mucho más prolongado para que tuviera un impacto más grande en nuestro pronóstico sobre el crecimiento de Estados Unidos.
- Además, ya desde mediados de 2018 venimos rebajando la previsión de crecimiento de Estados Unidos debido a la incertidumbre comercial. Como la corrección de los mercados accionarios parece haber sido desencadenada por los temores sobre la escalada de la disputa comercial entre Estados Unidos y China, consideramos que la caída de los índices bursátiles valida nuestra previsión, sin implicar un debilitamiento adicional.

Si bien seguimos previendo tres aumentos de 25 bps de las tasas de interés de la Fed en 2019, con lo que el límite superior de la tasa de fondos federales llegaría al máximo cíclico de 3.25% en el cuarto trimestre de 2019 (ver [Mercados de capitales y política monetaria](#)), los desafíos financieros y la moderación del crecimiento económico global nos obligaron a postergar el primero de estos aumentos del primer al segundo trimestre de este año, en comparación con lo indicado en la [actualización](#) de nuestras previsiones en diciembre.

Siempre y cuando no haya grandes shocks políticos, no se vislumbra ningún riesgo de recesión en nuestro escenario base: la brecha del producto ha de cerrarse durante el horizonte de previsión y el crecimiento caerá por debajo del PIB potencial.

- Con los datos actuales, las probabilidades de que Estados Unidos caiga en recesión en los próximos 12 meses han aumentado solamente un poco, de acuerdo con el modelo de probabilidad de recesión de la Fed de Nueva York (gráfico 1).

CONTACTOS

Brett House, Vicepresidente y Economista en Jefe Adjunto
 416.863.7463
 Scotiabank Economics
brett.house@scotiabank.com

Marc Desormeaux, Economista – Provincias Canadienses
 416.866.4733
 Scotiabank Economics
marc.desormeaux@scotiabank.com

Juan Manuel Herrera, Economista
 416.866.6781
 Scotiabank Economics
juanmanuel.herrera@scotiabank.com

René Lalonde, Director de Investigación
 416.862.3174
 Scotiabank Economics
rene.lalonde@scotiabank.com

Nikita Perevalov, Economista Sénior
 416.866.4205
 Scotiabank Economics
nikita.perevalov@scotiabank.com

Estados Unidos	2017	2018e	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	2.2	2.9	2.4	1.7
IPC (% interanual, cierre)	2.1	2.0	2.1	2.3
Tasa del banco central (%), cierre	1.50	2.50	3.25	3.25
Dólar canadiense (USDCAD, cierre)	1.26	1.36	1.27	1.23

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1



Fuentes: Scotiabank Economics, FRBNY. Las partes sombreadas corresponden a recesiones.

LAS PREVISIONES DEPENDE DE LA BALANZA DE RIESGOS POLÍTICOS

Nuestra previsión de una desaceleración gradual de la economía estadounidense se fundamenta en tres premisas clave.

- Primero, no creemos que la disputa comercial de Estados Unidos con China se intensifique, porque esto generaría un costo mayor para los consumidores y el sector industrial justo antes de las elecciones presidenciales de 2020.
- Segundo, es probable que el actual atolladero por el presupuesto y el cierre del gobierno se resuelvan más rápidamente de lo que deja entrever la retórica actual de Washington. Los cierres anteriores del gobierno han causado solo daños limitados al crecimiento, pero la interrupción de los servicios públicos antagoniza al electorado y crea dificultades para los empleados federales. Por consiguiente, hay incentivos para que se llegue a un acuerdo que salve las apariencias, así como toda una gama de posibilidades con las que ambos bandos pueden atribuirse la victoria.
- Finalmente, si como lo ha dicho textualmente el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, los mercados financieros llevan “un gran avance frente a los datos”, esperamos que la volatilidad actual disminuya para reflejar las perspectivas todavía robustas de la economía estadounidense, siempre y cuando no se produzcan más shocks políticos.

En el resto de esta sección, desarrollamos estas premisas sobre la economía real de Estados Unidos, en las cuales se basan nuestras perspectivas.

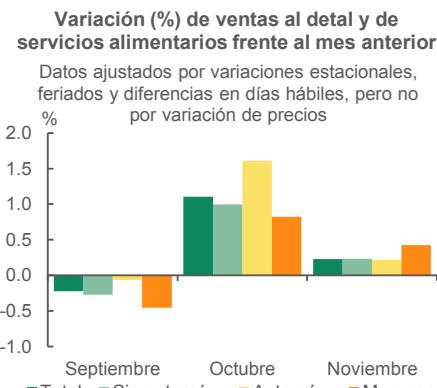
LOS FUNDAMENTOS SON TODAVÍA AMPLIAMENTE SÓLIDOS

Los principales indicadores de la economía de Estados Unidos muestran algunos focos de debilidad, pero en general, los datos recientes apuntan a la resiliencia subyacente de esta prolongada expansión de final de ciclo (tabla 3), como confirma el gran conjunto de cifras y estadísticas que explican la mayoría de las sorpresas en los índices y los modelos de actualización del PIB. Si bien los indicadores retrospectivos son relativamente sólidos (la producción industrial aumentó en casi 4% desde el año pasado en noviembre, con un crecimiento fuerte de los bienes duraderos), algunos indicadores prospectivos fueron más heterogéneos.

- El PMI del sector manufacturero cayó en 5.2 puntos en diciembre, debido a la reducción del volumen de nuevos pedidos, lo que provocó la mayor disminución intermensual del índice desde 2008.

La inflación del gasto de consumo personal (GCP) se situó justo por debajo de la meta de la Reserva Federal (2%), gracias al crecimiento vigoroso del empleo, una tasa de desempleo en mínimos históricos y una economía en situación de demanda excedentaria, así como el aumento de los

Gráfico 2



Fuentes: Scotiabank Economics, U.S. Census Bureau, Advanced Monthly Retail Trade Survey, 14 de diciembre de 2018.

Tabla 1

Pronósticos trimestrales para Estados Unidos	2018			2019			2020			
	T3	T4e	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Económicos										
PIB real (intertrimestral, variación porcentual anual)	3.4	2.7	2.1	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6	1.7
PIB real (interanual, variación porcentual)	3.0	3.1	3.1	2.5	2.1	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7
Precios al consumidor (interanual, variación porcentual)	2.6	2.0	1.6	1.6	1.7	2.1	2.3	2.3	2.3	2.3
IPC subyacente (interanual, variación porcentual)	2.2	2.1	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
Deflactor del GCP subyacente (variación interanual, %)	2.0	1.9	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Financieros										
Euro (EURUSD)	1.16	1.15	1.17	1.22	1.26	1.30	1.30	1.30	1.32	1.32
Libra esterlina (GBPUSD)	1.30	1.28	1.32	1.35	1.37	1.40	1.42	1.42	1.45	1.45
Yen japonés (USDJPY)	114	110	110	110	108	108	107	107	105	105
Reserva Federal de Estados Unidos (límite superior, %)	2.25	2.50	2.50	2.75	3.00	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25
Bonos del Tesoro a 3 meses (%)	2.20	2.36	2.40	2.65	2.90	3.15	3.15	3.15	3.15	3.15
2 años, del Tesoro (%)	2.82	2.49	2.75	2.90	3.10	3.30	3.30	3.30	3.30	3.30
5 años, del Tesoro (%)	2.95	2.51	2.80	3.00	3.20	3.35	3.35	3.35	3.40	3.45
10 años, del Tesoro (%)	3.06	2.68	2.90	3.10	3.30	3.40	3.45	3.45	3.50	3.55
30 años, del Tesoro (%)	3.21	3.01	3.10	3.25	3.50	3.50	3.60	3.60	3.65	3.65

Fuentes: Scotiabank Economics, BEA, BLS, Bloomberg.

salarios que supera el alza de los precios. El incremento de la remuneración tiene un efecto directo en el ingreso y la confianza del consumidor, factores que conjuntamente fortalecieron las ventas minoristas en el cuarto trimestre, incluso antes de las fiestas navideñas (gráfico 2). Este dinamismo estuvo también respaldado por la expansión del crédito al consumo, después de que los hogares estadounidenses pasaran años mejorando sus balances, así como por la disminución de la carga del servicio de la deuda (gráfico 3). Aunque la trayectoria de alza de las tasas de interés que prevemos para la Fed hará que aumente el costo del servicio de la deuda de los hogares, el crecimiento nominal del ingreso disponible supera el 4%, lo que debería mantener la expansión del consumo en un nivel robusto, con todo y una cierta moderación.

DECLIVE DE LA INVERSIÓN Y LA MANUFACTURA PESE A LOS RECORTES DE IMPUESTOS CORPORATIVOS

A pesar de las medidas fiscales significativas que se introdujeron para apoyar al sector empresarial, como la disminución de los impuestos corporativos de la TCJA de 2017, el gasto de inversión de las empresas se ha mantenido relativamente tenue, tal como esperábamos. Después de dispararse en el primer semestre de 2018, en parte gracias a la expansión del sector petrolero y gasífero y también a los recortes de impuestos, el crecimiento de la inversión de empresas se moderó en el tercer trimestre de 2018.

- La inversión en estructuras no residenciales bajó inesperadamente en el tercer trimestre de 2018, mientras que el gasto en maquinaria y equipos se moderó (gráfico 4), incluso aunque en la mayoría de los sectores manufactureros la utilización de capacidad superó su promedio posterior a la gran crisis financiera (el gráfico 5 muestra las tasas de algunas industrias manufactureras).
- La buena noticia de 2018 la dieron las ventas de vehículos, rubro que entra en la categoría de bienes costosos. Las ventas se mantuvieron en un nivel robusto gracias a la demanda proveniente de las empresas. El alto volumen de ventas de diciembre contribuyó a que el año 2018 cerrara con una cifra de 17.2 millones de vehículos vendidos, convirtiéndose así en el tercer año con más ventas de la historia.

La respuesta generalmente débil que ha dado la inversión de empresas al estímulo fiscal puede deberse a: i) el porcentaje relativamente pequeño de ganancias en el extranjero que se repatriaron a Estados Unidos (más de \$500,000 millones entre el primer y el tercer trimestre de 2018, en comparación con los \$3 billones que según se estima se mantienen en el extranjero, como se observa en el gráfico 6); ii) la preferencia por la compra de acciones con los fondos adicionales: las empresas del S&P 500 utilizaron más de \$500,000 millones para estas adquisiciones entre el primer y el tercer trimestre de 2018; y iii) la incertidumbre que genera la política comercial errática de la administración estadounidense, que hace que las empresas estén reacias a invertir para ampliar capacidades en el país, especialmente aquellas compañías que dependen del comercio internacional, como las multinacionales.

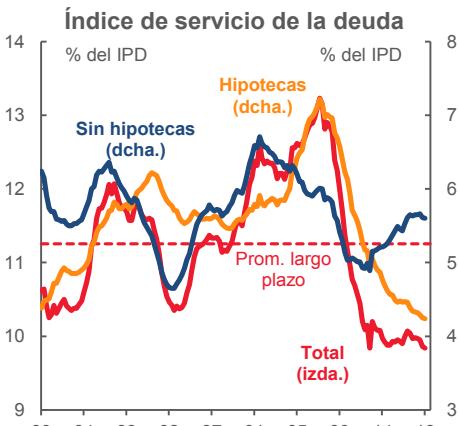
A largo plazo, estimamos que la inversión de empresas se moderará aún más, a medida que disminuya la demanda de consumo y de exportaciones y suban las tasas de interés.

PANORAMA DESIGUAL PARA EL SECTOR INMOBILIARIO RESIDENCIAL

El sector inmobiliario residencial es uno de los puntos más débiles de los datos económicos recientes y las perspectivas a corto plazo de Estados Unidos.

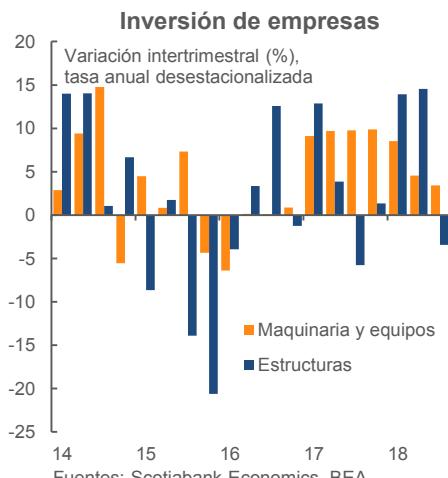
- La inversión en el sector residencial bajó en los tres trimestres de 2018 para los cuales tenemos datos hasta el momento. La construcción de nuevas viviendas se ubicó en un promedio de 1.26 millones (tasa anual desestacionalizada) hasta el mes de noviembre, es decir, por debajo del volumen de 1.5–1.6 millones de unidades que se necesita para satisfacer la demanda subyacente.
- Aunque el aumento del precio de la vivienda se desaceleró a una tasa interanual de 5.0% en octubre, el acceso a la vivienda sigue siendo difícil para los estadounidenses. El índice de asequibilidad de la vivienda de la National Association of Realtors (NAR) se encuentra casi o en su nivel más bajo desde 2008 en los cuatro grandes mercados a los que se hace seguimiento (gráfico 7).

Gráfico 3



Fuentes: Scotiabank Economics, US Federal Reserve.

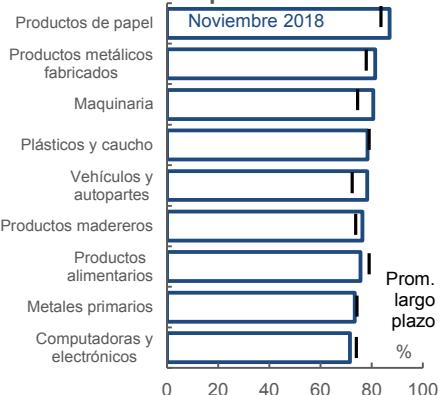
Gráfico 4



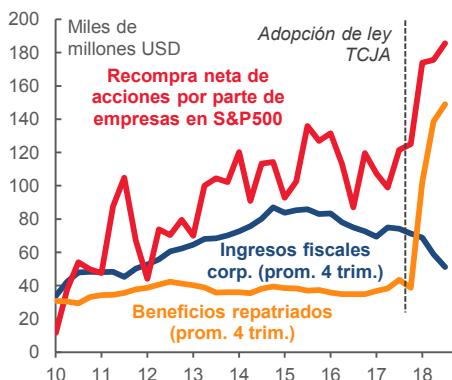
Fuentes: Scotiabank Economics, BEA.

Gráfico 5

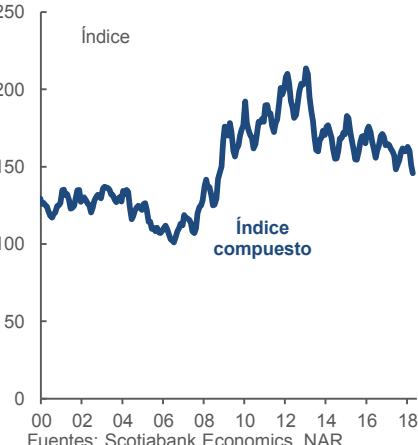
Manufactura: tasas de utilización de capacidad



Fuentes: Scotiabank Economics, BEA

Gráfico 6
Se dispara la compra de acciones y caen los ingresos fiscales corporativos


Fuentes: Scotiabank Economics, BEA, US Treasury, Bloomberg.

Gráfico 7
Asequibilidad de la vivienda


Fuentes: Scotiabank Economics, NAR.

Gráfico 8
Soya de EE.UU. encuentra mercado en la UE, pero exportaciones caen sin China


Fuentes: Scotiabank Economics, USDA.

- Las ventas de viviendas tocaron su máximo en noviembre de 2017. Desde entonces, las ventas de unidades nuevas y de viviendas en el mercado secundario han estado cayendo, especialmente en el extremo inferior del mercado, donde existe un inventario limitado, debido en parte al obstáculo que representa el alza de las tasas de interés para el refinanciamiento y la adquisición de nuevas viviendas más grandes.

EL LASTRE DE LA BALANZA DE PAGOS

Aun cuando el presidente Trump ha expresado claramente su deseo de reducir el déficit comercial de Estados Unidos, las políticas fiscales de su administración, con el efecto estimulante de los recortes de impuestos y el aumento del gasto, en medio de la apreciación del dólar estadounidense, están haciendo todo lo contrario, es decir, seguir ampliando el déficit al fomentar el incremento de las importaciones.

Por otro lado, las políticas comerciales agresivas incitan a los demás países a tomar represalias, lo que debilitará las exportaciones estadounidenses a largo plazo. Esta dinámica entró totalmente en juego en el tercer trimestre de 2018:

- Las exportaciones de Estados Unidos disminuyeron en cerca de 5% de un trimestre a otro (tasa anual desestacionalizada), porque el país perdió participación de mercado en China, por ejemplo. El gráfico 8 muestra que las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos se avivaron a mediados de 2018 y que las exportaciones de soya comenzaron a bajar con respecto a 2017, lo que en parte se vio compensado por las mayores ventas a la Unión Europea.
- En cambio, el total de importaciones de bienes y servicios aumentó en 9% de un trimestre a otro (tasa anual desestacionalizada), en parte debido a las compras anticipadas para evitar la futura imposición de aranceles.

Según nuestro análisis, las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China continuarán en 2019. Sin embargo, no creemos que se vaya a desatar una guerra comercial generalizada, con la imposición recurrente de aranceles a un volumen cada vez mayor del comercio bilateral, porque esto tendría un costo muy alto para los consumidores y empresas estadounidenses, con las elecciones presidenciales a la vuelta de la esquina y en medio del nerviosismo de los mercados de capitales. Así pues, esperamos que tarde o temprano el conflicto se resuelva. Si bien la llegada de la delegación

Tabla 2

Estados Unidos	2000-17	2017	2018e	2019p	2020p
(Variación porcentual anual, salvo cuando se indica lo contrario)					
PIB real	2.0	2.2	2.9	2.4	1.7
Gasto de consumo	2.4	2.5	2.7	2.6	1.9
Inversión residencial	-0.3	3.3	0.0	0.7	1.9
Inversiones de empresas	3.0	5.3	6.8	3.1	2.2
Gasto público	1.0	-0.1	1.7	2.3	1.6
Exportaciones	3.7	3.0	4.0	1.6	1.9
Importaciones	3.7	4.6	4.7	4.0	2.9
PIB nominal	4.0	4.2	5.2	4.5	3.8
Deflactor del PIB	1.9	1.9	2.2	2.1	2.0
Índice de Precios al Consumidor	2.2	2.1	2.4	1.8	2.3
IPC subyacente	2.0	1.8	2.1	2.0	2.1
Deflactor del GCP subyacente	1.7	1.6	1.9	2.0	2.0
Utilidades corporativas antes de impuestos	5.3	3.2	8.1	4.2	1.9
Empleo	0.7	1.6	1.6	1.3	1.0
Tasa de desempleo (%)	6.1	4.4	3.9	3.7	3.8
Balanza por cuenta corriente (US\$, miles de millones)	-501	-449	-480	-571	-641
Balanza comercial (US\$, miles de millones)	-680	-807	-884	-985	-1068
Saldo presupuestario federal (US\$, miles de millones)	-540	-665	-805	-1,000	-1,045
porcentaje del PIB	-3.7	-3.4	-3.9	-4.7	-4.7
Construcción de viviendas (millones)	1.26	1.20	1.26	1.25	1.26
Ventas de vehículos automotores (millones)	15.6	17.1	17.2	16.8	16.7
Producción industrial	0.7	1.6	3.9	3.1	2.1
Petróleo WTI (US\$/baril)	62	51	65	58	62
Gas natural Nymex (US\$/millones de btu)	4.83	3.02	3.07	3.25	2.80

Fuentes: Scotiabank Economics, BEA, BLS, Bloomberg.

estadounidense a Pekín el pasado 7 de enero es una señal alentadora, consideramos que las exportaciones seguirán registrando un crecimiento anémico, porque la demanda se moderará a nivel global y el dólar estadounidense se mantiene fuerte. Mientras tanto, las importaciones sí crecerán con más fuerza durante el horizonte de proyección, lo que aunado al debilitamiento de las exportaciones significa que el comercio neto tendrá un impacto negativo en el crecimiento del PIB en 2019–20.

CIERRE DE LA BRECHA DEL PRODUCTO

En adelante, con la economía en pleno empleo, prevemos una moderación generalizada en la mayoría de los componentes del PIB, como el consumo, el gasto público, la inversión y el comercio (tabla 2). El impulso cada vez menor que imprimirá el estímulo fiscal al crecimiento en 2020, el alza de las tasas de interés y la disminución de la demanda por parte de los socios comerciales de Estados Unidos permiten suponer que el PIB comenzará posiblemente a replegarse hacia el nivel potencial en 2019. Como resultado, la brecha del producto, que ha de llegar a un máximo de 0.7% del PIB en 2019, debería reducirse a la mitad en 2020. El menor exceso de demanda debería aliviar las presiones inflacionarias mientras el precio del petróleo sube, con lo que la inflación del GCP subyacente se mantendrá estable en 2.0% durante 2019–20 y la inflación del GCP total subirá a 2.1% en 2020.

LOS RIESGOS A LARGO PLAZO

Aunque pensamos que los riesgos están equilibrados a largo plazo, existen diversos factores de riesgo por el lado positivo y negativo de la ecuación que merece la pena destacar.

- Si no se llega a un acuerdo para volver a abrir el gobierno federal, la parálisis se puede convertir en un freno más significativo para el crecimiento, a medida que un porcentaje cada vez mayor de servicios gubernamentales se ve interrumpido.

Los riesgos comerciales son todavía numerosos:

- La tregua entre China y Estados Unidos concluirá a fines de febrero. Si no se dan pasos constructivos para salir del atolladero, es posible que el conflicto empeore, lo que representa un riesgo a la baja para la economía estadounidense. Por otro lado, la resolución de la disputa comercial constituiría un riesgo al alza para las economías de Estados Unidos y del mundo entero.
- A mediados de febrero se revisarán los aranceles a los automóviles, lo que podría desencadenar otro conflicto comercial entre Estados Unidos y un conjunto más amplio de socios comerciales.

Sin embargo, en medio de toda esta coyuntura, el Congreso y el gobierno de Estados Unidos podrían aprovechar la oportunidad para negociar y acordar un nuevo aumento del gasto público, particularmente en lo que se refiere al programa de infraestructuras.

Tabla 3
Indicadores económicos de EE.UU.

Variación % (salvo cuando se indica lo contrario)	1 mes	3 meses	12 meses	Evolución reciente ¹
PIB real	--	0.8	3.0	
Precios				
Índice de precios al consumidor	0.0	0.4	2.2	
Índice de precios al consumidor sin alimentos y energía	0.2	0.5	2.2	
Índice de precios GCP	0.1	0.4	1.8	
Índice de precios GCP subyacente	0.1	0.4	1.9	
Mercado laboral				
Empleo	0.2	0.5	1.8	
Tasa de desempleo (variación nivel, ppt)	0.2	0.2	-0.2	
Remuneración prom. por hora (sector privado)	0.4	0.8	3.2	
Primeras solicitudes de seguro de desempleo	-7.3	0.5	-12.6	
Prolongación de solicitudes de seguro de desempleo	5.3	4.2	-8.1	
Sector minorista, mayorista y comercio				
Balanza comercial (variación nivel, miles de millones USD)	-0.9	-5.1	-8.5	
Ventas minoristas	0.2	1.1	4.2	
Inventarios mayoristas	0.8	2.5	6.9	
Ventas de vehículos	0.6	0.6	-1.5	
Sector vivienda				
Construcción de nuevas viviendas	3.2	-1.9	-3.6	
Ventas de viviendas mercado secundario	1.9	-0.2	-7.0	
Ventas de viviendas nuevas	-8.9	-10.2	-12.0	
Índice precios vivienda 20 ciud. S&P CoreLogic Case-Shiller	0.0	0.1	5.0	
Sector industrial				
Producción industrial	0.6	0.6	3.9	
Pedidos bienes duraderos	0.8	-3.6	5.3	
Pedidos de fábricas	-2.1	0.8	6.9	
Inventarios comerciales	0.6	1.6	5.2	
ISM manufactura (variación nivel, ppt)	-5.2	-5.7	-5.2	
ISM no manufactura (variación nivel, ppt)	-3.1	-4.0	1.6	
Hogares				
Confianza del consumidor	-6.1	-5.3	4.1	
Ingreso personal nominal	0.2	1.0	4.2	
Gasto personal nominal	0.4	1.3	4.7	
Crédito al consumo nominal	0.6	1.5	4.3	
Mercados financieros				
Rendimiento bonos del Tesoro a 10 años (nivel, %)	2.70 ³	3.16	2.56	
S&P 500	-2.6	-7.8	-6.5	
Crudo WTI	1.5	-29.2	-18.5	
Índice dólar (ponderado por el comercio) ⁴	-0.6	0.5	7.5	

¹Desde enero 2017, variación interanual (%)

²Desde enero 2017, niveles.

³Rendimiento actual

⁴Índice dólar ponderado por el comercio de la Reserva Federal

Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

Mercados de capitales y política monetaria de Estados Unidos y Canadá

- Después de una demora en el primer trimestre, se prevé que la Reserva Federal suba sus tasas de referencia tres veces más este año.
- El Banco de Canadá debería también incrementar las tasas tres veces más en 2019.
- Todo indica que los rendimientos de los bonos aumentarán (gráficos 1 y 2).
- Estamos evaluando las señales y riesgos de la interconexión entre la evolución de los mercados, la economía y la política monetaria.

RESERVA FEDERAL: ARGUMENTOS A FAVOR DE UN ENDURECIMIENTO CONTINUO

Está previsto que la Reserva Federal de Estados Unidos proceda a un total de tres incrementos más de las tasas de referencia en el transcurso de este año, con lo que el límite superior de la tasa de fondos federales llegará a 3.25%, después de lo cual el organismo dejará de intervenir durante el resto del horizonte de previsión. Con esto, la Fed se situará probablemente así al mismo nivel o un poco por encima de la tasa de política monetaria neutral. La de este año es una trayectoria más lenta que el ritmo sostenido de cuatro subidas que venía llevando en cada uno de los dos últimos años. La Reserva Federal se mantendrá en espera durante el primer trimestre de 2019 y luego retomará sus aumentos en el segundo, siempre y cuando los datos generales apunten a la resiliencia de la economía estadounidense y la estabilización de los riegos externos. El banco central ha indicado que será "prudente" y "flexible" y estará "en observación" y "en espera", como también haremos nosotros, dentro de ciertos límites, mientras seguimos muy atentos a un gobierno inestable y los riesgos externos.

Se espera que el balance siga disminuyendo al mismo ritmo durante nuestro horizonte de previsión. En teoría, un volumen constante de US\$50,000 millones por mes de bonos del Tesoro y títulos respaldados por activos, en una proporción de 60/40, debería liberarse del balance, dependiendo de los montos disponibles cada mes. Esto debería colocar al balance en la trayectoria ilustrada en el gráfico 3, con un volumen de activos que caerá a cerca de US\$3 billones para mediados de 2020. Sin embargo, antes de llegar a ese punto, se desatará posiblemente un debate más serio sobre el nivel óptimo del balance para la economía actual, tomando en cuenta las innovaciones en el sistema de pagos y, por ende, el momento conveniente para detener el adelgazamiento. A medida que la normalización del balance va madurando, es probable que el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) intente "ajustar" la curva de rendimientos del Tesoro acortando el vencimiento promedio de las tenencias si las condiciones futuras de la economía y el mercado así lo ameritan. Esta reducción de los vencimientos promedio podría provocar un empinamiento de la curva del Tesoro, como un efecto parcial, lo que representa un riesgo para nuestras previsiones sobre la pendiente a largo plazo.

Con respecto a la afirmación popular según la cual la disminución del balance de la Fed está generando temores sobre una recesión, el gráfico 4 demuestra lo que ha sucedido con la prima a plazo de los bonos del Tesoro a 10 años. Aunque muchos anticipaban un aumento de esta prima a medida que el balance de la Fed se encogiera, la prima nunca ha subido realmente durante este periodo con reducciones hasta ahora muy limitadas del balance. Por el contrario, esta prima ha bajado nuevamente hacia mínimos históricos. Los mercados accionarios siguen experimentando una gran volatilidad, pese a que los mercados de bonos ya han descartado el alza de las tasas y la prima a plazo está desestimando la compresión del balance. He aquí un indicio para la administración estadounidense que debería instarla a mirar hacia otro lado cuando busca a quién achacarle la responsabilidad de la inestabilidad de los mercados, empezando quizás con una autorreflexión sobre sus propias políticas fiscales y comerciales.

No se esperan más cambios en el diferencial entre la tasa de interés aplicada a las reservas excedentarias (IOER) y el límite superior del rango meta de la tasa de fondos

CONTACTOS

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

Gráfico 1

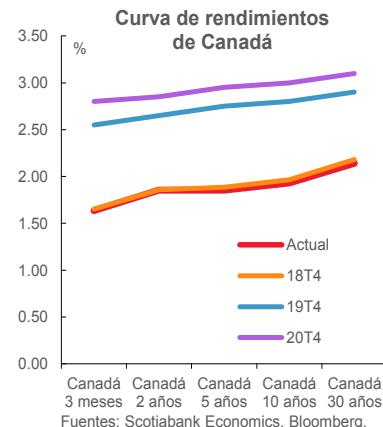


Gráfico 2

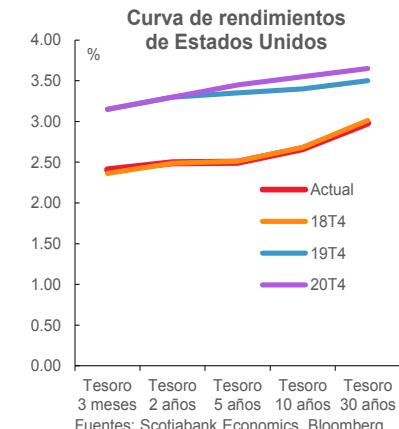
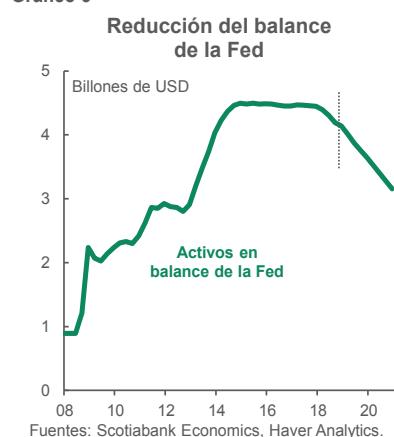


Gráfico 3



federales. Recordemos que la tasa IOER viene a ser la tasa de política monetaria “de facto” de este ciclo, porque el interés que se paga por las reservas que los bancos mantienen en la Fed es el punto de anclaje de las tasas del mercado a corto plazo, según las restricciones de arbitraje. El FOMC tiene toda una serie de herramientas a su disposición para enfrentar cualquier presión alcista sobre las tasas del mercado en relación con la tasa efectiva de fondos federales en caso de que disminuyan las reservas de la banca, tales como más recortes del IOER, operaciones tradicionales en mercado abierto, fin del rescate de carteras con niveles relativamente altos de reservas, además de otros mecanismos que se están explorando. En resumen, nuestro escenario base no prevé ninguna variación en el diferencial entre la tasa IOER y la tasa efectiva de fondos federales, pero no descartamos una cierta flexibilidad a la hora de controlar las tasas del mercado a corto plazo.

La previsión de Scotiabank Economics con respecto a las medidas de política monetaria convencional y no convencional siempre ha sido un poco más conservadora que las proyecciones del FOMC. Recordemos que, antes de diciembre de 2018, el consenso del FOMC apuntaba a cuatro alzas de las tasas en 2019–20, pero luego se eliminó un aumento en el “gráfico de puntos” de diciembre de 2018, con lo que ahora se prevén tres subidas más hasta el fin de este ciclo de intervención. Durante todo 2018, tuvimos la impresión de que las condiciones de ciclo tardío y los riesgos geopolíticos y comerciales harían que al FOMC le resultara difícil seguir sin vacilaciones con su trayectoria propuesta de incremento de las tasas. Siempre hemos argumentado que la tasa neutral se encuentra en 2.75%, nivel en que el FOMC la ve también ahora. Debido a esta nueva postura ahora más prudente de la Fed, nuestras previsiones (initialmente más bajas) coinciden hoy en día con las del organismo. **Se trata de algo que merece la pena destacar porque, aun cuando todos los pronósticos pueden resultar errados a medida que avanza el año, la premisa subyacente es que, si Fed se ha vuelto más prudente, quizás nosotros también deberíamos ser más cautelosos en nuestras previsiones.**

¿Debemos entonces rebajar nuestro pronóstico de una vez? No estamos totalmente convencidos de ir tan lejos como los mercados que no solo han descartado cualquier otro aumento de las tasas, sino que además han empezado a apostar por recortes en las últimas semanas. Nos cuesta aún vislumbrar un escenario con ninguna subida o con recortes, porque muchas cosas tendrían que salir muy mal, y en este momento no estamos preparados para suponer esa posibilidad. De hecho, el resultado de nuestra previsión es que se acorta el primer tramo de la curva del Tesoro y que toda la curva se mantiene moderadamente sobrevaluada, en nuestra opinión.

El meollo de la cuestión es si la política monetaria y los mercados financieros han endurecido demasiado las condiciones para empujar a la economía estadounidense al borde de una recesión dentro del horizonte de previsión. Por muchas razones, es algo difícil de aceptar.

Para justificar nuestra posición, cabe mencionar que la economía estadounidense se ha ido dirigiendo hacia el **volumen más grande de demanda agregada excedentaria en casi dos décadas** (gráfico 5). La brecha del producto (según los datos de la CBO) se ubicó en 1.3% para el tercer trimestre de 2018 y se encuentra ahora probablemente en alrededor de 1.5%. La inflación subyacente ha ido subiendo hacia la meta de 2% durante el año pasado y se sitúa ahora en 1.9%; solo recientemente se ha moderado un poco.

Es también importante señalar que el aumento estimado de un punto porcentual de la brecha del producto desde finales del primer trimestre para caer en una situación de considerable demanda excedentaria debería tener **influencias positivas desfasadas en las presiones sobre los precios** que han de mantenerse durante 2019–2020. Por otro lado, el **crecimiento salarial se encuentra en máximos de nueve años y debería igualmente reforzar las presiones sobre los precios, según los parámetros tanto de la curva Phillips aumentada como de la curva Phillips salarial.** Esta presuposición debería materializarse incluso con menores niveles de endurecimiento que los tradicionalmente registrados, en la relación entre la tasa de desempleo y el crecimiento salarial y la relación entre la tasa de desempleo y la inflación de precios. Puesto que las presiones sobre el precio de las materias primas se han atenuado y esto ha disminuido la inflación general por los efectos de primera ronda, es posible que los efectos de segunda ronda aumenten los precios subyacentes (excluyendo los alimentos y la energía) al tener un impacto positivo en los salarios ajustados por inflación y las restricciones presupuestarias de los hogares.

Gráfico 4
Caída de la prima a plazo de EE.UU.


Fuentes: Scotiabank Economics, New York Federal Reserve.

Gráfico 5
Demand excedentaria EE.UU. en máximo de casi 2 décadas


Fuentes: Scotiabank Economics, Congressional Budget Office.

Gráfico 6
Tasa real de política monetaria de Estados Unidos


Fuentes: Scotiabank Economics, Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis.

Y en lo que se refiere a la influencia del dólar, los estudios de la Fed indican que los efectos desinflacionarios comienzan a disiparse a los seis meses, una vez que la apreciación de la moneda se estabiliza. Según nuestras previsiones, el USD bajará este año.

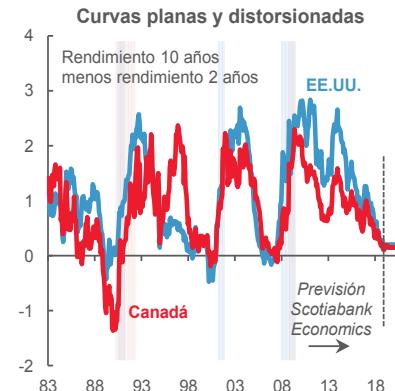
Por lo tanto, creemos que la brecha del producto y el costo de la mano de obra acentuarán la disipación de los efectos desinflacionarios de la apreciación generalizada del dólar en una trayectoria hacia una inflación subyacente levemente más alta. Frente a esto se requerirá un endurecimiento monetario un poco más fuerte, con el objetivo de contener el riesgo de alza de la inflación.

Existe un riesgo inflacionario adicional, que surge de la posibilidad de que se dé marcha atrás tras décadas de liberalización del comercio mundial, con consecuencias negativas para la productividad, todo el lado de la oferta de la economía global y, por ende y en última instancia, la inflación. La imposición de aranceles tiene una influencia pasajera en la inflación general y puede incluso socavar el poder de fijación de precios como efecto de segunda ronda. Sin embargo, las guerras arancelarias continuas y el aislamiento amenazan la estabilidad de las expectativas inflacionarias con el tiempo, razón por la cual **las autoridades de los bancos centrales han advertido acerca de la posibilidad de que el proteccionismo lleve nuevamente al mundo a un estado de estanflación**. El mandato doble de la Fed quedaría así en una encrucijada entre el riesgo de desempleo y la necesidad de preservar la estabilidad de precios. Por ahora, seguimos siendo cautelosamente optimistas sobre la resolución de las tensiones comerciales, pero hacemos una advertencia acerca de los riesgos, en vista de la desalentadoramente inestable administración estadounidense.

Conviene señalar también que, pese a las preocupaciones sobre un endurecimiento excesivo de la política de la Fed, **nunca se ha producido una recesión con una tasa de fondos federales ajustada por inflación tan baja como la que tenemos actualmente** (gráfico 6). Con base en la inflación del GCP general, la tasa real de fondos federales se sitúa actualmente en solo +45 bps, mientras que si se usa el indicador de inflación del GCP subyacente, la tasa real queda en unos +35 bps. Luego hay que restar unos 10 bps a estos estimados actuales para compararlos con el pasado, dado que la IOER es la tasa relevante de política monetaria en este ciclo y esta tasa se ubica en 10 bps por debajo del límite superior de la tasa de fondos federales. ¿Acaso puede esperarse una recesión con una tasa real de política monetaria de 25–35 bps?

Además, sería inusual que una recesión derivara de la pendiente actual de la curva de rendimientos del Tesoro de Estados Unidos, que ya de por sí está distorsionada por los programas de compra de bonos de los bancos centrales a nivel mundial (gráfico 7). Lo mismo puede decirse de la curva de bonos corporativos, que es más pronunciada que la curva soberana (gráfico 8). El modelo de probabilidades de recesión de la Fed de Nueva York se basa en la pendiente de la curva de rendimientos y actualmente arroja un 16% de probabilidad ([aquí](#)). Aunque el modelo no es perfecto, **la probabilidad actual de recesión (basada en las curvas) es la más baja en décadas**.

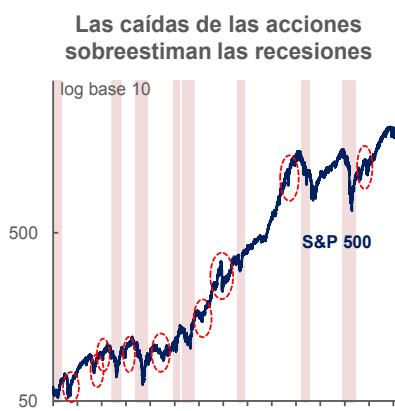
En cuanto a las señales del mercado accionario, los gráficos 9 y 10 sirven para recordar que las **oleadas de venta de acciones sobreestiman considerablemente los repliegues de la economía**. Desde el punto de vista histórico, una disminución similar a la que ha registrado el S&P500 hasta el momento, de un 12%, nunca ha estado seguida de una recesión. Las caídas más fuertes de los mercados, es decir, de más de 15%: a) sobreestiman las recesiones con un gran margen de diferencia; y b) suelen ya de antemano coincidir con los criterios de definición de recesión del NBER. Cabe destacar que una de las razones de estas observaciones es que la mayoría de las acciones están en manos de un volumen reducido de inversionistas. Cuando las valoraciones se moderan, es porque suelen entrar en juego ciertos factores estabilizadores, como la reducción del rendimiento de los bonos o del precio de la gasolina que estamos teniendo actualmente. Además, el factor dominante del consumo es el flujo de caja, que es mucho más importante que las variaciones de la riqueza en papel. El crecimiento fuerte del empleo y el aumento sostenido de las presiones salariales respaldan el flujo de caja.

Gráfico 7


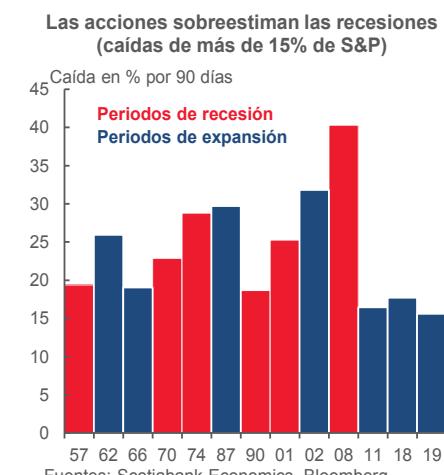
Fuentes: Scotiabank Economics, Bank of Canada, Federal Reserve Board, NBER, CD Howe Institute.

Gráfico 8


Fuentes: Scotiabank Economics, US Treasury.

Gráfico 9


Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.
Barras sombreadas corresponden a recesiones.

Gráfico 10


Ahora bien, ¿qué pasaría si tuviéramos una causalidad inversa? En otras palabras, además de predecir las recesiones, ¿la caída reciente de los mercados accionarios podría convertirse en la causa de la recesión? Los distintos modelos permiten suponer que podría moderar levemente el crecimiento, con un impacto mayor si surge una aversión al riesgo más significativa y se prolonga de una manera más sostenida. No obstante, este [artículo](#) de varios economistas de la Fed cuestiona que el efecto riqueza haya sido sustancialmente positivo en los últimos años y, por consiguiente, que pueda presentarse un efecto riqueza negativo en el futuro. En realidad, lo más probable es que las acciones globales hayan adquirido una valoración razonablemente más atractiva (gráfico 11).

Y si examinamos lo que nos dicen los fundamentos sobre el riesgo de recesión, **sería atípico tener una recesión pronunciada con unos balances de los hogares tan saludables como los actuales**. Los flujos de crédito al consumo han estado aumentando recientemente. La tasa de ahorro, con el ingreso disponible, no se ha agotado, aunque se haya gastado la mayor riqueza; por el contrario, el ahorro se ha mantenido en una tasa constante de 6% por varios años (gráfico 12). El porcentaje del ingreso que se destina al reembolso de las deudas es el más bajo de la historia (gráfico 13), y el crecimiento del ingreso y el empleo es sólido. En suma, hay muy pocas señales de dificultades graves que afectarían a los dos tercios de la economía (es decir, a los consumidores).

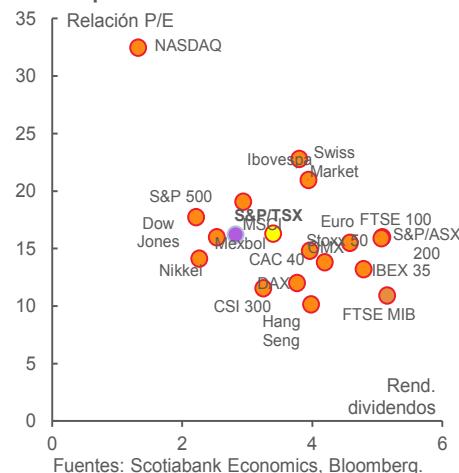
Con respecto al riesgo del crédito corporativo, sin duda alguna se está reajustando tras la sobreestimación del apetito por el riesgo, pero creemos que este movimiento nos trae de regreso a valoraciones más razonables, en vez de señalar el fin de la expansión. El gráfico 14 ilustra este punto de vista. De hecho, el índice estadounidense de alto rendimiento ha recuperado buena parte del terreno perdido recientemente.

Aunque hasta ahora nos hemos centrado en los vínculos entre la evolución de los mercados financieros y los mecanismos de transmisión a la economía y la política monetaria en medio de las señales de sólidos fundamentos económicos en Estados Unidos, concluiremos esta sección con un breve análisis de los desafíos que enfrenta la Fed, muy similares a los del Banco Central Europeo (BCE). El presidente Trump quisiera que su enfoque de estímulo del crecimiento se viera favorecido por una política mucho más relajada en la Fed (aunque en el pasado, antes de convertirse en presidente, haya criticado la política monetaria expansiva), pero la Reserva Federal no puede estar dando la impresión de recompensar las numerosas, variadas y costosas intransigencias de la administración Trump. **Un riesgo moral se cierne ahora sobre la política monetaria: si se torna más suave, esto podría aliviar las presiones que tiene en este momento la administración Trump para abandonar su política ultra protecciónista y sus decisiones volátiles, y el costo que dicha actitud está infligiendo a los mercados.** En cambio, si se mantiene el rumbo actual de endurecimiento, se impondría la disciplina necesaria al caos inútil de la Casa Blanca, para beneficio a largo plazo de la economía estadounidense y global. El momento actual que vive el banco central de Estados Unidos se asemeja a la postura rigurosa de Mario Draghi y su “cueste lo que cueste”, que estabilizó los mercados y hundió el costo del crédito para los gobiernos, con el precio a pagar de posponer las necesarias reformas fiscales y regulatorias en la eurozona que podrían haber fomentado el crecimiento a largo plazo. Si la administración Trump desea calmar a los mercados, lo que debería hacer más bien es: a) dejar de amenazar a la Fed; b) llegar a un acuerdo comercial con China; c) aislar menos su economía; y c) acabar con el cierre del gobierno y los riesgos correspondientes antes del plazo del 1 de marzo para la negociación del tope de la deuda.

BANCO DE CANADÁ: TRAYECTORIA DE NORMALIZACIÓN MOMENTÁNEAMENTE INTERRUMPIDA

Nuestro pronóstico para el Banco de Canadá (BoC) es relativamente ambicioso, con tres incrementos de las tasas este año y posiblemente uno más en 2020 antes de culminar la intervención en este ciclo. A este ritmo, el BoC habrá llegado a un rango de tasas neutrales para principios de 2020. Los riesgos para estas previsiones se inclinan más hacia un número menor de alzas o una prolongación del periodo necesario para alcanzar este nivel de endurecimiento, y menos hacia una aceleración del ritmo. De cualquier forma, **el objetivo principal de nuestro pronóstico es indicar a los mercados que pueden estar ignorando las señales de**

Gráfico 11

Principales índices bursátiles del mundo


Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

Gráfico 12

Tasa de ahorro EE.UU. no corresponde con madurez del ciclo


Fuentes: Scotiabank Economics, Bureau of Economic Analysis.

Gráfico 13

Hogares de EE.UU. no dan señales de riesgos de fin de ciclo


Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg, Federal Reserve.

endurecimiento del Banco de Canadá, con los riesgos que ello acarrea, al descartar prácticamente cualquier posibilidad de nuevos incrementos de las tasas de interés.

De hecho, el mensaje que ha transmitido con firmeza el banco central últimamente es que el alza de las tasas se ha interrumpido, pero no abandonado. En este [artículo](#) recapitulamos las últimas previsiones y comunicaciones del BoC al respecto. Así pues, el BoC podría muy bien retomar su camino con una subida en el segundo trimestre del año, si confiamos en las declaraciones recientes del gobernador Poloz: "la economía regresará a donde estaba hace unos meses dentro de unos meses".

Es obvio que gran parte de estas perspectivas sobre el Banco de Canadá dependen de los temas que analizamos al presentar las previsiones sobre la política de la Reserva Federal. Varios de los argumentos que ya se desarrollaron y tienen que ver con la interconexión entre los mercados financieros, la economía y la política monetaria se aplican también al contexto del BoC. Si Estados Unidos no cae en recesión y la Reserva Federal tiene la confianza suficiente como para endurecer más su política monetaria, el Banco de Canadá puede entonces preocuparse menos por las consecuencias del endurecimiento de la política canadiense para la moneda y el efecto perjudicial para la competitividad de las exportaciones y el riesgo inflacionario.

Dicho esto, no obstante, una distinción clave entre los dos bancos centrales es que el **costo del crédito ajustado por inflación sigue siendo negativo en Canadá** (gráfico 15 vs. gráfico 6) y que la Reserva Federal ha estado reduciendo también el estímulo no convencional, además de subir las tasas. Las condiciones monetarias más expansivas de Canadá tienen todavía algo de terreno que recorrer para ponerse a la par de la situación de la Fed, pero no lo han hecho. Esto explica los brotes recurrentes de debilidad que ha sufrido el dólar canadiense, que apenas recientemente se ha recuperado un poco cuando también han ido mejorando los precios del crudo canadiense. Una economía casi a plena capacidad, con una tasa de desempleo en mínimos récord, no está pidiendo desesperadamente tasas reales negativas.

Este argumento se aplica también al dólar canadiense. La moneda sigue estando subvaluada de acuerdo con los modelos clásicos de equilibrio a largo plazo, como la paridad del poder adquisitivo (PPA), que sirve de indicación general sobre las valoraciones a largo plazo (gráfico 16). A diferencia de Estados Unidos, Canadá no está lidiando con una moneda muy valorada. De hecho, la debilidad de la moneda podría generar presión alcista sobre la inflación importada, especialmente si se mantiene y se acentúa.

Para comprobar que las condiciones financieras son efectivamente laxas, como sosteneremos, el BoC debería tranquilizarse observando los indicadores de los diferenciales de crédito, en vez de apresurarse a buscar refugio frente a las condiciones adversas de los mercados. Como su contraparte estadounidense, el mercado canadiense de bonos de alto rendimiento apenas se está recuperando de una sobreestimación anterior, pero sigue estando en territorio de ganancias (gráfico 14). Los diferenciales de bonos hipotecarios son todavía relativamente estrechos (gráfico 17). Los diferenciales de los bonos provinciales han aumentado, pero siguen estando en niveles saludables, similares a los de principios de 2017, que ofrecen valoraciones relativas más atractivas, en vez de señales de una ampliación riesgosa de los diferenciales (gráfico 18).

Al igual que la estadounidense, la pendiente de la curva canadiense de rendimientos de bonos no está lanzando advertencias de recesión (gráfico 19). La curva canadiense sobreestima las contracciones y, aunque sigue estando plana en el tramo intermedio, hay todavía diferenciales levemente positivos en 2 años/10 años y 90 días/10 años que en sí están indirectamente distorsionados como factores de predicción del ciclo por el efecto importado del programa de compra de bonos de los bancos centrales a nivel mundial.

Sin embargo, la información nueva que ha desviado temporalmente al BoC de sus planes de endurecimiento tiene que ver, en particular, con la evolución de los mercados de la energía. Los indicios de una relación ajustada entre oferta y demanda han sido variables. El despunte del precio del petróleo y, especialmente, el descuento del crudo canadiense hicieron temer el regreso a las condiciones de 2014–15, cuando el BoC terminó relajando la política debido

Gráfico 14

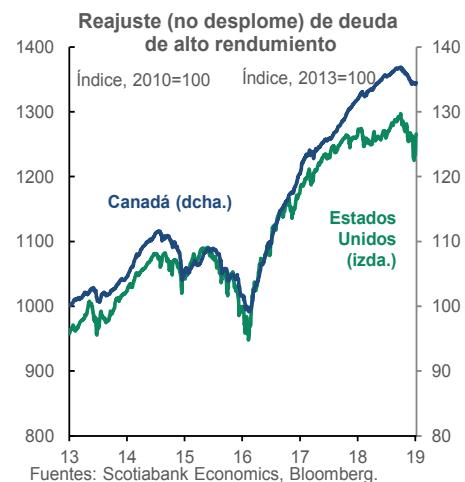


Gráfico 15

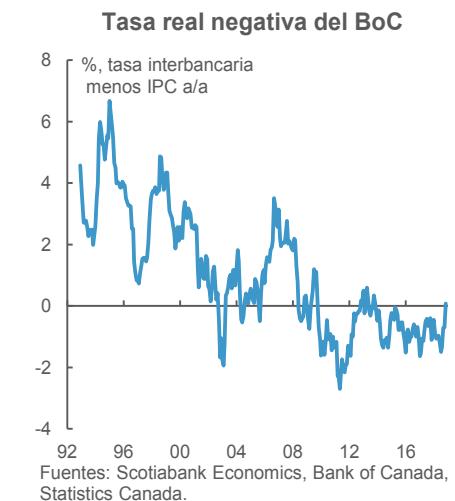
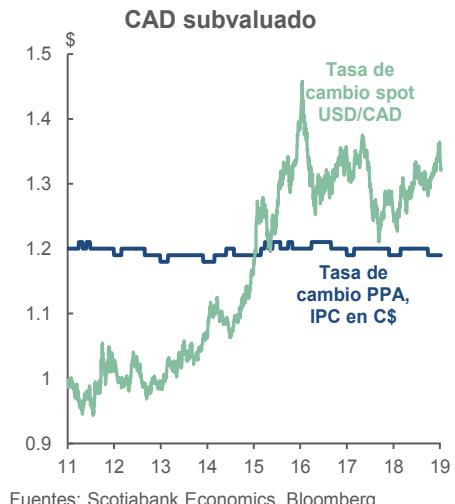


Gráfico 16



a la caída del precio de las materias primas. El mecanismo por el cual esta evolución afecta las perspectivas empieza con el hecho de que Canadá debe vender sus exportaciones de materias primas a precios más bajos, de modo que su poder adquisitivo se debilita en los mercados mundiales. El impacto negativo en los términos de intercambio, es decir, la relación entre el precio de las exportaciones y las importaciones, hace que disminuyan los ingresos del país. A su vez, esto se refleja en una reducción de los beneficios de las empresas y del ingreso de los hogares, así como el deterioro del saldo fiscal. Esto puede frenar los indicadores generales de la actividad económica, como el consumo, la vivienda y la inversión de empresas. Por extensión, aumenta la capacidad ociosa y menguan las presiones sobre los precios, con lo que se crean las condiciones propicias para una política monetaria relativamente más relajada.

Cuando la caída del precio del petróleo afectó la economía canadiense, la provincia de Alberta respondió implementando recortes profundos de la producción petrolera, del orden de un 8% para comenzar el año. Esta medida lastrará también las variables sobre la actividad y generará un poco más de capacidad ociosa a corto plazo.

Sin embargo, esta vez no estamos frente a una película repetida para el BoC, si se nos permite la expresión. Primero, las causas han sido diferentes, porque los cuellos de botella que existen en la red de transporte se han visto agravados por el aumento de la producción de crudo, a raíz de la puesta en marcha de varios proyectos. Estas limitaciones de la red de transporte se están subsanando gradualmente.

Segundo, la corrección del precio del crudo canadiense ya se ha revertido. El descuento que sufrió el crudo Western Canada Select (WCS) frente al WTI se puede observar en el gráfico 20. Desde su máximo de -US\$50 el 11 de octubre, el diferencial se ha cerrado a solo -US\$8, un nivel de estrechez no visto en cuatro años y medio. El precio del WCS ha subido en unos US\$30 desde su mínimo de noviembre para llegar al nivel más alto desde principios de septiembre, es decir, antes que comenzara el derrumbe. Esto debería permitir que los llamados términos de intercambio se recuperen rápidamente (gráfico 21). **Por lo tanto, al BoC le conviene ver más allá, cuidadosa y correctamente, de esta corrección y no manejarla de la misma manera que el episodio anterior.** Debemos lidiar aún con la realidad de los recortes de producción y la capacidad ociosa resultante que generarán en la economía, pero seguimos siendo cautelosamente optimistas y pensamos que todo esto será un efecto pasajero y que el crecimiento del PIB retomará rápidamente un ritmo más alto durante el resto del año. El hecho de que la industria energética tiene una influencia mucho menor en la economía hoy en día que en 2014–15 es otro aspecto que se debe tomar en cuenta, y que está respaldado por varios indicadores. Uno de ellos es que la inversión en el sector energético ya se encuentra en la mitad del nivel que tenía cuando estaba en su cúspide (gráfico 22).

Mientras tanto, el sector no energético de la economía registra un buen desempeño, como lo demuestran los salarios, que están creciendo mucho más rápido en las provincias no energéticas.

Con este telón de fondo, si bien la mayor parte de la cobertura más tradicional y generalizada de las condiciones económicas se centra en lo negativo, **existen también muchos factores positivos importantes.** Los acuerdos comerciales del T-MEC, el CPTPP y el AECG mantienen y promueven la liberalización del comercio en beneficio de la industria canadiense. A menudo el diálogo público sobre los riesgos para las

Gráfico 17



Gráfico 18



Gráfico 19

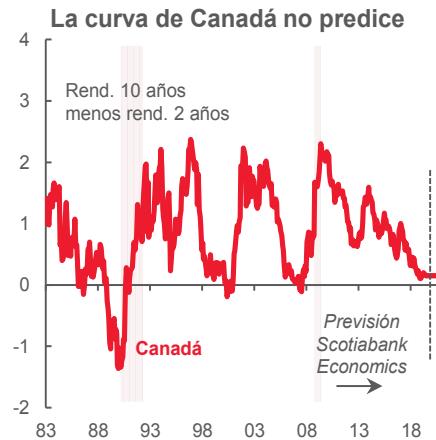
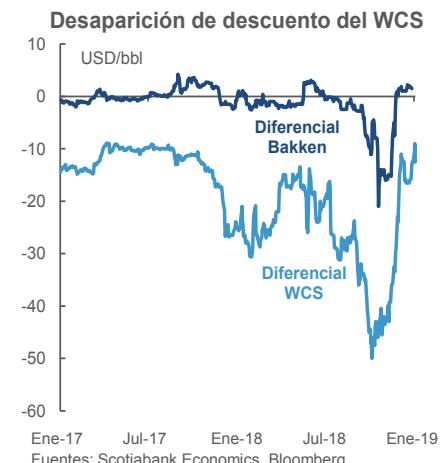


Gráfico 20



perspectivas parece olvidar que el riesgo más importante (el desmantelamiento de la política comercial) se ha evitado a favor de una liberalización moderada. Esto probablemente no se refleje todavía aún por completo en lo que, de cualquier forma, son cifras bastante resilientes sobre el clima de negocios (gráfico 23).

Además, en solo cuatro meses se han creado más de 170,000 puestos de trabajo, aunque con un crecimiento salarial frustrantemente más tenue que en Estados Unidos. Si la inversión repunta, y debería hacerlo en respuesta a los incentivos que introdujo el gobierno federal en su minipresupuesto de octubre, entonces la productividad debería aumentar también y, con ello, los salarios. Con el repunte de la inversión debería también acelerarse el crecimiento de las exportaciones, porque la expansión de capacidad estimulará las ventas al extranjero. El alza de la inversión puede complementar también el crecimiento del empleo. Así pues, en 2019–20 se puede desencadenar un círculo virtuoso.

Con estas expectativas, consideramos que los desequilibrios del **mercado de la vivienda resultarán manejables en un escenario de aterrizaje suave**. Los inventarios y los índices de ventas con respecto al número de propiedades en venta siguen estando en niveles saludables en comparación con los problemas que aquejaron a los mercados después de la expansión de los años 80 (gráfico 24). El endurecimiento de las reglas macroprudenciales por parte de la OSFI y algunas provincias canadienses ha de tener un efecto pasajero, mientras el mercado retoma un ritmo de crecimiento moderado gracias al aumento del empleo.

Sin embargo, un aspecto importante que podría preocupar y restringir al Banco de Canadá es el impacto del alza del costo del crédito en la calidad del crédito al consumo y sus repercusiones en la economía general y el sistema financiero. El BoC debe efectivamente ser prudente, pero el riesgo de serlo demasiado es alto. Las quiebras de los consumidores han estado bien controladas y, por lo general, no han estado muy correlacionadas con el alza del costo del crédito. De hecho, las quiebras de particulares nunca han estado en un nivel tan bajo como el actual (gráfico 25). Ahora bien, las insolvencias incluyen tanto las quiebras como las propuestas a los acreedores; estas últimas han aumentado y a menudo se confunden con las quiebras, pero recordemos que son una oferta que se formula a los acreedores para reembolsar las deudas en condiciones distintas a las previstas. Puede haber muchos motivos para este tipo de propuestas, pero el hecho de que están ocurriendo sin que la gente caiga en quiebra demuestra que el sistema bancario canadiense está siendo relativamente capaz de adaptarse en un escenario de aterrizaje suave.

Las propuestas se manejan con la disposición de reestructurar los pagos y las deudas sin empujar necesariamente al cliente a la quiebra y embargar activos con un valor neto incierto una vez que se descuentan todos los costos asociados. Un ejemplo extremo de la diferencia del sistema canadiense es que los impagos estratégicos generalmente no existen en Canadá; escaparse del problema con impunidad no suele ser una opción,

Gráfico 21

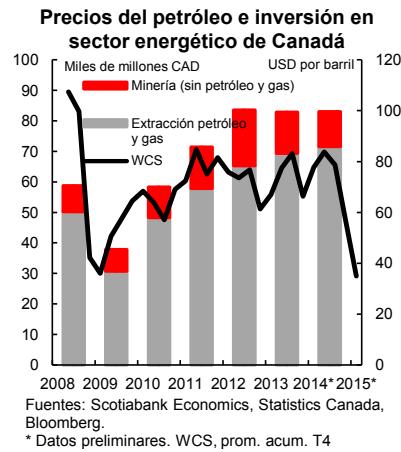
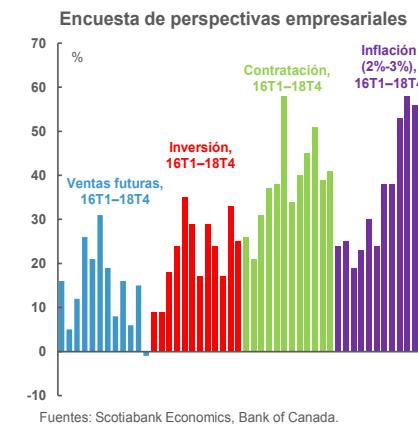
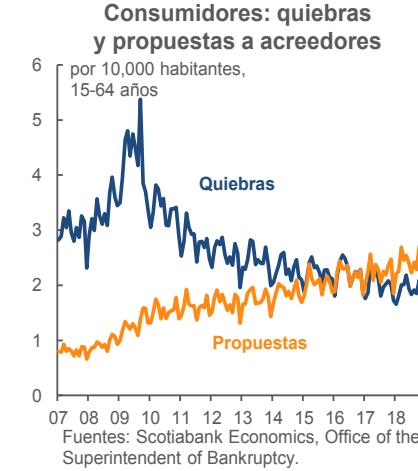
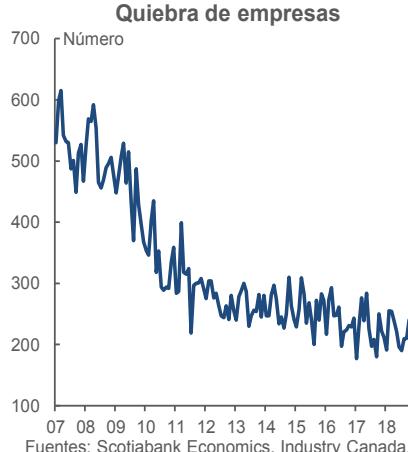
Gráfico 22

Gráfico 23

Gráfico 24

Gráfico 25

Gráfico 26


prefiriéndose en cambio que cada quien asuma sus obligaciones y se reformule un plan mutuamente satisfactorio. Con el tiempo, hemos llegado a concluir que las características únicas del sistema bancario canadiense son infravaloradas por muchos actores extranjeros (si bien no todos) que privilegian el dinero rápido.

Cabe destacar también que las quiebras de empresas están también en un nivel aceptable y en mínimos cíclicos, aunque esto apenas llama la atención (gráfico 26). Las propuestas de las empresas a los acreedores en busca de una reestructuración han aumentado este último mes, pero la volatilidad de la serie de datos debería ser suficiente para desestimar cualquier observación individual en un punto específico y sugerir más bien un análisis cauteloso de la tendencia.

En síntesis, existen argumentos sólidos para afirmar que las condiciones financieras generales son demasiado relajadas para una economía con las características de la canadiense. El Banco de Canadá debe tener cuidado, pero sin paralizarse por temor a que el ciclo de calidad del crédito no pueda absorber un mayor endurecimiento.

CONCLUSIÓN: ATENTOS A LOS RIESGOS Y LISTOS PARA CORREGIR EL RUMBO DE SER NECESARIO

Nuestras previsiones sobre las medidas de los bancos centrales de los dos países serán muy sensibles a los grandes riesgos globales, entre los que se encuentran tres acontecimientos que deben definirse para el mes de marzo. El primero es el *brexit*: suponemos que la volatilidad aumentará, pero creemos que se llegará a un acuerdo negociado a medida que se acerque la fecha límite del 29 de marzo. Este plazo podría extenderse, lo que prolongaría la incertidumbre, pero el clima político actual en el Reino Unido es demasiado inestable para poder establecer con precisión los riesgos en este momento.

En segundo lugar, Estados Unidos y China deberían negociar una solución que evite un resultado negativo, después del vencimiento de la tregua arancelaria de 90 días el 1 de marzo. Los dos bandos se enfrentan a un impacto negativo (China en sus fundamentos económicos; Estados Unidos en los beneficios corporativos) en momentos en que se prepara la contienda electoral en Estados Unidos para el próximo año. De cualquier forma, creemos que la presión será mayor sobre Estados Unidos para que se busque una salida que atenúe los riesgos de las políticas. Se avecinan años de choque de ambiciones, mientras las dos superpotencias luchan por su supremacía, pero es probable que a corto plazo se restaure la calma.

Tercero, suponemos que una salida negociada pondrá fin al cierre récord del gobierno de Estados Unidos, restablecerá el financiamiento e, idealmente, subirá el tope de la deuda antes del límite del 1 de marzo, o al menos mucho antes del momento en que el Tesoro agote sus saldos altamente líquidos y sus poderes extraordinarios hacia mediados del verano.

Como los de la Fed, el BoC y otras instituciones, nuestros propios pronósticos dependerán mucho de toda esta evolución. En este sentido, esperamos que todos sigan comportándose como adultos, aunque a veces coqueteen peligrosamente con el riesgo moral como protección contra la inestabilidad de la política global, demasiado circunscrita a los vaivenes de Estados Unidos.

Tabla 1

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

Canadá	2018		2019		2020				
	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Tasa interbancaria del BoC	1,75	1,75	2,00	2,25	2,50	2,75	2,75	2,75	2,75
Tasa preferencial	3,95	3,95	4,20	4,45	4,70	4,95	4,95	4,95	4,95
Bonos del Tesoro a 3 meses	1,65	1,80	2,05	2,30	2,55	2,80	2,80	2,80	2,80
2 años, Canadá	1,86	2,00	2,20	2,45	2,65	2,85	2,85	2,85	2,85
5 años, Canadá	1,89	2,10	2,30	2,55	2,75	2,95	2,95	2,95	2,95
10 años, Canadá	1,97	2,20	2,35	2,60	2,80	3,00	3,00	3,00	3,00
30 años, Canadá	2,18	2,35	2,50	2,75	2,90	3,10	3,10	3,10	3,10
Estados Unidos	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Tasa objetivo de los fondos federales	2,50	2,50	2,75	3,00	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
Tasa preferencial	5,50	5,50	5,75	6,00	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Bonos del Tesoro a 3 meses	2,36	2,40	2,65	2,90	3,15	3,15	3,15	3,15	3,15
2 años, Tesoro	2,49	2,75	2,90	3,10	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30
5 años, Tesoro	2,51	2,80	3,00	3,20	3,35	3,35	3,35	3,40	3,45
10 años, Tesoro	2,68	2,90	3,10	3,30	3,40	3,45	3,45	3,50	3,55
30 años, Tesoro	3,01	3,10	3,25	3,50	3,50	3,60	3,60	3,65	3,65

Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

México

DÉJÀ VU

- México enfrenta un contexto complicado, marcado por un panorama externo más complejo y mayor incertidumbre a nivel local debido a la política macroeconómica del nuevo gobierno.**
- El Programa Económico de 2019 contempla una amplia reasignación del gasto público y un cambio en las prioridades de la política económica. Aunque el nuevo gobierno está comprometido con la disciplina fiscal, la gran duda sigue siendo su capacidad de ceñirse al presupuesto.**
- Esperamos un crecimiento mediocre en 2019, de 1.6%, debido a la incertidumbre a nivel local, las mayores inquietudes de los mercados y el impacto de las altas tasas de interés.**
- Se espera que el Banco Central de México suba la tasa otros 25 puntos base en la primera mitad de 2019, para finalizar el año en 8.50%.**

En 2018 los mexicanos votaron para dar una sacudida al status-quo político y eligieron a Andrés Manuel López Obrador (AMLO) como nuevo presidente, al tiempo que otorgaron a su movimiento político una mayoría en el Congreso muy cercana a la necesaria para realizar cambios en la constitución. El principal mensaje de campaña de AMLO fue terminar con la corrupción, gracias a lo cual se liberarían muchos recursos desperdiciados que serían utilizados por el gobierno para promover un crecimiento económico más vigoroso e inclusivo. Desde su punto de vista, el “neoliberalismo” es el responsable del anémico crecimiento de México y, por lo tanto, es un sistema que debe ser revertido. Su lectura de la realidad se basa en la nostalgia que le provoca el desempeño económico del país durante la década de los sesenta, cuando México creció a un promedio de 6%, con una inflación controlada y cuando el gobierno tenía una injerencia muy fuerte (incluso autoritaria) sobre la economía. Parece que la presidencia tratará de revivir ese modelo, en que el gobierno tomaba muchas decisiones económicas a nivel general y el presidente tomaba las más importantes desde el Palacio Nacional. Con ello, da la impresión de que nos hemos olvidado de todos los años perdidos durante el fin de la década de los setenta y los ochenta, cuando nuestro país luchó por corregir todas las distorsiones y problemas generados por dicho modelo, en el que estaba presente esa “fuerte injerencia” gubernamental, además de que el mundo ha cambiado significativamente desde entonces.

Algunas de las ideas del nuevo gobierno para ser más inclusivo provocan inquietud. Las llamadas *consultas públicas* para determinar si se continúa con la implementación de ciertos proyectos públicos es una herramienta que ya se utilizó para justificar, por ejemplo, la cancelación del nuevo aeropuerto de Texcoco y algunas otras decisiones. Este nuevo mecanismo político estuvo muy lejos de ser representativo, ya que solamente el 1% del padrón electoral participó en el ejercicio, y quienes lo hicieron dejaron de lado los criterios de lógica económica y favorecieron la ideología política. La decisión sobre Texcoco sumó un gran caudal de incertidumbre al panorama económico, y se espera que cobre una elevada factura a la confianza de los inversionistas durante los próximos años. Además, la postura ambivalente de AMLO con respecto a la reforma energética significa que posiblemente se reevaluará el ritmo y el alcance de la implementación, puesto que las nuevas subastas petroleras se han interrumpido por el momento y los proyectos de subexplotación se han pospuesto hasta la segunda mitad de 2019.

CONTACTOS

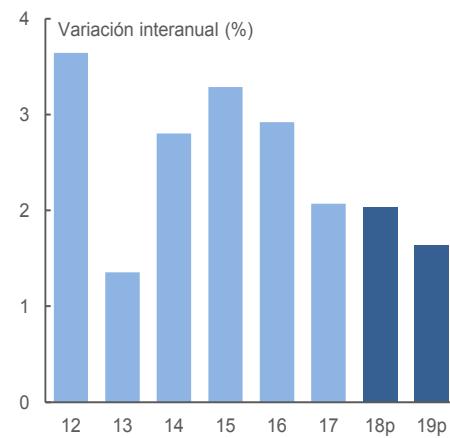
Mario Correa, Director Estudios Económicos
52.55.5123.2683 (México)
Scotiabank Mexico
mcorrea@scotiabcb.com.mx

Méjico	2017	2018e	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	2.1	2.0	1.6	2.3
IPC (% interanual, cierre)	6.8	4.8	4.3	3.8
Tasa del banco central (%, cierre)	7.25	8.25	8.50	7.50
Peso mexicano (USDMXN, cierre)	19.66	19.65	21.36	21.81

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

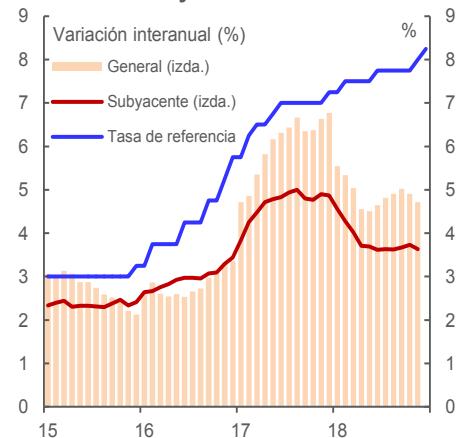
Crecimiento anual del PIB



p: previsión. Fuentes: Scotiabank Economics, INEGI.

Gráfico 2

Inflación y tasa de referencia



Estos anuncios rápidamente generaron inquietud en los mercados, la cual se reflejó en un deterioro significativo de los indicadores financieros. Por ejemplo, el peso mexicano sufrió una marcada depreciación en los meses recientes, mientras que el incremento del riesgo país es reflejo de que los inversionistas están demandando primas de riesgo más altas para los activos mexicanos. Incluso, después de la decisión de cancelar el nuevo aeropuerto, la percepción del riesgo país se incrementó drásticamente y las tasas de interés del bono mexicano a 10 años llegaron a tasas que no se veían desde la crisis financiera (+9.24%), mientras que los CDS mexicanos a 10 años también se situaron en niveles similares a los registrados tras la victoria de Trump.

Del lado positivo, el nuevo acuerdo alcanzado entre los gobiernos de México, Canadá y Estados Unidos para actualizar el tratado de libre comercio contribuyó a reducir la incertidumbre relacionada con las reglas de comercio entre los tres países. Aun cuando el nuevo acuerdo puede enfrentar cierta resistencia por parte del Congreso de los Estados Unidos, nuestro escenario base considera que tarde o temprano se obtendrá la aprobación legislativa en las tres naciones.

El Programa Económico aprobado para 2019 le dio cierto respiro a los mercados y los inversionistas reaccionaron positivamente, ya que los supuestos macroeconómicos, en general, no estuvieron muy alejados de la realidad, y las estimaciones de las finanzas públicas dieron a entender que el nuevo gobierno está comprometido con la disciplina fiscal, con un superávit primario de 1% del PIB, mientras que la relación de la deuda externa con respecto al PIB se mantendría sin cambios, en 45.3%.

En términos generales, el presupuesto contempla una amplia reasignación del gasto público, con un ajuste significativo de los recursos en los presupuestos de las instituciones y organismos autónomos, así como un cambio en las prioridades políticas. Además, el gobierno dio prioridad a la consolidación fiscal, aun cuando tiene muy poco margen de maniobra. Incluso si el crecimiento de los ingresos fiscales (+7.0% en términos anuales reales, en comparación con lo esperado al cierre de 2018) y los recortes de los gastos operativos (que representan 0.7% del PIB) lucen un tanto optimistas, la gran duda sigue siendo la capacidad o voluntad del gobierno de ceñirse al presupuesto, pues todavía falta por ver qué impacto tendrá en la actividad económica el programa de reasignación de recursos.

Los principales proyectos que la nueva administración ha incluido en el Presupuesto de Egresos 2019 suman MXN 251,600 millones. Los proyectos pueden dividirse en tres categorías principales: en primer lugar, programas sociales, los cuales consisten en dar ayudas monetarias a las personas más necesitadas, incluyendo el *Programa de pensión para personas con discapacidad* (MXN 7,000 millones) y la *Pensión para el bienestar de los adultos mayores* (MXN 100,000 millones). En segundo lugar, el gobierno da prioridad a los programas de infraestructura pública, tales como el *Tren Maya* (MXN 6,000 millones), la *Modernización y rehabilitación de infraestructura aeroportuaria* (MXN 18,000 millones), y finalmente el *Programa nacional de reconstrucción*, el cual busca reconstruir las zonas afectadas por los terremotos (MXN 8,000 millones). En tercer lugar, fueron considerados programas de empleo y producción, incluyendo el programa *Jóvenes construyendo el futuro* (MXN 44,300 millones), que otorga becas a estudiantes de educación superior. Finalmente, el Plan Energético presentado por AMLO prevé la construcción de una nueva refinería en Dos Bocas, Tabasco, por un total de MXN 50,000 millones.

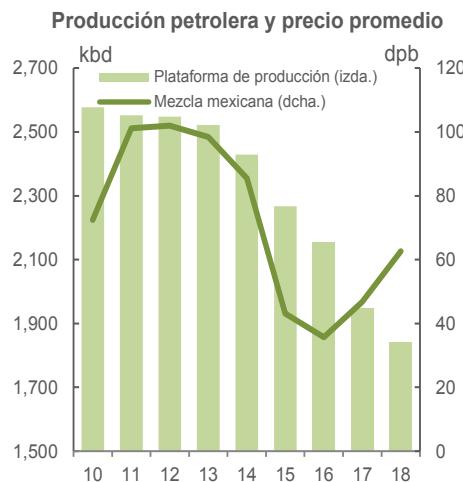
PERSPECTIVAS

Con respecto al panorama económico, el 2019 será un año de grandes retos para la economía mexicana. Hemos ajustado nuestro escenario macro principal para incorporar la incertidumbre local, que se ha intensificado con las nuevas políticas gubernamentales, en medio de un panorama externo más complejo y las condiciones financieras más difíciles.

En cuanto a los factores externos, consideramos que los riesgos se han incrementado. Aun cuando se espera que el crecimiento global continúe a buen ritmo en 2019, existen cada vez más preocupaciones sobre una desaceleración que podría presentarse más rápido de lo previsto, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Además del debilitamiento de la actividad económica por la madurez de los períodos cíclicos, creemos que las tensiones comerciales, los cada vez mayores riesgos geopolíticos y las condiciones financieras más apretadas pueden disminuir la confianza de las empresas y desencadenar volatilidad en los mercados, lo cual agregaría aún más presión a los mercados emergentes.

Dentro del país, creemos que continuará la incertidumbre bajo el nuevo marco político, lo que afectará significativamente tanto la inversión como el consumo privado. Se esperan retrasos significativos en el ejercicio del gasto público durante este año, debido a la curva de aprendizaje por la que naturalmente tiene que pasar la nueva administración, y que además se verá agravada por los cambios profundos que el nuevo gobierno

Gráfico 3



Fuentes: Scotiabank Economics, PEMEX.

está implementando, tales como la Ley Federal de Remuneraciones de los Servidores Públicos, la cual establece topes salariales para los empleados de nivel superior, y que se traduce en menores incentivos para los interesados en desarrollarse profesionalmente en el servicio público, por lo que es muy probable que esta pérdida de capital humano afecte la eficacia del gobierno. Aunque la disciplina fiscal es un área de enfoque en el Programa Económico de 2019, se vislumbran riesgos en la ejecución, debido a la capacidad del nuevo gobierno para ejercer el presupuesto recién presentado, así como efectos colaterales en la economía provocados por la citada reasignación de recursos públicos.

En este sentido, esperamos un débil crecimiento de la actividad económica y del empleo, así como un ligero incremento de las tasas de interés y presiones al alza en el tipo de cambio. Además, se espera que el consumo privado siga reduciendo su ritmo, debido a la incertidumbre y las crecientes inquietudes de los mercados. En nuestra evaluación, notamos que la inversión privada registrará una contracción como consecuencia de los factores mencionados anteriormente, sumada a cierta pérdida de confianza de los inversionistas. Esa confianza no se recuperará fácilmente, e incluso percibimos que hay amplias posibilidades de que siga deteriorándose en el futuro. Vale la pena mencionar que, incluso dentro de las expectativas macroeconómicas de la Secretaría de Hacienda, se espera que las inversiones no tengan crecimiento en 2019.

En contraste, vemos que el mercado externo seguirá siendo el sector más dinámico. Incluso si la actividad industrial disminuye en alguna medida en los Estados Unidos, esperamos que las exportaciones tengan un desempeño positivo, al que contribuirá la debilidad del peso mexicano. Vemos también una oportunidad para que este sector amplíe su participación de mercado, ya que los aranceles impuestos a China por Estados Unidos pueden contribuir a que las exportaciones mexicanas resulten más atractivas para los compradores norteamericanos. Finalmente, el panorama inflacionario mejoraría ligeramente en 2019, con una tasa de inflación general que caería a 4.34%. Por el contrario, esperamos cierta resistencia a que la inflación subyacente disminuya, dados los recientes efectos colaterales del debilitamiento del peso.

Brasil

CRECIMIENTO TENUE Y REFORMAS MODERADAS EN CAMINO

- **Prevemos que la economía brasileña crezca a una tasa bastante moderada de 2.3% en 2019, porque tanto la producción industrial como la demanda interna limitarán el crecimiento. El gasto público no debería variar mucho, ya que el programa de reformas del nuevo gobierno: a) no es muy ambicioso; y b) enfrenta obstáculos políticos. Sin un ajuste fiscal, el efecto de desplazamiento continuará siendo un problema, y sin reformas, la productividad seguirá restringiendo el crecimiento.**
- **Entre las reformas para las que auguramos un resultado positivo se encuentra la independencia del Banco Central de Brasil (BCB). El otorgamiento de más autonomía formal al banco central y la reforma de la TJLP (tasa de referencia a largo plazo para los créditos del BNDES) efectuada por el presidente Temer podrían fomentar la disminución de la tasa de interés real neutral, lo que sería uno de los pocos cambios estructurales positivos para la economía de Brasil. Sin embargo, pese a estas mejoras, pensamos que el BCB aumentará las tasas de interés con más intensidad de lo que dejan entrever la curva DI (swaps locales de tasas de interés) y la encuesta Focus del organismo.**

EL CRECIMIENTO SEGUIRÁ SIENDO TENUE

La encuesta Focus del BCB sitúa el crecimiento de 2019 en 2.55%, un poco por encima de nuestro pronóstico de 2.3%. Debido a la baja tasa de inversión del país (prácticamente siempre en menos de 18% del PIB), la desaceleración de la economía global y la disminución y mayor volatilidad de los precios de las materias primas, la tasa de crecimiento potencial de Brasil es hoy apenas una sombra de lo que era a principios de la década de 2000. Hasta el momento, no hemos visto ninguna gran propuesta de incremento de la productividad por parte del nuevo gobierno y creemos que las iniciativas de ajuste fiscal y reforma del sistema de pensiones mejorarán muy poco el déficit fiscal, lo que significa que el efecto de desplazamiento (*crowding out*) del sector público continuará siendo un problema.

Aunque la producción industrial de Brasil mejoró un poco el año pasado, su tasa promedio de crecimiento anual (en los últimos 12 meses para los cuales tenemos datos) apenas ha sido de 2.3%. Puesto que el crecimiento global se está desacelerando y las tasas de interés de Brasil van en aumento, es poco probable que la actividad industrial tome un gran impulso a corto plazo; más bien parece haber perdido vigor en los últimos meses. Asimismo, la demanda de consumo ha aumentado un poco en los últimos meses, pero a un ritmo suave. En general, no hay muchas señales que nos permitan afirmar que el crecimiento económico podría acelerarse, a menos que se produzca un fuerte shock externo inesperado, ya sea en los precios de las materias primas o la demanda externa.

Con respecto a las reformas, como hemos venido señalando desde hace varios meses, no creemos que el gobierno sea capaz de lograr mucho más que: 1) una reforma modesta del sistema de pensiones (que se aplicaría solo a los empleados públicos y, en principio, solo a los “nuevos trabajadores”; sería una sorpresa positiva que se incluyera a “todos los trabajadores”); b) la aprobación de la ley de independencia del BCB (estableciendo mandatos fijos para los miembros de la junta directiva); y c) un avance moderado en la capitalización de las empresas públicas, con el escenario sorpresivamente positivo de mayor participación privada en empresas como Eletrobras. En suma, estas reformas son buenas noticias, pero están muy lejos de lo que se necesita desde el punto de vista de la productividad y las finanzas públicas.

CONTACTOS

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

Brasil	2017	2018e	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	1.1	1.1	2.3	2.5
IPC (% interanual, cierre)	3.0	4.1	5.2	5.4
Tasa del banco central (%, cierre)	7.00	6.50	8.25	8.75
Real brasileño (USDBRL, cierre)	3.31	3.88	4.27	4.52

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1



EL ROMPECABEZAS DE LA POLÍTICA MONETARIA

Brasil tiene una de las tasas de política monetaria neutrales más altas del mundo, en un rango estimado de 4.5%–5.5%. [Esto ocurre por varias razones](#), entre ellas: 1) la baja tasa de ahorro; 2) la segmentación del mercado de crédito; 3) la prima de riesgo fiscal; 4) la inercia de la inflación debido la indexación; y 5) la ausencia de un banco central formalmente autónomo, lo que significa que el ciclo político interfiere con el ciclo monetario. Las buenas noticias en este ámbito son:

- La reforma de la TJLP que aprobó el presidente Temer puede reducir la segmentación del mercado de crédito brasileño. Una de las razones de esta segmentación era que el BNDES otorgaba un gran volumen de créditos a lo que era una tasa de interés muy subsidiada (la TJLP) pero, en vez dárselos a quienes no tenían acceso al mercado crediticio, los concedía a los “campeones nacionales”. El resultado de esta política era que los deudores preferenciales salían del mercado, dejando un volumen más riesgoso de prestatarios para los mercados públicos.
- Aunque todavía dudamos que el gobierno de Bolsonaro lleve a cabo grandes reformas, en nuestro escenario base suponemos que tendremos una versión moderada de la reforma del sistema de pensiones, junto con la “independencia del BCB” como principales logros de la nueva administración. Se espera que los miembros de la junta directiva del BCB tengan mandatos fijos y escalonados, con lo que estarían menos expuestos a los cambios del poder ejecutivo.

Nuestro análisis sostiene que estas dos medidas combinadas eliminarán parcialmente los factores que mantienen las tasas de interés de Brasil en un nivel elevado. No creemos que esto será suficiente para comprimir la tasa real neutral al rango de 1.5%–2.5% que tiene Colombia (y que hasta hace poco tenía México), pero no nos sorprendería que la tasa real neutral de Brasil bajara gradualmente a 3.5%–4.5%, a medida que disminuye la segmentación del mercado de crédito y el BCB obtiene una independencia formal. Por lo tanto, hay que estar muy atentos a la aprobación de la ley del BCB, así como a la evolución de la inflación, para ver si nuestras expectativas actuales sobre la tasa SELIC son acertadas.

En cuanto a la evolución de la inflación, el panorama ha sido alejador para la inflación IGP-DI [compuesta por los precios al mayor (60%), precios al consumo (30%) y costos de construcción (10%)], pues el indicador cayó de su máximo de 10.5% a cerca de 8.5%. Sin embargo, gran parte de esta reducción se debió al repunte del real brasileño (BRL) en los días cercanos a las elecciones, y creemos que cualquier decepción en torno a las reformas será una fuente importante de riesgo para la moneda durante el próximo trimestre. Si observamos el IPP del sector manufacturero, podemos comprobar que persisten las presiones sobre los costos, con una inflación de precios de producción en 14%. Pese al nivel alto de la IGP-DI y el IPP de manufactura, la tasa IPCA se está comportando bastante bien, situándose en 4.05% en el mes de noviembre. Creemos que la clave para mantener bajo control la dinámica de la inflación será, en gran medida, la moneda y el hecho de si el efecto de la tasa de cambio continúa siendo desinflacionario. Recordemos que Brasil tiene un efecto traspaso de la tasa de cambio relativamente alto, de 20%–30%, lo que quiere decir que, una vez que la inflación entra en una senda alcista (cuyo motivo puede ser la depreciación de la moneda), el país tiene todavía muchos factores inflacionarios procíclicos; en otras palabras, es difícil detener la espiral inflacionaria.

Según el mercado de tasas DI, el BCB aumentará las tasas en unos 25 bps en 2019. Esto significaría que, si la inflación se mantiene como espera el consenso (4.0%), la postura monetaria cerraría el año estando todavía en territorio holgado (solo 2.75% de tasa real). Suponiendo que las reformas contribuyen a comprimir la tasa real neutral, seguimos pensando que las tasas DI subestiman el ciclo de endurecimiento del BCB y el momento de la intervención. Nuestro escenario base es que el BCB comenzará el ciclo de endurecimiento a principios del segundo trimestre de 2019 y que la tasa SELIC cerrará el año 2019 en 8.25%, con la tasa de inflación IPCA en 5.2%, en vez de la previsión de la encuesta Focus del BCB, que la ubica en 4.01%.

Con respecto a la tasa de cambio, como muchas monedas de mercados emergentes, el real brasileño se vio favorecido por la atenuación del ciclo de endurecimiento previsto de la Fed, tras la reunión de diciembre del FOMC. Sin embargo, de aquí en adelante, los participantes del mercado vigilarán muy de cerca si el gobierno de Bolsonaro cumple lo prometido en cuanto a las reformas, para las cuales prevemos resultados limitados. En consecuencia, pensamos que el cruce USD/BRL irá subiendo durante el primer trimestre de 2019. Además, un riesgo externo al que conviene estar muy atentos es el mercado accionario estadounidense: si la caída continúa, se puede intensificar la competencia por la asignación de activos en los mercados emergentes.

Colombia

LA REFORMA TRIBUTARIA CUMPLIRÁ SU OBJETIVO, PERO ¿EL BANCO CENTRAL SE HA QUEDADO REZAGADO?

- Aunque la reforma tributaria del gobierno se suavizó cuando pasó por el Congreso, la iniciativa debería contribuir a consolidar la calificación de grado de inversión de Colombia. Los recortes de impuestos corporativos deberían también impulsar la inversión privada, pudiendo aumentar así el potencial de crecimiento a largo plazo.**
- En cambio, no compartimos los estimados del banco central sobre una “tasa real neutral” cercana al 1.4%. Tememos que el organismo se esté quedando rezagado en la curva, particularmente al hacer caso omiso de las condiciones de endurecimiento global, esperando que la economía colombiana vuelva a crecer a su tasa potencial este año.**

REFORMA TRIBUTARIA: DECEPCIONANTE, PERO CUMPLIRÁ SU OBJETIVO

La reforma tributaria que el gobierno presentó en octubre se diluyó aún más en su paso por la cámara legislativa, pero parece ser suficiente para cumplir su función y conseguir que se alcancen las metas fiscales de 2019–2020. Se estima que la reforma incrementará los ingresos fiscales en unos 80–90 bps del PIB, menos de los 140 bps del PIB que esperaba el gobierno de Duque, pero esto debería ser más que suficiente para mantener la calificación de grado de inversión del gobierno. La mala noticia de todo el proceso, en nuestra opinión, fue básicamente la “oportunidad perdida” de realizar un verdadero cambio fiscal que redujera la dependencia del petróleo, cosa que siempre ha significado que cualquier caída de US\$10/bbl del precio internacional del crudo se traduce en 40 bps de disminución del PIB.

En cuanto al crecimiento, el impacto negativo es que, para cumplir las metas establecidas en la regla fiscal, con los 50–60 bps de PIB que se perdieron en la versión final de la reforma, será necesario recortar el gasto en esa misma magnitud. Lo bueno es que el gobierno de Duque sí consiguió aliviar la carga tributaria del sector privado, de modo que la inversión privada podría repuntar, especialmente si nos equivocamos en nuestra previsión de un endurecimiento monetario más fuerte de lo que estima el consenso por parte del banco central y se estabilizan los precios del petróleo.

Ahora bien, ¿en cuánto se recortaron los impuestos corporativos?

- El impuesto sobre la renta se reducirá de 37% en 2018, a 33% en 2019, 32% en 2020, 31% en 2021 y luego a 30% a partir de 2022.
- Las empresas gozarán de deducciones del IVA por sus inversiones.
- El gobierno establecerá un impuesto de 15% a los dividendos de más de COP10.2 millones, lo que podría impulsar la inversión de empresas.

Alberto Carrasquilla, Ministro de Hacienda, espera que estos recortes de los impuestos corporativos eleven el crecimiento potencial en 40 bps a largo plazo, lo cual nos parece posible. Sin embargo, dos elementos de la reforma fiscal podrían tener un impacto más incierto:

- La sobretasa temporal de 4% al impuesto sobre la renta de los bancos en 2019 (que se reducirá a 3% en 2020 y 2021) podría afectar al sector financiero.

CONTACTOS

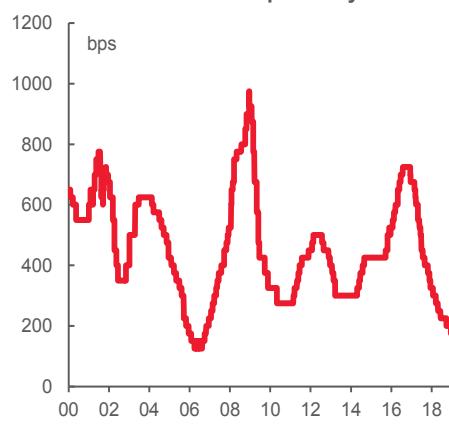
Eduardo Suárez, Vicepresidente, Análisis Económico, América Latina
 52.55.9179.5174 (México)
 Scotiabank Economics
 eduardo.suarez@scotiabank.com

Colombia	2017	2018e	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	1.8	2.5	3.3	3.6
IPC (% interanual, cierre)	4.1	3.2	4.8	4.1
Tasa del banco central (%, cierre)	4.75	4.25	5.75	6.75
Peso colombiano (USDCOP, cierre)	2,986	3,254	3,210	3,185

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

Diferencial entre la tasa de referencia del Banco de la República y la Fed



Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

Gráfico 2

Evolución de la inflación



Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

- El impuesto al patrimonio de 1% que se aplicará temporalmente hasta 2021 a todo patrimonio de más de COP5,000 millones podría desatar una cierta fuga de capitales, aunque la extensión de la amnistía para la repatriación de activos en el extranjero podría contrarrestarlo.

En resumen, la reforma tributaria es positiva, aunque no haya sido transcendental, lo que consideramos suficiente para que el país conserve su calificación de grado de inversión.

EL CRECIMIENTO FINALMENTE REPUNTA

Analizando ahora el crecimiento, finalmente vemos que la economía está tomando impulso. Esperamos que Colombia crezca más o menos a su potencial este año (3.3%) y que luego la expansión se acelere en 2020 y 2021 (a 3.6% y 3.7%, respectivamente). Los últimos datos sobre ventas minoristas (+6.5% interanual) y producción industrial (+5.8% interanual) son, sin duda, demasiado sólidos para que se mantengan, pero de cualquier forma reflejan una economía que está en una trayectoria mucho más robusta. Cabe destacar que, en todo 2018, el sector industrial se fortaleció de manera sostenida. Las ventas minoristas han estado algo estancadas, pero a un nivel sólido. Lo que más nos preocupa por el lado del crecimiento es el impacto que la disminución del precio del petróleo puede tener en la inversión, aunque creemos que ese riesgo se ve más que compensado por la aceleración de la demanda interna. En estos momentos, la economía es lo suficientemente fuerte para aguantar un endurecimiento monetario.

CICLO DE AUMENTO DE LAS TASAS DE INTERÉS: ¿EL BANCO CENTRAL SE HA QUEDADO REZAGADO?

Juan José Echavarría, Gerente General del Banco de la República, indicó que la tasa real neutral de Colombia estaría bastante cerca del 1.4% y que el crecimiento actual es inferior al potencial. Según nuestro análisis, el crecimiento potencial del país está entre 3.0% y 3.5%, mientras que la tasa real neutral estaría más bien entre 2.0% y 2.5%. En consecuencia, estamos de acuerdo en que el crecimiento de Colombia es inferior al potencial, pero pensamos que el banco central se está quedando un poco rezagado en la curva frente a la inflación. Si, como nos dice la lógica, la transmisión de la política monetaria tiene un desfase de unos 18 meses y Colombia no tiene "autonomía frente a la política monetaria global" (es decir, no está aislada del ciclo de la política monetaria global), entonces el Banco de la República está jugando con fuego al quedarse tan atrás en la curva con respecto a la Fed. El diferencial de tasas de referencia entre el Banco de la República y la Reserva Federal está actualmente en 175 bps. Y puesto que se espera que el FOMC introduzca unos 25 bps más de aumentos antes del momento en que, según el consenso, el banco central colombiano suba también las tasas, la brecha entre ambos podría llegar a su nivel más bajo en la historia.

Por el momento, la evolución de la inflación sigue siendo favorable. El IPC de noviembre se ubicó en 3.27% (extremo superior del rango meta, sin grandes fluctuaciones), pero tememos que la debilidad continua del COP termine elevando la inflación al mismo tiempo que la economía sigue cobrando fuerza y alcanza su tasa de crecimiento potencial este año. Por lo tanto, como consideramos que el Banco de la República ya se está quedando rezagado debido al desfase de 18 meses en la transmisión de la política monetaria, nuestra previsión de la inflación para 2019 es superior a la del consenso (4.8%). Prevemos también un ciclo de endurecimiento más intenso de lo que están descontando las tasas locales (aumento de 250 bps para el segundo trimestre de 2020, mientras que las tasas locales reflejan solamente entre 100 bps y 125 bps de alzas en los próximos dos años).

Entre las divisas de los grandes mercados emergentes, el peso colombiano (COP) es la que ha tenido el peor desempeño desde principios de octubre, tras haber cedido más de 7.5% en el cuarto trimestre de 2018. Las pérdidas se explican por la caída del precio del petróleo, además del bajo valor de arbitraje (*carry trade*) que tiene la moneda debido a la postura monetaria laxa del banco central, que hace que la brecha con la Fed se cierre cada vez más. Consideramos que la "reforma tributaria" no fue suficiente para mejorar la confianza en el peso, lo que significa que la moneda sigue estando a merced de las fluctuaciones del precio del petróleo y los diferenciales de arbitraje; de estos dos factores, el segundo parece destinado a jugar todavía más en contra del peso en los próximos meses. Como resultado, estimamos que el peso se debilitará gradualmente, aunque un cambio en la postura del Banco de la República debería contribuir a estabilizar la moneda, si se produce. Sin embargo, a juzgar por el comunicado más reciente del banco central, no vemos ninguna señal de una posición menos relajada.

Perú

2019: SIMILAR A 2018, PERO CON MÁS POTENCIAL ALCISTA

- Perú ha comenzado el 2019 con un consumo robusto y un mercado laboral sólido.
- Los proyectos mineros estimularán lo que, de otra forma, sería un crecimiento modesto de la inversión privada.
- La inversión del gobierno será el factor decisivo, con grandes riesgos tanto al alza como a la baja.
- La posición fiscal sorprendentemente sólida de 2018 crea una plataforma saludable para 2019.
- Es probable que la política monetaria se mantenga intacta por más tiempo, en vista de la inflación baja y la incertidumbre en los mercados financieros globales.

Todo parece indicar que el crecimiento del PIB cerrará el año 2018 con fuerza: en el cuarto trimestre, el crecimiento del PIB debería aproximarse a 5%, mientras que el PIB de todo el año superará posiblemente nuestro pronóstico de 3.7%, situándose en cerca de 4.0%.

Nuestra previsión del PIB para 2019 es de 4.0%. En general, creemos que la expansión será similar a la de 2018, pero que varios proyectos importantes de inversión darán un empujón adicional a la actividad económica, especialmente el proyecto Quellaveco de explotación de cobre, con una inversión total de US\$5,300 millones. El avance de ciertos proyectos de infraestructuras, como el aeropuerto de Lima, podría contribuir también al dinamismo económico.

Un elemento particularmente positivo de 2018, que debería mantenerse en 2019, fue que los principales motores del crecimiento fueron la demanda interna privada y los sectores distintos a la explotación de recursos. En particular, el año pasado terminó con señales de una cartera algo más amplia de próximos proyectos de inversión privada, y con un crecimiento del mercado laboral privado formal de más de 4.0%, lo que debería sustentar la expansión del consumo en 2019 (de 3.4% en 2018 al 3.5% previsto este año). El auge del sector agroindustrial ha sido un gran impulsor del crecimiento del empleo formal.

Nuestro pronóstico de crecimiento de la inversión privada en 2019, de 6.5%, representa una leve mejora frente a 2018, pero está lejos de las tasas de expansión de dos dígitos que se registraron antes de 2014. Sin embargo, preferimos ser un poco prudentes, en vista de la incertidumbre global que prevalecerá este año, particularmente en cuanto al precio de los metales. Consideramos que nuestra previsión puede mejorar. La comunidad empresarial se ha mostrado bastante tranquila frente a la turbulencia política, y la minería contribuirá al clima de negocios propicio. Según nuestras proyecciones, la minería tendrá un crecimiento de 13% en 2019, un poco inferior al 20% que habíamos estimado para 2018.

En cambio, el crecimiento de la inversión pública es mucho más incierto. En los últimos dos años, la agitación política ha tenido sin lugar a dudas un impacto más grande en la inversión pública que en la privada. Sin embargo, la cantidad de cambios que hubo en el gobierno durante 2018, desde el mismo presidente hasta varios ministros, es inusual, y es una situación que no debería repetirse en 2019 (o, al menos, eso esperamos). Por lo tanto, a medida que el gobierno actual va estabilizándose, la inversión pública debería mejorar. ¿Por qué entonces prevemos que el crecimiento de la inversión pública bajará a 2.8% en 2019, del 8.8% de 2018? La razón es que dos tercios del presupuesto de inversión pública está en manos de los gobiernos regionales y locales, que acaban de renovarse con las

CONTACTOS

Guillermo Arbe, Gerente Principal Estudios Económicos
511.211.6052 (Perú)
Scotiabank Peru
guillermo.arbe@scotiabank.com.pe

Perú	2017	2018e	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	2.5	3.7	4.0	4.0
IPC (% interanual, cierre)	1.4	2.2	2.4	2.5
Tasa del banco central (%, cierre)	3.25	2.75	3.25	3.50
Sol peruano (USDPE, cierre)	3.24	3.37	3.30	3.25

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1



Fuentes: Scotiabank Economics, Banco Central de Reserva del Perú, INEI.

Gráfico 2



Fuentes: Scotiabank Economics, Banco Central de Reserva del Perú.

elecciones recientes. Por lo general, la inversión de los gobiernos regionales y locales cae cuando las nuevas autoridades asumen sus funciones, debido a la alta rotación de personal y el débil marco institucional.

Está claro que el año 2019 vendrá con toda una serie de riesgos, entre ellos, las posibles presiones sobre el precio de los metales, la incertidumbre de la situación política, y la volatilidad y los temores en los mercados financieros globales, de los cuales el mercado de divisas genera cierta preocupación. Ahora bien, estos riesgos ya existían en gran medida el año pasado, y aun así el crecimiento del PIB fue bastante robusto, quizás incluso mejor de lo que podría esperarse en esas circunstancias.

Un aspecto que a principios de 2018 preocupaba a muchos y que se ha desvanecido desde entonces era el déficit fiscal. En vez de subir a 3.5% (de 3.1% en 2017) como habían previsto el gobierno y gran parte del mercado, este déficit al final terminó bajando a un estimado de 2.8%. La mejora se explica por el aumento de los ingresos fiscales, que fue más fuerte de lo esperado, especialmente las recaudaciones provenientes del impuesto a las ventas, muy vinculado con la demanda interna, lo cual es una buena noticia. No obstante, otra razón de la mejora del déficit fiscal fue la bajísima inversión del sector público. En 2019, estimamos que el déficit disminuirá un poco más, a 2.5%, porque estos dos factores persistirán hasta cierto punto. Esperamos equivocarnos, y que la inversión pública termine siendo más alta de lo esperado.

La inflación cerró el año 2018 en 2.2%, casi en el punto medio del rango meta del banco central (1% a 3%). No hay una acumulación de presiones sobre la demanda que podrían elevar la inflación. En consecuencia, excluyendo cualquier shock de la oferta provocado por fenómenos meteorológicos, la inflación debería mantenerse cómodamente instalada dentro de su rango. Solo hemos introducido un pequeño ajuste en las previsiones, para bajar la inflación de 2019 de 2.5% a 2.4%, de manera de reflejar la reducción del precio de la gasolina.

¿Qué significa esto para la política monetaria? No creemos que el banco central tenga mucha prisa por modificar las tasas de política monetaria. Tanto la inflación como el crecimiento del PIB están en niveles razonables. La tasa de referencia, en 2.75%, todavía está un poco baja en términos históricos y cuando se compara con el concepto de tasa neutral del banco central (1.75% en términos reales, o más de 3.5% en términos nominales), principal motivo por el cual seguimos pensando que el organismo subirá la tasa de política monetaria dos veces, a 3.25%. Sin embargo, nuestra convicción se ha debilitado últimamente, debido a la incertidumbre de los mercados globales. Ya no descartamos incluso el escenario en que el banco central no sube las tasas.

La moneda (PEN) es, definitivamente, el elemento más difícil de pronosticar. En 2018, el mercado estuvo menos sujeto a los fundamentos que a los flujos de capitales a corto plazo, que toman en cuenta el riesgo general de los mercados emergentes. Resulta difícil justificar la depreciación de 4% que sufrió el PEN en 2018: en promedio, el precio de los metales estuvo prácticamente al mismo nivel que en 2017, Perú exhibía un cómodo déficit comercial, la cuenta fiscal y la cuenta corriente habían mejorado y ninguna agencia de calificación de crédito había modificado sus perspectivas para el país. Ciertamente, la situación política era muy turbia, pero esto no parecía ser lo que afectaba al PEN. En realidad, el factor que más incidía en la moneda era el USD y la coyuntura mundial. Cabe preguntarse entonces si los fundamentos volverán a jugar un papel preponderante en 2019, si el USD se corregirá o no, y cómo se comportará el precio de los metales. Muchas interrogantes y mucha incertidumbre. Sin embargo, haciendo eco de las previsiones de nuestro equipo sobre el USD y los precios de las materias primas, y tomando en cuenta nuestro análisis según el cual el PEN bajó más de lo que debería en 2018, creemos que la moneda peruana debería fortalecerse en 2019. Así pues, no modificamos nuestra previsión de 3.30 para el cierre de 2019, pero advertimos que la incertidumbre es bastante alta. De cualquier forma, el repunte no está cerca, porque la tendencia actual de depreciación es fuerte. Hay grandes probabilidades de que el PEN siga debilitándose a principios de año y quizás supere la marca de 3.40 antes de que comience a subir.

Para terminar, una nota sobre la situación política y las investigaciones sobre los escándalos de corrupción, que han acaparado tanto la atención. Perú ha atravesado dos años de turbulencia política. Sin embargo, durante todo este proceso, el régimen de Vizcarra ha adquirido fuerza y los partidos de oposición en el Congreso se han debilitado. Por otro lado, durante todo el proceso, la política económica se ha mantenido invariable. Ambos factores nos llevan a creer, sin pecar demasiado de optimismo, que el 2019 debería ser un año políticamente más calmado. Pero más calmado no significa calma. Seguirá habiendo ruido, especialmente en torno a las investigaciones sobre la corrupción. Pero este ruido no debería amenazar la gobernabilidad ni la política económica. Lo que, al fin y al cabo, es lo que importa.

Chile

DESACELERACIÓN DEL SEGUNDO SEMESTRE DE 2018 PODRÍA PROLONGARSE HASTA EL PRIMER TRIMESTRE DE 2019

- Esperamos una expansión de 3.9% en 2018 y 3.2% para 2019, con una velocidad bastante baja en el primer trimestre y una mejora progresiva posterior. Muchos pronósticos en el mercado deberían recortarse hacia ese nivel.
- Las expectativas de inflación del mercado se han reducido debido a los efectos específicos y generales. Nuestra previsión para 2019 se mantiene en el 3%. Esperamos que el Banco Central aumente su TPM al 3% en enero, seguido de un par de alzas similares (una al final del segundo trimestre y otra en el segundo semestre), para finalizar el año en un 3.5%.
- El índice de confianza empresarial volvió a caer en la zona pesimista en los últimos meses. Las condiciones tanto extranjeras como domésticas mermaron el sentimiento económico en el segundo semestre del año pasado: debilidad persistente en el precio del cobre; fortalecimiento del dólar estadounidense; mayor aversión al riesgo; algunas cifras y hechos políticos no cumplieron con las expectativas, como un crecimiento más cercano al 4% que al 4.5% y el retraso en las reformas del impuesto a la renta y del mercado laboral, que serían fundamentales para un crecimiento más fuerte.
- Las tasas a largo plazo deberían reanudar una leve tendencia alcista, mientras que una apreciación limitada de la moneda nacional (frente al USD) sigue siendo nuestro escenario central. Los riesgos para nuestro caso base son altos en este momento, pero al mismo tiempo, creemos que hay factores de estabilización desarrollados en los últimos trimestres que pueden prevenir desviaciones graves.

DESLUCIDAS CONDICIONES DRENAN EL CRECIMIENTO Y LA INFLACIÓN

Los datos recientes de la economía han estado por debajo de las expectativas del mercado. En noviembre, la actividad económica se expandió 3.1%, mientras que los indicadores preliminares sugieren que alguna mejora en diciembre permitiría que el PIB alcance 3.2% en el cuarto trimestre y 3.9% para todo el año, aunque la probabilidad de un resultado levemente mayor (4%) sigue presente. Sin embargo, se espera una desaceleración para 2019, probablemente a 3.2% o un poco más. Los vientos en contra siguen siendo negativos para el crecimiento: el precio del cobre no ha subido como esperaban muchos analistas, la aversión al riesgo internacional sigue siendo alta, y una lenta mejora de las condiciones domésticas para las reformas económicas y el mercado laboral están afectando las expectativas empresariales que retrocedieron a la zona pesimista en noviembre, como anticipábamos en el informe de octubre.

A pesar de eso, algunos indicadores líderes de inversión han sido más positivos, empezando por el Catastro de la Corporación de Bienes de Capital (la compilación pública más importante), que muestra un aumento significativo de la inversión para 2019 y 2020. Por otro lado, el consumo recientemente exhibe signos de desaceleración. Debemos destacar la contracción en las ventas de automóviles, por primera vez en dos años, que presionará las cifras de consumo total. No se espera que el mercado laboral ayude demasiado: el crecimiento del empleo debe permanecer moderado y la tasa de desempleo probablemente disminuirá lentamente en los próximos años (debido a que el crecimiento de la economía no va a ser más alto que el potencial, que se estima entre un 3% y 3.5%, y es probable que la reforma laboral llevada a cabo en el gobierno anterior sea un obstáculo para la contratación, que no está claro cuándo se solucionará). La inflación permanece bien contenida y no se espera que alcance el objetivo de la política monetaria (3%) antes de finales de 2019 o posteriormente. Entre los factores que frenan las expectativas de inflación

CONTACTOS

Benjamin Sierra, Manager Economista

Mercado Financieros

56.2.2619.4974 (Chile)

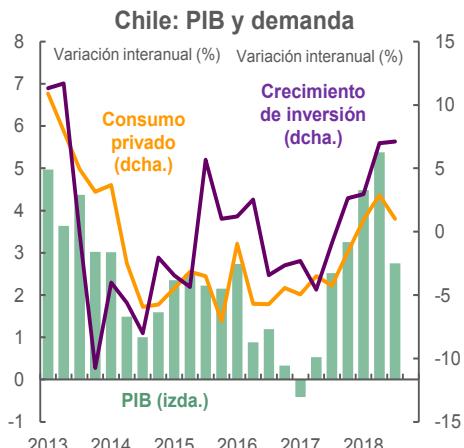
Scotiabank Chile

benjamin.sierra@scotiabank.cl

Chile	2017	2018e	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	1.5	3.9	3.2	3.2
IPC (% interanual, cierre)	2.3	2.6	3.0	3.0
Tasa del banco central (%, cierre)	2.50	2.75	3.50	4.00
Peso chileno (USDCLP, cierre)	615	694	650	640

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1



Fuentes: Scotiabank Economics, Banco Central de Chile (BCCh).

están la caída de los precios del petróleo y la demanda interna más suave de lo esperado. El Banco Central (BCCh) mantuvo la tasa de política monetaria en 2.75% en diciembre (un nivel expansivo), no modificó su sesgo al alza y la mayoría del mercado espera un aumento de 25 pb el 30 de enero próximo. Creemos que ese aumento será seguido de una subida similar en junio y una más en el segundo semestre. Nada más intenso. No se alcanzaría una tasa neutral (entre el 4% y el 4.5%, según el BCCh) antes de 2020. Se espera que la política fiscal sea más conservadora que en años anteriores, con una expansión del 3.2% aprobada en la ley para 2019 (vs. la ley para 2018), para alcanzar un déficit del 1.7% del PIB. Debido a que el gasto en 2018 fue mayor que el estimado por el presupuesto, la expansión real del gasto en 2019 (es decir, en comparación con el gasto real en 2018) sería considerablemente menor, solo alrededor de 1.4%.

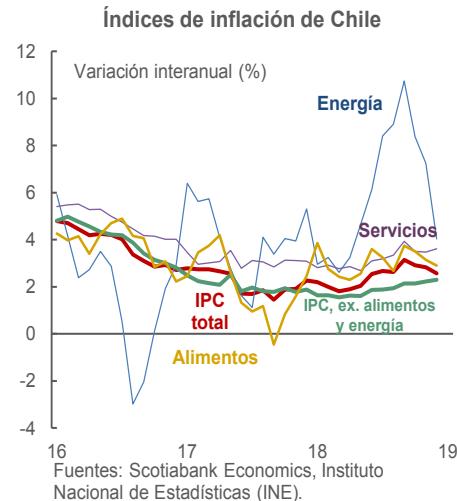
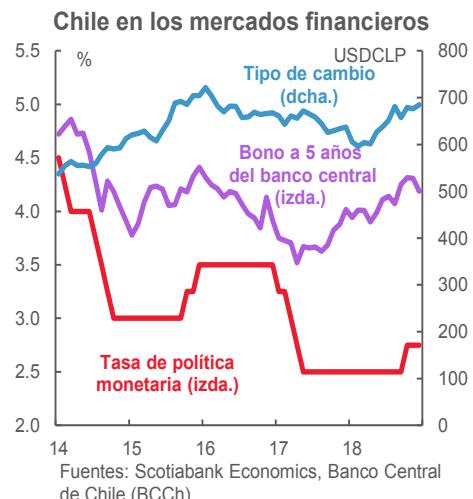
Con este contexto nacional e internacional, las tasas a largo plazo se redujeron a fines de 2018 y probablemente se mantendrán flojas al menos en el primer trimestre de 2019, cuando se espera que concluya el ajuste de las expectativas del mercado. Sin embargo, seguimos esperando una tendencia alcista moderada durante el resto del año, ya que el crecimiento económico (aunque no extraordinario) ayuda a continuar reduciendo las brechas productivas, y la expectativa de política monetaria debería ser menos expansiva a medida que avanza el año. En lo que respecta al tipo de cambio (USDCLP), el amplio rango de transacción debería ser la regla nuevamente. Estimamos que el aumento reciente, en cierto modo alineado con los factores cuantitativos, es más una reacción a la volatilidad internacional que un cambio de tendencia. En consecuencia, seguimos esperando una apreciación moderada del peso chileno para finalizar 2019 alrededor de \$650 y 2020 alrededor de \$640. Factores críticos pronosticados, como el precio del cobre, el valor internacional del USD y una menor aversión al riesgo, deberían ayudar moderadamente a lograrlo.

PANORAMA POLÍTICO: NO HAY UNA TOMENTA PERO SÍ NUBES Y BRISAS CÁLDAS

Todo indica que la luna de miel entre el nuevo gobierno y los votantes está llegando a su fin. La popularidad del Presidente ha estado disminuyendo durante varias semanas seguidas. Parte de eso se atribuye a la falta de recuperación económica. Además, algunos aumentos en conflictos laborales (justificados o instigados) y problemas específicos con algunas comunidades nativas se han convertido en una causa de costo político. Sin embargo, 2019 será fundamental para lograr mejoras: es el último año sin elecciones en el período actual y las reformas críticas (impuesto a la renta, mercado laboral y sistema de pensiones) deberían aprobarse y comenzar a implementarse. A pesar de los recientes contratiempos en su popularidad, basados en la capacidad política demostrada en el primer año, seguimos siendo optimistas sobre la probabilidad de resultados positivos (aunque no óptimos) que permitirían mejorar el crecimiento económico en los próximos años, con algunos efectos secundarios de apoyo también en el muy corto plazo.

RIESGOS: MENOR PROBABILIDAD DE ESCENARIOS MUY DESVIADOS

La probabilidad de escenarios alternativos para nuestro caso base (tanto positivos como negativos) es relativamente mayor que en otros momentos. China, el precio del cobre y la trayectoria de las tasas de la Fed serán los factores más importantes, mientras que a nivel nacional la capacidad del gobierno para crear alianzas con la oposición de centroizquierda moderada es crítica. Sin embargo, las consecuencias de esos escenarios de riesgo no deberían ser tan dramáticas, ya que algunos "factores de estabilización" se han afianzado y/o se han desarrollado, como un gobierno altamente comprometido con el desarrollo económico y con mayor capacidad política que en el período 2010-2014, además de un conjunto de gobiernos en la región que son más amistosos con el mercado.

Gráfico 2

Gráfico 3


Reino Unido

REINA LA INCERTIDUMBRE

- El crecimiento debería mantenerse estable en alrededor de 1.5% Si se evita un *brexit* duro, como seguimos suponiendo. Un *brexit* sin acuerdo tendría un gran impacto negativo para las perspectivas del Reino Unido.

¿Se irán o no se irán? El *brexit* y las condiciones bajo las cuales se negocia (o no) la salida son las fuerzas dominantes en el panorama del Reino Unido. Seguimos pensando que al final se llegará a un acuerdo negociado, aunque las probabilidades de que se apruebe la propuesta que actualmente está sobre la mesa parecen muy pequeñas, toda vez que el lado europeo no se muestra muy dispuesto a volver a abrir las negociaciones.

Consideramos que el costo económico que tendría un *brexit* duro llegada la fecha de fines de marzo es lo suficientemente alto y negativo para el Reino Unido como para que se rechace el acuerdo. Queda por ver si se evita este *brexit* duro con la aceptación del acuerdo actual, una modificación de la propuesta o incluso un segundo referendo. Sin embargo, la incertidumbre está llegando al punto máximo en el Reino Unido por las cuestiones relacionadas con el *brexit*, lo cual sin duda alguna está afectando el panorama. Además, se espera que el nivel de volatilidad de los mercados siga siendo alto y, si bien la situación económica del Reino Unido no es tan relevante desde una perspectiva global, la gran importancia que tienen los mercados financieros británicos permite suponer que el tema del *brexit* puede tener un impacto prolongado en los mercados globales mientras la situación siga estando indefinida.

Pese a este nivel elevado de incertidumbre general, los indicadores reales de la incertidumbre en el Reino Unido parecen estar disminuyendo un poco (gráfico 1). Por consiguiente, seguimos previendo un crecimiento económico de aproximadamente 1.5% en los próximos dos años. El gasto de consumo se aceleró durante el otoño junto con el crecimiento salarial, mientras que los índices de gerentes de compra apuntan al fortalecimiento de la expansión industrial, incluso aunque los indicadores de la confianza de las empresas se hayan deteriorado. Estas previsiones dependen en gran medida de la situación política. Un *brexit* duro rebajaría de manera considerable los pronósticos y provocaría posiblemente una recesión. Por otro lado, la puesta en marcha de un acuerdo podría hacer que se eleven las previsiones, a medida que se disipa la incertidumbre de la salida de la UE y se libera la demanda reprimida de inversión y bienes de consumo. Lo que suceda a mediados de enero será clave para reevaluar nuestra opinión según la cual se evitará el *brexit* duro.

Confiamos en que prevalecerá nuestro escenario de una “solución a medio camino”, esperamos que el Banco de Inglaterra mantenga intacta su política monetaria por buena parte de 2019. La inflación está un poco por encima de la meta de 2%, lo que hasta cierto punto obedece a la debilidad anterior de la libra esterlina y su impacto en los precios dentro del país. La brecha del producto está prácticamente en un nivel neutro. Aunque el crecimiento salarial fue muy fuerte en el tercer trimestre de 2018, señal de que tarde o temprano se requerirá un endurecimiento adicional, no creemos que el Banco de Inglaterra subirá las tasas de interés en las condiciones actuales. La evolución del tema del *brexit* puede tener una gran influencia en el rumbo de la política monetaria del banco central.

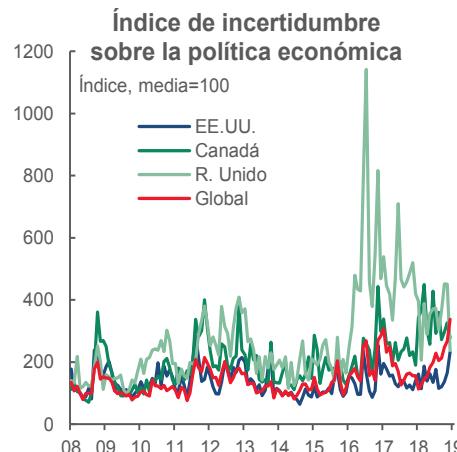
CONTACTOS

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

Reino Unido	2017	2018e	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	1.8	1.4	1.5	1.5
IPC (% interanual, cierre)	2.7	2.2	2.1	2.0
Tasa del banco central (%, cierre)	0.50	0.75	1.00	1.00
Libra esterlina (GBPUSD, cierre)	1.35	1.28	1.40	1.45

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1



Fuentes: Scotiabank Economics, PolicyUncertainty.com, EPU, PU, Haver Analytics.

Eurozona

EL CRECIMIENTO SE DESACELERARÁ AÚN MÁS EN 2019

- Hay señales claras de una desaceleración del sector manufacturero, pero se espera que el crecimiento sea superior al potencial en 2019–20.
- El Banco Central Europeo se mantendrá en espera durante el año.

Al igual que en otras grandes economías avanzadas, el crecimiento del PIB real de la eurozona se desacelerará en 2019. De la tasa de 1.9% que registró en 2018, prevemos una desaceleración leve, a 1.7%, debido a lo que parece ser una disminución bastante generalizada de la actividad industrial (gráfico 1), el impacto de la volatilidad de los mercados financieros y la persistente agitación social en Francia. Se espera que el sector de consumo se muestre resistente a la coyuntura mundial general, pues el crecimiento del empleo debería seguir siendo sólido y los indicadores más recientes sobre el sector minorista reflejan una actividad muy robusta.

Aun cuando está perdiendo vigor, el crecimiento debería ser levemente superior a nuestro estimado de la tasa potencial, de 1.5%. En este sentido, como la expansión estará por encima de su ritmo no inflacionario, es probable que las presiones inflacionarias se intensifiquen, aunque la caída del precio del petróleo debería hacer que disminuya la inflación general en 2019. Dejando de lado el precio del petróleo, la demanda excedentaria y el impacto de la depreciación del euro en el segundo semestre de 2018 alimentarán un poco la inflación en 2019. Sin embargo, pensamos que el euro se fortalecerá a medida que avance el año, debido a la debilidad estructural que padece el USD por el aumento del déficit fiscal y comercial de Estados Unidos. En resumen, según nuestras previsiones, la inflación del IAPC disminuirá a 1.6% en 2019 desde la tasa de 1.9% que tuvo en 2018. Si se excluye el precio de la energía, la inflación del IAPC subirá de 1.1% en 2018 a 1.3% en 2019.

Como estos indicadores de inflación siguen estando muy por debajo de 2%, creemos que el Banco Central Europeo (BCE) procederá de manera muy gradual a la hora de incrementar la tasa de política monetaria. El organismo puso oficialmente fin a las compras de activos de su programa de expansión cuantitativa que comenzó en 2015. Sin embargo, aunque no adquirirá más títulos, el BCE continuará reinvertiendo los fondos al vencimiento, con lo que mantendrá una cierta presión bajista sobre las tasas al menos hasta 2021. Por el momento, en este ciclo, el primer aumento de la tasa principal de refinanciamiento solo se espera a principios de 2020. En consecuencia, las tasas reales de política monetaria continuarán bastante adentradas en territorio negativo y muy holgadas durante el futuro cercano.

CONTACTOS

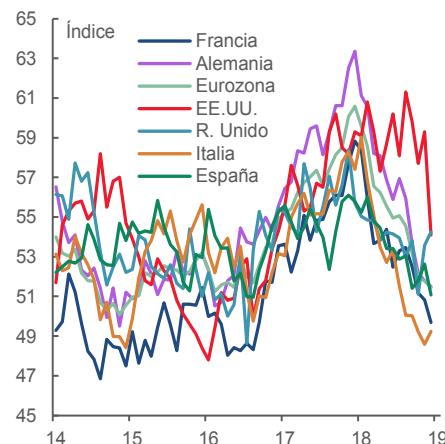
Jean-François Perrault, Vicepresidente Sénior y Economista en Jefe
416.866.4214
Scotiabank Economics
jean-francois.perrault@scotiabank.com

Eurozona	2017	2018e	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	2.4	1.9	1.7	1.7
IPC (% interanual, cierre)	1.4	1.9	1.6	1.7
Tasa del banco central (%, cierre)	0.00	0.00	0.00	0.50
Euro (EURUSD, cierre)	1.20	1.15	1.30	1.32

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

PMI del sector manufacturero



Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

China

- El crecimiento económico de China sigue perdiendo vigor debido a la disputa comercial con Estados Unidos, las medidas de desendeudamiento de las autoridades y los continuos cambios estructurales de la economía.
- La inflación está contenida, lo que permitirá que la política monetaria se vuelva más estimulante para el crecimiento.
- El programa económico del gobierno para 2019 promete un estímulo fiscal y avances en las reformas estructurales.

LA ECONOMÍA CHINA BAJO GRANDES FUERZAS DESACELERADORAS

La economía de China está bajo presión por la confluencia de tres factores clave: 1) el desarrollo económico y la transición estructural; 2) el conflicto comercial con Estados Unidos; y 3) las medidas de desendeudamiento de las autoridades. Analizamos en detalle cada uno de estos factores a continuación.

1) La economía china está evolucionando desde una actividad basada en la inversión y el sector industrial hacia una expansión impulsada por el consumo y el sector de servicios, lo que está desacelerando el crecimiento del producto. Es un fenómeno natural que experimenta cualquier economía que gradualmente se dirige hacia un nivel más avanzado de desarrollo económico. Esta transformación estructural a largo plazo se ha venido produciendo en la economía china desde hace ya varios años y continuará por muchos más.

2) La actual disputa comercial con Estados Unidos sigue siendo el principal riesgo para las perspectivas económicas del gigante asiático. Los datos de alta frecuencia dan cada vez más señales de debilidad en los sectores relacionados con el comercio. La confianza de las empresas manufactureras se ha deteriorado: los respectivos índices de gerentes de compras (PMI) han caído por debajo del umbral de 50, signo de contracción de la actividad (gráfico 1). El crecimiento de la producción industrial ha seguido menguando, los beneficios y ganancias de las industrias están disminuyendo, y la moderación de las ventas minoristas da a entender que la confianza del consumidor se ha visto también afectada por el conflicto comercial, pese al aumento rápido y continuo de los ingresos. En este contexto, pensamos que las autoridades chinas adoptarán políticas fiscales y monetarias más estimulantes para amortiguar el impacto de la disputa comercial en el crecimiento económico (este punto se analiza más a fondo en la página siguiente).

Consideramos que China (al igual que Estados Unidos) tiene incentivos económicos muy grandes para buscar una resolución pronta del conflicto. Por lo tanto, somos cautelosamente optimistas acerca de la tregua de 90 días que se acordó a principios de diciembre después de la reunión bilateral entre el presidente chino, Xi Jinping, y su homólogo estadounidense, Donald Trump. Los dos dirigentes aceptaron seguir dialogando para aliviar las tensiones comerciales. Como resultado, Estados Unidos no incrementó los aranceles para USD200,000 millones de productos importados de China de 10% a 25% como había amenazado hacerlo el mes de enero, mientras que China se comprometió a comprar más productos agrícolas, energéticos e industriales a Estados Unidos para contribuir a reducir el déficit comercial de este país con la nación asiática. En el periodo de negociaciones de 90 días, las conversaciones se centrarán en los cambios estructurales de China con respecto a la transferencia forzada de tecnología, la protección de la propiedad intelectual, las barreras no arancelarias, la ciberseguridad y la agricultura. Aunque la tregua es una buena noticia para la economía global, debemos reconocer que persisten las

CONTACTOS

Tuuli McCullly, Directora, Análisis Económico, Asia-Pacífico
65.6305.8313 (Singapur)
Scotiabank Economics
tuuli.mccully@scotiabank.com

China	2017	2018e	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	6.9	6.6	6.2	6.0
IPC (% interanual, cierre)	1.8	1.9	2.4	2.3
Tasa del banco central (%, cierre)	4.35	4.35	4.35	4.35
Yuan chino (USDCNY, cierre)	6.51	6.88	6.70	6.50

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

Confianza de empresas en sector manufacturero y servicios

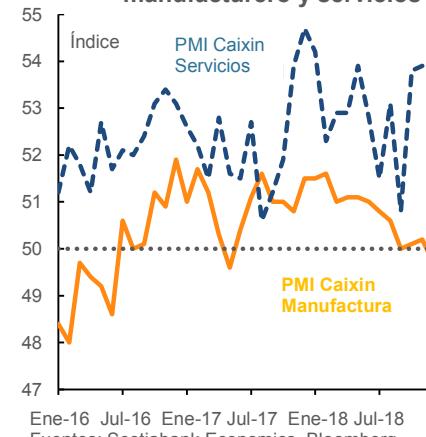
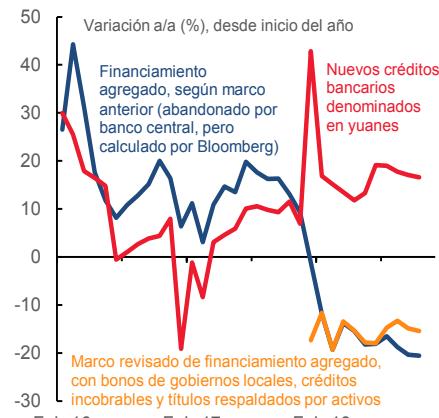


Gráfico 2

Crecimiento del crédito



divisiones profundas entre los dos países. Sin embargo, ambos gobiernos han reiterado su voluntad de llegar a un acuerdo mutuamente favorable y constructivo antes del plazo de principios de marzo, con el objetivo de evitar que la disputa comercial se intensifique aún más. De cualquier forma, los riesgos siguen siendo altos y las tensiones (incluso aunque se evite la escalada) dominarán posiblemente el panorama en el futuro inmediato.

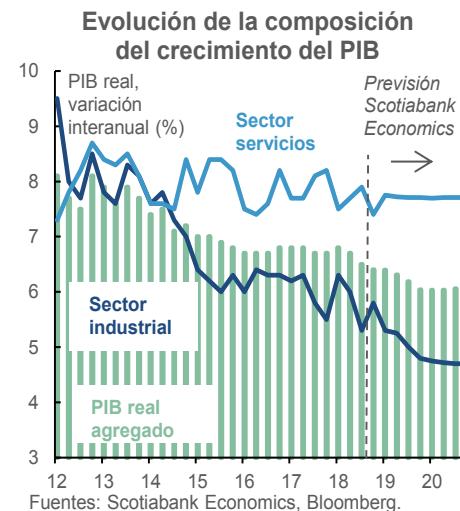
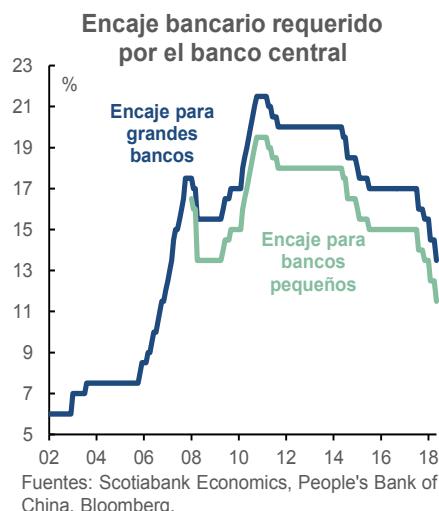
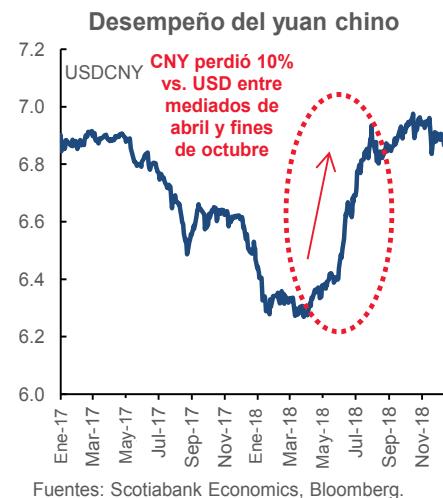
3) Las autoridades chinas continúan redoblando esfuerzos para reducir la inmensa carga de la deuda del país. Las actuales medidas de desendeudamiento, dirigidas al sector bancario paralelo, buscan limitar los desequilibrios y riesgos financieros que se han acumulado en la economía durante los años de expansión rápida del crédito, poca transparencia y una valoración deficiente del riesgo. Pese a los vientos contrarios que embisten la economía, las autoridades parecen decididas (al menos por ahora) a continuar restringiendo las actividades de la banca paralela, aunque creemos que las iniciativas de desendeudamiento se relajará un poco en 2019. Los indicadores de financiamiento agregado de China disminuyeron en 15%–20% de un año a otro en los primeros 11 meses de 2018 (gráfico 2). Mientras tanto, el crédito bancario más tradicional sigue registrando un crecimiento robusto: 17% interanual en el periodo de enero a noviembre. Cabe esperar que las autoridades monetarias incentiven a los bancos a acelerar sus créditos en los próximos meses para respaldar la economía.

La evolución reciente de la economía china coincide con lo que esperábamos. Por lo tanto, no hemos modificado nuestros pronósticos de crecimiento desde la publicación de la última edición del informe *Panorama Global*. Según nuestros estimados, el producto de China creció en 6.6% en 2018. La expansión ha de desacelerarse durante 2019 y llegar a una tasa interanual de 6% para fines de año, con un promedio de crecimiento de 6.2% para el año completo (gráfico 3). Para 2020, prevemos un crecimiento interanual promedio de 6%. Creemos que el gobierno implementará diversas medidas para evitar que la expansión caiga por debajo del umbral de 6%, puesto que una desaceleración más significativa comprometería el logro de los objetivos de ingreso per cápita que ha establecido para finales de la década.

INFLACIÓN CONTENIDA Y ESTÍMULO MONETARIO FOCALIZADO

Las presiones inflacionarias están todavía contenidas en China. La inflación general debería situarse en poco menos de 2.5% interanual en los dos próximos años. Las bajas presiones sobre los precios permitirán que la política monetaria se torne más expansiva para estimular a una economía que está bajando la marcha. De hecho, el cambio de sesgo de la política se confirma con el retiro reciente de la palabra “neutral” de las declaraciones oficiales que describen la postura monetaria del Banco Popular de China. Según el banco central, su política monetaria “prudente” en 2019 será más prospectiva, flexible y focalizada, sin ser “ni muy suave ni muy dura”.

El Banco Popular de China usará diversas herramientas (como operaciones en mercado abierto, requerimientos de encaje bancario y facilidades de crédito permanente y a mediano plazo) para brindar suficiente liquidez al sistema financiero y garantizar así que los sectores con perspectivas favorables de crecimiento sigan teniendo acceso al financiamiento. El 4 de enero, el organismo anunció que el encaje legal de la banca se recortará en 100 puntos base durante el primer mes del año, con lo que se situará en 13.5% para los grandes bancos y en 11.5% para los bancos más pequeños (gráfico 4). El recorte anterior se produjo en octubre de 2018. El banco central estima que esta nueva medida contribuirá a inyectar unos USD116,000 millones de liquidez adicional en el sistema bancario chino. A principios de enero, se relajaron también los criterios de evaluación de los requerimientos más bajos, con miras a mejorar los créditos para las pequeñas empresas y microempresas. Consideramos que el encaje bancario actual sigue siendo relativamente elevado, lo que significa que las autoridades monetarias tienen capacidad para suavizar aún más la política monetaria, si lo necesitan. Mientras tanto, no prevemos que el banco central disminuya próximamente las tasas de referencia para depósitos a un año y para créditos, que se han mantenido intactas en 1.50% y 4.35% respectivamente.

Gráfico 3

Gráfico 4

Gráfico 5


desde octubre de 2015, porque el hecho de recortar las tasas de política monetaria de China en el momento en que las tasas estadounidenses están subiendo acentuaría el riesgo de inestabilidad financiera.

Por otro lado, el Banco Popular de China ha de permitir que el yuan (CNY) se mantenga relativamente estable durante este año. Es muy poco probable que las autoridades dejen que la moneda se debilite considerablemente después de la gran depreciación que sufrió el año pasado frente al dólar estadounidense (gráfico 5), pues cualquier debilidad adicional tendría consecuencias desestabilizadoras para el sistema financiero chino. Como el cruce USDCNY estará muy sensible a la situación política en los próximos meses, esperamos que el banco central defienda energéticamente al CNY si se acerca a la marca de USDCNY 7.0.

POLÍTICA FISCAL EXPANSIVA Y AVANCE DE LAS REFORMAS ESTRUCTURALES

Al concluir la Conferencia Central de Trabajo Económico de 2018 a fines de diciembre, el gobierno chino dio a conocer su plan económico para 2019. La administración se enfocará en ajustes anticíclicos que promuevan la estabilidad económica y un desarrollo de alta calidad. La postura fiscal del país será más audaz, con recortes de impuestos a gran escala y diversas reducciones de precios y tarifas que fomentarán el gasto tanto de las empresas como de los consumidores. Además, se anunció un aumento "sustancial" de la emisión de bonos de los gobiernos locales con fines especiales, por medio de los cuales el gobierno prevé invertir en infraestructura, desarrollo local, programas de manufactura de alta calidad y el desarrollo del sector de servicios. En el marco de esta política fiscal más expansiva que contempla un mayor gasto en infraestructura, el crecimiento de la inversión en activos fijos debería estabilizarse, después de haber estado en una senda notoriamente bajista en los últimos años. De hecho, la inversión fija pública ya ha venido dando señales de un leve repunte en los últimos meses, como reacción a los vientos contrarios que amenazan la economía.

En el terreno de las reformas estructurales, China continuará su trabajo de optimización de las empresas "zombi" ineficaces, profundizará las reformas en los mercados de capitales e implementará medidas para promover un mercado inmobiliario sano. Cabe destacar que el programa económico del gobierno incluye también ciertos elementos que responden a las exigencias de Estados Unidos, como medidas para impulsar la apertura de los mercados chinos a las empresas extranjeras y una reforma del régimen chino de derechos de propiedad intelectual. Como ya hemos señalado anteriormente, es probable que China haga este tipo de concesiones a Estados Unidos con el objetivo de atenuar el conflicto comercial, puesto que estas reformas son indispensables (independientemente de las presiones estadounidenses) para que el gigante asiático logre avanzar con éxito en sus estrategias de desarrollo industrial y económico.

Gráfico 6



Japón

- Se mantendrá la política monetaria holgada, pues el alza del impuesto al consumo en 2019 desestabilizará el crecimiento del producto y la inflación.

EL CRECIMIENTO ECONÓMICO DE JAPÓN TENDRÁ SOBRESALTOS PASAJEROS

Las perspectivas de crecimiento económico de Japón siguen estando respaldadas por las políticas fiscales y monetarias expansivas. En este entorno estimulante, creemos que los balances y beneficios sólidos de las empresas impulsarán la inversión fija, aun cuando la confianza de las empresas se debilitará un poco (gráfico 1) por el conflicto comercial entre Estados Unidos y China. Mientras tanto, el mercado laboral apretado debería fortalecer el crecimiento de los ingresos y las perspectivas de gasto de los hogares. Si bien esperamos que las exportaciones netas contribuyan a la expansión económica en los próximos trimestres, el sector externo sigue expuesto a las actuales tensiones comerciales, porque China y Estados Unidos son los dos principales mercados de exportación de Japón.

Se espera que la economía japonesa recobre impulso después de disminuir la velocidad en el tercer trimestre de 2018. El crecimiento del PIB real se estancó en una tasa interanual de 0.1% (-0.6% en términos trimestrales no anualizados) en el tercer trimestre, después del desempeño razonablemente sólido del primer semestre de 2018, cuando el producto exhibió una expansión interanual de 1.3%. El resultado débil del tercer trimestre se explica por varios desastres naturales, como las inundaciones y los tifones del oeste del país y el terremoto en Hokkaido que provocó el cierre de un aeropuerto y perturbó la actividad industrial y las cadenas de suministro. Según nuestros estimados, el crecimiento del PIB real rebotó en el último trimestre de 2018, con lo que la expansión del producto debería situarse en 0.8% para el año completo.

La economía debería avanzar relativamente bien en el primer semestre de 2019. Es probable que el crecimiento se acelere notablemente en el tercer trimestre, cuando los consumidores y empresas adelantaran sus compras en anticipación al incremento del impuesto al consumo (de 8% a 10%), que entrará en vigor en octubre de 2019. Cabe esperar que el alza del impuesto provoque una contracción temporal del producto (en términos intertrimestrales) en el último trimestre de 2018, pero que luego la economía regrese a su trayectoria de crecimiento potencial, de 1.0% interanual. En 2019-20, el crecimiento del PIB real debería ubicarse en un promedio interanual de 0.9%.

SE MANTENDRÁ LA POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA HASTA 2020

Japón no se unirá a los otros grandes bancos centrales en su proceso de normalización monetaria, porque la inflación del país sigue estando tenue. De hecho, cabe esperar que la inflación se mantenga por debajo de la meta de 2% (interanual) hasta 2020. A corto plazo, la inflación general será levemente inferior a 1% hasta que el alza del impuesto al consumo la haga remontar temporalmente en los últimos meses de 2019 (gráfico 2). El IPC sin alimentos frescos, el indicador inflacionario que prefiere el Banco de Japón, se mantendrá igualmente bajo.

Después de su reunión del 20 de diciembre, el Banco de Japón dejó la tasa de referencia a corto plazo en -0.1%, sin introducir tampoco cambios en su programa de adquisición de activos. El organismo seguirá ajustando el volumen de sus compras de bonos dependiendo de la evolución del mercado, con miras a mantener el rendimiento de los bonos a 10 años en un nivel cercano a 0%. Puesto que el próximo aumento del impuesto al consumo podría tener un impacto negativo en la trayectoria de crecimiento económico del país, creemos que el Banco de Japón conservará su postura de relajamiento monetario hasta 2020, dentro de su enfoque de “expansión monetaria cuantitativa y cualitativa con control de la curva de rendimientos”.

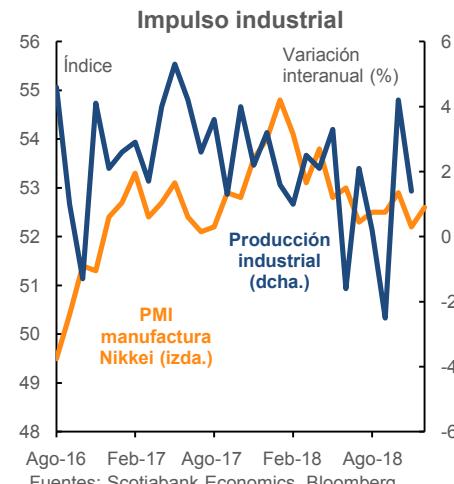
CONTACTOS

Tuuli McCullly, Directora, Análisis Económico,
 Asia-Pacífico
 65.6305.8313 (Singapur)
 Scotiabank Economics
 tuuli.mccully@scotiabank.com

Japón	2017	2018e	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	1.9	0.8	1.1	0.8
IPC (% interanual, cierre)	1.0	0.8	2.3	1.0
Tasa del banco central (%, cierre)	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Yen japonés (USDJPY, cierre)	113	110	108	105

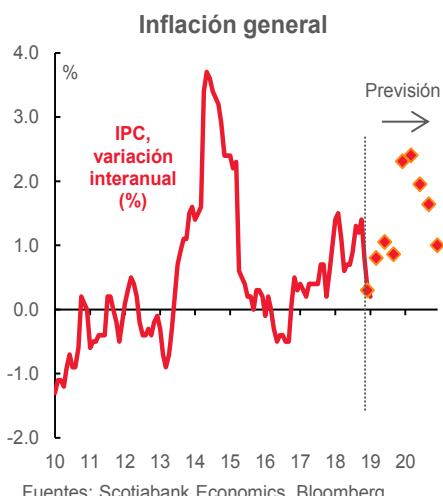
Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1



Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

Gráfico 2



Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

India

- El crecimiento económico de la India sigue estando impulsado por la demanda interna.
- El cambio en la dirigencia del banco central genera temores sobre su independencia.
- La incertidumbre de las políticas y el clima de inestabilidad política debilitarán la confianza de los inversionistas.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

La economía de la India sigue creciendo a un paso razonablemente sólido, a pesar de los temores sobre la desaceleración de la economía global. Los datos de alta frecuencia indican que la confianza de las empresas es robusta en las industrias de manufactura y servicios (gráfico 1), lo que significa que las perspectivas para un crecimiento continuo de la inversión son todavía buenas. Mientras tanto, el gasto de los hogares se verá favorecido por el aumento del ingreso disponible, que a su vez es resultado del alza de los salarios y de la reducción del precio de la energía. Además, el gasto público (especialmente en infraestructuras y la economía rural) sigue respaldando el crecimiento económico, mientras que las condiciones monetarias se tornarán más propicias para el crecimiento en comparación con lo que habíamos previsto anteriormente. La economía de la India está muy orientada a la actividad interna. Las exportaciones de bienes y servicios equivalen solo a un 19% del PIB, lo que contribuirá a aislar al país de cualquier impacto negativo proveniente de la incertidumbre comercial global.

El PIB real tuvo un crecimiento interanual de 7.1% en el tercer trimestre, tasa inferior al 8.2% que se registró en el periodo de abril a junio (gráfico 2). Aun así, la India seguirá siendo uno de los líderes de crecimiento entre las principales economías del mundo en el futuro cercano. Según nuestros estimados, el producto creció en 7.5% en todo 2018. Este mismo impulso debería mantenerse en 2019–20, con un crecimiento interanual promedio del PIB real de 7.4%.

INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

El panorama inflacionario de la India se presenta bastante complicado, porque la inflación general está baja, pero la inflación subyacente sigue siendo alta (gráfico 3). La disminución del precio de los alimentos hizo que la tasa de inflación general bajara a un 2% interanual, en comparación con el 5% de principios de 2018. Sin embargo, mientras tanto, la inflación subyacente se mantiene en una tasa interanual de casi 6%. Hemos aumentado levemente nuestras previsiones sobre la inflación para 2019 y 2020, pues suponemos que el Banco de Reserva de la India (RBI) adoptará una postura más flexible con respecto al control de la inflación y que el gobierno acelerará el gasto público antes de las elecciones generales de 2019. Además, aunque el declive de los precios del petróleo tendrá una influencia bajista en la inflación general a corto plazo, prevemos que el petróleo repunte durante el año y que el crudo Brent llegue a un promedio de casi USD70 por barril en 2019. Así pues, la inflación de la India debería acelerarse en el segundo semestre de 2019 y cerrar el año en una tasa interanual de 5.6%. Si bien se espera que la tasa de inflación general permanezca dentro del rango meta de 4% ±2% hasta 2020, lo más probable es que se mantenga más cerca de la banda superior.

Las perspectivas para la política monetaria están cambiando, tras la renuncia del gobernador del RBI, Urjit Patel, el pasado 10 de diciembre de 2018. Su partida es probablemente un reflejo de la relación tumultuosa que han tenido el RBI y el gobierno, especialmente después de los desacuerdos recientes sobre las condiciones monetarias deseables. El gobierno parece preferir una postura estimulante, mientras que el banco

CONTACTOS

Tuuli McCullly, Directora, Análisis Económico,
 Asia-Pacífico
 65.6305.8313 (Singapur)
 Scotiabank Economics
tuuli.mccully@scotiabank.com

India	2017	2018e	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	6.3	7.5	7.3	7.5
IPC (% interanual, cierre)	5.2	2.5	5.6	5.0
Tasa del banco central (%, cierre)	6.00	6.50	6.75	6.75
Rupia india (USDINR, cierre)	63.9	69.8	68.0	66.0

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1

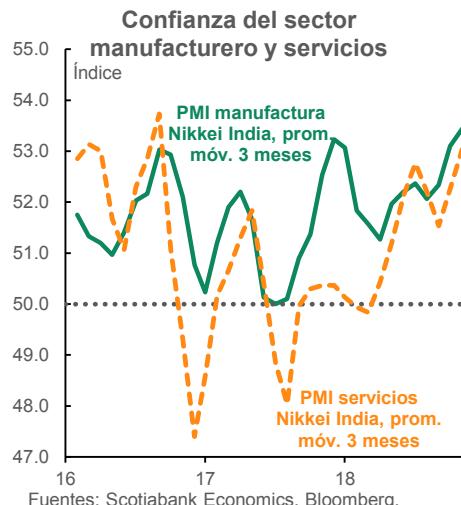
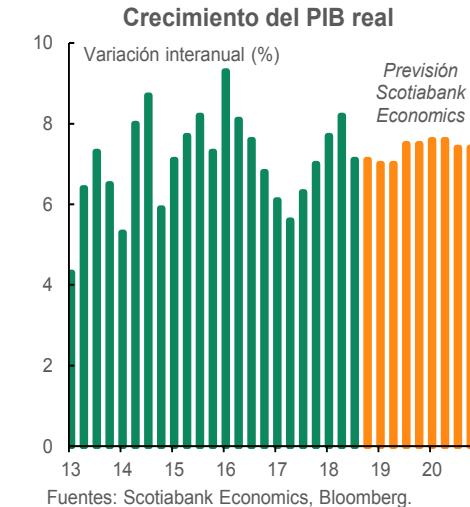


Gráfico 2



central se ha dedicado a controlar la inflación, como establece su mandato. El 12 de diciembre, Shaktikanta Das fue designado nuevo gobernador del RBI. Das fue anteriormente ministro de Finanzas y tiene lazos cercanos con el primer ministro Narendra Modi, lo que ha aumentado los temores sobre la posibilidad de que se erosionen la independencia del banco central. Recordemos que el marco de control de la inflación, la autonomía para ajustar las condiciones monetarias y la credibilidad de las políticas han sido elementos fundamentales para restaurar la confianza de los inversionistas en los activos de la India estos últimos años. Ahora que se acercan las elecciones generales de 2019, el gobierno podría poner al RBI bajo presión para que estimule la economía. Nos mantendremos muy atentos al sesgo político del gobernador Das en los próximos meses, pero resaltamos que ha aumentado el riesgo de que la India regrese a una época de alta inflación.

Ante esta evolución de la situación, modificamos también nuestro pronóstico sobre las tasas de interés de referencia del RBI. Esperamos ahora solo un incremento de 25 puntos base en nuestro horizonte de previsión: la tasa repo ha de subir a 6.75% en el último trimestre de 2019 (gráfico 3), puesto que estimamos que la inflación de la India se disparará en los últimos meses del año. Después de la reunión del 5 de diciembre, la tasa repo y la tasa repo inversa se mantuvieron en 6.50% y 6.25%, respectivamente, mientras que la postura monetaria de "endurecimiento gradual" quedó también intacta. Durante el mandato del gobernador Patel, el RBI subió las tasas de referencia en un total de 50 puntos base, en las reuniones de junio y agosto.

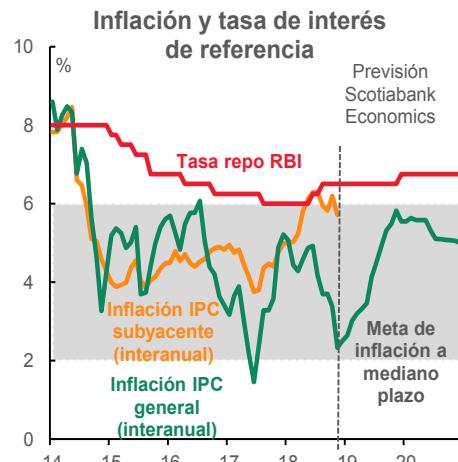
Cabe esperar que las condiciones monetarias de la India sean relativamente estimulantes en 2019–20. Las autoridades están tomando medidas para mantener un nivel adecuado de liquidez en los mercados de capitales del país. De hecho, el RBI ha estado inyectando más liquidez con compras de un mayor volumen de deuda pública por medio de operaciones en mercado abierto, con lo que han bajado los rendimientos de los bonos. El banco central sigue trabajando también en el saneamiento del balance de las instituciones financieras (entre otras cosas, con el programa recién anunciado de reestructuración de las cuentas de pequeñas, medianas y micro empresas en dificultades), lo que estimulará el flujo del crédito en la economía. Al mismo tiempo, el RBI se mantiene muy atento a las empresas financieras no bancarias y las entidades de crédito hipotecario que han sufrido una crisis de liquidez en los últimos meses, y seguirá interviniendo cuando sea necesario, actuando como prestamista de último recurso.

DEBILIDADES FUNDAMENTALES EN UN CLIMA DE ALTA INCERTIDUMBRE

La incertidumbre en torno a las políticas y el clima de inestabilidad política seguirán dominando el panorama de la India en los meses previos a las elecciones generales de mayo. En vista del revés que sufrió en varias votaciones estatales a finales del año pasado, es probable que el partido de gobierno Bharatiya Janata, al que pertenece el primer ministro Modi y que lleva en el poder desde las elecciones de 2014, impulse el gasto fiscal para mejorar su popularidad. Consideramos, en efecto, que la meta de déficit fiscal del gobierno central, de 3.3% del PIB para el ejercicio fiscal actual (abril-marzo), podría verse amenazada por el desvío fiscal previsto. El déficit fiscal sigue siendo mucho más elevado a nivel del gobierno general, y se situará posiblemente en un promedio de 6.5% del PIB en 2019–20 (gráfico 4). Por consiguiente, las deficientes finanzas públicas continuarán siendo la gran debilidad fundamental de la India, lo que limitará la capacidad del gobierno para atenuar el impacto de cualquier shock negativo.

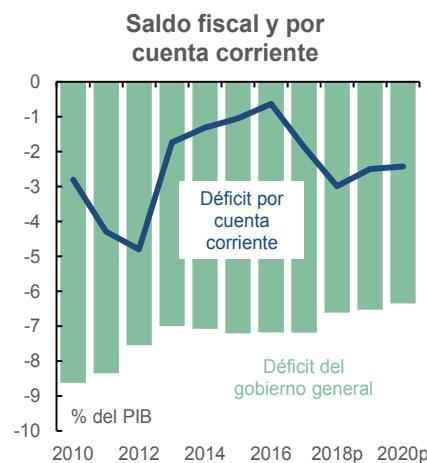
Además de las incertidumbres políticas y la vulnerabilidad fiscal, el déficit por cuenta corriente seguirá siendo uno de los grandes motivos de preocupación. La moderación del precio internacional del petróleo es una buena noticia, porque disminuye el costo de las importaciones del país y el déficit comercial, pero el actual nivel bajo de los precios será temporal, de modo que el déficit por cuenta corriente de la India debería continuar oscilando en torno a un 2.5% del PIB en 2019. Como los flujos netos de inversión extranjera directa no son suficientes para cubrir la brecha, el país seguirá dependiendo de la entrada de capitales más volátiles y de la deuda externa para sus necesidades de financiamiento del déficit. Por lo tanto, la rupia india se mostrará nuevamente muy sensible a cualquier cambio del apetito por el riesgo de los inversionistas a nivel mundial.

Gráfico 3



Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

Gráfico 4



Fuentes: Scotiabank Economics, FMI.

Corea del Sur

- El crecimiento económico seguirá siendo moderado en medio de la alta incertidumbre.
- La política fiscal y monetaria continuará siendo favorable para el crecimiento.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Se espera que la economía surcoreana siga avanzando a un paso razonable, pero no espectacular. Solo hemos rebajado un poco los pronósticos de crecimiento para el país en este trimestre. Según nuestros estimados, el PIB real tuvo un crecimiento interanual promedio de 2.7% en 2018, y la expansión debería mantenerse a un ritmo similar (que coincide con el potencial de la economía) hasta 2020 (gráfico 1). La economía sigue estando impulsada por el consumo público y privado y las exportaciones netas. La inversión fija ha dado recientemente señales de debilidad, tendencia a la que conviene mantenerse atentos.

La economía de Corea del Sur está muy orientada a la actividad externa, pues exporta un volumen considerable de bienes intermedios (más del 60% de las exportaciones totales). Como resultado, se ve afectada por la desaceleración del crecimiento económico de China, las actuales tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y las repercusiones del conflicto comercial en las cadenas de suministro. Por ejemplo, las exportaciones a China (principal destino de las exportaciones surcoreanas) han bajado con respecto al año anterior, especialmente en el rubro importante de semiconductores. Además del aumento de la incertidumbre por el comercio, las preocupaciones sobre la seguridad laboral están haciendo mella en la confianza de los consumidores. El empleo ha tenido un crecimiento anémico debido a los incrementos del salario mínimo (de 16% en 2018 y 11% en 2019), que ponen en dificultades a las pequeñas empresas. Sin embargo, la política fiscal expansiva del gobierno y la disposición del Banco de Corea a mantener el relajamiento monetario seguirán brindando el respaldo necesario a la demanda interna en los próximos trimestres.

INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

Cabe esperar que las presiones inflacionarias estén contenidas en el futuro cercano. No obstante, es probable que la inflación general remonte un poco a corto plazo (gráfico 2) y regrese a la meta de 2% interanual del Banco de Corea hacia mediados de 2019, después de haber caído temporalmente a 1.3% en diciembre por la disminución del precio de la energía y el aumento más lento del precio de los alimentos. Como no habrá grandes presiones inflacionarias generadas por la demanda de aquí a 2020, el banco central podrá mantener su política monetaria relativamente holgada durante el horizonte de previsión.

El Banco de Corea subió la tasa de interés de referencia en 25 puntos base, a 1.75%, tras su reunión de finales de noviembre, en lo que se convirtió en el primer aumento desde noviembre de 2017. A pesar de esta medida hacia un endurecimiento monetario, el gobernador Lee Ju-yeol destacó que la tasa de referencia sigue siendo inferior a su nivel neutral. Para justificar la decisión, el banco central explicó que su prioridad es preservar la estabilidad financiera frente al crecimiento continuamente rápido del crédito entre los hogares, la intensificación de la aversión al riesgo a nivel mundial, el riesgo de salida de capitales y el endurecimiento de las condiciones monetarias en Estados Unidos y otras economías. En vista de este énfasis continuo en la estabilidad financiera y nuestras previsiones sobre un incremento gradual de la inflación, pronosticamos otro aumento de 25 puntos base de las tasas en el cuarto trimestre de 2019, que debería ser el último en el ciclo actual de endurecimiento monetario del Banco de Corea.

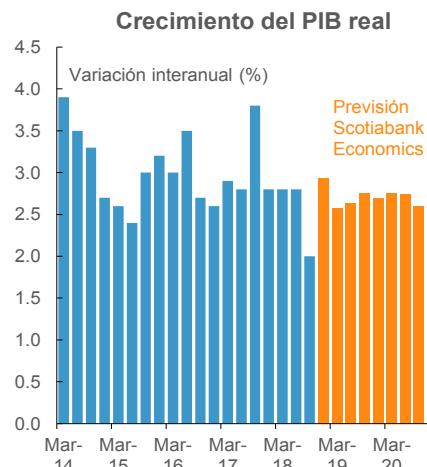
CONTACTOS

Tuuli McCullly, Directora, Análisis Económico,
Asia-Pacífico
65.6305.8313 (Singapur)
Scotiabank Economics
tuuli.mccully@scotiabank.com

Corea del Sur	2017	2018e	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	3.1	2.7	2.7	2.6
IPC (% interanual, cierre)	1.4	1.3	2.4	2.2
Tasa del banco central (%, cierre)	1.50	1.75	2.00	2.00
Won surcoreano (USDKRW, cierre)	1,067	1,116	1,085	1,070

Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 1



Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

Gráfico 2



Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

Australia

- El crecimiento económico se está desacelerando, pero Australia debería superar a las otras grandes economías avanzadas en términos de expansión.
- El mercado laboral sólido y las bajas tasas de interés limitan la corrección en el mercado de la vivienda.

CRECIMIENTO FUERTE ENTRE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

El crecimiento del producto de Australia superará posiblemente el impulso de las otras grandes economías avanzadas hasta 2020, a pesar de los temores sobre la economía china y el mercado australiano de la vivienda. Según nuestras previsiones, el crecimiento del PIB real de Australia se ubicará en un promedio interanual de 2.6% en 2019–20, tasa similar al potencial de la economía, tras el avance estimado de 3% de 2018. La expansión del producto se desaceleró a una tasa intertrimestral de 0.3% (2.8% interanual) en el tercer trimestre de 2018, después de haberse mantenido en un promedio intertrimestral de 0.6% (3.1% interanual) entre enero y junio. La actividad económica está siendo impulsada por el gasto público y las exportaciones netas, mientras que la inversión fija sigue dando señales de un repunte prudente. Por su parte, el crecimiento del gasto de los hogares parece estar suavizándose. Aunque el consumo será un motor clave del crecimiento, las perspectivas se han moderado debido al nivel elevado de deuda de los hogares y el impacto negativo que podría tener la reducción del precio de la vivienda en el efecto riqueza. Sin embargo, la solidez del mercado laboral y de la confianza del consumidor deberían servir un poco de contrapeso.

EL MERCADO LABORAL SÓLIDO ATENÚA LAS PREOCUPACIONES SOBRE EL MERCADO DE LA VIVIENDA

El mercado laboral de Australia sigue estando robusto (gráfico 1). El año pasado, se crearon en promedio unos 24,000 puestos de trabajo por mes, de los cuales dos tercios fueron a tiempo completo. Las encuestas sobre las intenciones de contratación indican que el empleo seguirá creciendo. El desempleo se encuentra en 5%, lo que coincide con el nivel que el Banco de Reserva de Australia (RBA) estima como tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU). Esto da a entender que la capacidad ociosa del mercado laboral ha prácticamente desaparecido, situación que debería impulsar el ingreso de los hogares en los próximos trimestres. Los salarios aumentaron en 2.3% de un año a otro en el tercer trimestre, es decir, a un ritmo superior a la tasa de inflación, de 1.9%. Sin embargo, las perspectivas sobre el gasto de los hogares han disminuido un poco, con lo que la inflación impulsada por la demanda se mantendrá bajo control. Aunque prevemos un repunte leve de los precios y salarios, la inflación general debería permanecer dentro del rango meta de 2-3% hasta 2020. Por lo tanto, el RBA no tendrá motivos para apresurarse a endurecer la política monetaria; de hecho, no esperamos ningún aumento de las tasas hasta el segundo semestre de 2019.

El precio de las propiedades residenciales de Australia está disminuyendo tras varios años de crecimiento fuerte. En el tercer trimestre, a nivel nacional, los precios estaban un 3% más bajos que el máximo de finales de 2017 (gráfico 2), pero hay grandes variaciones entre las regiones, siendo Sydney y Melbourne las ciudades donde la caída ha sido más pronunciada. El enfriamiento del mercado se debe principalmente a los criterios más estrictos que las autoridades establecieron para los créditos a inversionistas, créditos hipotecarios de "solo pago de intereses" e hipotecas con un alto índice de préstamo a valor (LTV), con el objetivo de limitar el aumento de los tipos de créditos hipotecarios más riesgosos. Puesto que el mercado laboral está en una posición saludable, las tasas de interés son bajas, la calidad de los créditos es robusta y el crecimiento de los créditos para dueños ocupantes de las propiedades sigue siendo sólido, no consideramos que la moderación del mercado de la vivienda entrañe un gran riesgo para la economía. Solo si la economía sufriera una sacudida que debilitara considerablemente la capacidad de servicio de la deuda de los hogares (por ejemplo, si el desempleo aumenta), nos preocuparíamos más por las perspectivas. Después de todo, el mismo RBA señaló en su última revisión de estabilidad financiera que la desaceleración del mercado de la vivienda era "una tendencia positiva para la estabilidad financiera", ya que el endurecimiento de los criterios de concesión de créditos ha mejorado la calidad del balance de los hogares.

CONTACTOS

Tuuli McCullly, Directora, Análisis Económico, Asia-Pacífico
 65.6305.8313 (Singapur)
 Scotiabank Economics
 tuuli.mccully@scotiabank.com

Australia	2017	2018e	2019p	2020p
PIB real (variación % anual)	2.4	3.0	2.7	2.5
IPC (% interanual, cierre)	1.9	2.0	2.3	2.6
Tasa del banco central (%, cierre)	1.50	1.50	1.75	2.00
Dólar australiano (AUDUSD, cierre)	0.78	0.70	0.78	0.78

Fuente: Scotiabank Economics.

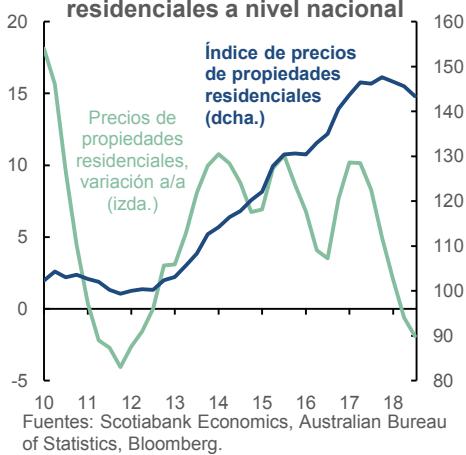
Gráfico 1

Evolución del mercado laboral



Gráfico 2

Precios de propiedades residenciales a nivel nacional



Materias primas

LOS PRECIOS SUBIRÁN EN 2019 DESPUÉS DEL REPLIEGUE VOLÁTIL DE 2018

- Se espera que el precio de las materias primas industriales suba de manera generalizada en los dos próximos años, aunque las perspectivas un tanto más débiles para la economía global disminuyen el ritmo en comparación con lo previsto en nuestro último informe (gráfico 1).
- Estamos incorporando en nuestros pronósticos la desaceleración leve del crecimiento económico global, pero no creemos que los peores temores del mercado sobre el comercio se hagan realidad. Las materias primas deberían verse ampliamente impulsadas una vez que esos temores se vayan desvaneciendo en los próximos meses.
- El petróleo está pasando actualmente por una mala racha de sentimiento bajista. Sin embargo, el WTI debería remontar hasta el extremo superior del rango de \$50-\$60 en 2019 y acercarse gradualmente a los \$65/bbl en los próximos años.
- El desplome del precio del petróleo en octubre reflejó el reajuste de los supuestos sobre la producción iraní, luego de que Washington cambiara repentinamente de un tono duro a un tono más blando con respecto a la severidad de la aplicación de las sanciones nucleares.
- Seguimos pensando que el precio de los metales industriales subirá, aunque los temores actuales sobre el comercio han postergado este aumento por un año más o menos para la mayoría de los metales. Cabe esperar que el oro se mantenga estable, atrapado entre el alza de las tasas de interés y el debilitamiento del dólar estadounidense.

Los últimos meses han sido toda una montaña rusa. Los mercados experimentaron una fuerte volatilidad en diciembre, y los bruscos movimientos diarios del valor de las acciones han seguido marcando las operaciones en las primeras semanas del nuevo año. La relación entre los activos de riesgo se ha estrechado, con lo que el discurso macro general del mercado está influyendo ahora mucho más en los precios de las materias primas que los factores específicos relacionados con la oferta y la demanda. Este comportamiento gregario debería desaparecer con el tiempo y, de hecho, creemos que los factores fundamentales volverán a entrar en juego durante el año, a medida que los movimientos de inventario den razones más que suficientes para una diferenciación entre las materias primas. La desaceleración del crecimiento económico global será un pequeño obstáculo para las materias primas, pero pensamos que los peores temores del mercado sobre la guerra comercial entre Estados Unidos y China al final no se materializarán. Se prevé que prácticamente todas las materias primas industriales suban desde el nivel deprimido reciente (el crudo WTI de \$45/bbl a principios de enero a un promedio de \$58/bbl en 2019; el cobre desde menos de \$2.55/lb a \$3.00/lb, etc.), a medida que el pesimismo comercial va pasando, el posicionamiento especulativo se normaliza y las realidades físicas, como la caída de los niveles de inventario, pongan de nuevo sobre la mesa la necesidad de un alza de los precios.

NO ES TAN MALO DISMINUIR LA VELOCIDAD CUANDO SE ESTABA AVANZANDO DEMASIADO RÁPIDO

No nos equivocemos: la economía global realmente se está desacelerando, después de un periodo increíblemente robusto y sincronizado de ímpetu global en 2017-18 (gráfico 2). Economías como Estados Unidos y Canadá han estado creciendo con tanta rapidez en comparación con su potencial teórico que los bancos centrales, temiendo que las presiones inflacionarias se acumularan, comenzaron a incrementar las tasas de interés. China está

CONTACTOS

Rory Johnston, Economista – Materias Primas

416.862.3908

Scotiabank Economics

rory.johnston@scotiabank.com

Gráfico 1

El petróleo se mantendrá a la cabeza de las materias primas industriales, mientras los metales base brillarán después de 2020

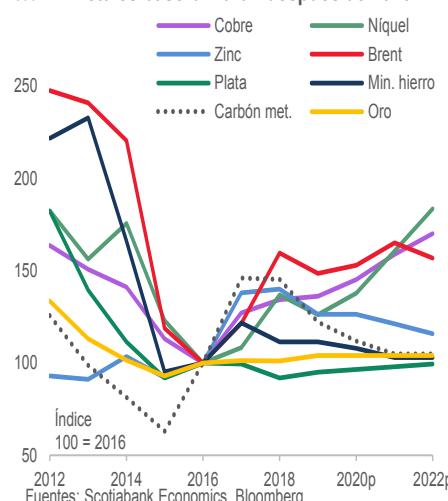
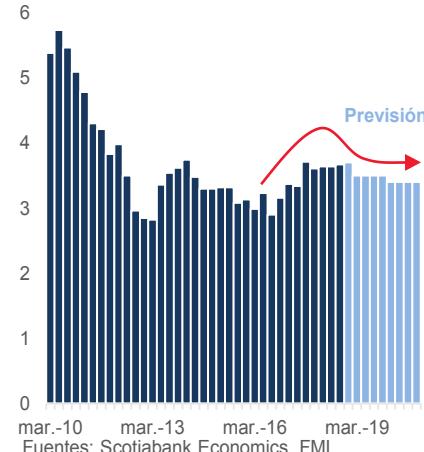


Gráfico 2

Expansión del PIB global disminuirá después del auge de 2017-18

7 PIB real global, variación interanual (%)



registrando también una desaceleración orgánica, especialmente en las industrias pesadas como la construcción, a medida que el gobierno se reorienta desde una expansión basada en estímulos hacia un desendeudamiento prudente y gradual. Ni siquiera la guerra comercial con Washington ha desviado a Pekín de sus prioridades de desendeudamiento, pese a la caída notable de los sectores orientados a la exportación como la manufactura. China ha emprendido un camino de estímulo monetario suave y gastos específicos en infraestructura (ejemplo, la asignación reciente de \$125,000 millones para el proyecto ferroviario), pero no esperamos ver un esfuerzo fiscal generalizado como el que respaldó la economía global, y especialmente el sector de materias primas industriales, en 2008-09 y 2015-16. **La política económica estimulante de China estará posiblemente más orientada a impulsar el consumo que la expansión industrial, lo que significa que habrá un gasto menos intensivo en materiales, con un volumen más pequeño de capital desplegado.**

Este compromiso de Pekín con su mandato de desendeudamiento y la ausencia de un estímulo intensivo en materiales, junto con la atenuación gradual del crecimiento económico en el resto del mundo, nos lleva a disminuir levemente las proyecciones sobre la demanda y, por lo tanto, sobre los precios para la mayoría de las materias primas industriales. Sin embargo, la dirección del reequilibrio sigue siendo la misma, es decir, se espera que los metales y las materias primas energéticas entren en una senda alcista gradual de aquí a finales de la década.

ENERGÍA: EL PETRÓLEO, SACUDIDO POR LA VOLATILIDAD POLÍTICA, SUBIRÁ EN 2019

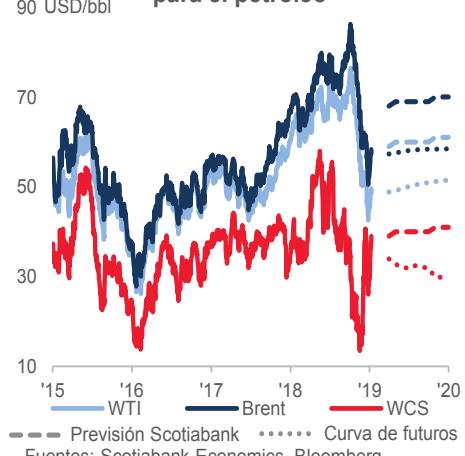
El año pasado, el mercado petrolero estuvo convulsionado entre la tendencia alcista extrema que elevó los precios del crudo Brent a más de \$86/bbl y la posterior racha pesimista que hundió los precios en más de 40%, a \$50/bbl la víspera de Navidad. A pesar de esta volatilidad, nuestro análisis estructural del mercado petrolero no ha variado: la producción vertiginosa del sector de hidrocarburos de esquistos de Estados Unidos hace que unos precios muy por encima de \$65/bbl (WTI) sean insostenibles por largos períodos, mientras que el crudo Brent ha de cotizarse en unos \$70/bbl a largo plazo. Sin embargo, la volatilidad de la política de Estados Unidos causó estragos en el mercado petrolero en el segundo semestre de 2018. La dura retórica inicial sobre las sanciones contra Irán atemorizó al mercado y obligó a la OPEP a incrementar rápidamente la oferta, pero luego la Casa Blanca dio vuelta atrás llegado el plazo de noviembre, en gran parte, según el presidente Trump, debido a esos precios altos del petróleo. Este cambio de postura política dejó al mercado con un excedente de crudo que, junto con la oleada de ventas generalizada de los demás mercados, provocó una caída precipitada de los precios al contado, mucho más profunda de lo que en nuestra opinión se justificaría para equilibrar el mercado a corto plazo. **Los contratos del WTI se están cotizando actualmente en unos \$50/bbl, pero esperamos que los precios suban a un promedio de \$58/bbl en 2019 (frente al pronóstico anterior de \$72/bbl de nuestro último informe trimestral) y \$62/bbl en 2020 (frente a \$69/bbl, ver gráfico 3).**

El mercado atraviesa por una sobreoferta pasajera que comenzó en el segundo semestre de 2018 y debería desaparecer en la segunda mitad de 2019. Este excedente de petróleo es más pequeño, de unos 200 millones de barriles entre el segundo trimestre de 2018 y el segundo trimestre de 2019, que la oferta abundante que hundió los precios en 2014-16, de un total de casi 1,000 millones de barriles entre el segundo trimestre de 2014 y el segundo trimestre de 2016 (gráfico 4). Asimismo, los datos sobre el movimiento de los inventarios en Estados Unidos muestran un sesgo ligeramente bajista. Las existencias terminaron el año más o menos donde lo comenzaron, frente a una disminución de 100 Mbbl en 2017, pero se encuentran en mejor posición cuando se comparan con los 350 millones de barriles acumulados entre abril de 2014 y agosto de 2016 (gráfico 5).

Se espera que la demanda de petróleo siga siendo saludable, con un crecimiento interanual de 1.6 MMbpd en 2019. Sin embargo, debido a las preocupaciones económicas actuales del mercado, es probable que los contratos al contado (spot) estén incorporando en sus precios un aumento más suave de la demanda, del rango de 1.2-1.3 MMbpd. La mayor parte del nerviosismo económico se centra en los mercados asiáticos, donde la disputa comercial entre Estados Unidos y China continúa siendo un gran motivo de preocupación. El crecimiento de la demanda de petróleo de China se inclina ahora mucho hacia los combustibles de consumo, como la gasolina y el combustible para aviones, en vez del diésel (predilecto de la industria) que era antes el motor tradicional del incremento de uso del petróleo en el gigante asiático. Por lo tanto, la moderación del

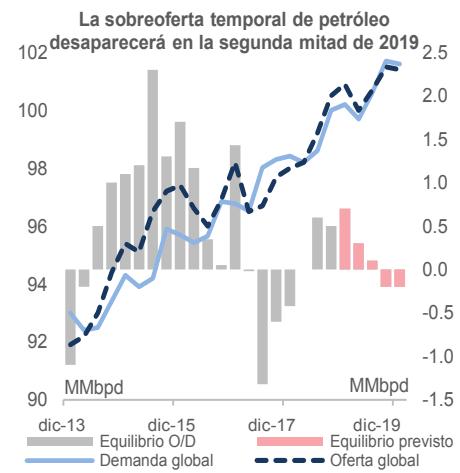
Gráfico 3

Próxima trayectoria alcista para el petróleo



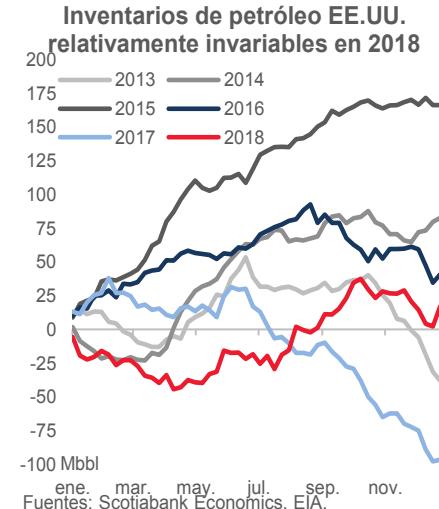
Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

Gráfico 4



Fuentes: Scotiabank Economics, Scotiabank GBM, AIE, EIA, JODI, OPEP.

Gráfico 5



Fuentes: Scotiabank Economics, EIA.

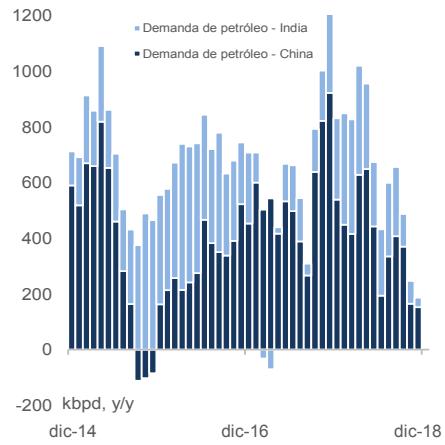
consumo chino representa un riesgo considerable para las perspectivas sobre la demanda de petróleo. Esto se ha agudizado con el anuncio reciente de Apple que culpa a la “magnitud del deterioro económico de China” de la atenuación de las previsiones de ventas en el principal mercado mundial de teléfonos inteligentes. Las ventas de vehículos están disminuyendo también por primera vez en casi 30 años, lo que podría tener un impacto más directo en la demanda de gasolina. El resto de Asia parece sufrir igualmente los efectos colaterales de las dificultades de la economía más grande de la región; por ejemplo, el crecimiento de la demanda combinada de petróleo de China y la India, países de los que debería provenir aproximadamente la mitad del incremento del consumo mundial en 2019 y 2020, ha bajado de más de 1 MMbpd a fines de 2017 a menos de 200 kbpd un año después, en términos interanuales (gráfico 6). El crecimiento de la demanda global, como promedio móvil de 12 meses, ha caído de aproximadamente 1.9 MMbpd en la primavera boreal pasada a menos de 1.3 MMbpd a finales de 2018. Esperamos que una reaceleración de la demanda asiática de petróleo eleve el crecimiento del consumo combinado de China y la India a unos 700 kbpd y el aumento de la demanda global a cerca de 1.6 MMbpd.

Aunque la oleada de ventas de finales de 2018 empezó, en gran medida, por las preocupaciones sobre el incremento de la oferta del sector estadounidense de esquistos y la producción de la OPEP más alta de lo necesario, creemos que en 2019 volverán a surgir las inquietudes sobre la oferta. Este año, el crecimiento de la oferta dependerá principalmente del ritmo de expansión de la producción de esquistos en Estados Unidos con unos precios inferiores a \$60/bbl para el WTI, del retorno a la disciplina de control de la OPEP, y de la evolución de la producción en las arenas bituminosas de Canadá (donde los recortes obligatorios entraron en vigor el 1 de enero), así como en Brasil, donde el optimismo inagotable sobre los niveles de producción se ha revisado frecuentemente a la baja.

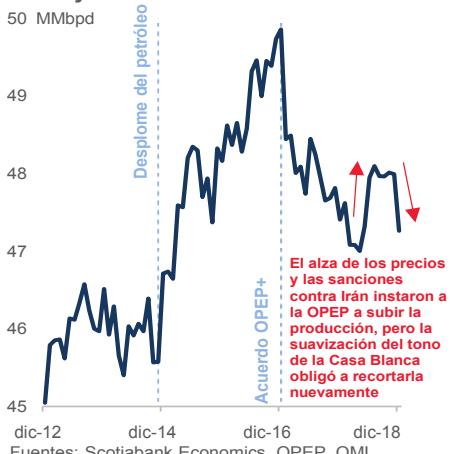
Para muestra un botón: los productores de hidrocarburos de esquistos de Estados Unidos, cuya oferta crecería según los pronósticos en más de 1.5 MMbpd de un año a otro mientras los precios mundiales del petróleo rondaran los \$85, están empezando a preocuparse otra vez por el flujo de caja. Si bien la mayoría de estos productores está en mejor posición hoy que la última vez que los precios cayeron a menos de \$50/bbl, la estrategia de expansión basada en un petróleo a precios altos luce precaria, así que esperamos que nuevamente se haga hincapié en los costos y la competitividad. Los presupuestos de gastos de capital, preparados según el enfoque de “puesta en forma para los 50”, que parecían haber pasado de moda, se han vuelto a poner sobre la mesa.

Mientras tanto, la OPEP y sus productores aliados han pisado el freno y están reduciendo el bombeo. La volatilidad de la política de la OPEP es un reflejo directo de la volatilidad de la política exterior de Estados Unidos. Así pues, la presión sobre la OPEP ha cambiado de “más oferta ahora” a principios de octubre cuando los precios se acercaban a \$90/bbl a “los recortes son necesarios para equilibrar el mercado” hoy. La OPEP solo accedió a empezar a incrementar la producción cuando muchos imploraron a los sauditas y rusos para que interviniieran y cubrieran la brecha que estaban causando las sanciones estadounidenses contra Irán y el repunte rezagado del sector de esquistos. Menos de un mes después, el precio del petróleo se había desplomado y el Reino de Arabia Saudita dio un giro abrupto de 180 grados, tras comprobar que sus medidas de estabilización no conseguían contener la hemorragia. Las últimas declaraciones de Riad indican que el “productor bisagra” de la OPEP todavía desea que el Brent se ubique en unos \$80/bbl. Tras este viraje político, la producción de la OPEP disminuyó en unos 0.5 MMbpd m/m en diciembre, en lo que constituyó la mayor caída mensual del cartel desde la implementación de los últimos recortes en enero de 2017 (gráfico 7). Los pozos de Estados Unidos, Rusia y Arabia Saudita estaban produciendo un volumen récord de crudo en el último trimestre de 2018, que se consideraba necesario para contrarrestar el colapso de la producción venezolana y el inminente hundimiento de la producción de Irán en cuanto las sanciones estadounidenses impidieran la adquisición de crudo iraní.

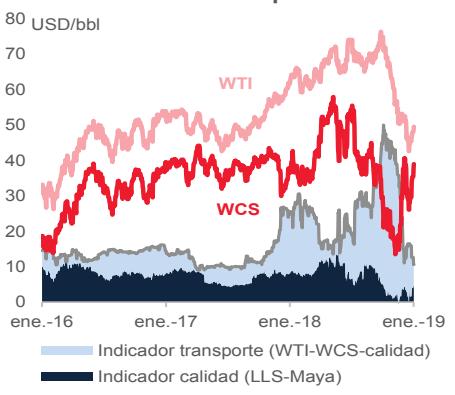
En Canadá, los recortes de la producción petrolera de Alberta, de un total de 325 kbpd (8.7%), entraron en vigor el 1 de enero, lo cual corrigió rápidamente el problema del exceso de petróleo que intentaba salir de la provincia por los oleoductos saturados y contribuyó a reducir el descuento del WCS de su máximo de más de \$50/bbl frente al WTI hace unos meses al

Gráfico 6
China e India: demanda de petróleo disminuye, con potencial de reaceleración


Fuentes: Scotiabank Economics, MPNG, NBS, OMI.

Gráfico 7
Fin del repunte de producción OPEP+ y vuelta a las restricciones


Fuentes: Scotiabank Economics, OPEP, OMI.

Gráfico 8
Descuento del WCS mejora por recorte de producción de Alberta y alza del crudo pesado


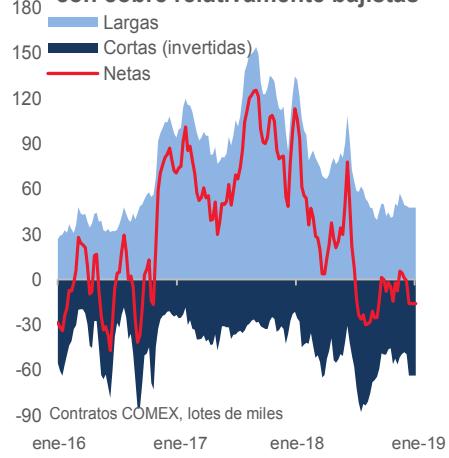
Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

nivel actual de unos \$10/bbl (gráfico 8). De hecho, el descuento cayó por debajo del nivel de \$20/bbl que muchos consideran rentable para el transporte ferroviario de petróleo, gracias a la disminución mucho más fuerte de los descuentos entre los distintos grados de calidad del crudo que se registró en la costa estadounidense del golfo de México (menos de \$3/bbl en comparación con el descuento típico de \$10/bbl). Cabe esperar que la producción de Alberta siga estando restringida en los niveles actuales hasta finales de la primavera, cuando la reducción de los inventarios debería instar a las autoridades a relajar gradualmente las limitaciones. Los envíos de petróleo por tren continúan aumentando, y la capacidad futura de la red se verá impulsada por la compra de 120 kbpd de capacidad extra de transporte ferroviario a la que se comprometió el gobierno de Alberta, con lo que posiblemente se enviarán más de 500 kbpd para finales de año, superando el nivel récord de 327 kbpd de crudo del oeste canadiense que salió del país en octubre. **El descuento del WCS debería situarse en un promedio de \$20/bbl en 2019-20, es decir, en un nivel mucho más cercano al WTI después de la implementación de la política de recortes del gobierno de Alberta.** Existe incluso la posibilidad de que los diferenciales se mantengan en un nivel más estrecho, en torno a los \$15/bbl, debido a la actual coyuntura favorable para el petróleo pesado en la costa del golfo.

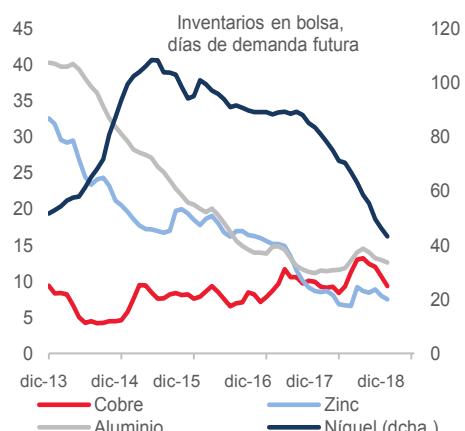
METALES Y MINERALES

Los metales fueron la primera víctima del deterioro del sentimiento macroeconómico de los mercados, como suele suceder. El valor de metales como el cobre, el níquel y el zinc cayó en el mes de junio, por la intensificación de la retórica de guerra comercial, mucho antes del desplome del petróleo en octubre. Parte de este repliegue se justificaba: por ejemplo, el precio del cobre había subido más de lo que debería por sus fundamentos, y el precio del zinc regresó a la Tierra desde el nivel astronómico al que se había disparado, el más alto en una década. Sin embargo, como sucedió con el petróleo, los metales industriales bajaron más de lo que se justificaría por sus fundamentos específicos.

El crecimiento económico, inesperadamente sólido, de 2017-18 propulsó a las materias primas a toda marcha, y los precios superaron nuestras expectativas iniciales, en medio del optimismo frenético de los mercados. El cobre, por ejemplo, subió de menos de \$2.20/lb en 2016 a más de \$3.30/lb para finales de 2017, mientras los inversionistas que apostaban por la aceleración de la economía global canalizaban sus tesis a través de posiciones especulativas con cobre (gráfico 9). Estas subidas fueron mucho mayores que el aumento gradual hacia \$3/lb que nos parecía justificado desde el punto de vista de los fundamentos, de modo que esperábamos que parte de esta efervescencia se disipara. No obstante, el desplome reciente de los precios hizo que los contratos bajaran mucho más, a la mitad del rango de \$2. Esta caída demasiado repentina y profunda se produjo justo cuando la oferta continuamente deficitaria prevista para los próximos años justificaría un precio de más de \$3/lb para incentivar la tan necesaria inversión minera. Muchas otras materias primas industriales, especialmente el petróleo, han seguido un patrón similar, es

Gráfico 9
Posiciones cortas especulativas con cobre relativamente bajistas


Fuentes: Scotiabank Economics, LME, CFTC.

Gráfico 10
Caen inventarios de metales base


Fuentes: Scotiabank Economics, WBMS, LME, SHFE, COMEX.

Tabla 1

Materias primas	2000-2017			Promedio Anual			
	Bajo	Prom.	Alto	2017	2018	2019p	2019p
Petróleo WTI (US\$/barrel)	17	62	145	51	65	58	62
Petróleo Brent (US\$/barrel)	18	65	146	55	72	67	69
WCS - WTI Discount* (USD/bbl)	-43	-16	-6	-13	-26	-20	-20
Gas natural Nymex (US\$/millones de btu)	1.64	4.83	15.38	3.02	3.07	3.25	2.80
Cobre (US\$/libra)	0.60	2.38	4.60	2.80	2.96	3.00	3.20
Zinc (US\$/libra)	0.33	0.84	2.10	1.31	1.33	1.20	1.20
Níquel (US\$/libra)	2.00	7.12	24.58	4.72	5.95	5.50	6.00
Aluminio (US\$/libra)	0.56	0.87	1.49	0.89	0.96	0.90	0.90
Mineral de hierro (US\$/tonelada)	17	67	187	72	70	65	63
Carbón metalúrgico (US\$/tonelada)	39	131	330	187	206	175	160
Oro, London PM Fix (US\$/onzza)	256	890	1895	1,257	1,268	1,300	1,300
Plata, London PM Fix (US\$/onzza)	4.07	14.80	48.70	17.05	15.71	16.25	16.50

* 2008-16 promedio.

Fuentes: Scotiabank Economics, Bloomberg.

decir, habían subido de manera exagerada con respecto a sus fundamentos hasta mediados de 2018, antes de que el sentimiento cambiara y los precios se hundieran a un territorio fundamentalmente sobrevalorado.

Con esto, no queremos decir que los precios no pueden mantenerse así de bajos. Estos precios siguen siendo rentables para la mayoría de los productores, de modo que no existe una necesidad inmediata de precios más altos, pero estimamos que los mercados tendrán un déficit creciente de la oferta en los próximos años, y los precios deberán subir para incentivar el desarrollo de más capacidades de producción. Los ciclos de las materias primas, particularmente en el universo de los metales, se componen de períodos bastante largos, y los precios pueden mantenerse más bajos de su nivel óptimo hasta que el déficit llegue a un punto imposible de ignorar y los obligue a remontar. Puesto que suele tomar por lo menos media década para que el desarrollo de una mina pase de la mesa de dibujo al estado de "lista para producir", los precios más bajos de lo necesario que existen hoy en día darán paso a un periodo de precios más altos de lo ideal, mientras los productores esperan poder colocar más rápidamente en el mercado el metal necesario.

Pese a la caída de los precios, el inventario de los metales base continúa disminuyendo. El volumen de cobre en los centros de almacenamiento de las principales bolsas del mundo se ha reducido de 13 días de consumo futuro en el primer trimestre de 2018 a 5 días actualmente; los inventarios de zinc están bajísimos, en menos de 4 días frente al máximo reciente de 15 días en el primer trimestre de 2017; y el déficit agudo de la oferta en los mercados de níquel ha hecho que los inventarios disminuyan a 36 días, desde el nivel sin precedentes de 108 días en que estaban a mediados de 2015 (gráfico 10).

El repliegue inicial de los precios del zinc ciertamente sí estuvo justificado, después de que el repunte de principios de año llevara a los contratos a su nivel más alto desde 2007, aunque el ritmo y la rapidez del declive no parecen reflejar el reequilibramiento de la oferta que se ha producido desde entonces. Aun cuando los precios altos hicieron bien su trabajo, en el sentido de que trajeron un volumen significativo de nueva oferta minera al mercado, ese concentrado (precursor del metal refinado) no se ha integrado todavía al mercado de metal refinado. Los indicadores del mercado físico siguen reflejando esta realidad. De hecho, el nivel de backwardation (la prima por las entregas inmediatas frente a los despachos en tres meses) del mercado de zinc marcó un récord histórico en diciembre (gráfico 11), a pesar del debilitamiento de los precios al contado. Creemos que los precios del zinc tienen un respaldo fundamental para un rebote más, posiblemente en el primer semestre de 2019, antes de que la nueva oferta minera penetre finalmente en el mercado refinado y el zinc comience a retroceder de manera gradual hacia el precio de incentivo a largo plazo, actualmente estimado en \$1.00/lb.

El precio del oro se recuperó a finales de 2018, cuando el panorama de la economía global se ensombreció. Volvieron las apuestas riesgosas a medida que aumentó la volatilidad de los precios de las acciones y las expectativas sobre el alza de las tasas de interés se resquebrajaron. Para comienzos del cuarto trimestre de 2018 (gráfico 12), los especuladores habían acumulado un nivel históricamente alto de posiciones cortas en los contratos de oro, apostando a la baja del metal en medio de la revalorización constante de las acciones, el crecimiento global robusto y un dólar estadounidense obstinadamente fuerte. Estas posiciones en corto llevaron los precios a menos de \$1,200/oz antes de que el retiro rápido de las apuestas contribuyera a impulsar nuevamente al metal hacia los \$1,300/oz en las primeras semanas de 2019. Según nuestras previsiones, el oro se mantendrá estancado en torno a los \$1,300/oz durante los próximos dos años, porque las expectativas del mercado sobre el alza de las tasas de interés se fortalecerán y el dólar estadounidense se replegará en una trayectoria bajista a largo plazo, como hemos proyectado.

Gráfico 11

Contratos de zinc en backwardation récord, signo de apretado mercado al contado

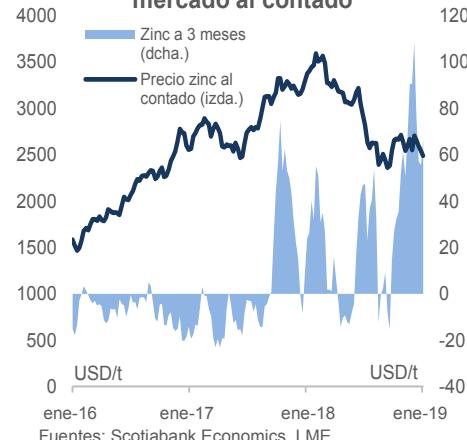
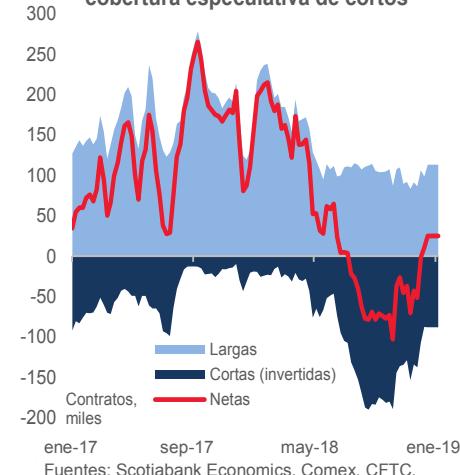


Gráfico 12

Volatilidad del mercado impulsa al oro con cobertura especulativa de cortos



Mercado de cambios

El dólar estadounidense (USD) cerró el año 2018 con un avance generalizado frente a todas las otras grandes monedas, salvo el yen japonés (JPY) desde el 1 de enero. A diferencia de lo que pensábamos, es decir, que el USD prolongaría la etapa de reversión y caída que había registrado en 2017, la moneda se vio respaldada por el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos y el crecimiento económico más sólido de la economía estadounidense, en medio del estímulo fiscal de la administración Trump. La expansión menos robusta y la intensificación de la incertidumbre en otras partes del mundo, debido a las tensiones comerciales o las preocupaciones por el *brexit*, entre otros factores, han afectado el nivel de confianza en las otras monedas, favoreciendo al mismo tiempo la demanda de JPY por su condición de refugio seguro. Así pues, de manera bastante sorprendente, el USD terminó siendo una de las mejores inversiones del año pasado. Según un informe reciente de Bloomberg, el rendimiento ajustado por riesgo de los activos más importantes del mundo fue “el peor retorno sobre activos cruzados en más de un siglo”, mientras que el USD fue uno de los pocos vehículos globales de inversión que ofreció un rendimiento positivo ajustado por riesgo en 2018.

Si bien hemos moderado un poco nuestras perspectivas para este año, seguimos previendo más bien que la moneda estadounidense retomará la senda bajista que en nuestra opinión comenzó con la caída significativa de 2017. El USD se ha visto favorecido por el incremento de las tasas de interés y el panorama de crecimiento sólido de Estados Unidos, pero consideramos que la tasa de cambio actual ya incorpora gran parte de estos factores positivos desde el punto de vista económico. Nuestros pronósticos apuntan a una desaceleración gradual del crecimiento estadounidense este año, que será todavía más marcada en 2020, con una tasa de expansión inferior a 2%. Pensamos que la Reserva Federal incrementará un poco más las tasas de interés en 2019, pero los mercados ya no están tan seguros de los próximos movimientos. De hecho, la curva a plazos refleja la cada vez mayor convicción de que la Fed se está acercando ya al fin de su ciclo de endurecimiento.

Creemos que, de aquí en adelante, el USD enfrentará toda una serie de vientos contrarios a más largo plazo, lo que explica el sesgo bajista de nuestras perspectivas. Primero, el USD sigue estando relativamente elevado con respecto a la mayoría de las otras grandes monedas en términos de paridad del poder adquisitivo, así que esperamos que baje y se “revierta hacia la media” a medida que el crecimiento estadounidense pierde vigor y el ciclo de endurecimiento monetario alcanza su punto máximo. Los diferenciales de tasas de interés con el USD disminuirán paulatinamente, porque los demás bancos centrales irán recortando distancia con la Reserva Federal en su ciclo. Segundo, el aumento continuo del déficit por cuenta corriente y (especialmente) del déficit fiscal de Estados Unidos debilitará a la moneda a mediano y largo plazo, reflejando el patrón de cotización que se ha registrado en los últimos 30 años: cuando los desequilibrios estructurales de Estados Unidos se han deteriorado, el USD ha tenido generalmente un desempeño inferior. Según nuestras previsiones, este año el déficit combinado llegará aproximadamente al 7% del PIB. Por último, seguimos pensando que el máximo que el USD tocó en 2017 representó el pico de la tendencia alcista de largo plazo. Desde ese momento, los movimientos de precios se tornaron negativos en general y apuntaron a una fuerte reversión de la tendencia.

En vista de estos desafíos estructurales y persistentes, es probable que los inversionistas internacionales ya se estén alejando del USD. Aunque los inversionistas que operan con monedas suelen privilegiar las divisas cuyas tasas de interés sean altas o estén en aumento, la curva plana de rendimientos significa que los activos denominados en USD resultan mucho menos atractivos para los inversionistas extranjeros cuando se toma en cuenta el costo de la cobertura contra la depreciación del USD. Por otro lado, los datos del Fondo Monetario Internacional sobre las reservas internacionales a nivel mundial arrojaron que el porcentaje de reservas internacionales en USD bajó de 62.4% en el segundo trimestre de 2018 a 61.9% en el tercero, durante un periodo en que el USD se apreció en forma generalizada. El porcentaje en USD de reservas internacionales registradas ha disminuido a su mínimo de casi cinco años.

Esperamos que el dólar canadiense (CAD) mejore su desempeño después de un 2018 decepcionante, más aún cuando su retorno frente al USD (-7.5% a la fecha de publicación) ha sido

CONTACTOS

Shaun Osborne, Jefe de Estrategias de Divisas

416.945.4538

Foreign Exchange Strategy

shaun.osborne@scotiabank.com

Eduardo Suárez, Vicepresidente, Análisis Económico, América Latina

52.55.9179.5174 (México)

Scotiabank Economics

eduardo.suarez@scotiabank.com

Qi Gao, Estratega de Divisas – Mercados Emergentes, Asia

65.6305.8396 (Singapur)

Foreign Exchange Strategy

qi.gao@scotiabank.com

Eric Theoret, Estratega del Mercado de Cambios, Director Asociado

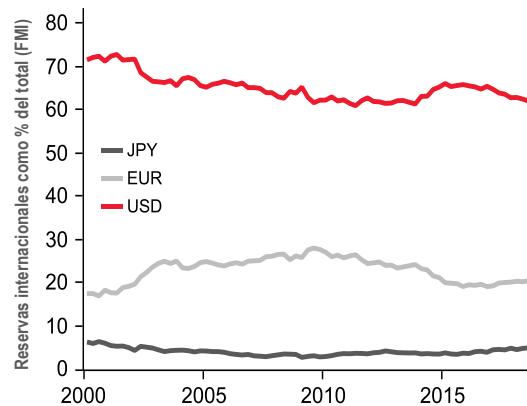
416.863.7030

Foreign Exchange Strategy

eric.theoret@scotiabank.com

Gráfico 1

Caída del USD en reservas asignadas



Fuentes: Macrobond, Scotiabank FICC Strategy.

inferior al S&P 500. La economía canadiense se ha mostrado bastante resiliente, pese a haber bajado la marcha tras el inicio vigoroso de año, pero la renegociación del TLCAN y, últimamente, la caída del precio del petróleo, afectaron en general la cotización del CAD. La debilidad de los mercados accionarios, con varios de los grandes índices bursátiles del mundo en territorio negativo (o casi), ha sido otro factor negativo para las monedas con una beta alta de materias primas, porque los inversionistas han rebajado sus expectativas de crecimiento global. Es probable que el CAD arranque con suavidad los primeros días del año (en el promedio de los últimos 20 años, enero ha sido el mes con los mayores rendimientos mensuales del USD frente al CAD en todo el año), pero creemos que si el USD se aprecia hacia la zona de 1.38 (cerca de su máximo de 2017), empezaremos a ver una caza de ofertas con el CAD. Esperamos que los precios del petróleo se recuperen a medida que se restablece el equilibrio entre oferta y demanda. A pesar del tono más “blando” de las últimas comunicaciones, el Banco de Canadá (BoC) debería subir las tasas de interés de manera un poco más decisiva que la Fed (tres aumentos de 25 bps en 2019 para el BoC en vez de dos más para la Fed). El alza del precio de la energía y la disminución del diferencial de tasas de interés entre Estados Unidos y Canadá fomentarán la apreciación del CAD durante el resto del año.

Mantenemos nuestras perspectivas ampliamente favorables para el euro (EUR), la libra esterlina (GBP) y el yen japonés (JPY). La economía de la eurozona se desaceleró en el último semestre de 2018 y las autoridades se muestran cada vez más prudentes sobre las perspectivas. Sin embargo, seguimos previendo tasas de expansión superiores al potencial en los próximos trimestres, con una inflación que continúa por su senda alcista y el Banco Central Europeo (BCE) ya listo para cambiar de rumbo, gradualmente, hacia la normalización monetaria más adelante el próximo año. Esperamos que este proceso contribuya a impulsar con más fuerza al EUR en el segundo semestre de 2019, hacia el nivel de USD1.30. Los riesgos para estas proyecciones radican en cualquier escalada de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y la UE y el impacto del *brexit* en la economía europea. Suponemos que el *brexit* terminará siendo relativamente fluido, lo cual ayudará a que la GBP mejore su posición durante 2019, a medida que se disipen los temores del “peor escenario”, incluso aunque el impacto económico de abandonar la eurozona sea posiblemente negativo. No obstante, admitimos también que los riesgos e incertidumbres de un *brexit* “sin acuerdo”, que el gobierno británico presenta ahora como única alternativa a su plan de divorcio sumamente impopular, son considerables, tanto para el Reino Unido como para la eurozona.

El yen japonés (JPY) debería apreciarse un poco frente a un USD generalmente más débil este año, pero bajará con respecto al EUR y la GBP. El Banco de Japón ha de mantener su política monetaria expansiva por algún tiempo más. Los comentarios recientes de las autoridades dan a entender que el organismo está cada vez más preocupado por la posibilidad de no lograr su meta de inflación. En consecuencia, creemos que el Banco de Japón mantendrá la tasa nominal de 0% para los bonos públicos a 10 años. Aunque esto significaría que el JPY estaría en posición vulnerable frente al USD debido al endurecimiento de la Fed, la moneda japonesa se ha mostrado hasta ahora inmune al aumento de los diferenciales de rendimiento entre Estados Unidos y Japón. Los inversionistas japoneses participan cada vez menos en el mercado de bonos del Tesoro estadounidense, al punto que las tenencias japonesas se han reducido a su menor nivel desde 2011. En vista de los grandes riesgos e incertidumbres que se ciernen sobre el panorama, no se puede obviar la posición del JPY como refugio seguro predilecto en tiempos de volatilidad del mercado.

El peso mexicano (MXN) se presenta bien respaldado a inicios de 2019, con una apreciación impresionante de 7% desde su mínimo de principios de diciembre. La confianza se ha recuperado después del referendo del mes de octubre sobre el aeropuerto, y los participantes del mercado han respondido bien al último incremento de las tasas de interés del Banco de México y los comunicados sobre el riesgo de alza de la inflación. Prevemos un aumento más de las tasas de interés en el primer trimestre de 2019, pero también creemos que el MXN se debilitará durante el horizonte de previsión, debido a los desafíos del entorno financiero a nivel global en medio de la normalización continua del balance de la Fed. El real brasileño (BRL) ha subido en 4% en las primeras sesiones de 2019, lo que refleja el sentimiento sólido y las expectativas sobre el programa de reformas del nuevo gobierno. Sin embargo, la atención se centrará en la situación fiscal; en realidad, buena parte del fortalecimiento reciente de la moneda se ha atribuido a las grandes expectativas que existen en torno a una mayor independencia del banco central. Seguimos siendo prudentes con respecto al programa de reformas y mantenemos una perspectiva bajista para el BRL de aquí a finales de 2020. Para el peso colombiano (COP), nuestras perspectivas son más bien neutras: los pronósticos sobre el precio del petróleo son favorables, pero se teme que el banco central se quede rezagado en la curva de la inflación. Nuestras previsiones para el peso chileno (CLP) son positivas, pues esperamos un crecimiento sólido, la estabilización de la inflación y una recuperación de los precios del cobre. Entre los miembros de la Alianza del Pacífico, Perú debería situarse a la cabeza en términos de crecimiento del PIB real durante el horizonte de previsión, lo que fortalecerá al sol peruano (PEN) durante todo 2019 y hasta principios de 2020.

La atenuación de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China incrementará posiblemente el apetito por el riesgo e impulsará las monedas de los mercados emergentes asiáticos en el primer trimestre, especialmente las divisas de las economías muy orientadas a las exportaciones, como el won surcoreano (KRW), el dólar taiwanés (TWD) y el baht tailandés (THB). El Banco Popular de China se ha comprometido una vez más a mantener la tasa de cambio del yuan básicamente estable. Según nuestras previsiones, el yuan chino (CNY y CNH) se cotizará en torno a los 6.60–6.70, mientras se espera que Estados Unidos y China lleguen a un acuerdo comercial antes del 1 de marzo. La situación geopolítica de la península coreana podría incidir en el comportamiento del KRW de manera intermitente, mientras que el TWD corre el riesgo de debilitarse si las relaciones a ambos lados del estrecho se deterioran antes de las elecciones generales en la isla, previstas para principios de 2020.

La rupia india (INR) y la rupia indonesia (IDR), monedas de alto rendimiento, se fortalecerán si los inversionistas se sienten más seguros de que el ciclo de endurecimiento de la Fed se acerca a su punto culminante. La moderación de los precios del petróleo es, por ahora, otro factor positivo para estas divisas. Sin embargo, la INR, la IDR y el THB podrían mostrar una mayor volatilidad antes de las elecciones generales de abril-mayo, del 17 de abril y del 24 de febrero en la India, Indonesia y Tailandia, respectivamente. Es probable que el dólar de Hong Kong (HKD) repunte si se reduce la ventaja de rendimiento del USD, mientras que la posible apreciación del EUR impulsará al dólar de Singapur (SGD), dada la correlación estrecha entre estas dos monedas. El ringgit malayo (MYR) y el peso filipino (PHP) tendrán un rendimiento inferior a sus contrapartes regionales en el primer trimestre, debido a la debilidad de los precios del petróleo y el deterioro del saldo por cuenta corriente, respectivamente.

APÉNDICE 1

Internacionales	2000-17	2017	2018e	2019p	2020p	2000-17	2017	2018e	2019p	2020p
	PIB real (variación porcentual anual)					Precios al consumidor (variación porcentual interanual, al cierre del año)				
Mundo (con base en la paridad del poder adquisitivo)	3.9	3.8	3.7	3.5	3.4					
Canadá	2.1	3.0	2.1	1.8	2.0	1.9	1.8	2.0	1.7	2.2
Estados Unidos	2.0	2.2	2.9	2.4	1.7	2.2	2.1	2.0	2.1	2.3
México	2.2	2.1	2.0	1.6	2.3	4.4	6.8	4.8	4.3	3.8
Reino Unido	1.9	1.8	1.4	1.5	1.5	2.0	2.7	2.2	2.1	2.0
Eurozona	1.4	2.4	1.9	1.7	1.7	1.8	1.4	1.9	1.6	1.7
Alemania	1.4	2.2	1.5	1.6	1.6	1.5	1.7	1.7	1.4	1.8
Francia	1.4	2.2	1.5	1.5	1.7	1.4	1.2	1.6	1.6	1.7
China	9.3	6.9	6.6	6.2	6.0	2.3	1.8	1.9	2.4	2.3
India	7.0	6.3	7.5	7.3	7.5	6.8	5.2	2.5	5.6	5.0
Japón	0.9	1.9	0.8	1.1	0.8	0.1	1.0	0.8	2.3	1.0
Corea	4.1	3.1	2.7	2.7	2.6	2.5	1.4	1.3	2.4	2.2
Australia	2.9	2.4	3.0	2.7	2.5	2.7	1.9	2.0	2.3	2.6
Tailandia	4.0	3.9	4.1	3.8	3.5	1.9	0.8	0.4	1.8	2.0
Brasil	2.5	1.1	1.1	2.3	2.5	6.5	3.0	4.1	5.2	5.4
Colombia	3.9	1.8	2.5	3.3	3.6	5.1	4.1	3.2	4.8	4.1
Perú	5.0	2.5	3.7	4.0	4.0	2.7	1.4	2.2	2.4	2.5
Chile	3.9	1.5	3.9	3.2	3.2	3.3	2.3	2.6	3.0	3.0
Materias primas										
(promedio anual)										
Petróleo WTI (US\$/barrel)	62	51	65	58	62					
Petróleo Brent (US\$/barrel)	65	55	72	67	69					
Descuento* WCS - WTI (USD/bbl)	-16	-13	-26	-20	-20					
Gas natural Nymex (US\$/millones de btu)	4.83	3.02	3.07	3.25	2.80					
Cobre (US\$/libra)	2.38	2.80	2.96	3.00	3.20					
Zinc (US\$/libra)	0.84	1.31	1.33	1.20	1.20					
Níquel (US\$/libra)	7.12	4.72	5.95	5.50	6.00					
Aluminio (US\$/libra)	0.87	0.89	0.96	0.90	0.90					
Mineral de hierro (US\$/tonelada)	67	72	70	65	63					
Carbón metalúrgico (US\$/tonelada)	131	187	206	175	160					
Oro, London PM Fix (US\$/onza)	890	1,257	1,268	1,300	1,300					
Plata, London PM Fix (US\$/onza)	14.80	17.05	15.71	16.25	16.50					

* Promedio 2008-16.

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

APÉNDICE 2

Norteamérica	2000-17	2017	2018e	2019p	2020p	2000-17	2017	2018e	2019p	2020p
Canadá										
(var. porcentual anual, salvo cuando se indica lo contrario)										
PIB real	2.1	3.0	2.1	1.8	2.0	2.0	2.2	2.9	2.4	1.7
Gasto de consumo	2.9	3.5	2.2	1.9	1.8	2.4	2.5	2.7	2.6	1.9
Inversión residencial	3.6	2.4	-1.1	-0.4	0.9	-0.3	3.3	0.0	0.7	1.9
Inversiones de empresas	2.2	2.2	4.8	1.1	6.2	3.0	5.3	6.8	3.1	2.2
Gasto público	2.2	2.7	3.0	1.5	1.6	1.0	-0.1	1.7	2.3	1.6
Exportaciones	1.3	1.1	3.1	2.5	2.4	3.7	3.0	4.0	1.6	1.9
Importaciones	3.0	4.2	3.2	1.0	3.1	3.7	4.6	4.7	4.0	2.9
PIB nominal	4.3	5.6	4.1	3.4	4.3	4.0	4.2	5.2	4.5	3.8
Deflactor del PIB	2.1	2.6	2.0	1.6	2.3	1.9	1.9	2.2	2.1	2.0
Índice de precios al consumidor	1.9	1.6	2.3	1.7	2.1	2.2	2.1	2.4	1.8	2.3
IPC, excepto alimentos y energía	1.6	1.6	1.9	1.9	2.0	2.0	1.8	2.1	2.0	2.1
Utilidades corporativas antes de impuestos	0.0	20.1	5.0	6.1	2.1	5.3	3.2	8.1	4.2	1.9
Empleo	1.4	1.9	1.3	1.1	0.7	0.7	1.6	1.6	1.3	1.0
Tasa de desempleo (%)	7.1	6.3	5.8	5.7	5.9	6.1	4.4	3.9	3.7	3.8
Balanza por cuenta corriente (CAN\$, US\$, miles de millones)	-19.4	-60.1	-58.6	-55.8	-56.5	-501	-449	-480	-571	-641
Balanza comercial (CAN\$, US\$, miles de millones)	22.3	-24.6	-22.0	-24.3	-28.5	-680	-807	-884	-985	-1,068
Saldo presupuestario federal* (AF, CAN\$, US\$, miles de millones)	-3.6	-17.8	-19.0	-18.1	-19.6	-540	-665	-805	-1,000	-1,045
porcentaje del PIB	-0.2	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8	-3.7	-3.4	-3.9	-4.7	-4.7
Construcción de viviendas (miles, millones)	200	220	213	202	200	1.26	1.20	1.26	1.25	1.26
Ventas de vehículos automotores (miles, millones)	1,678	2,034	1,984	1,930	1,900	15.6	17.1	17.2	16.8	16.7
Producción industrial	0.0	4.9	2.4	-0.7	2.3	0.7	1.6	3.9	3.1	2.1
Méjico										
(variación porcentual anual)										
PIB real	2.2	2.1	2.0	1.6	2.3					
Índice de precios al consumidor (cierra del año)	4.4	6.8	4.8	4.3	3.8					
Balanza por cuenta corriente (US\$, miles de millones)	-14.9	-19.1	-24.7	-28.4	-26.5					
Balanza comercial (US\$, miles de millones)	-7.2	-11.0	-16.4	-20.9	-17.0					

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

Pronósticos trimestrales	2018			2019			2020			
Canadá	T3	T4e	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
PIB real (intertrimestral, variación porcentual anual)	2.0	1.7	0.9	2.4	2.2	1.9	2.2	2.0	1.5	1.5
PIB real (interanual, variación porcentual)	2.1	2.1	1.9	1.8	1.8	1.9	2.2	2.0	1.9	1.8
Precios al consumidor (interanual, variación porcentual)	2.7	2.0	1.8	1.5	1.6	1.7	1.9	2.1	2.2	2.2
Promedio de nuevos IPC subyacentes (% variación interanual)	2.0	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Estados Unidos										
PIB real (intertrimestral, variación porcentual anual)	3.4	2.7	2.1	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6	1.7
PIB real (interanual, variación porcentual)	3.0	3.1	3.1	2.5	2.1	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7
Precios al consumidor (interanual, variación porcentual)	2.6	2.0	1.6	1.6	1.7	2.1	2.3	2.3	2.3	2.3
IPC, excepto alimentos y energía (% variación interanual)	2.2	2.1	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
Deflactor del GCP subyacente (variación interanual, %)	2.0	1.9	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0

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

APÉNDICE 3

Tasas de los bancos centrales	2018		2019				2020		
	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
América									
Banco de Canadá	1.75	1.75	2.00	2.25	2.50	2.75	2.75	2.75	2.75
Reserva Federal de Estados Unidos (límite superior)	2.50	2.50	2.75	3.00	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25
Banco de México	8.25	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50	8.00	7.75	7.50
Banco Central de Brasil	6.50	6.50	7.00	7.50	8.25	8.75	8.75	8.75	8.75
Banco de la República de Colombia	4.25	4.25	4.75	5.25	5.75	6.25	6.75	6.75	6.75
Banco Central de Reserva del Perú	2.75	2.75	3.00	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50
Banco Central de Chile	2.75	3.00	3.25	3.25	3.50	3.75	4.00	4.00	4.00
Europa									
Banco Central Europeo	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.25	0.50	0.50
Banco de Inglaterra	0.75	0.75	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Asia y Oceanía									
Banco de Reserva de Australia	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75	2.00	2.00	2.00	2.00
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	4.35	4.35	4.35	4.35
Banco de Reserva de la India	6.50	6.50	6.50	6.50	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75
Banco de Corea	1.75	1.75	1.75	1.75	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
Banco de Tailandia	1.75	1.75	1.75	1.75	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
Tipos de cambio y tasas de interés									
América									
Dólar canadiense (USDCAD)	1.36	1.32	1.30	1.27	1.27	1.25	1.25	1.23	1.23
Dólar canadiense (CADUSD)	0.73	0.76	0.77	0.79	0.79	0.80	0.80	0.81	0.81
Peso mexicano (USDMXN)	19.65	20.03	20.13	20.60	21.36	21.50	21.36	21.46	21.81
Real brasileño (USDBRL)	3.88	4.12	4.18	4.24	4.27	4.35	4.41	4.47	4.52
Peso colombiano (USDCOP)	3,254	3,336	3,417	3,325	3,210	3,198	3,265	3,262	3,185
Sol peruano (USDPEN)	3.37	3.35	3.31	3.32	3.30	3.31	3.27	3.28	3.25
Peso chileno (USDCLP)	694	650	650	650	650	650	640	640	640
Europa									
Euro (EURUSD)	1.15	1.17	1.22	1.26	1.30	1.30	1.30	1.32	1.32
Libra esterlina (GBPUSD)	1.28	1.32	1.35	1.37	1.40	1.42	1.42	1.45	1.45
Asia y Oceanía									
Yen japonés (USDJPY)	110	110	110	108	108	107	107	105	105
Dólar australiano (AUDUSD)	0.70	0.75	0.77	0.77	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78
Yuan chino (USDCNY)	6.88	6.80	6.60	6.70	6.70	6.60	6.60	6.50	6.50
Rupia india (USDINR)	69.8	69.0	67.0	68.0	68.0	67.0	67.0	66.0	66.0
Won coreano (USDKRW)	1,116	1,090	1,080	1,085	1,085	1,080	1,080	1,070	1,070
Baht tailandés (USDTHB)	32.5	32.0	31.6	31.8	31.8	31.6	31.6	31.4	31.4
Canadá (rendimiento, %)									
Bonos del Tesoro a 3 meses	1.65	1.80	2.05	2.30	2.55	2.80	2.80	2.80	2.80
2 años, Canadá	1.86	2.00	2.20	2.45	2.65	2.85	2.85	2.85	2.85
5 años, Canadá	1.89	2.10	2.30	2.55	2.75	2.95	2.95	2.95	2.95
10 años, Canadá	1.97	2.20	2.35	2.60	2.80	3.00	3.00	3.00	3.00
30 años, Canadá	2.18	2.35	2.50	2.75	2.90	3.10	3.10	3.10	3.10
Estados Unidos (rendimiento, %)									
Bonos del Tesoro a 3 meses	2.36	2.40	2.65	2.90	3.15	3.15	3.15	3.15	3.15
2 años, del Tesoro	2.49	2.75	2.90	3.10	3.30	3.30	3.30	3.30	3.30
5 años, del Tesoro	2.51	2.80	3.00	3.20	3.35	3.35	3.35	3.40	3.45
10 años, del Tesoro	2.68	2.90	3.10	3.30	3.40	3.45	3.45	3.50	3.55
30 años, del Tesoro	3.01	3.10	3.25	3.50	3.50	3.60	3.60	3.65	3.65

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 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.