



## Perspectivas Económicas Mensuales:

# Agosto – Riesgos geopolíticos continúan sin resolverse

29 de julio de 2019

[www.banorte.com](http://www.banorte.com)  
[@analisis\\_fundam](https://twitter.com/analisis_fundam)

**Gabriel Casillas**  
Director General Adjunto Análisis  
Económico y Relación con  
Inversionistas  
[gabriel.casillas@banorte.com](mailto:gabriel.casillas@banorte.com)

**Delia Paredes**  
Director Ejecutivo Análisis Económico  
[delia.paredes@banorte.com](mailto:delia.paredes@banorte.com)

### Economía Nacional

**Juan Carlos Alderete CFA**  
Economista Senior, México  
[juan.alderete.macal@banorte.com](mailto:juan.alderete.macal@banorte.com)

**Francisco Flores**  
Economista, México  
[francisco.flores.serrano@banorte.com](mailto:francisco.flores.serrano@banorte.com)

### Economía Internacional

**Katía Goya**  
Economista Senior, Global  
[katia.goya@banorte.com](mailto:katia.goya@banorte.com)

**México** – Consideramos que las condiciones se han vuelto más favorables para un relajamiento monetario

**EE.UU.** – Receso del Congreso mientras que los inversionistas dan por hecho el recorte de tasas por parte del Fed

**Eurozona y Reino Unido** – Estimamos que la economía europea se expandió 1.1% anual en 2T19

**Brasil** – Segundo voto de la reforma de pensiones en el Congreso

Destinado al público inversionista en general

# Pronósticos Crecimiento Global

% var. anual	2018			2019				2020			
	2018	2019p	2020p	3T	4T	1Tp	2Tp	3Tp	4Tp	1Tp	2Tp
<b>Global</b>	<b>3.8</b>	<b>3.2</b>	<b>3.3</b>	<b>3.7</b>	<b>3.4</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>
EU	2.9	2.3	1.8	3.1	2.5	2.7	2.3	2.0	2.1	1.8	1.8
Eurozona	1.9	1.3	1.3	1.7	1.2	1.2	1.1	1.3	1.5	1.4	1.4
Reino Unido	1.4	1.4	1.4	1.6	1.4	1.8	1.4	1.1	1.2	1.1	1.3
China	6.6	6.3	6.1	6.5	6.4	6.4	6.2	6.2	6.2	6.1	6.1
Japón	0.8	0.8	0.5	0.1	0.3	0.9	0.3	1.4	0.4	0.2	0.5
India	7.4	6.6	7.3	7.0	6.6	5.8	6.4	6.9	7.2	7.4	7.3
Rusia	2.3	1.1	2.1	2.2	2.7	0.5	0.8	1.4	1.6	2.1	2.1
Brasil	1.1	1.0	2.2	1.3	1.1	0.5	0.8	1.0	1.7	2.1	2.3
México	2.0	0.8	1.5	2.5	1.7	1.3	-0.3	0.8	1.3	1.9	2.3

Fuente: Banorte con cifras de Bloomberg

# Pronósticos Economía de Estados Unidos

% trimestral anualizado	2018			2019				2020			
	2018	2019p	2020p	3T	4T	1T	2Tp	3Tp	4Tp	1Tp	2Tp
PIB Real	2.9	2.3	1.8	2.9	1.1	3.1	2.1	1.7	1.6	1.6	2.2
Consumo Privado	3.0	2.4	1.8	3.5	1.4	1.1	4.3	2.0	1.7	1.6	1.6
Inversión Fija	4.6	2.2	3.4	0.7	2.7	3.2	-0.8	4.2	1.9	4.2	4.1
Inversión no Residencial (IC**)	6.4	3.2	3.8	2.1	4.8	4.4	-0.6	3.9	2.3	4.8	4.5
Inversión Residencial	-1.5	-2.1	1.1	-4.0	-4.7	-1.0	-1.5	0.2	0.4	1.8	1.8
Gasto de Gobierno	1.7	2.3	1.3	2.1	-0.4	2.9	5.0	1.4	1.6	0.8	0.8
Exportaciones de Bienes y Servicios	3.0	0.0	1.5	-6.2	1.5	4.1	-5.2	0.4	1.4	2.4	2.4
Importaciones de Bienes y Servicios	4.4	1.5	1.7	8.6	3.5	-1.5	0.1	0.6	2.0	2.0	2.0
Precios al Consumidor (% anual)	1.9	1.5	1.3	2.3	1.9	1.9	1.6	1.6	1.5	1.3	1.4
Subyacente (% anual)	2.2	1.8	1.7	2.2	2.2	2.0	2.1	2.0	1.8	1.7	1.7
Tasa de Desempleo (% fin de período)	3.9	3.7	3.9	3.7	3.9	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7	3.8
NNA (cambio promedio mensual en miles)***	223	143	113	189	233	174	171	116	113	112	113

\*Las cifras subrayadas son pronósticos

\*\* IC=Estructuras, equipo y software y prop intelectual

\*\*\*NNA Nómina no agrícola

Fuente: Banorte con cifras de Bloomberg

# Estimaciones Política Monetaria

País	Instrumento	Nivel	Último	Cambio en puntos base en los últimos:			Próxima junta	Próximo cambio estimado	Puntos base	Estimado para fines de:			
		Actual	Cambio	3m	6m	12m				1T19	2T19	3T19	4T19
<i>América</i>													
Brasil	Tasa de referencia	6.50	-25pb (Mar 18)	0	0	0	31-Jul-19	--	-25	6.50	6.50	6.25	6.00
Estados Unidos	Fondeo FED	2.375	+25pb (Dic 18)	0	25	75	31-Jul-19	31-Jul	-25	2.375	2.375	2.125	1.875
México	Tasa de referencia	8.25	+25pb (Dic 18)	0	25	75	15-Ago-19	14-Nov	-25	8.25	8.25	8.25	8.00
<i>Europa</i>													
Inglaterra	Tasa Repo	0.75	+25pb (Ago 18)	0	0	25	01-Ago-19	--	--	0.75	0.75	0.75	0.75
Eurozona	Tasa Refi	0.00	-5pb (Mar 16)	0	0	0	12-Sep-19	--	--	0.00	0.00	0.00	0.00
<i>Asia</i>													
China	Tasa de Préstamos	4.35	-25pb (Oct 15)	0	0	0	--	--	--	4.35	4.35	4.35	4.35
Japón	Tasa Repo	-0.10	-20pb (Ene 16)	0	0	0	29-Jul-19	--	--	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1

Fuente: Banorte con cifras de Bloomberg



# Economía Global

## Agosto – Riesgos geopolíticos continúan sin resolverse

**Delia Paredes**  
Director Ejecutivo Análisis  
Económico  
delia.paredes@banorte.com

**El mes de agosto normalmente supone una pausa en las discusiones en torno a temas fundamentales para la economía global.** Este período de reflexión durante la temporada estival da un respiro a los mercados antes de que en septiembre se retomen las discusiones sobre los temas relevantes de la agenda. No obstante, es muy probable que este año los inversionistas todavía mantengan ciertos niveles de cautela dado el número importante de frentes abiertos desde el punto de vista geopolítico, entre los que destacan las negociaciones entre EE.UU. y China, quienes han vuelto a la mesa de negociación, aunque sin muchas expectativas dado el número de temas en los que todavía no se ha visto ningún avance. A esto hay que añadir LOS PROBLEMAS en el Estrecho de Ormuz, en donde las tensiones han incrementado las posibilidades de un conflicto militar en la región, con consecuencias sobre los precios de los energéticos y el entorno en general. Adicionalmente, agosto puede ser crucial para cambios en Hong Kong, cuyo gobierno se ha debilitado por protestas en diferentes frentes.

**En este contexto, los bancos centrales alrededor del mundo mantienen un tono dovish.** Esperamos baja de tasas por parte del Fed y del Copom en Brasil, mientras que pensamos que las condiciones se han vuelto más favorables para que Banxico sienta las bases para un recorte de tasas pronto, dado que la actividad económica se ha debilitado más de lo esperado, mientras que estamos relativamente confiados que la inflación terminará el año en niveles de alrededor de 3.5% anual. En Europa, el ECB ya sentó las bases para una acción en septiembre, mientras que el Banco de Inglaterra aprovechará su reunión del próximo 1º de agosto, en la que publicará el comunicado de la decisión, así como las minutas de la reunión y su informe trimestral, para actualizar sus estimados de crecimiento e inflación en un contexto en el que la elección de Boris Johnson como primer ministro ha incrementado el riesgo de un *Brexit* sin acuerdo, así como el de nuevas elecciones, dadas las divisiones que hay sobre el tema al interior del propio partido conservador.

**Estos factores seguirán pesando sobre las condiciones de los mercados financieros globales, así como en las previsiones de crecimiento.** De hecho, el FMI redujo su estimado de crecimiento para la economía global en 2019 de 3.3% en abril a 3.2% anual, en línea con nuestros estimados. Para 2T19 -los reportes preliminares se publicarán a lo largo del mes de agosto en varios de los países bajo cobertura-, esperamos un avance de 3.1% anual luego de una expansión de 3.3% en el primer trimestre del año. Como ya se ha publicado, tanto la economía de China como la de EE.UU. se moderaron en el segundo trimestre del año. En China, el PIB creció 6.2% anual (de 6.3% en 1T19), mientras que, en EE.UU., el crecimiento se ubicó en 2.3% anual de 2.7% previamente. Para la Eurozona, estimamos una expansión en torno al 1.1% mientras que consideramos que la economía mexicana se contrajo 0.5% anual durante el período en cuestión.

## Crecimiento económico e inflación

Región	Fecha	Actualización	Nivel de convicción	Estimado	Horizonte del estimado
EEUU	Ene 2019	Jul 2019	Alta	La economía perderá dinamismo hacia la segunda mitad del año a medida que se diluya el impacto del estímulo fiscal, por lo que estimamos crecimientos por debajo de 2% en la segunda mitad del año La inflación se mantendrá bajo control alrededor del objetivo del 2% del Fed	12 meses
Eurozona	Ene 2019	Mar 2019	Alta	La economía de la Eurozona se encamina a un año más de crecimiento económico, aunque a un ritmo más lento que en 2018, con riesgos a la baja para el escenario No obstante, la inflación permanecerá por debajo del objetivo del ECB	12 meses
Reino Unido	Ene 2019		Alta	El escenario en el Reino Unido estará dominado por la negociación del <i>Brexit</i> Esperamos una ligera desaceleración de la economía en 2019	12 meses
China	Ene 2019		Alta	En 2019 el crecimiento de la economía de China moderará su paso no sólo ante una menor demanda externa sino también por cuestiones domésticas No obstante, las presiones inflacionarias permanecerán contenidas	12 meses
Brasil	Feb 2019	Jun 2019	Alta	La economía crecerá por 1.0% en 2019 con la inflación en niveles alrededor de 4% La posibilidad de una reforma estructural en el tema de pensiones hace que los riesgos para la economía brasileña sean al alza	12 meses
México	Febrero 2019	Jul 2019	Alta	Los riesgos para la economía mexicana se han incrementado ante nuevos choques adversos que se han añadido durante el año. Por esta razón, vemos el crecimiento en 2019 en 0.8% anual (1.5% previamente)  La inflación se mantendrá contenida en el rango objetivo del banco central	6 meses

## Política monetaria

Región	Fecha	Actualización	Nivel de convicción	Estimado	Horizonte del estimado
EEUU	Enero 2019	Julio 2019	Alta	El Fed reducirá la tasa de referencia en 25pb en julio de 2019	6 meses
Eurozona	Febrero 2019	Julio 2019	Alta	El ECB tomará medidas de relajación monetaria en septiembre	6 meses
Reino Unido	Febrero 2019		Alta	Las decisiones del BoE estarán sujetas a los efectos que tenga sobre el escenario el difícil proceso del <i>Brexit</i>	12 meses
China	Marzo 2017		Alta	La política monetaria se ajustará para acomodar los choques provocados por las medidas proteccionistas de EE.UU.	12 meses
Brasil	Febrero 2019		Alta	Consideramos que el banco central tendrá cautela ante el escenario incierto hacia delante y podría mantener sin cambios la tasa lo que resta del año.	12 meses
México	Febrero 2019	Mayo 2019	Alta	Ante la debilidad del crecimiento y dado que la inflación se mantendrá dentro del rango objetivo de Banxico, consideramos que la autoridad monetaria podría iniciar un ciclo de baja en noviembre	12 meses

# Consideramos que las condiciones se han vuelto más favorables para un relajamiento monetario

**Delia Paredes**

Director Ejecutivo Análisis Económico  
delia.paredes@banorte.com

**Juan Carlos Alderete, CFA**

Economista Senior, México  
juan.alderete.maca@banorte.com

**Francisco Flores**

Economista, México  
francisco.flores.serrano@banorte.com

**Condiciones más favorables para una baja de tasas.** El próximo 15 de agosto, Banco de México dará a conocer su decisión de política monetaria. Nuestra expectativa sigue siendo de que mantendrá la tasa de referencia sin cambios y que no será sino hasta la reunión de noviembre en que anunciará un recorte de 25pb a la tasa de referencia para ubicarla en 8%. No obstante, pensamos que las condiciones, tanto externas como internas, apoyan con más fuerza la posibilidad de que la tasa de referencia baje antes de lo que estimamos. En el frente global, el factor más relevante es el sesgo más acomodaticio que han mostrado los bancos centrales tanto en países avanzados como emergentes, destacando al Fed, que esperamos que recorte su tasa de referencia en 25pb en su reunión de finales de julio. A nivel local vemos dos catalizadores: (1) El debilitamiento de la actividad económica, que nos llevó a reducir nuestra expectativa de crecimiento para 2019 de 1.5% a 0.8% (para mayores detalles ver: "México – Actividad económica se desacelera más de lo anticipado" <[pdf](#)>); y (2) la dinámica reciente de inflación ha resultado mejor a lo esperado por el banco central, convergiendo hacia el objetivo de manera más rápida a la anticipada. En este contexto, durante el mes de agosto también se publicará el *Informe Trimestral* por parte de Banxico, en donde se actualizarán los estimados tanto de crecimiento como de inflación. En nuestra opinión, el único obstáculo para el inicio del ciclo de bajas antes de lo anticipado son los riesgos latentes para la estabilidad financiera, en particular aquellos expresados por la Junta de Gobierno en torno a la calificación crediticia del soberano, así como de Pemex, en conjunto con tensiones comerciales con EE.UU., especialmente sobre la ratificación del TMEC, que comentamos en la sección sobre *Estados Unidos*.

**Estimamos que la actividad económica se contrajo 0.5% en términos anuales en 2T19.** A finales del mes de julio, el INEGI publicará su estimado de PIB en el segundo trimestre del año, en donde estamos esperando una contracción de 0.5% en términos anuales, significativamente menor al 1.2% del trimestre previo. Dicha cifra estaría explicada en parte por un efecto de base negativo. No obstante, con cifras ajustadas por estacionalidad, la actividad económica presentaría una contracción de 0.2% t/t, hilando dos trimestres consecutivos en negativo. Este resultado estaría impactado en buena medida por la caída en el sector industrial, que anticipamos fue de 2.9% anual (-0.5% t/t). En el sector servicios, las señales han sido más mixtas. Las ventas al menudeo mostraron cierta fortaleza en los primeros dos meses, aunque las importaciones de bienes de consumo no petroleras, ventas de ANTAD y AMIA sugieren un debilitamiento en junio. Con las actividades gubernamentales también en contracción y previendo una desaceleración en el transporte, esperamos el agregado de servicios en +0.4% (+0.2% t/t). Considerando que el IGAE retrocedió 0.9% en promedio en abril y mayo, este pronóstico del PIB implicaría un avance nulo de este último indicador en junio

# Indicadores económicos recientes de México

INDICADOR	Periodo	Unidad	Observado	Banorte	Consenso	Anterior
<b>Actividad económica</b>						
Producto interno bruto	1T19	%a/a	1.3	1.4	1.3	1.7
Actividad económica (IGAE)	May	%a/a	-0.4	-0.4	-0.8	-1.5
Producción industrial	May	%a/a	-3.4	-1.8	-1.3	-2.8
Producción manufacturera	May	%a/a	0.7	-0.7	1.2	-0.4
Inversión fija bruta	Abr	%a/a	-5.7	-6.5	-5.6	-2.3
<b>Consumo</b>						
Ventas menudeo	May	%a/a	2.8	1.2	1.4	1.6
<b>Empleo</b>						
Creación de empleo formal	Jun	Miles	-14.2	-	-	4.0
Tasa de desempleo	Jun	%	3.5	3.5	3.5	3.5
<b>Inflación</b>						
Total	Jun	%a/a	4.0	4	3.9	4.3
Subyacente	Jun	%a/a	3.9	3.9	-	3.8
<b>Sector Externo</b>						
Balanza comercial	Jun	mmd	2,561	975	398	1,031
Exportaciones	Jun	%a/a	1.2	4.9	-	6.7
Importaciones	Jun	%a/a	-7.8	-0.1	-	0.1

## Principales estimados de la economía mexicana

	2018	2019p	2020p	2018		2019			2020		
				3T	4T	1T	2Tp	3Tp	4Tp	1Tp	2Tp
Producto interno bruto	2.0	<u>0.8</u>	<u>1.4</u>	2.5	1.7	1.3	<u>-0.5</u>	<u>0.8</u>	<u>1.3</u>	<u>1.9</u>	<u>2.3</u>
Desempleo	3.3	<u>3.6</u>	<u>3.7</u>	3.3	3.4	3.4	3.5	<u>3.6</u>	<u>3.7</u>	<u>3.7</u>	<u>3.7</u>
Inflación	4.8	<u>3.5</u>	<u>3.5</u>	5.0	4.8	4.1	3.9	<u>3.6</u>	<u>3.5</u>	<u>3.5</u>	<u>3.5</u>
Tipo de cambio (fin de período)	19.65	<u>20.30</u>	<u>21.30</u>	18.72	19.65	19.43	19.22	<u>19.68</u>	<u>20.30</u>	<u>20.38</u>	<u>19.51</u>
Tasa de referencia (fin de período)	8.25	<u>8.00</u>	<u>7.00</u>	7.75	8.25	8.25	8.25	<u>8.00</u>	<u>8.00</u>	<u>7.75</u>	<u>7.50</u>

Fuente: Bloomberg y Banorte

## Receso del Congreso mientras que los inversionistas dan por hecho un recorte de tasas por parte del Fed

### Delia Paredes

Director Ejecutivo Análisis  
Económico  
delia.paredes@banorte.com

### Katia Goya

Economista Senior, Global  
katia.goya@banorte.com

**Inicia el receso de verano en el Congreso...** Tras llegar a un acuerdo para suspender el techo de endeudamiento y el presupuesto para los próximos dos años -elevando los límites al gasto por 320mmd-, la Cámara de Representantes entra en receso durante el mes de agosto para regresar a principios de septiembre con puntos importantes en la agenda, como es el caso de la ratificación del TMEC. Cabe recordar que, a finales de mayo, la administración envió al Congreso un borrador del acuerdo, lo que marcó el inicio de un período de 30 días para enviar el texto final. No obstante, los demócratas en la Cámara de Representantes -liderados por Nancy Pelosi-, tienen el proceso bloqueado hasta llegar a un acuerdo con la administración de Trump sobre el texto final. Dado que el TMEC fue negociado bajo el llamado *Trade Promotion Authority* (TPA), la única oportunidad para los demócratas de imprimir su huella en el acuerdo es mediante la modificación del borrador previo a la presentación ante el Congreso, en donde ya no podrían realizar ningún cambio al texto.

Seguimos pensando que el acuerdo tiene altas probabilidades de ser ratificado antes de que termine el año. El TMEC cuenta con suficiente apoyo por parte de ambos partidos para poder superar la votación en la Cámara de Representantes, mientras que ningún partido querrá tener esto en su agenda de cara a las elecciones del año que entra. No obstante, pensamos que existen dos riesgos importantes relacionados con este proceso: (1) La amenaza del Presidente Trump de invocar la cláusula de salida del actual TLCAN que, si bien podría cumplir, vemos con muy baja probabilidad que ejecute la salida al final del período de transición de 6 meses y (2) que expire el TPA y, por lo tanto, el acuerdo no estará protegido de ser enmendado, lo que podría extender de manera indefinida su ratificación.

**Mercados a la espera del recorte de tasas del Fed.** El próximo miércoles (31 de julio) el Fed dará a conocer su decisión de política monetaria. Si bien la decisión de baja es ampliamente esperada, la discusión está en la magnitud. Las probabilidades implícitas en los futuros de los *Fed funds* descuentan con un 77% un recorte de 25pb mientras que la probabilidad de una reducción de 50pb es de 23%. En nuestra opinión, el Fed recortará la tasa en 25pb en julio y otros 25pb en 4T19. Los datos del PIB en 2T19 apuntan a una moderación en el ritmo de la actividad económica hacia delante (2.1% vs. 3.1% en 1T19) con el complejo entorno global presionando a la baja la actividad económica, lo que ya se percibe en el sector manufacturero, a lo que hay que añadir que el consumo privado es muy probable que también se modere, a pesar de fundamentales fuertes, como resultado de la reducción del estímulo fiscal. En este contexto, esperamos que el PIB avance a una tasa por debajo de 2% en los próximos trimestres con lo que estimamos una tasa de crecimiento para 2019 en 2.3%. No obstante, las expectativas de inflación se mantienen por debajo del objetivo mientras que es muy posible que la tasa real de los *Fed funds* esté ligeramente por encima de su nivel neutral, por lo que hace sentido una acción preventiva que podría ayudar a retrasar la desaceleración y empujar hacia arriba las expectativas de inflación.

## Indicadores económicos recientes de EE.UU.

INDICADOR	Período	Unidad	Observado	Banorte	Consenso	Anterior
<b>Actividad económica</b>						
Producto interno bruto*	2T19	% t/t	2.1	1.9	1.8	3.1
Producción industrial	Jun	% m/m	0.0	0.1	0.1	0.4
Pedidos de bienes duraderos	Jun	% m/m	2.0	--	0.8	-2.3
Ex. transporte	Jun	% m/m	1.2	--	0.3	0.5
ISM manufacturero	Jun	Índice	51.7	50.0	51.0	52.1
ISM no manufacturero	Jun	Índice	55.1	--	56.0	56.9
<b>Consumo</b>						
Gasto consumo real	May	% m/m	0.2	--	0.4	0.2
Ventas menudeo	Jun	% m/m	0.4	--	0.2	0.4
Confianza del consumidor <i>UM</i>	Jul	Índice	98.4	98.0	98.5	98.2
Confianza del consumidor <i>CB</i>	Jun	Índice	121.5	129.0	131.0	131.3
<b>Empleo</b>						
Creación de empleo	Jun	Miles	224	190	160	72
Tasa de desempleo	Jun	%	3.7	3.7	3.6	3.6
<b>Inflación</b>						
Deflactor del <i>PCE</i>	May	% a/a	1.5	--	1.5	1.6
Subyacente	May	% a/a	1.6	--	1.5	1.6
Precios al consumidor <i>CPI</i>	Jun	% a/a	1.6	1.6	1.6	1.8
Subyacente	Jun	% a/a	2.1	2.0	2.0	2.0
Precios productor	Jun	% a/a	1.7	--	1.6	1.8
Subyacente	Jun	% a/a	2.3	--	2.1	2.3
Importación	Jun	% a/a	-2.0	--	-2.1	-1.1
<b>Sector Externo</b>						
Balanza comercial	May	mmd	-55.5	--	-54.0	-51.2
<b>Sector Residencial</b>						
Inicios de construcción	Jun	Miles	1,253	--	1,260	1,265
Permisos de construcción	Jun	Miles	1,232	--	1,300	1,299
Ventas de casas existentes	Jun	Millones	5.27	--	5.32	5.36
Ventas de casas nuevas	Jun	Miles	646	--	658	604
Índice S&P/Case-Shiller	Abr	% a/a	2.5	--	2.5	2.6

## Principales estimados de la economía de EE.UU.

				2018		2019			2020		
	2018	2019p	2020p	3T	4T	1T	2Tp	3Tp	4Tp	1Tp	2Tp
Producto interno bruto	2.9	<u>2.3</u>	<u>1.8</u>	3.0	3.1	3.2	2.3	<u>2.0</u>	<u>2.1</u>	<u>1.8</u>	<u>1.8</u>
Desempleo	3.9	<u>3.7</u>	<u>3.8</u>	3.7	3.9	3.8	3.7	<u>3.7</u>	<u>3.7</u>	<u>3.7</u>	<u>3.8</u>
Deflactor subyacente del PCE	1.7	<u>2.0</u>	<u>2.1</u>	2.0	1.9	1.6	<u>1.6</u>	<u>2.0</u>	<u>2.0</u>	<u>2.1</u>	<u>2.1</u>
Tasa <i>Fed funds</i>	2.375	<u>2.375</u>	<u>2.375</u>	2.125	2.375	2.375	2.375	<u>2.125</u>	<u>1.875</u>	<u>1.875</u>	<u>1.875</u>

Fuente: Bloomberg y Banorte



# Eurozona y Reino Unido

Estimamos que la economía europea se expandió 1.0% anual en 2T19

## Delia Paredes

Director Ejecutivo Análisis Económico  
delia.paredes@banorte.com

## Katia Goya

Economista Senior, Global  
katia.goya@banorte.com

**Moderación marginal de la actividad económica en la Eurozona.** Los datos de actividad económica en el segundo trimestre del año sugieren que los efectos de choques adversos que tuvieron lugar a finales del año pasado, que se pensaba que tendrían un efecto temporal en algunas regiones, como es el caso de Alemania, siguen teniendo un impacto negativo sobre la actividad económica. A esto hay que añadir que las perspectivas de crecimiento a nivel global, en particular de China, se han venido revisando a la baja. En este contexto, esperamos un crecimiento de apenas 1.0% anual, ante la debilidad observada por la producción industrial que en lo que va del trimestre se ha contraído 0.3% anual explicado por una caída de 3% en Alemania, lo que ha sido compensado por la recuperación observada en Francia (+2.6% anual en abril-mayo en promedio) y en España. No obstante, el sector servicios mantiene su dinamismo con el índice PMI promedio para el sector pasando de 52.4pts en el trimestre anterior a 53.1pts en 2T19. Este dato implica una expansión de 0.2% t/t, ligeramente menor al 0.4% observado en el primer trimestre del año.

**La debilidad de la actividad económica justifica un tono más dovish por parte del ECB quien tomará medidas de estímulo en septiembre.** Como era ampliamente esperado, en julio el ECB puso sobre la mesa todas las posibles opciones para implementar un mayor estímulo monetario. En su comunicado, la autoridad monetaria europea: (1) Hizo cambios en el *forward guidance* considerando que el consejo ahora espera que “...las tasas se mantengan en los niveles actuales o en niveles inferiores al menos hasta el primer semestre de 2020...”; (2) se dijo listo para actuar si la perspectiva de inflación de mediano continúa por debajo del objetivo; (3) enfatizó que está preparado para ajustar todos sus instrumentos de política monetaria, i.e. reforzar el *forward guidance*; cambios en la composición y el tamaño de su balance (programa de compra de activos), otras medidas de mitigación como el diseño de un sistema de tramos para la remuneración de reservas.

**España sigue sin poder formar gobierno.** Las elecciones del pasado 28 de abril dieron la victoria del Partido Socialista Obrero Español (PSOE), aunque requieren de una coalición con otros partidos para formar gobierno. Tras dos votaciones en la penúltima semana de julio, Pedro Sánchez, líder del PSOE, no consiguió la mayoría necesaria para ello, lo que abre ahora un período de dos meses de negociaciones o la oportunidad de volver a llamar a elecciones generales. Esta estrategia tiene altas posibilidades dada la popularidad que tiene el PSOE y los resultados favorables que se vieron en el último proceso.

En nuestra opinión, esta situación tendrá un impacto limitado en la actividad económica y el sentimiento en general. El presupuesto fiscal vigente sigue siendo el aprobado por el gobierno de Mariano Rajoy, mismo que además goza del visto bueno de Bruselas. Recordemos que precisamente Pedro Sánchez tuvo que llamar a elecciones tras no poder aprobar su propuesta de presupuesto. Adicionalmente, la economía española mantiene un buen dinamismo, con crecimiento de alrededor de 2.4% anual, por encima del promedio de la Eurozona, apoyado, entre otros, por la posibilidad de mayor estímulo monetario por parte del ECB.

## Indicadores económicos recientes de la Eurozona

INDICADOR	Período	Unidad	Observado	Banorte	Consenso	Anterior
<b>Actividad económica</b>						
Producto interno bruto	1T19	% t/t	0.4	0.3	0.4	0.2
PMI compuesto	Jul	índice	51.5	--	52.2	52.2
Producción industrial	May	% m/m	0.9	--	0.2	-0.4
<b>Consumo</b>						
Ventas menudeo	May	% m/m	-0.3	0.3	0.3	-0.1
Confianza del consumidor	Jul	índice	-6.6	-6.6	-6.6	-7.2
<b>Empleo</b>						
Tasa de desempleo	May	%	7.5	7.8	7.6	7.6
<b>Inflación</b>						
HICP	Jun	% a/a	1.3	--	1.2	1.2
<b>Sector Externo</b>						
Balanza comercial	May	mme	20.2	--	17.8	15.7
<b>Política Monetaria</b>						
Tasa de referencia ECB	Jun	%	-0.4	-0.4	--	-0.4

## Principales estimados de la economía de la Eurozona

	2018	2019p	2020p	2018		2019				2020	
				3T	4T	1Tp	2Tp	3Tp	4Tp	1Tp	2Tp
Producto interno bruto	1.8	<u>1.5</u>	<u>1.7</u>	1.6	1.1	1.2	<u>1.0</u>	<u>1.3</u>	<u>1.5</u>	<u>1.4</u>	<u>1.4</u>
Tasa de desempleo	8.2	<u>7.9</u>	<u>7.7</u>	8.0	7.9	7.7	<u>7.6</u>	<u>7.7</u>	<u>7.6</u>	<u>7.5</u>	<u>7.5</u>
Inflación	1.8	<u>1.4</u>	<u>1.5</u>	2.1	1.9	1.4	1.4	<u>1.2</u>	<u>1.3</u>	<u>1.5</u>	<u>1.4</u>
Tipo de cambio EUR/USD	1.15	<u>1.19</u>	<u>1.23</u>	1.16	1.15	1.12	1.14	<u>1.13</u>	<u>1.15</u>	<u>1.16</u>	<u>1.17</u>
Tasa de referencia	0.00	<u>0.00</u>	<u>0.00</u>	0.00	0.00	0.00	0.00	<u>0.00</u>	<u>0.00</u>	<u>0.10</u>	<u>0.10</u>

Fuente: Bloomberg y Banorte

## Segundo voto de la reforma de pensiones en el Congreso

**Delia Paredes**

Director Ejecutivo Análisis  
Económico  
delia.paredes@banorte.com

**Katia Goya**

Economista Senior, Global  
katia.goya@banorte.com

**El panorama en Brasil continúa centrado en la reforma de pensiones.** Los riesgos para la sustentabilidad fiscal de este país continúan siendo elevados, ya que ésta depende de la aprobación de una controvertida reforma al sistema de pensiones. El pasado 11 de julio, la Cámara Baja en el Congreso concluyó la primera ronda de votaciones en torno a dicha reforma, la cual pasó con un amplio margen (379-131) mientras que una segunda ronda de votaciones tendrá lugar el próximo 6 de agosto, para luego pasar al Senado para otras dos rondas de votación -que probablemente tendrán lugar en septiembre-, en donde se requieren el 60% de los votos para ser aprobada, ya que se trata de un cambio constitucional. Cabe mencionar que la propuesta original del gobierno fue enmendada, reduciendo los ahorros fiscales de la reforma de los 1,236mm de reales propuestos por el gobierno a solamente entre 864-884mm en un horizonte de 10 años. Entre otros cambios se encuentra: (1) Una reducción al período mínimo de contribución para el retiro de 20 a 15 años para las mujeres; (2) una reducción también para el caso de los hombres, aunque sin cambios en la forma en que se calculan los beneficios; (3) la reducción de la edad de jubilación para la policía federal (53 años para los hombres y 52 años para las mujeres vs. la propuesta de 55 años); (4) la reducción de la edad de jubilación para los maestros que ya están en la fuerza laboral; y (5) se garantizan beneficios equivalentes a por lo menos un salario mínimo para aquéllos que no tengan una fuente formal de ingreso.

**Con esto en mente, esperamos que el Copom recorte la tasa Selic el próximo 31 de julio.** En nuestra opinión, el último comunicado de política monetaria resultó menos *dovish* de lo esperado con la autoridad monetaria señalando como riesgos a su escenario -que incluye una gradual recuperación de la actividad económica, sin presiones importantes de inflación-, la holgura en la economía, que podría llevar a que la trayectoria inflacionaria resulte por debajo de lo esperado; (2) el retraso en las reformas estructurales, que podría afectar las primas de riesgos, presionando la inflación al alza; y (3) un deterioro de las perspectivas para economías emergentes en general.

En este contexto, desde su última reunión, las perspectivas de crecimiento de la economía global se han deteriorado con la tasa de crecimiento en 2T19 estimada en 0.8% anual mientras que la inflación muestra una tendencia de moderación dentro del rango objetivo del banco central. A esto habría que añadir el tono más *dovish* de los principales bancos centrales alrededor del mundo y que, si bien todavía puede ser que se presenten cambios en la reforma de pensiones, es muy probable que avance y sea finalmente aprobada. En este contexto, esperamos un recorte de 25pb en la tasa Selic para la reunión del próximo 31 de julio.

## Indicadores económicos recientes de Brasil

INDICADOR	Período	Unidad	Observado	Banorte	Consenso	Anterior
<b>Actividad económica</b>						
Producto interno bruto	1T19	% t/t	0.5	0.8	0.5	1.1
Actividad económica	May	índice	4.4	--	4.4	-0.5
Producción industrial	May	% m/m	7.1	--	6.9	-3.9
<b>Consumo</b>						
Ventas menudeo	May	% m/m	1.0	--	1.3	1.8
<b>Empleo</b>						
Creación de empleo	Jun	Miles	48.4	--	29.5	32.1
Tasa de desempleo	May	%	12.3	--	12.3	12.5
<b>Inflación</b>						
IPCA	Jun	% a/a	3.37	--	3.33	4.66
<b>Sector Externo</b>						
Balanza comercial	Jun	mmd	5.02	--	5.40	6.42

## Principales estimados de la economía de Brasil

	2018	2019p	2020p	2018		2019		2020			
				3T	4T	1Tp	2Tp	3Tp	4Tp	1Tp	2Tp
Producto interno bruto	1.1	<u>1.0</u>	<u>2.2</u>	1.3	1.1	0.5	<u>0.8</u>	<u>1.0</u>	<u>1.7</u>	<u>2.1</u>	<u>2.3</u>
Tasa de desempleo	12.3	<u>11.9</u>	<u>11.0</u>	12.1	11.6	12.4	12.4	<u>11.5</u>	<u>11.1</u>	<u>11.9</u>	<u>11.3</u>
Inflación	3.7	<u>4.0</u>	<u>3.9</u>	4.5	3.8	4.6	3.4	<u>3.3</u>	<u>4.0</u>	<u>3.7</u>	<u>3.7</u>
Tasa de referencia	6.50	<u>6.00</u>	<u>6.00</u>	6.50	6.50	6.50	6.50	<u>6.25</u>	<u>6.00</u>	<u>6.00</u>	<u>6.00</u>

Fuente: Bloomberg y Banorte

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Marissa Garza Ostos, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Leslie Thalía Orozco Vélez, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

### Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

### Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

*Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.*

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

### Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

### Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

## Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

## Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	<b>Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.</b>
MANTENER	<b>Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.</b>
VENTA	<b>Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.</b>

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

### Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V, ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

**La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V**

**Directorio de Análisis**

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

**Análisis Económico**

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Katía Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector Economía Nacional	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco José Flores Serrano	Gerente Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

**Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio**

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698

**Análisis Bursátil**

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

**Análisis Deuda Corporativa**

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.a.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248

**Banca Mayorista**

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454