

Perspectivas Económicas 2018:

Vigoroso crecimiento económico global no exento de algunos riesgos en el horizonte

5 de enero de 2018

www.banorte.com
www.ixe.com.mx
@analisis_fundam

Perspectivas Económicas 2018

Gabriel Casillas

Director General Adjunto
Análisis Económico
gabriel.casillas@banorte.com

Delia Paredes

Director Ejecutivo Análisis Económico
delia.paredes@banorte.com

Escenario México

Alejandro Cervantes

Economista Senior, México
alejandro.cervantes@banorte.com

Francisco Flores Serrano

Economista, México
francisco.flores@banorte.com

Escenario internacional

Katía Goya

Economista Senior, Global
katia.goya@banorte.com

Juan Carlos García

Economista, Global
juan.garcia.viejo@banorte.com

- Consideramos que el 2018 será un año definido por tres características principalmente:
 - (1) Volverá a ser un año de expansión a nivel global; en un contexto en el que
 - (2) Las economías avanzadas revertirán el exceso de liquidez de los bancos centrales; y
 - (3) Las decisiones de inversión tendrán que tomar en cuenta la relacionada con eventos de riesgo geopolítico
- La economía mexicana en 2018: Crecimiento de 2.5% a pesar de retos importantes en el escenario
- En este sentido, en nuestro escenario base esperamos que:
 - (1) La reforma fiscal en EE.UU. tenga un impacto limitado sobre la economía mexicana, aunque limitará la ventaja fiscal de México;
 - (2) El TLCAN prevalezca, aunque la negociación podría extenderse; y
 - (3) El proceso electoral no será disruptivo
- Escenario macroeconómico de México: A la espera de la renegociación del TLCAN
- Escenario macroeconómico de EE.UU.: La aprobación de la reforma fiscal no tendrá un impacto tan pronunciado sobre el marco macroeconómico en el 2018
- Escenario macroeconómico de la Eurozona: El crecimiento económico seguirá siendo robusto
- Escenario macroeconómico de Reino Unido: 2018 debe ser un año con importantes avances en el proceso del *Brexit*
- Escenario macroeconómico de Brasil: Año electoral vendrá acompañado de recuperación económica
- Escenario macroeconómico de China: La estabilidad macroeconómica prevalecerá



Perspectivas Económicas 2018

Vigoroso crecimiento económico global no exento de algunos riesgos en el horizonte

Escenario Global: Crecimiento vigoroso, retiro del estímulo monetario y riesgos geopolíticos

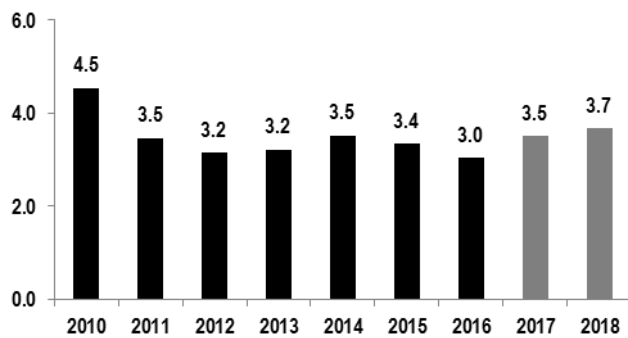
En nuestra opinión, el 2018 será un año definido por tres características principalmente: (1) Volverá a ser un año de expansión a nivel global; en un contexto en el que (2) las economías avanzadas revertirán el exceso de liquidez de los bancos centrales; y (3) las decisiones de inversión tendrán que tomar en cuenta la relacionada con eventos de riesgo geopolítico.

Consideramos que la reforma fiscal en EE.UU., así como el esfuerzo reformador en China y la salida de algunas economías de ciclos de crecimiento lento o de recesión (como es el caso de Brasil) impulsarán el crecimiento global en 2018.

En este contexto, cabe mencionar que la economía global crecerá a una tasa de alrededor de 3.7%, según nuestros estimados, ligeramente superior a lo que probablemente haya crecido en 2017 (ver gráfico abajo a la derecha). Anticipamos que las economías avanzadas podrán sostener tasas de crecimiento más sólidas y que los países emergentes observarán tasas de crecimiento ligeramente más altas que el año pasado. En nuestra opinión, las dos fuentes de crecimiento adicional a nivel global serán el impulso que podría llegar a otorgar la recién aprobada reforma fiscal en EE.UU., así como las reformas económicas que pueda continuar impulsando el presidente chino Xi Jinping, con su renovado liderazgo al haber sido ratificado para permanecer en el poder otro quinquenio más. En los emergentes, la salida de algunas economías de ciclos de crecimiento lento o inclusive de episodios fuertes de recesión (Brasil, por ejemplo) ayudará también a impulsar el crecimiento global.

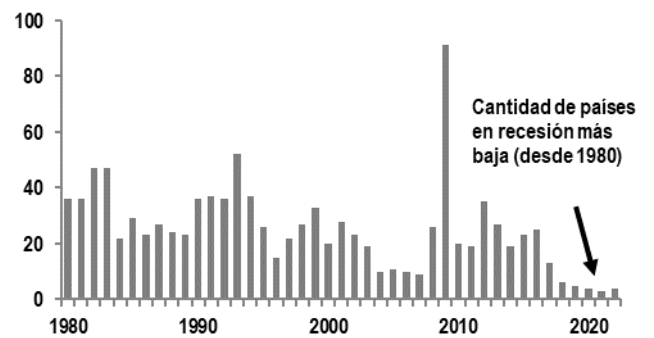
Cabe resaltar que el año pasado el Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó al alza sus pronósticos de crecimiento del PIB en dos ocasiones, hecho inédito desde la crisis económico-financiera global de 2008-2009. Adicionalmente, cabe señalar que nos encontramos en el mejor momento económico desde la década de los ochenta con solamente cuatro países en recesión económica vs. el promedio de 25-30 países en recesión en los últimos treinta años. Este número ha llegado a ser inclusive de hasta 91 países, justamente durante la crisis de 2008-2009.

Estimados de crecimiento global
% var. anual



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Número de países en recesión



Fuente: FMI

Con estos estimados, la economía global estaría entrando en su octavo año de expansión vs. el promedio de cinco años que muestran normalmente las fases de expansión de los ciclos económicos desde los años ochenta. Adicionalmente, los mercados financieros también llevan una racha alcista "anormal", a la luz de lo que ha ocurrido en los últimos casi cuarenta años. El índice bursátil S&P 500 de Estados Unidos actualmente lleva 106 meses con tendencia primaria positiva y un crecimiento en el valor de mercado de más de 250%, mientras que las dos rachas anteriores que observaron tendencia primaria positiva tuvieron una duración de 58 meses —con un incremento de 191%—, de 1994 a 1999 y de 56 meses —con un incremento de 83%—, de 2003 a 2007. Casi por simple estadística deberíamos de estar pronosticando una crisis, una recesión o al menos una fase de contracción.

Si bien dado que la economía global estaría entrando en su octavo año consecutivo de expansión en 2018, en nuestra opinión, todavía no es momento de pronosticar una recesión o una fase de contracción.

No obstante, no hacemos esto por cuatro factores que no habían estado presentes en fases de expansión anteriores: (1) políticas monetarias ultra-laxas, que apenas están empezando a ser retiradas; (2) riesgos geopolíticos generados en países avanzados (e.g. Trump, Brexit, entre otros); (3) el cambio tecnológico. Si bien este último factor ha estado presente a lo largo de la historia del mundo, la velocidad con que el cambio está teniendo lugar en estos momentos es sorprendente, redundando en que los márgenes de las empresas han continuado su expansión y los buenos números de utilidad han propiciado que los múltiplos precio-utilidad no crezcan tanto, a pesar del fuerte crecimiento en los precios de las emisoras. Finalmente, (4) a nivel macroeconómico, no hemos estado en mejor momento económico desde 1980, como ya comentamos.

Retiro de las medidas extraordinarias de política monetaria aplicadas durante la crisis

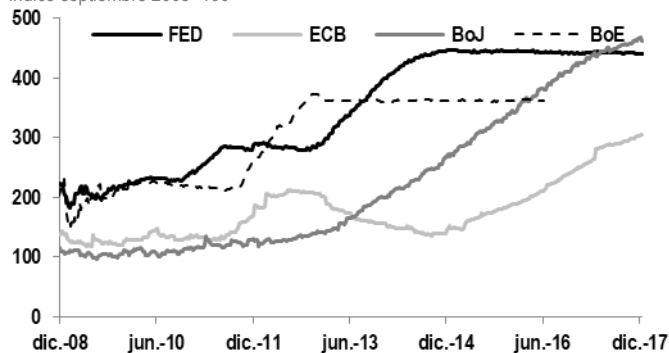
Los bancos centrales de economías avanzadas ya han iniciado o están a punto de iniciar la normalización de sus políticas monetarias ultra-laxas que instrumentaron a raíz de la crisis económico-financiera global de 2008-2009. El primer paso ha sido, por lo menos en lo que respecta al Fed en EE.UU. y al BoE en el Reino Unido, dejar de expandir el balance, lo que se conoce como *tapering*. Tras esta primera fase, estos dos bancos centrales han empezado a subir tasas de interés. En nuestra opinión, quedan todavía dos procesos: (1) Llevar las tasas de interés a su nivel de largo plazo o neutral, es decir, aquel nivel en el que no se considere que se está estimulando ni restringiendo la economía -cabe mencionar que existe un amplio debate al interior de los bancos centrales sobre cuál es este nivel tras la crisis-; y (2) reducir el balance, proceso que el Fed inició en octubre de 2017. En el caso del Banco Central Europeo (ECB), el año pasado anunció el inicio del *tapering* en 2018, una vez superada la crisis económica de la Eurozona, aunque sigue afirmando que las tasas se quedarán bajas por un período extendido de tiempo.

El proceso de normalización de las políticas monetarias conlleva tres etapas: (1) Dejar de expandir el balance (tapering); (2) incrementar la tasa de referencia para llevarla a un nivel neutral; y (3) reducción del balance. El Fed ya ha iniciado las tres fases.

Cabe mencionar que el retiro del estímulo masivo se ha llevado a cabo con extrema cautela, con el fin de evitar una disrupción en los mercados financieros internacionales, pero sobre todo por que es un hecho que, a pesar de la recuperación de la actividad económica, la inflación todavía no muestra síntomas de presiones y, de hecho, se mantiene por debajo del objetivo perseguido por los bancos centrales en cuestión. En este contexto, esperamos que el Fed continúe con su proceso de normalización, tanto de las tasas de interés (tres alzas de 25pb cada una para dejar el rango de los *Fed funds* en un nivel de 2.0%-2.25%) como de su balance. Si bien es cierto que existe un debate muy fuerte al interior del Fed sobre la perspectiva inflacionaria, el estímulo que proporcionarán los cambios fiscales aprobados a finales del año pasado, sobre todo considerando que vienen en un momento en el que la economía se ubica en la parte alta de su ciclo, proporcionan argumentos suficientes como para mantener vigilante al FOMC por posibles presiones inflacionarias.

Balance de bancos centrales seleccionados

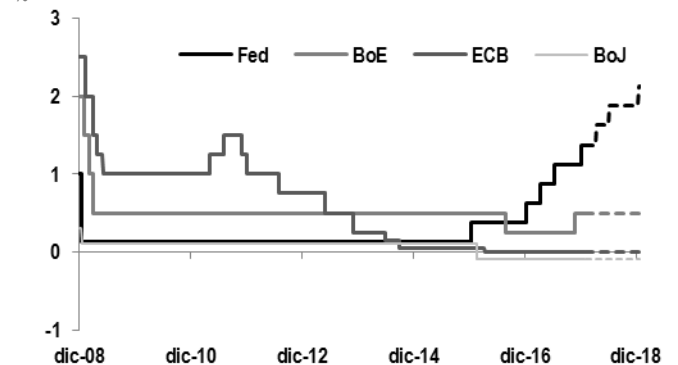
Índice septiembre 2008=100



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Tasas de referencia de bancos centrales seleccionados

%



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Riesgos geopolíticos en economías avanzadas y elecciones en Latinoamérica

El mundo estará muy lejos de quedarse fuera de enfrentar retos geopolíticos relevantes este año ahora se encuentran ubicados en países y regiones que por décadas fueron fuente de estabilidad. Si bien varios de ellos son herencia del pasado (e.g. Corea del Norte, Medio Oriente, Brexit), en el 2018 se acumularán varios más. En Italia se llevarán a cabo comicios generales durante la primera mitad del año, en donde existen varios partidos anti-euro que han ido ganando terreno en la intención de voto de los ciudadanos. Por su parte, Estados Unidos sostendrá elecciones intermedias -en las que se renovará la cámara baja en su totalidad y un tercio del Senado-, en noviembre. En Japón, el Emperador Akihito anunció que planea abdicar en el 2018. Asimismo, habrá elecciones presidenciales y de otros cargos importantes de elección popular en varios países emergentes, particularmente en Colombia (marzo y mayo), México (julio), Brasil (octubre) y Venezuela (octubre) y en Cuba se retirará el presidente Raúl Castro.

Calendario de elecciones 2018

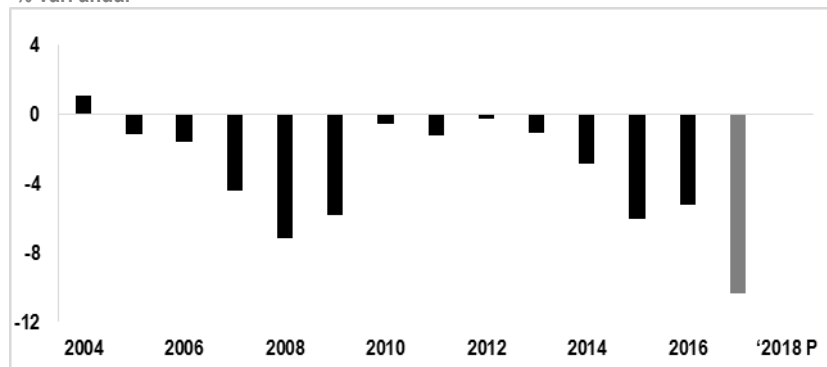
País	Tipo de elección	Fecha
República Checa	Presidencial	ene-18
Egipto	Presidencial	feb-may 18
Italia	Presidencial	mar-18
Colombia	Congreso	mar-18
Rusia	Colombia	mar-18
Hungría	Parlamentaria	abr-may 18
Colombia	Presidencial	may-18
México	Presidencial	jul-18
Malasia	Cámara baja	ago-18*
Brasil	Presidencial	oct-18
Venezuela	Presidencial	oct-18
Tailandia	Parlamentaria	nov-18

Fuente: DB, INE, CNN

La economía mexicana en 2018: Crecimiento de 2.5% a pesar de retos importantes en el escenario

Si hay una economía en el mundo que enfrenta retos importantes en 2018, es la mexicana. Esto es por dos motivos: (1) Prevalece el riesgo entorno a la renegociación del TLCAN, que prevemos continuará este año; y (2) las elecciones presidenciales del 1° de julio. No obstante, nuestra previsión de crecimiento es positiva ya que pensamos que la economía se acelerará en 2018 para crecer a una tasa de 2.5%, por encima del 2.1% que tenemos previsto para el año pasado. Esto será posible por tres factores fundamentalmente, adicionales a la dinámica global que ya hemos discutido: (1) La producción petrolera no caerá por primera vez en 12 años. Si bien no abonará a impulsar la tasa de crecimiento per se, al menos no restará, como lo ha venido haciendo desde el 2005; (2) el 2018 es un año electoral, lo que implica que el gasto público que se ejercerá en este año será relevante, sin poner en peligro las finanzas públicas, e impulsando el crecimiento, al menos en el corto plazo; y (3) la instrumentación de la reforma laboral continuará brindando un impulso a la creación de empleo formal, tanto de nuevos empleos, como de formalización de empleos existentes.

Producción petrolera
% var. anual



Fuente: INEGI

Antes de analizar los principales retos de la economía mexicana en 2018, cabe mencionar que uno de los riesgos que existen, en el mediano plazo, para nuestro escenario de crecimiento en México es el impacto que podría tener la reciente reforma fiscal en EE.UU., que pensamos será limitado pero que restará ventaja fiscal a México hacia delante. En particular prevemos los siguientes efectos sobre la economía mexicana: (1) No provocará salida de capitales de carácter financiero debido a que no existe ninguna discrepancia fiscal entre tasas impositivas de México y otros países, incluyendo EE.UU. con un ISR de 21%. En este sentido, muchos tipos de fondos (como los de pensiones) y de activos se encuentran exentos de retención o pago de ISR y los que no están exentos, enfrentan una tasa de retención entre 4.9% y 15% (<21%); (2) no provocará reubicación física de las empresas; pero en el corto plazo (3) sí podrían generar menores ingresos fiscales para SHCP, ante la pérdida de ventaja fiscal vs EE.UU.; y (4) en el mediano plazo podría disminuir los incentivos para invertir en México y probablemente la siguiente administración en México tendría que llevar a cabo una reforma fiscal.

Escenario base: El TLCAN prevalecerá

Nuestros estimados incorporan la idea de que el TLCAN —ya sea modificado o en su versión original— continuará funcionando debido a que el equipo de renegociación de México no se va a levantar de las mesas de negociación, y a pesar de las amenazas, parece ser que el equipo estadounidense tampoco lo hará. Adicionalmente, el sector privado en EE.UU. está llevando a cabo un cabildeo masivo sin precedente con el presidente Trump, algunos miembros de su gabinete y legisladores, con el fin de parar las propuestas estadounidenses que se fundamentan en argumentos políticos, que no necesariamente se acercan a los principios económicos, como los que están utilizando las delegaciones de México y Canadá.

El riesgo que existe en este contexto es que la renegociación del tratado es posible que se extienda más allá de este año, dados los tiempos electorales de ambos países. Una vez que los equipos de negociación lleguen a un acuerdo, se debe dar un período de 90 días para consultas antes de que sea aprobado por los respectivos Congresos en México y en Estados Unidos. Esto implica que, si no hay un resultado después de la ronda de negociación, que se llevará a cabo a finales de enero, será muy difícil que se apruebe antes de las elecciones en México (para más detalles del proceso ver nota: *Renegociación del TLCAN: ¿Qué sigue después de la 4ª ronda?* [<aquí>](#)).



Escenario base: El proceso electoral no será disruptivo

El 1º de julio de este año se llevarán elecciones generales. Cabe resaltar que esta será la elección más grande que haya llevado a cabo México en cuanto a número de cargos de elección popular. No solo se realizará la elección de presidente, así como de 500 diputados federales y 128 senadores, sino que también se elegirán nueve gubernaturas, 1,132 legisladores locales y 1,626 ayuntamientos, sumando 3,406 cargos. Las precampañas iniciaron el 14 de diciembre del año pasado y terminarán el 11 de febrero de este año.

Así, las campañas iniciarán el 30 de marzo y terminarán el 27 de junio. Tres de los grandes temas que estarán presentes en la elección son: (1) Las alianzas; (2) los candidatos independientes; y (3) la corrupción. En el primer caso, las elecciones de los últimos años han demostrado que el electorado mexicano está muy dividido y que la fórmula de las alianzas entre los partidos ha sido relativamente exitosa. En este contexto, el PRI irá en alianza con el *Partido Verde Ecologista de México* (PVEM) y el *Partido Nueva Alianza*; el PAN ha hecho una alianza con el PRD y el partido *Movimiento Ciudadano* mientras que *Morena* irá a la elección en conjunto con el *Partido del Trabajo* (PT) y el partido *Encuentro Social*.

Mientras tanto, esta será la primera elección en la que candidatos independientes tienen la posibilidad de presentarse. Existen 48 candidatos independientes a la presidencia. Cabe mencionar que cada uno de ellos necesita conseguir un total de 866,593 apoyos (firmas) de la ciudadanía distribuidos en por lo menos 17 entidades federativas, que sumen cuando menos el 1% del total en la lista nominal de electores en cada una de ellas para poder tener un registro oficial. Al momento, los candidatos con más posibilidades son Jaime Rodríguez Calderón (con aproximadamente 734,545 firmas) y Margarita Zavala (con 522,475 firmas).

Con respecto a la corrupción, las encuestas muestran que es uno de los temas que más preocupan al electorado y que se perciben como uno de los que obstaculizan el crecimiento del país. No nada más es el hecho de que se cometan actos de corrupción, sino que además en la mayoría de los casos quedan impunes, lo que además mina la confianza en el sistema de justicia. Este será un tema que muy probablemente estará presente en las campañas electorales de 2018.

Escenario base: Tipo de cambio altamente volátil

Los riesgos geopolíticos que hemos comentado -tanto a nivel global, como local-, así como las políticas monetarias de países desarrollados sin duda mantendrán elevados los niveles de volatilidad en los mercados financieros globales. México no será la excepción y es muy probable que esto se observe principalmente en el tipo de cambio peso-dólar. Así, tanto la Comisión de Cambios, como el Banco de México se tendrán que vigilar que el tipo de cambio nominal no diverja significativamente de los niveles que se encuentren más acorde con los fundamentales de nuestro país, sobre todo en ambientes de bajo volumen y poca liquidez y que los movimientos observados no descarrilen la trayectoria de la inflación hacia la convergencia al objetivo de 3%.

Perspectiva México

A la espera de la renegociación del TLCAN

Alejandro Cervantes
Economista Senior, México
alejandro.cervantes@banorte.com

Francisco Flores Serrano
Economista, México
francisco.flores@banorte.com

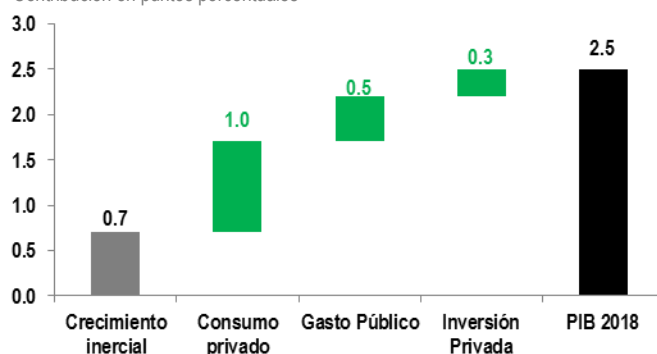
En 2018, México continuará enfrentando un entorno adverso marcado por la incertidumbre en torno al futuro de la relación comercial entre México y EE.UU. y el proceso electoral que se llevará a cabo en nuestro país. No obstante, es probable que el PIB de México podría presentar un crecimiento de 2.5% durante el 2018, ligeramente mayor al incremento de 2.1% que probablemente alcanzará en 2017.

El crecimiento de la economía mexicana en 2018 estará fundamentado por los siguientes factores: (1) Un crecimiento inercial de alrededor de 0.7 puntos porcentuales (pp); (2) un mayor dinamismo de la demanda interna, con lo cual contribuirá con 1 punto porcentuales al crecimiento económico; (3) el mayor dinamismo del gasto público detonado por el proceso electoral de 2018, el cual agregará alrededor de 0.5pp al PIB; y (4) el incremento marginal de la inversión privada, el cual estará limitado por la incertidumbre en torno a los prospectos de crecimiento de la economía mexicana ante el proceso electoral y la renegociación del TLCAN (referirse a la siguiente gráfica).

En 2018, México continuará enfrentando un entorno adverso marcado por la incertidumbre en torno al futuro de la relación comercial entre México y EE.UU. y el proceso electoral que se llevará a cabo en nuestro país.


Fuentes de crecimiento en 2018: EE.UU. permanece en el TLCAN

Contribución en puntos porcentuales



Fuente: Banorte

Crecimiento inercial de un 0.7 puntos porcentuales. Tomando en cuenta la proyección realizada para el último trimestre del 2017, y utilizando la nueva serie del INEGI, el crecimiento inercial de la economía mexicana sería de 0.7 puntos porcentuales. El crecimiento inercial está definido como el crecimiento generado si la economía mexicana tuviera un desempeño similar al del último trimestre del año anterior. Cabe destacar que dicha tasa tiene en cuenta tanto la inercia de la actividad económica, así como los efectos de la base de comparación.




Mayor dinamismo de la demanda interna. Para el 2018, es probable que el mayor dinamismo de la demanda interna agregue alrededor de 1 punto porcentual al crecimiento económico de México. En particular, el consumo privado continuará exhibiendo un mayor dinamismo motivado por los siguientes factores: (i) El crecimiento del mercado laboral formal mexicano propiciado por la reforma laboral; (ii) el dinamismo del crédito otorgado al sector privado no financiero, lo cual continuará apoyando al gasto de los hogares mexicanos; (iii) la inflación se mantendrá alrededor de 4%, lo que probablemente motivará un mayor gasto interno respecto al que se observó en 2017; y (iv) el crecimiento que continuarán registrando las remesas familiares, lo cual apoyará el gasto de los hogares mexicanos que reciben este ingreso.

Incremento en el gasto público impulsará el crecimiento económico. Si bien es probable que la inversión privada registre un menor dinamismo en la primera mitad del año, ésta podría estar compensada parcialmente por el incremento esperado en el gasto gubernamental. En periodos electorales, particularmente presidenciales, las entidades federativas y municipios tienden a incrementar sustancialmente su gasto público. De acuerdo a nuestros estimados, el gasto de los estados se incrementó a partir del cuarto trimestre del 2017 y mantendrá un alto ritmo de crecimiento durante el primer semestre del 2018. De hecho, el gasto público detonado en años electorales ha contribuido en promedio 0.6 puntos porcentuales al crecimiento económico del año electoral.

Con ello, es probable que el gasto de gobierno (consumo gubernamental + inversión pública) alcance un crecimiento de 3.2% durante 2018. Así, el gasto del gobierno contribuiría en 0.5 puntos porcentuales al producto interno bruto.

La inversión privada registrará un crecimiento marginal. El escenario más probable es que en 2018 se llegue a una renegociación exitosa del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). No obstante, en un primer momento, es probable que los participantes del mercado descuenten una mayor probabilidad de que EE.UU. abandone el tratado comercial, lo que se verá reflejado en el comportamiento de la divisa mexicana. En este contexto, la demanda externa –particularmente de EE.UU.– por productos manufactureros mexicanos aumentará tras la depreciación del peso durante el primer semestre del 2018, lo cual tendrá un impacto positivo sobre la producción manufacturera mexicana y, por ende, sobre la economía mexicana. No obstante, la incertidumbre en torno a los prospectos de una renegociación exitosa también se verá reflejada en una menor inversión privada, particularmente durante el primer semestre del año.

Por su parte, el proceso electoral de 2018 posiblemente generará una mayor volatilidad en los mercados locales. En este contexto, es probable que los distintos agentes de la economía pudieran mantenerse cautelosos con respecto al contexto nacional, lo que retrasaría también las decisiones de inversión en México.



Con ello, consideramos que la inversión privada mantendrá una trayectoria descendente durante el primer semestre del año. No obstante, en la medida que la incertidumbre se disipe en torno a los eventos ya descritos, es probable que el gasto privado en inversión repunte tan pronto como en el tercer trimestre del año, con lo cual éste podría agregar alrededor de 0.3 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en 2018.

En un escenario sin TLCAN, la economía mexicana crecería 1.6% anual en 2018. Como se comentó anteriormente, considero que es altamente probable que se logre una renegociación exitosa del TLCAN. El equipo de negociadores de México que encabeza el Secretario de Economía, Ildelfonso Guajardo, se ha destacado por tener una amplia trayectoria en negociaciones comerciales. No obstante, conviene evaluar el posible impacto sobre la economía mexicana que tendría una hipotética salida de EE.UU. del TLCAN. Para este análisis se hará el supuesto para simplificar, por un lado, que la salida de EE.UU. del TLCAN se efectuaría durante el primer trimestre del 2018 y, por otro, que tanto México como EE.UU. permanecerían dentro de la OMC.

Una salida de EE.UU. del TLCAN implicaría que cualquier relación comercial entre ambos países se llevaría a cabo bajo las reglas establecidas por la OMC (Organización Mundial de Comercio o WTO por sus siglas en inglés). Particularmente, las exportaciones e importaciones mexicanas estarían amparadas por el principio de "nación más favorecida". Dicho principio establece que no se puede discriminar a los socios comerciales miembros de este organismo internacional. Así, si se otorga a un país una ventaja comercial (la reducción de un arancel a uno de sus productos) ese beneficio se tiene que extender a los demás miembros comerciales pertenecientes a la OMC.

Al revisar los aranceles bajo el principio de nación más favorecida (NMF) de la OMC se aprecia que el arancel promedio aplicable a las importaciones mexicanas de productos agrícolas es equivalente a 15.2%. Sólo el 19.6% de los productos agrícolas importados por México están exentos de tarifas, mientras que el 41.8% de tales productos son gravados con un arancel superior al 15%. En el caso del maíz –producto en que las importaciones mexicanas provenientes de EE.UU. alcanzaron alrededor de \$US2.6 mil millones en 2016- el arancel promedio bajo dicho principio sería de 4%.

Por su parte, el arancel promedio que pagarían las importaciones norteamericanas de productos agrícolas provenientes de México sería de sólo 5.2%, mientras que alrededor del 30.8% de los productos agrícolas de México hacia EE.UU. no pagarían arancel. De hecho, sólo el 5.2% de los productos agrícolas que Estados Unidos importa están gravados con un arancel superior al 15%.

En el caso de los productos no agropecuarios, México también estaría bien posicionado. De acuerdo con cifras de la OMC, el arancel promedio que pagan las mercancías importadas por México bajo NMF es de 5.7%. El 55.2% de los productos importados por México están libres de arancel, mientras que el 11.2% de las mercancías están grabadas con una tarifa superior a 15%.

Por el contrario, las importaciones no agrícolas que realiza EE.UU. bajo NMF son grabadas con un arancel promedio de sólo 3.2%, mientras que el 48.4% de las mercancías no pagan arancel y sólo el 2.3% de las mercancías importadas por EE.UU. se gravan con un arancel superior al 15%.

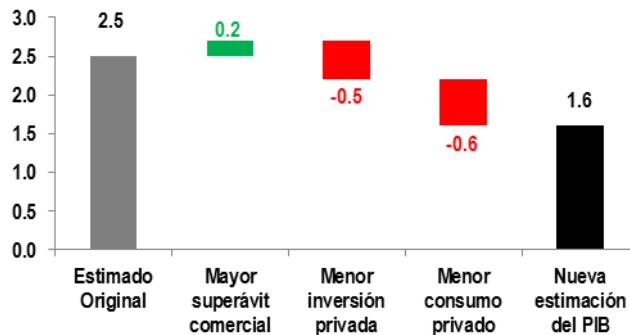
La salida de EE.UU. del TLCAN potencialmente le otorgaría a México una ventaja comercial, ya que los aranceles promedios que pagarían los productos exportados hacia EE.UU. serían significativamente menores que los que se aplicarían a las importaciones mexicanas de productos norteamericanos. Por lo anterior, es muy probable que la terminación del TLCAN no implique una fuerte desviación del comercio exterior mexicano hacia otros países, ya que los aranceles para las exportaciones de nuestro país hacia EE.UU. serían relativamente bajos. No obstante, las exportaciones mexicanas podrían registrar una ligera disminución, mientras que las importaciones mexicanas probablemente exhibirían una mayor caída derivada de los mayores aranceles y de alguna depreciación temporal del tipo de cambio. En ese escenario, el superávit comercial que México tiene con EE.UU. podría incluso ampliarse, y ello podría contribuir con alrededor de 0.2 puntos porcentuales al crecimiento económico de México.

Las principales calificadoras han señalado que un fracaso en la renegociación del TLCAN implicaría una reducción en la calificación crediticia de la deuda soberana de México. Ello podría impactar a la cotización del peso dado el incremento en la prima riesgo-país. Con ello, la salida de EE.UU. del TLCAN afectaría las decisiones de inversión de corto plazo. Se estima que ese efecto en la inversión podría impactar al crecimiento del PIB en 2018 en aproximadamente medio punto porcentual.

Con relación al consumo privado, éste mostraría una fuerte desaceleración derivado del impacto en los precios internos originado por la depreciación temporal del tipo de cambio y por el aumento de los precios de las mercancías importadas de EE.UU. Se estima que este efecto podría restar alrededor de 0.6 puntos porcentuales al crecimiento económico de México.

Fuentes de crecimiento en 2018: EE.UU. abandona el TLCAN

Contribución en puntos porcentuales



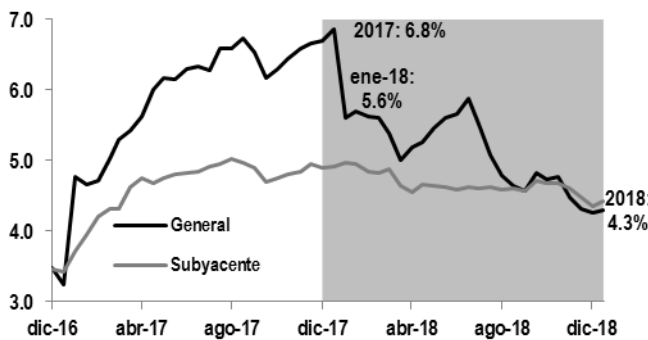
Fuente: Banorte

Mayor crecimiento que en 2017. En conclusión, bajo un escenario muy probable de renegociación exitosa del TLCAN la economía mexicana podría crecer en 2018 alrededor de 2.5%, mientras que bajo el escenario de terminación de dicho acuerdo y considerando sus posibles impactos en el intercambio comercial, los precios y el gasto de consumo e inversión, la expansión del PIB resultaría de 1.6%. En el caso de contar con una renegociación exitosa del TLCAN considero que el proceso electoral tendrá un impacto positivo sobre la inversión pública detonada en las entidades federativas y municipios.

Asimismo, estimo un impacto positivo del dinamismo del consumo privado explicado principalmente por el crecimiento del empleo formal y del crédito otorgado al sector privado. Con ello, el crecimiento de la economía mexicana será mayor al de 2016 y 2017 y con ello se encaminará a crecer más que en el promedio de los últimos veinte años.

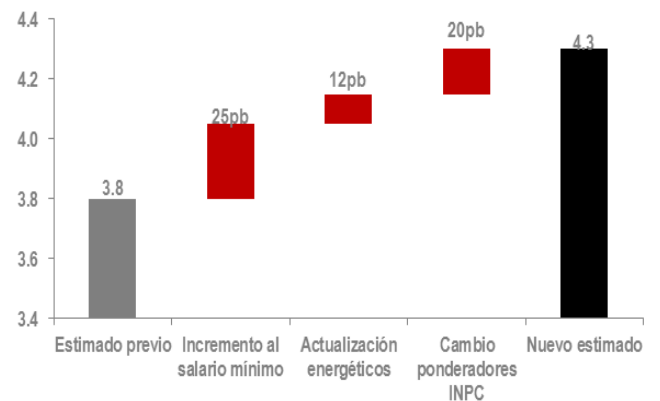
Inflación por arriba del objetivo de Banxico. Tras la elevada inflación observada durante el 2017, la cual fue principalmente influenciada por la liberalización de los precios de los energéticos y el traspaso rezagado de la depreciación del tipo de cambio a precios, esperamos que ésta presente una trayectoria descendente durante 2018, aunque no pensamos que logre ubicarse dentro del rango objetivo del banco central (ver gráfico abajo). Consideramos que los principales factores que afectarán la dinámica de precios durante el próximo año serán: (1) El incremento de 10.4% al salario mínimo; (2) una mayor volatilidad del tipo de cambio; (3) la liberalización de los precios de los energéticos; y (4) el cambio de año base en el INPC.

Estimado de inflación 2018
% var. anual




Fuente: Banorte con datos de INEGI

Modificación a nuestro estimado de inflación 2018
pb



Fuente: Banorte con datos de INEGI

En el primer caso estimamos que a pesar de que el incremento al salario ocurrió el pasado 1° de diciembre, la mayor parte de los efectos de éste se observarán en la primera mitad de 2018. Como mencionamos en la nota "Incremento en el salario mínimo tendrá un impacto marginal sobre la inflación de 2018" aquí>, esperamos que esto añada 25pb a la inflación del 2018, con lo que modificamos nuestro estimado de inflación de 3.8% a 4.1%.



En cuanto al tipo de cambio, éste estará influenciado principalmente por dos factores, la renegociación del TLCAN y la elección presidencial. Con respecto al primer punto, creemos que ésta tendrá una resolución favorable probablemente al cierre del 1T18; sin embargo, al no existir un acuerdo previo a esta fecha se podrían presentar algunos episodios de volatilidad. En cuanto a las elecciones, creemos que la incertidumbre sobre éstas podría llevar al tipo de cambio a su nivel más alto del año en junio, para posteriormente finalizar el año alrededor de 18.60 pesos por dólar.

Por su parte, la liberalización de los energéticos supondrá mayor volatilidad en el INPC, ya que estos precios podrán ser modificados con una alta frecuencia. Adicionalmente, al tener un alto grado de importación tanto de gasolina como de gas, los precios estarán determinados por la referencia internacional, así como por el comportamiento del tipo de cambio.


Finalmente, el cambio de año base al INPC por parte del INEGI también supondrá una actualización a los ponderadores de los bienes y servicios. En particular como mencionamos en nuestra nota “INEGI – Nuevo INPC para agosto de 2018” [aquí](#), esperamos que la mayor incidencia que tendrán los componentes de agropecuarios y alimentos procesados, añadirá mayores presiones inflacionarias.

Considerando estos tres últimos efectos, modificamos nuestro estimado de inflación al cierre del 2018 de 4.1% a 4.3% derivado de: (1) 10pb tras la actualización de nuestros estimados de energéticos y tipo de cambio; y (2) 15bp como resultado de la nueva ponderación del INPC.

Banxico: Esperamos que la tasa de referencia cierre en 7.5%.

Con la llegada del nuevo Gobernador de Banxico –Alejandro Diaz de León– hemos percibido un tono más *hawkish* –i.e. sesgo a implementar una política monetaria más restrictiva– por parte del banco central. En este contexto, esperamos tres incrementos de 25pb en la tasa de referencia durante el primer semestre del año. El primer incremento creemos que se dará en la reunión de política monetaria del 8 de febrero, ya que el banco central señaló en las últimas minutas este nuevo aumento (referirse a nuestro documento: “Minutas Banxico – Señalizando un incremento en febrero” [aquí](#)).

De igual forma, el banco central ha enfatizado en la importancia de mantener la postura monetaria relativa con EE.UU. En este sentido, consideramos que Banxico podría incrementar la tasa de referencia en dos ocasiones adicionales justo después de que el Fed haga lo propio. Si consideramos que el Fed muy probablemente aumente la tasa de referencia en las reuniones del 21 de marzo y 13 de junio, Banxico incrementaría la tasa de referencia justo después del Fed en las reuniones del 12 de abril y el 21 de junio.



Es importante destacar que si bien Banxico ha adoptado una postura monetaria mucho más restrictiva que el Fed, ello se debe al entorno adverso al que se ha enfrentado la economía mexicana. En particular, consideramos que Banxico priorizará la postura monetaria relativa con EE.UU. hasta que varios factores de riesgos, entre los que destacan la incertidumbre en torno a los prospectos de renegociación exitosa del TLCAN, el impacto de la política fiscal de EE.UU. sobre la economía mexicana y el proceso electoral que se llevará a cabo en nuestro país en 2018.

Hacia delante, y en la medida en que se disipe la volatilidad generada por los factores antes mencionados, es probable que el banco central pueda reducir la tasa de referencia en 50pbs durante la segunda mitad de 2018. Aludiendo a este último punto, es importante destacar que la volatilidad en los mercados nacionales ha aumentado en procesos electorales previos. No obstante, consideramos que esta volatilidad se disipará en la medida que el mercado descunte que el resultado de las elecciones será positivo para la economía mexicana.

Principales estimados de la economía de México

	2017p	2018p	2019p
Producto interno bruto	<u>2.1</u>	<u>2.5</u>	<u>1.8</u>
Desempleo	<u>3.5</u>	<u>3.9</u>	<u>4.1</u>
Inflación general	<u>6.8</u>	<u>4.3</u>	3.5
Inflación subyacente	<u>4.9</u>	<u>4.4</u>	3.5

Fuente: Bloomberg y Banorte



Perspectiva Estados Unidos

La aprobación de la reforma fiscal no tendrá un impacto tan pronunciado sobre el marco macroeconómico en el 2018

Katia Goya

Economista Senior, Global
katia.goya@banorte.com

Juan Carlos García

Economista, Global
juan.garcia.viejo@banorte.com

El 2018 estará definido en buena medida por la aprobación del tan esperado plan fiscal. Las implicaciones de dicha reforma son tanto económicas como políticas. En el primer caso, consideramos que el impacto en el crecimiento económico será menor de lo esperado. Sin embargo, podría continuar el alza en las expectativas de inflación que, en conjunto con otros factores, causarían un incremento en la inflación realizada. Mientras tanto, en el ámbito político, la aprobación de la reforma no será necesariamente positiva para el presidente Trump en las elecciones de medio término.

Entre los temas más relevantes de la reforma aprobada destaca la reducción de la tasa impositiva a las utilidades corporativas de 35% a 21% de manera permanente. Con ello, EE.UU. se ubicará cerca del promedio de la tasa corporativa en las economías avanzadas que es de 22.5%. También habrá una reducción de los impuestos a personas, pero será temporal, expirando en el 2025. Se mantendrán 7 *brackets* pero 5 de ellos tendrán reducciones. Las tasas serán de 10%, 12%, 22%, 24%, 32%, 35% y 37%. Vale la pena resaltar que se estima que para 2027, los contribuyentes de ingresos menores a 75 mil dólares de dólares anuales observarán incrementos considerables en su pago de impuestos. Se estima que, en promedio, esta reducción llevará a un incremento en el ingreso personal de 2.2%. Sin embargo, contrasta el incremento de 3.3% para individuos con ingresos superiores a 1 millón de dólares anuales con el alza de sólo 1.6% en el rango de 50 mil a 75 mil dólares anuales. Asimismo, el plan incluye una reestructura del sistema de deducciones. Por su parte, el mandato individual de mantener un seguro de gastos médicos estipulado en el *Obamacare* expirará en 2019, por lo que, a partir de ese año, ya no existirá la penalización por no tener dicho seguro. Se estima que el déficit que se derivará de la reforma será de 1.5 billones de dólares en 10 años.

En nuestra opinión, la aprobación de la reforma no impulsará el crecimiento económico en EE.UU. tanto como se espera, debido a que la economía ya está en pleno empleo. Por lo anterior, anticipamos un crecimiento económico de 2.6% para el año 2018.

Asimismo, consideramos que la aprobación de la reforma fiscal ya causó un pequeño incremento en las expectativas de inflación (tanto en las medidas de mercado como en las encuestas). Estimamos una inflación de 1.8% en el 2018, calculado con el deflactor del PCE, mientras que el índice de precios al consumidor (CPI) podría rondar el 2%. Dado lo anterior, creemos que la aprobación de la reforma fiscal es sin duda uno de los factores que tomará en cuenta el Fed en sus próximas decisiones de política monetaria y mantenemos nuestra expectativa de tres alzas en la tasa de *Fed funds* en el 2018.

En nuestra opinión, la reforma fiscal no tendrá un impacto económico tan pronunciado como se esperaba, debido a que la economía ya está en pleno empleo.

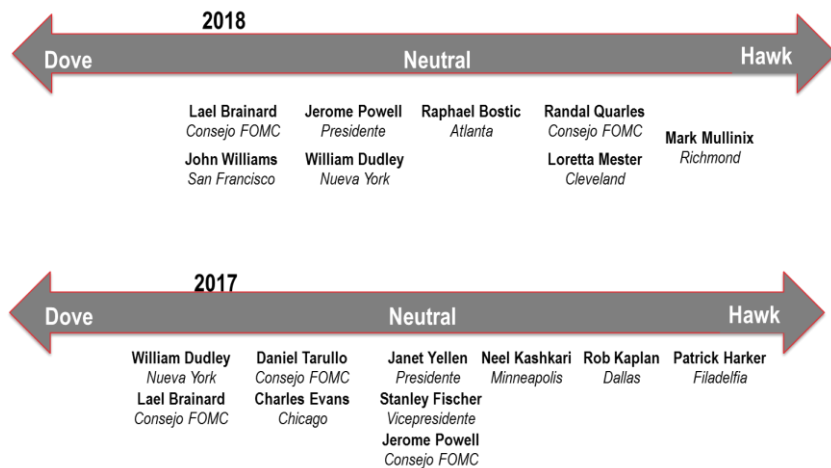
FOMC en modo de esperar y ver la evolución de la inflación. A partir de febrero del 2018, tomará su lugar el nuevo Presidente del Fed, Jerome Powell. Según lo dicho en su comparecencia de confirmación, pretende llevar una línea muy similar a la que ha llevado la actual presidenta, Janet Yellen, lo que implica un sesgo ligeramente *dovish*. Por lo que respecta al balance, consideramos que la reducción continuaría hasta llegar a un monto de alrededor de 3 billones de dólares (actualmente alrededor de 15% del PIB), lo que implica una reducción de más de 1.3 billones de dólares. En cuestión de regulación bancaria, pensamos que Powell tomará una línea favorable a la del propio gobierno, en el sentido de que se buscará reducir los niveles de regulación, aunque manteniendo las reformas centrales que incluyen sólidos niveles de capital y liquidez y pruebas de estrés, entre otros.

El sesgo del FOMC en 2018 es todavía incierto dado que todavía quedan algunas vacantes en el Consejo, además de que hay nuevos miembros dentro de los bancos de Reserva regionales que nunca habían votado. En este contexto, esperamos una actitud de esperar y ver al desarrollo de las variables económicas, particularmente la inflación.

La situación actual dentro del Consejo de Gobernadores del Fed es complicada. Además de la nominación del presidente del FOMC, el año pasado, Stanley Fischer dejó vacante el puesto de vicepresidente, cargo actualmente desempeñado por el presidente del Fed de Nueva York, William Dudley, quien también anunció en octubre que se retirará a mediados de 2018. Adicionalmente, quedan tres vacantes adicionales, ya que una muy probablemente será ocupada por Marvin Goodfriend, el último nominado por Trump. Sin embargo, cabe mencionar que, por lo general, los miembros del Consejo votan en la misma dirección en la que lo hace el presidente. Desde 2005 no se registra una disidencia de algún miembro del Consejo, justamente cuando el huracán Katrina pasó por el estado de Luisiana. En este contexto, toma relevancia la rotación de los presidentes de los Bancos Regionales de la Reserva Federal.

Además de los miembros del Consejo y del presidente del Fed de Nueva York, en 2018, los presidentes de los bancos de la Reserva Federal que tendrán voto serán los siguientes: (1) Loretta Mester, del Fed de Cleveland; (2) Mark Mullinix, del Fed de Richmond; (3) Raphael Bostic, del Fed de Atlanta; y (4) John Williams, del Fed de San Francisco. Esta composición puede resultar marginalmente más *hawkish* que en 2017. Sin embargo, Bostic y Mullinix votarán por primera vez, por lo que aún está por verse el verdadero sesgo que cada uno de ellos tenga.

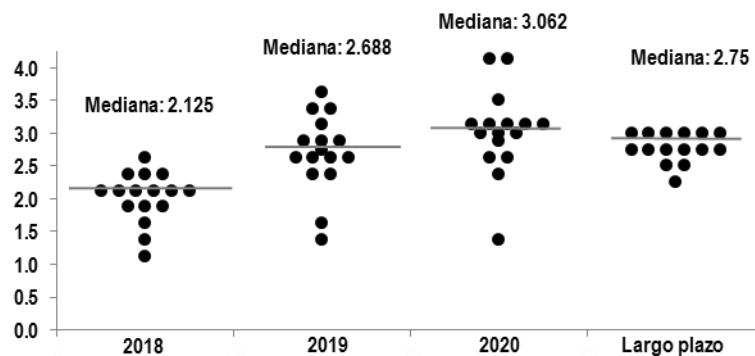
Sesgo de los miembros del FOMC 2018



Fuente: Banorte


Esperamos un ciclo gradual de alza en tasas. Esperamos que el Fed incremente la tasa de referencia en tres ocasiones durante 2018, en línea con lo que se descuenta en el último gráfico de puntos del FOMC (*dot-plot*).

Dot-plot



Fuente: Bloomberg y Banorte

Elecciones de medio término. El próximo 6 de noviembre de 2018 se llevarán a cabo las llamadas elecciones de medio término, en donde los 435 asientos de la Cámara de Representantes en Estados Unidos serán renovados, así como 33 de los 100 que conforman el Senado. Asimismo, hay elecciones en 39 estados. Estos procesos son relevantes porque podrían implicar cambios al balance de poder entre el partido Republicano, actualmente con mayoría en ambas cámaras (52 de 100 en el Senado y 240 de 435 en la Cámara de Representantes), y el Demócrata. Adicionalmente, se ve como una validación a la gestión del presidente en turno, en este caso, Donald Trump.



La aprobación de la reforma no es necesariamente un triunfo para Trump. Si bien la reforma parece ser un triunfo para Trump, según una encuesta levantada por CNN, sólo el 33% de la población apoya la reforma, mientras que el 66% considera que beneficia más a la clase alta que a la clase media y a la clase baja. Lo anterior pone en duda si la aprobación de la reforma es positiva para los republicanos de cara a las elecciones de medio término en noviembre, ya que los recortes a impuestos corporativos no suelen generar mayor popularidad entre los votantes.

Principales estimados de la economía de EE.UU.

	<u>2017p</u>	<u>2018p</u>	<u>2019p</u>
Producto interno bruto	<u>2.2</u>	<u>2.6</u>	<u>2.1</u>
Desempleo	<u>4.1</u>	<u>3.8</u>	<u>3.8</u>
Deflactor PCE	<u>1.7</u>	<u>1.8</u>	<u>1.9</u>
Deflactor subyacente PCE	<u>1.5</u>	<u>1.7</u>	<u>1.8</u>
Tasa <i>Fed funds</i>	<u>1.375</u>	<u>2.125</u>	<u>2.625</u>

Fuente: Bloomberg y Banorte



Perspectiva Eurozona

El crecimiento económico seguirá siendo robusto

Katia Goya

Economista Senior, Global
katia.goya@banorte.com

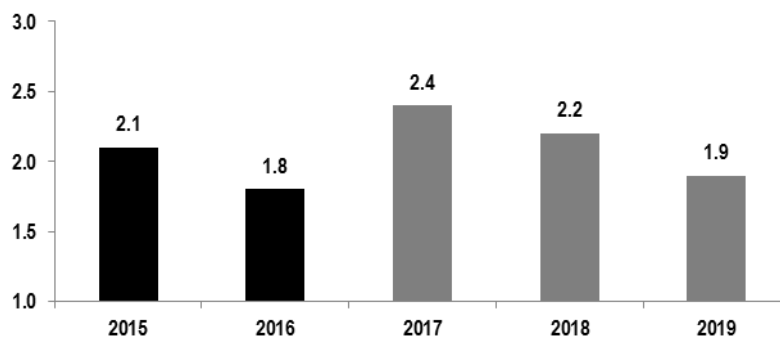
Juan Carlos García

Economista, Global
juan.garcia.viejo@banorte.com

Sólido avance del crecimiento económico. El crecimiento económico durante el 2017 se ha acelerado y esperamos que el avance del PIB en este año sea de 2.4% para mostrar un sólido desempeño de 2.2% en el 2018. El crecimiento del consumo se ha estado beneficiando del desempeño de los ingresos, la caída en la tasa de desempleo y las bajas tasas de interés. Estas últimas han impulsado también la inversión. No obstante, por países, destacamos el caso de España, donde el PIB mostró señales de moderación en 3T17, y esperamos que la crisis en Cataluña se siga reflejando en el avance de la actividad económica, al menos en 4T17. Hacia adelante, la economía española moderará su tasa de crecimiento, luego de una recuperación casi completa de la crisis que atravesó hace unos años. Otra economía a destacar es la de Alemania, donde también podríamos observar un desempeño más moderado por concepto de un menor superávit comercial del observado en 2017, lo cual estaría relacionado con el fortalecimiento del euro.

La economía de la Eurozona se encamina a un año más de crecimiento económico. Mientras tanto, la inflación permanecerá por debajo del objetivo del ECB.

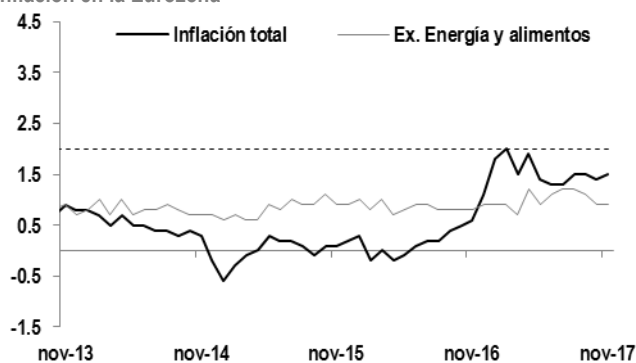
Estimado de crecimiento 2018-2019



Fuente: Eurostat y Banorte

No hay presiones inflacionarias. A pesar del sólido avance de la actividad económica en la región, esto no se ha materializado en mayores presiones inflacionarias y esperamos que tanto el 2017 como el 2018 la inflación se ubique en 1.5%. Por lo pronto, como factores en contra destacamos la apreciación del euro y el modesto incremento salarial, aunque este último podría comenzar a elevarse como respuesta a la caída en la tasa de desempleo. No obstante, vemos un riesgo al alza relacionado con un entorno de mayores precios de energéticos.


Inflación en la Eurozona



Fuente: Eurostat y Banorte

En este entorno, continuará el estímulo por parte de las autoridades monetarias. Recordemos que a partir de enero de 2018 las compras de activos serán de 30mme mensuales hasta finales de septiembre de 2018, desde 60mme mensuales actualmente. Sin embargo, el ECB explicó que las compras se podrían extender más allá si es necesario, y en cualquier caso hasta que se vea un ajuste sostenido en la trayectoria de la inflación consistente con su objetivo de inflación. Asimismo, explicaron que si la perspectiva se deteriora, o si las condiciones financieras se vuelven incompatibles con un mayor progreso hacia el objetivo de inflación, están dispuestos a aumentar el programa en términos de tamaño y / o duración. Nuevamente fueron enfáticos en que no estamos cerca de ver un alza en las tasas de referencia, por lo que consideramos que no habrá un incremento en alguna de las tasas por lo menos hasta la segunda mitad de 2019.

El entorno político en la Eurozona ha resultado menos complejo de lo que se esperaba. A pesar de algunas recientes tensiones políticas en la región como la crisis en Cataluña, el resto de los eventos temidos en el año como las elecciones generales en varios países de la región, resultaron mucho menos caóticos de lo que se temía y la expectativa de que el populismo ganaría terreno en el bloque no se materializó. Sin embargo, destacamos el entorno político alemán, que se ha tornado complicado desde los resultados de la última elección general, en la que Angela Merkel obtuvo la victoria por un margen más estrecho de lo anticipado. Esto obligó a Merkel a buscar un gobierno en coalición. Inicialmente, las negociaciones fueron con el Partido de los Liberal Demócratas (FDP) y Los Verdes. Sin embargo, las posibilidades de lograr una alianza con dichos partidos desaparecieron. Cabe recordar que durante los últimos cuatro años, Merkel formó la "gran coalición" con el Partido Socialdemócrata (SPD), el cual se había estado negando a repetir esta fórmula tras haber sufrido una fuerte derrota electoral. No obstante, la posibilidad de una alianza entre Merkel y el SPD se ha vuelto a abrir. Las pláticas se perfilan hacia uno de los periodos más largos en la historia para poder formar gobierno y en caso de no ser fructíferas, serían las primeras elecciones desde 1946 sin dar como resultado la formación de gobierno.



En el 2018 la atención estará en las elecciones en Italia, lo que generará incertidumbre, aunque limitada. Se llevarán a cabo elecciones generales y hasta ahora algunas encuestas como la *EMG Acqua* muestran que el 25.9% de las intenciones de voto son para el Movimiento 5 Estrellas, el 25.6% para el Partido Democrático, el 14.6% para Forza Italia y 13% para la Liga. Todo apunta a que no se podrá gobernar sin tener una alianza. El temor que existe es que se dé una coalición populista entre el Movimiento 5 Estrellas y la Liga.

Principales estimados de la economía de la Eurozona

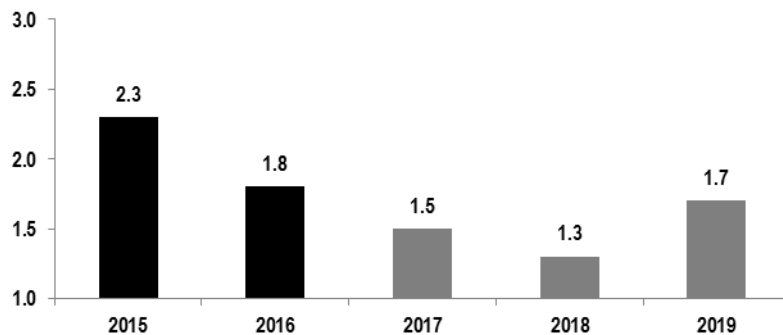
	2017p	2018p	2019p
Producto interno bruto	<u>2.4</u>	<u>2.2</u>	<u>1.9</u>
Desempleo	<u>8.7</u>	<u>8.4</u>	<u>8.0</u>
Inflación	<u>1.5</u>	<u>1.5</u>	<u>1.6</u>
Inflación subyacente	<u>1.0</u>	<u>1.2</u>	<u>1.4</u>
Tasa de depósitos ECB	<u>-0.4</u>	<u>-0.4</u>	<u>-0.2</u>

Fuente: Bloomberg y Banorte

Consideramos que el Reino Unido podría crecer 1.3% en 2018, luego de una tasa de 1.5% en este año. Lo anterior estaría apoyado de manera significativa en el comercio internacional, al tiempo en que la inversión y el consumo mostrarían un crecimiento modesto. Estos dos componentes seguirán resintiendo la incertidumbre proveniente de las negociaciones del *Brexit*. En específico, consideramos que la economía del Reino Unido se encuentra en un periodo altamente complejo y no esperamos que eso cambie de manera radical el próximo año. El avance de los salarios reales dejará de ser negativo, aunque no pensamos que se torne altamente positivo, dado que ya no esperamos una baja adicional en la tasa de desempleo.

Estimado de crecimiento en el Reino Unido

% var. anual



Fuente: ONS y Banorte

La inflación comenzará su larga convergencia al objetivo en 2018, mientras que la política monetaria continuará siendo acomodaticia. Respecto al panorama inflacionario, pensamos que el avance anual podría comenzar su convergencia al 2%, luego de tocar su punto más alto a finales de 2017. En específico, esperamos una tasa de 3% en 2017, de 2.5% en 2018 y de 2.2% en 2019. Lo anterior está fundamentado en una menor depreciación del tipo de cambio y en una brecha de producto que cada vez es más negativa a pesar del buen desempeño del mercado laboral. Por lo anterior, luce difícil que el BoE suba tasas en más de una ocasión durante 2018 y únicamente esperamos un alza en la tasa de referencia de 25pb en la reunión de noviembre del próximo año. Finalmente, en el frente fiscal, la austeridad continuará, aunque no descartamos algunas medidas de apoyo en caso de un choque a la economía.

El proceso del *Brexit* tuvo un buen cierre de año. Después de varios meses de negociaciones fallidas, el Reino Unido llegó a un acuerdo con la Unión Europea en los temas clave de la etapa uno del proceso (la fase del divorcio). Los 27 miembros de la Unión Europea votaron de manera unánime para pasar a la segunda fase, que incluye el tema de las relaciones comerciales. Se espera que las dos partes empiecen a trabajar sobre el acuerdo comercial después de la Cumbre que se celebrará en marzo. Para cumplir con la fecha límite de separación en marzo del 2019, lo ideal sería que la negociación en torno al tema comercial estuviera terminada en octubre para permitir que el Parlamento Europeo y el Reino Unido tengan tiempo de ratificar el acuerdo.

Por su parte, los miembros de la Unión Europea también presentaron las líneas a seguir para una fase de transición a partir del 29 de marzo de 2019, fecha en la que el Reino Unido abandonaría la UE. El miércoles de la próxima semana se darán a conocer más detalles sobre este tema y la votación sobre los lineamientos del periodo de transición está planeada para el 29 de enero.

Pasos a seguir en el proceso del Brexit



Fuente: ONS y Banorte

Principales estimados de la economía del Reino Unido

	2017p	2018p	2019p
Producto interno bruto	1.5	1.3	1.7
Desempleo	4.2	4.3	4.4
Inflación	2.7	2.4	2.1
Tasa de referencia BoE	0.50	0.75	1.25

Fuente: Bloomberg y Banorte

Perspectiva Brasil

Año electoral vendrá acompañado de recuperación económica

Katia Goya

Economista Senior, Global
katia.goya@banorte.com

Juan Carlos García

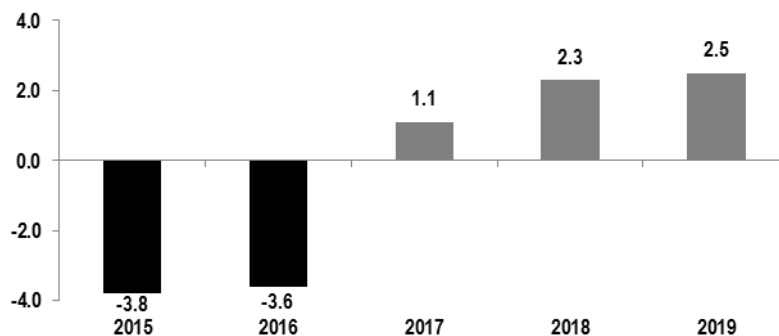
Economista, Global
juan.garcia.viejo@banorte.com

Los fundamentales macroeconómicos están en proceso de mejora. Luego de una crisis de varios años en la primera economía de Latinoamérica, el crecimiento regresó en 2017, de una manera modesta. Pero para 2018 anticipamos un crecimiento de 2.3%. Consideramos que la recuperación de la tasa de desempleo está condicionada a lo que suceda en el frente de la inversión, misma que desde luego dependerá del momento en que se observen los primeros indicios de un alza en el consumo privado. Una parte importante de la recuperación económica está relacionada con las acciones del Banco Central de Brasil que decidió dar una mayor laxitud monetaria por medio de una baja de 725pb en la tasa *Selic* a partir de que se comenzó a observar un movimiento de convergencia de la inflación al objetivo.

El reto de la economía brasileña en 2017 está en: (1) Acelerar el paso de la recuperación económica, (2) fomentar el regreso de la tasa de desempleo a un dígito; (3) generar un crecimiento mayor en el crédito al sector privado; y (4) seguir con el proceso de consolidación fiscal, en buena medida, a través de las reformas estructurales.

Estimado de crecimiento en Brasil

% var. anual



Fuente: Bloomberg y Banorte

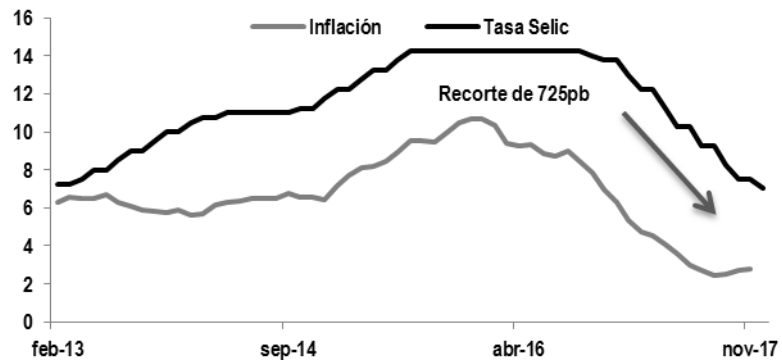
Inflación en el objetivo y política monetaria neutral a finales del año 2018.

En el contexto inflacionario, la comparación anual cerraría el año ligeramente por debajo de 4.5%. En nuestra opinión, la inflación ya no se verá beneficiada el próximo año por la moderación en el alza de los precios administrados y de alimentos, como lo hizo este año, tocando un mínimo de 2.5% y pudiendo finalizar este año en 3.4%. Por lo anterior, el banco central podría ser más cauteloso el próximo año, con un ligero aumento en la tasa de referencia a 7.25%, desde el nivel en el que finalizó 2017 (7%).

La autoridad monetaria ha enfatizado en sus últimas comunicaciones que las condiciones actuales prescriben una política monetaria acomodaticia. Sin embargo, eso podría cambiar en 2018, con un mayor riesgo político, con una recuperación económica moderada y con inflación cerca del objetivo, que podría prescribir una política más neutral. En nuestra opinión, la tasa estructural se ubica entre 7% y 8%, lo que justifica nuestra expectativa del nivel de la tasa *Selic* para fin de año.

Trayectoria de inflación y de la tasa Selic

% var. anual



Fuente: Bloomberg y Banorte

La incertidumbre política será un tema clave para 2018. La crisis política no se ha ido en su totalidad, dado que Michel Temer –el sucesor de Dilma Rousseff- también está involucrado en temas de corrupción. Sin embargo, después de varios intentos, parece ser que no será depuesto y permanecerá en la presidencia hasta que su periodo concluya en diciembre de 2018. Las elecciones están programadas para octubre del próximo año, donde Lula da Silva –quien gobernó desde 2003 hasta 2011- se encuentra adelante en las encuestas. La atención estará ahora en este proceso electoral, lo cual podría generar una nueva oleada de volatilidad, aunque no consideramos que pudiera descarrilar a la economía nuevamente. En nuestra opinión, las decisiones de inversión hacia ese país podrían ser diferidas en cierto sentido, dependiendo del grado de incertidumbre que se forme en este proceso electoral.

Principales estimados de la economía de Brasil

	2017p	2018p	2019p
Producto interno bruto	<u>0.9</u>	<u>2.3</u>	<u>2.5</u>
Desempleo	<u>11.9</u>	<u>11.1</u>	<u>10.6</u>
Inflación	<u>3.5</u>	<u>3.8</u>	<u>4.2</u>
Tasa de referencia BCB	<u>7.00</u>	<u>7.25</u>	<u>8.00</u>

Fuente: Bloomberg y Banorte



Perspectiva China

La estabilidad macroeconómica prevalecerá

Katia Goya

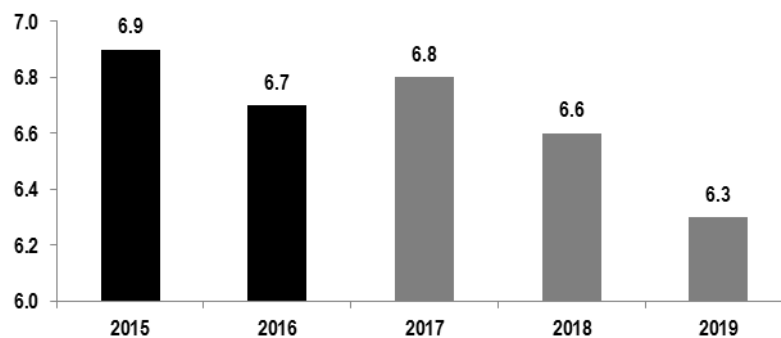
Economista Senior, Global
katia.goya@banorte.com

Juan Carlos García

Economista, Global
juan.garcia.viejo@banorte.com

China ha mantenido un fuerte crecimiento económico. A pesar de todas las dudas sobre el desempeño de la economía china, el crecimiento se ha mantenido cerca pero por debajo de 7%. Sin embargo, en nuestra opinión, continúa la transición a una economía de consumo. Evidencia de lo anterior es el menor avance de la inversión y el robusto incremento del consumo privado. Las cifras económicas de esa nación deben ser tomadas con cierta reserva, pero los datos mensuales parecen ser más precisos en comparación con los principales rubros del PIB. El consumo ha tenido un buen desempeño en los últimos trimestres, mientras que la inversión va a la baja y cada vez tiene menos soporte del Estado. El estímulo fiscal se ha reducido paulatinamente y se ha logrado un esquema de asociaciones con el sector privado, impulsando así algunos proyectos que antes eran únicamente fondeados por el gobierno. En nuestra opinión, el sector privado ha sido la razón por la que la inversión en infraestructura se ha mantenido a flote. Mientras tanto, el escenario para la inversión residencial es de moderación. Por un lado, existe todavía una oferta de inmuebles elevada, lo que indica que la construcción seguirá reduciendo su tasa de crecimiento. Por el otro, las medidas para evitar la compra excesiva de bienes raíces han funcionado (restricción al crédito y prohibición de adquirir una segunda propiedad). Lo anterior ha cumplido con el propósito de desacelerar el incremento en precios.

Estimados de crecimiento de China
% var. anual



Fuente: National Bureau of Statistics of China y Banorte

En 2018 continuará el cambio estructural de la economía de China con un crecimiento apoyado particularmente por la demanda interna. Esperamos un crecimiento en el área de 6.6% anual en 2018.

En 2018 continuará la expansión en China, apoyada por una sólida demanda interna. Consideramos que el consumo seguirá mostrando fortaleza y seguirá siendo el principal catalizador del crecimiento económico, para el que esperamos un avance de 6.6%. Sin embargo, contemplamos una inflación ligeramente más elevada para el próximo año (2.1% vs. 1.6% a finales de este año), como parte de un traslado de mayores precios al productor que hemos observado en los últimos meses. En nuestra opinión, la inflación no impactará de manera significativa al consumo vía poder adquisitivo, aunque es un factor a considerar hacia adelante. Por otro lado, el estímulo fiscal seguirá su rumbo hacia una postura neutral, luego de varios años de soporte. Esto se tornó más claro en la Conferencia Central del Trabajo Económico (*Central Economic Work Conference*), ya que las políticas a implementarse intentarán fomentar una mayor inversión extranjera y una cultura de sustentabilidad, en un entorno económico estable. Esperamos que las deliberaciones tomadas en el Congreso Nacional Popular (National People's Congress) en marzo sean similares. Por lo pronto, en el 19º Congreso del Partido Comunista de China, Xi Jinping no habló de un objetivo preciso para el crecimiento del PIB y lo que dijo es que China construirá una "sociedad moderadamente próspera" para el 2020. En el frente monetario, consideramos que no habrá grandes cambios en la tasa de referencia del PBoC, aunque sí se dará un ligero incremento en las tasas de interés, en línea con la tendencia global. Cabe recordar que el PBoC elevó las tasas de referencia tanto de corto como de mediano plazo en 5pb (tasa a 7 y 28 días y a un año a niveles de 2.5%, 2.8% y 3.25%, respectivamente) durante el mes de diciembre. Este fue el tercer movimiento en el año, sólo que las alzas anunciadas en febrero y marzo fueron de 10pb. El incremento se dio tras el anuncio del Fed de un alza de 25pb en la tasa de *Fed funds* y pensamos que así será durante el 2018. En nuestra opinión, el gran foco de incertidumbre es el crecimiento del crédito, que sigue siendo de más de 10% anual. Particularmente relevante resulta la deuda corporativa, que representa más del 160% del PIB, mientras que el endeudamiento total es de más de 260% del PIB. Finalmente, China mantendrá buenos niveles de comercio internacional, con un alza sólida en exportaciones, pero destacará el alto crecimiento de las importaciones, teniendo en cuenta la buena demanda interna y la demanda por commodities.

Principales estimados de la economía de China

	2017p	2018p	2019p
Producto interno bruto	<u>6.8</u>	<u>6.6</u>	<u>6.3</u>
Desempleo	<u>4.0</u>	<u>4.0</u>	<u>4.1</u>
Inflación	<u>1.6</u>	<u>2.1</u>	<u>2.0</u>
Tasa de referencia PBoC	<u>4.35</u>	<u>4.35</u>	<u>4.35</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, Alejandro Cervantes Llamas, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Gerardo Daniel Valle Trujillo, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer y Francisco José Flores Serrano 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 Ixe 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 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 Ixe, 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	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

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
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katía Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Juan Carlos García Viejo	Gerente Economía Internacional	juan.garcia.viejo@banorte.com	(55) 1670 - 2252
Francisco José Flores Serrano	Analista 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
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector de Estrategia de Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

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
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	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Analista 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

