

Estados Unidos - La economía seguirá creciendo por abajo del potencial en 2017

16 de diciembre 2016

- Los temores de un entorno de fuerte volatilidad e incertidumbre tras el triunfo de Trump no se han materializado
- La expectativa de la implementación de una política fiscal expansiva ya se refleja en la confianza de los consumidores
- El consumo y la inversión avanzarán el próximo año, mientras que las exportaciones se verán afectadas por la fortaleza del dólar y la debilidad de los mercados emergentes
- Estimamos un crecimiento del PIB de 1.9% en el 2017
- En este entorno ya se ve un alza en las expectativas de inflación y esperamos que surjan temores de un incremento en la deuda del gobierno
- Esperamos que el ciclo de alza en tasas por parte del Fed sea gradual, pero esto dependerá también del rumbo de la política fiscal

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

Delia Paredes Mier

Director Ejecutivo Análisis y Estrategia
delia.paredes@banorte.com

Katia Goya

Economista Senior, Global
katia.goya@banorte.com

Juan Carlos García

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

2016: Bajo crecimiento en un entorno de incertidumbre. Después de un crecimiento del PIB de 2.4% en 2014 y de 2.6% en el 2015, esperamos que la economía crezca 1.6% en el 2016. Durante el presente año, el motor principal de crecimiento ha sido el consumo, en un entorno de mejoría del mercado laboral, alza modesta de los salarios, presiones inflacionarias contenidas y bajas tasas de interés con un Fed en pausa. Lo anterior, a pesar de un entorno externo volátil envuelto a principios de año en preocupaciones en torno a China, la votación a favor del *Brexit* en junio y volatilidad derivada de la elección presidencial en Estados Unidos en noviembre. En un contexto de sólido avance del consumo, contrasta la debilidad de la inversión que se ha mantenido deprimida especialmente en los rubros de inversión en equipo y construcción no residencial, afectada entre otras cosas por los bajos precios del petróleo, en medio de un ciclo de inventarios que habrá contribuido de manera negativa al crecimiento del PIB en el año y con una demanda externa cuya contribución en el 2016 será prácticamente nula.

¿Qué esperar en 2017? La incógnita es ahora que podemos esperar para el 2017. Si bien se temía que un triunfo de Donald Trump en la elección presidencial generara altos niveles de incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros, frenando decisiones de consumo e inversión, este escenario no se ha materializado y una de las razones principales parece ser la expectativa de la implementación de una política fiscal expansiva. En un entorno de baja en impuestos y mayor gasto del gobierno, podemos esperar que los consumidores gasten más y las empresas inviertan más. Para éstas últimas, la recuperación del precio del petróleo en el caso de algunos sectores específicos será también un factor muy positivo.

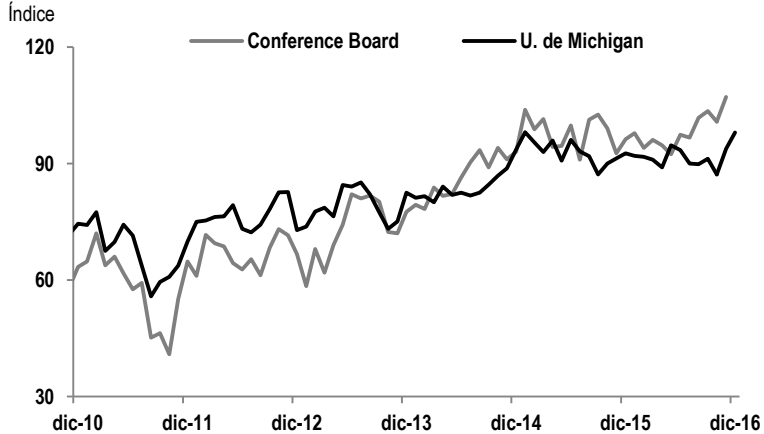
Sin embargo, del lado negativo, esperamos que la fortaleza del dólar y la debilidad de los mercados emergentes afecten las exportaciones, mientras que esperamos que la contribución de los inventarios al crecimiento sea mínima. Lo anterior ubica nuestro estimado de crecimiento para el 2017 en 1.9% y esperamos que el impacto de menores impuestos y mayor gasto gubernamental se sienta de manera más clara en el 2018.

La aprobación del plan fiscal de Trump promete ser una batalla ardua en el Congreso. Lo anterior, debido entre otras cosas a que el Partido Republicano ha argumentado a favor de una reducción en el déficit fiscal mientras que las propuestas de años anteriores ni siquiera incluían grandes recortes a los impuestos. Cabe mencionar que además de los recortes significativos y la simplificación en los impuestos que contempla el plan de Trump, el paquete de estímulo fiscal incluye un programa de gasto en infraestructura de alrededor de 550mmd, así como 150mmd en gasto neto de defensa. Esta negociación podría interferir en otros planes de Trump.

Asimismo, una política fiscal expansiva puede generar preocupación en torno a un alza en los niveles de deuda del gobierno. Incluso se puede empezar a especular sobre una posible baja en la calificación de la deuda soberana. Esto no sería la primera vez que ocurre, cabe recordar que en el 2011, S&P redujo la calificación de AAA a AA+. En este contexto, no se puede descartar que otras calificadoras hicieran un ajuste ubicándose en el mismo nivel que S&P. Adicionalmente, una política fiscal expansiva genera presiones sobre las expectativas de inflación, mismas que ya han empezado a subir.

Una baja en impuestos deriva en un mayor ingreso disponible y mayores niveles de inflación hacia adelante. Si bien la baja en impuestos no necesariamente será inmediata, teniendo que pasar por el Congreso, los consumidores adelantan sus decisiones incorporando este nuevo escenario. De hecho, la expectativa de tener mayores ingresos se ha traducido ya en una mejoría de la confianza de los consumidores. La confianza de los consumidores medida por el *Conference Board* ya ha alcanzado niveles pre-crisis. El índice de confianza subió en noviembre a 107.1pts. Este resultado representa el nivel más alto desde 2007. Cabe mencionar que la mayoría del muestreo se tomó antes de la elección presidencial, pero la porción restante no dio signos de menor confianza. Por su parte, el índice medido por la Universidad de Michigan mostró también un brinco en el último mes del año pasando de 93.8pts a 98pts.

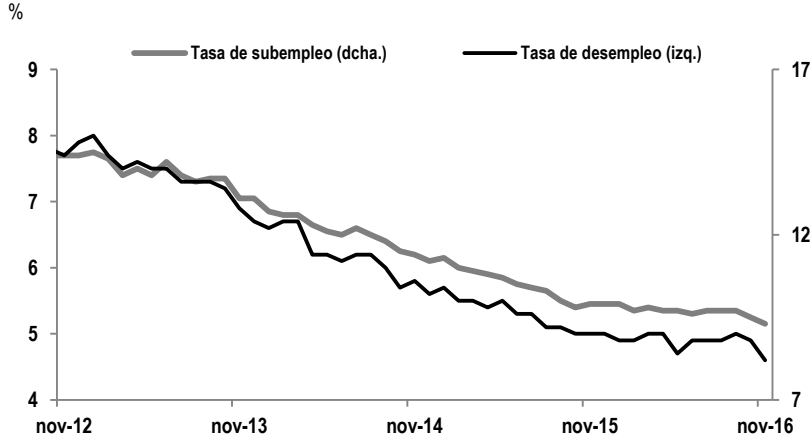
Confianza del consumidor



Fuente: Bloomberg

El mercado laboral se encuentra ya cerca de pleno empleo. La tasa de desempleo se ubica en niveles de 4.6% y la creación promedio mensual de plazas en los últimos tres meses a noviembre fue de 176 mil. Si bien en este entorno, la creación de plazas a un ritmo acelerado se ve limitada, las perspectivas para el mercado laboral son positivas. En los últimos meses, la creación de empleos se ha moderado, esto puede estar relacionado con la cercanía a pleno empleo. De hecho, en varios estados del país se ha reportado una tasa de desempleo por debajo de la NAIRU (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*), situación que amplía las posibilidades de que haya una economía de alta presión, con mayores avances en los salarios y mayor inflación hacia adelante. No obstante, existe un argumento contrario, el porcentaje de la población que se encuentra empleada es el más bajo desde la crisis de los primeros años de la década de 1980. Solamente el 60% del total se encuentra empleado, lo que nos hace pensar que todavía hay margen para que haya nuevos entrantes al mercado laboral y quite algo de la presión que se genera por la escasez de oferta de mano de obra. Si bien el bajo crecimiento de la productividad sigue siendo un tema complejo y preocupante, la inversión es necesaria para lograr ese impulso que permita un crecimiento más acelerado de la economía. Este asunto es especialmente relevante para elevar el PIB potencial, que actualmente se estima ronda el 2%. Por su parte, el alza en los salarios ha sido moderada hasta ahora, con una variación anual de 2.5% hasta noviembre, pero consideramos que sí podría haber un incremento en dicha tasa de crecimiento durante el próximo año. Cabe mencionar que en el proceso de recuperación del mercado laboral, se ha observado una clara mejoría en la tasa de subempleo que se refiere al porcentaje de trabajadores que ostentan un empleo de medio tiempo. La tasa ha caído en 7.8pp hasta 9.3% desde su pico durante la crisis de 2008, debido a la mayor confianza que tienen los trabajadores en poder conseguir un empleo de tiempo completo.

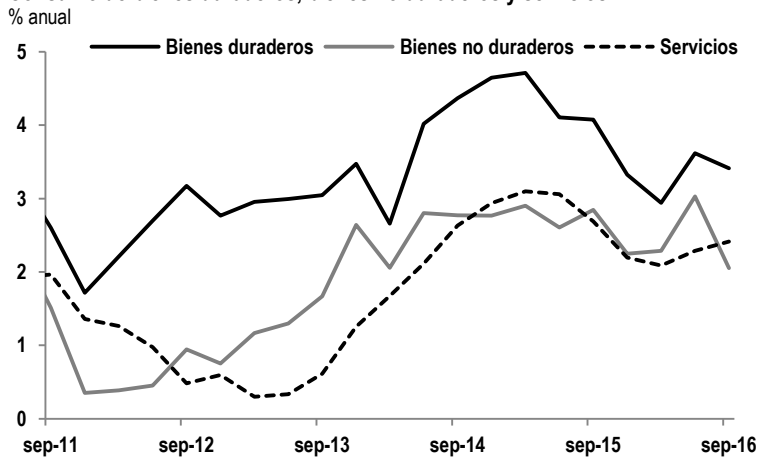
Tasa de desempleo y subempleo



Fuente: Bloomberg

Estimamos un avance del consumo de 2.7% en el 2017, muy cerca del promedio de 2.9% observado en los últimos años. Esperamos que el consumo avance a un ritmo similar al de los años previos. No vemos una desaceleración como se temía, pero creemos que la aceleración más pronunciada será hasta el 2018. Cabe resaltar el fuerte avance que hemos visto en el consumo de bienes duraderos en 2T16 y 3T16, no visto desde la segunda mitad de 2014. Si bien la expectativa de un mayor ingreso disponible podría apoyar el gasto en bienes duraderos el próximo año, vemos difícil que se sostenga este ritmo en el 2017, dado el ciclo de este tipo de bienes. Por su parte, esperamos que los bienes no duraderos y los servicios apoyen el avance del consumo el próximo año. Asimismo, la expectativa de mayores niveles de inflación ante la implementación de una política fiscal expansiva puede llevar a adelantar el gasto en consumo.

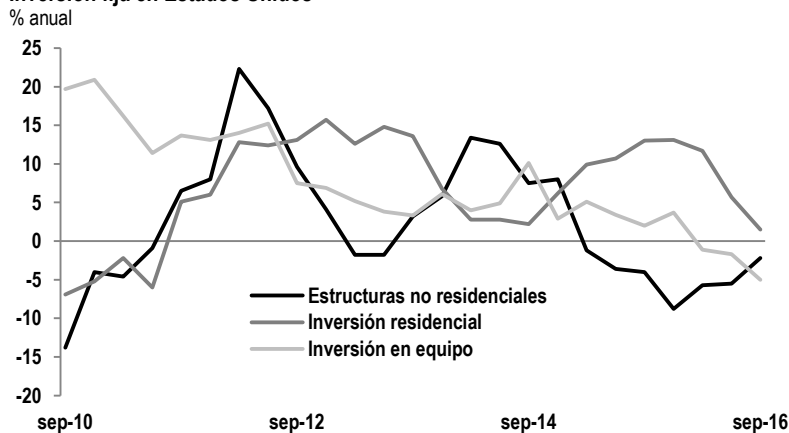
Consumo de bienes duraderos, bienes no duraderos y servicios



Fuente: Bloomberg

Esperamos una modesta recuperación de la inversión en el 2017 después de un año débil. La incertidumbre es uno de los principales factores que influyen sobre la inversión, pero no toda la debilidad de la misma está fundamentada en la incertidumbre, ya que los ingresos y utilidades de las compañías han sufrido durante este lapso. Es cierto que los márgenes se han reducido, lo que acompañado de una demanda no tan robusta ha influido sobre las decisiones de inversión. En este contexto, vemos la formación de capital como una ventana de oportunidad para la economía norteamericana y esperamos un avance de la inversión de 1.3% en el 2017. Las políticas propuestas por Donald Trump podrían causar un mayor gasto para ampliar la capacidad productora en EE.UU. particularmente por dos aspectos: (1) El nacionalismo que promueve podría causar que las empresas decidan aumentar la participación de la producción dentro del país; y (2) la política fiscal más laxa que pretende implementar. Sin embargo, la recuperación de la inversión dependerá de la reactivación del crecimiento y de las utilidades en el frente corporativo. No obstante, hemos observado una desaceleración del gasto en construcción tanto en el sector residencial como en el no residencial. Dentro de las estructuras no residenciales, creemos que podría haber una recuperación moderada luego de que el indicador presentara contracción anual durante 2016, sobretodo en el apartado de exploración y perforación de pozos petroleros derivado de precios del crudo más elevados que permitirían una mayor actividad dentro del sector. Mientras tanto, en lo que respecta a la parte residencial, la construcción representa cerca de 77% del total entre edificación nueva y remodelaciones. En este sentido, vemos complicada una recuperación convincente, dada la incertidumbre post electoral y la expectativa de tasas de interés más elevadas que afectan la colocación de crédito, aunque por el momento no creemos que sea un factor suficiente para complicar el rumbo actual del sector residencial.

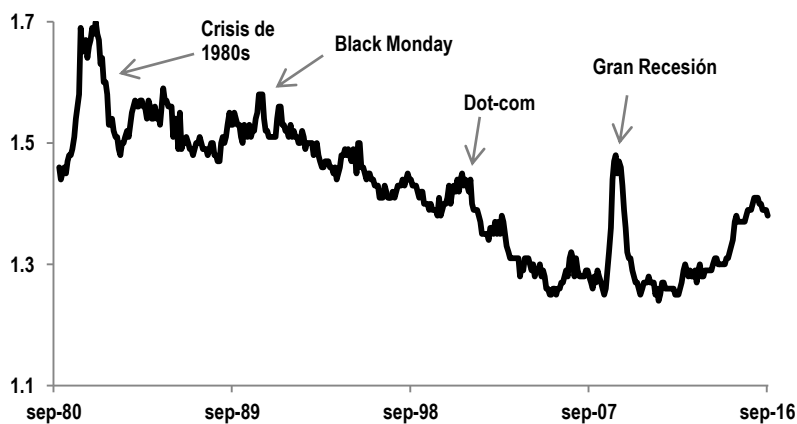
Inversión fija en Estados Unidos



Fuente: Bloomberg

Los inventarios seguirán restando a la cifra del PIB. La acumulación de inventarios ha sido un lastre para el crecimiento durante este año. En este sentido, la razón de inventarios entre ventas ha alcanzado su punto más alto desde la gran recesión, lo que apunta a que la producción se ha tenido que frenar en los últimos meses. Adicionalmente, el dólar se ha apreciado nuevamente desde el resultado de las elecciones presidenciales, lo que pesaría sobre las exportaciones al menos durante los próximos meses. Por lo anterior, pensamos que las fábricas tendrán todavía un complicado 2017, dejando que los inventarios disminuyan, o bien esperar que el consumo eleve su ritmo de avance.

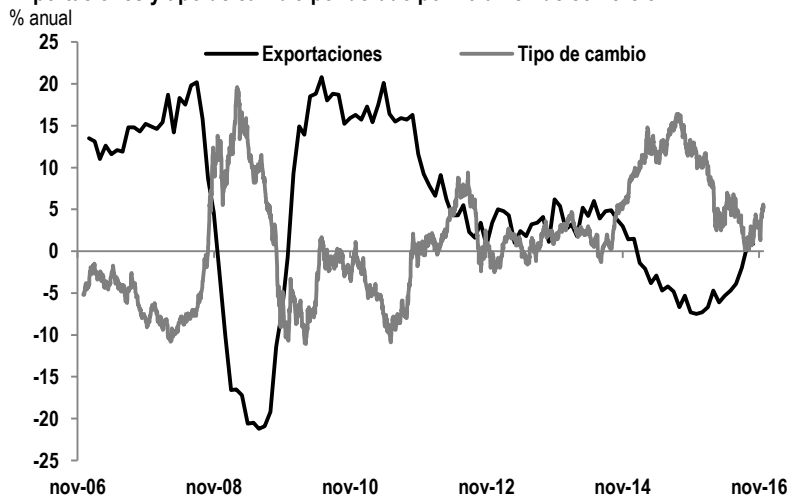
Razón de inventarios entre ventas
% anual



Fuente: Bloomberg

El comercio internacional seguirá sufriendo en 2017. La apreciación del dólar que hemos presenciado en el último mes podría seguir a medida que el Fed continúe su ciclo de normalización. Cabe destacar que existe una relación importante entre las exportaciones y el tipo de cambio, aunque esta es negativa y tarda unos meses en tener efecto, por lo que los primeros estragos los comenzaríamos a ver a finales de 4T16. Para 2017, pensamos que esto seguirá ante la expectativa de al menos dos incrementos de 25pb por parte del FOMC en la tasa de *Fed funds*, lo que por lo menos mantendría al dólar en los niveles actuales, a lo que hay que agregar la expectativa de mayor inflación proveniente de un mayor gasto gubernamental. Cabe destacar que las exportaciones serán por ende, menos competitivas, por lo que habría una menor producción derivado de los altos inventarios ya descritos con anterioridad. En lo que respecta a las importaciones sí vemos un avance moderado. A lo anterior hay que sumar las preocupaciones en torno a la estrategia del Secretario de Comercio de la nueva administración respecto a la renegociación del TLCAN y a los términos que se pudieran dar para el comercio con China. Actualmente, EE.UU. se encuentra en la casilla 35 en el ranking de comercio internacional de acuerdo a la publicación *Doing Business* del FMI.

Exportaciones y tipo de cambio ponderado por volumen de comercio



Fuente: Bloomberg

Mantenemos nuestra expectativa de que el Fed elevará la tasa de referencia en dos ocasiones durante el 2017. En nuestra opinión, el crecimiento de la economía seguirá siendo moderado el año que entra mientras que la inflación todavía se mantendrá por debajo del 2%. Adicionalmente, si bien pensamos que la política fiscal expansionista de la nueva administración tendrá un impacto importante sobre las presiones inflacionarias, prevemos que estas se manifestarán hacia finales del año y dependen de la magnitud del estímulo, la cual todavía tiene un alto grado de incertidumbre. En este contexto, pensamos que el Fed continuará la normalización de la política monetaria con un alza acumulada en el año de 50pb dividida en dos incrementos de 25pb, una en la reunión de junio y otra a finales del año.

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, Idalia Yanira Céspedes Jaén, 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.

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.

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 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 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.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Quando 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.

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
Katia 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	Analista 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

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@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.cebaldos@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