

Oferta y demanda agregada – Choques externos impactan el 4T19 y la perspectiva

20 de marzo 2020

www.banorte.com
@analisis_fundam

Juan Carlos Alderete, CFA
Director, Análisis Económico
juan.alderete.mactal@banorte.com

Francisco Flores
Subdirector, Economía Nacional
francisco.flores.serrano@banorte.com

- **Oferta y demanda agregada (4T19): -1.6% a/a (cifras originales); Banorte: -1.1%; consenso: -0.9% (rango: -1.6% a -0.4%); anterior: -0.3%**
- **Con ello, la demanda agregada cayó 0.4% en 2019, debajo del +3.1% del año previo y el más bajo desde 2009 (-7.8%). La mayor parte de la debilidad se explica por menor inversión (contribución: -73pb) además de una fuerte desaceleración en el consumo (+29pb)**
- **En el 4T19 la inversión fue un fuerte viento en contra (-5.2% a/a), con las exportaciones (-2.8%) e importaciones (-4.5%) impactadas por el choque al sector automotriz en la primera parte del periodo. Por el contrario, el consumo mejoró en el margen, a 0.9%**
- **Con cifras ajustadas por estacionalidad se observa una dinámica similar, con las exportaciones cayendo 4.6% t/t y la inversión extendiendo su tendencia a la baja (-1.4%). Del lado más favorable, el gasto de gobierno fue el componente más fuerte de la demanda agregada al crecer 0.9%**
- **Ajustando por el choque al sector externo, los datos parecían sugerir un mejor panorama para la economía mexicana de cara al 2020**
- **Sin embargo, el efecto de la pandemia del Coronavirus en la economía global y doméstica probablemente más que revertirá estas ganancias, en particular en el 2T20 y a pesar de algunos datos que aluden a un mejor desempeño a principios del año**

La oferta y demanda agregada cayó 1.6% a/a en el 4T19. Esta cifra estuvo por debajo del consenso (-0.9%) y más cercana a nuestro pronóstico (-1.1%). En particular, la principal desviación respecto a nuestra expectativa provino de una subestimación del impacto que la huelga de *General Motors* en EE.UU. y el paro en otras plantas automotrices tuvo en la economía. Esto se reflejó tanto en las importaciones del lado de la oferta, que cayeron 4.5%, y las exportaciones en la demanda, al contraerse 2.8% ([Gráfica 4](#)). Sin embargo, los datos en el frente doméstico fueron más favorables, con una mejoría en el consumo privado a 0.9% y en el gasto gubernamental (-0.2%). La inversión también mejoró en el margen a -5.2% desde -6.5% ([Gráfica 3](#)), aunque continuó debilitada por la caída de 12.8% del sector público ([Tabla 1](#)).

Con estas cifras, la oferta y demanda agregada disminuyó 0.4% a/a durante todo 2019, su nivel más bajo en una década. El sector con la mayor contribución a la baja fue la inversión con -73pb (-4.9% a/a), impactada tanto por el sector privado (-50pb; -3.9%) como público (-23pb; -10.8%). En nuestra opinión, la primera estuvo fuertemente impactada por la incertidumbre tanto global como externa, como ya hemos mencionado. La mayor caída en el segundo caso también es consistente con la desaceleración en el gasto ante el primer año de una nueva administración, lo que también se exacerbó por algunas medidas de austeridad llevadas a cabo por el gobierno federal.

Documento destinado al público en general

El consumo mostró una fuerte moderación, añadiendo solo 29pb (0.6%), su menor contribución desde 2009. Destacamos que todo el impacto positivo en los bienes (+30pb) provino de los no duraderos (-42pb), con los semi duraderos con pocos cambios (1pb) y los duraderos cayendo (-12pb), consistente también con los altos niveles de incertidumbre y otros choques adversos. El gasto de gobierno restó 13pb, mientras que las exportaciones solo añadieron 29pb ([Gráfica 1](#)). Del lado de la oferta, el PIB sustrajo 11pb y las importaciones -29pb, con esta última impactada por una menor inversión y consumo.

La dinámica del trimestre reflejó claramente el choque al sector automotriz, evidenciado por la contracción de 0.8% tanto en la oferta como la demanda.

Creemos que la evidencia más clara de esto está en las importaciones (-2.4% t/t) y las exportaciones (-4.6%), como se muestra en la [Gráfica 8](#). Adicionalmente, la inversión moderó su caída (-1.4%), notando que el componente más débil fue la contracción de 5.7% en el sector público, mínimo desde el 3T16. Por el contrario, del lado más favorable tuvimos la relativa mejoría de la inversión privada (-0.6%), lo que podría constituir la primera señal de una mayor disposición del sector empresarial para reiniciar con proyectos ([Gráfica 6](#)). Con estas cifras, la oferta y demanda agregada cayó 0.8%. Por su parte, el consumo no mostró cambios (0.0%), con el componente importado más fuerte (0.9%), lo que es muy positivo tras el avance de 3.1% del trimestre previo. Creemos que esto se explica en buena parte por: (1) Un renovado dinamismo en las compras de fin de año y campañas de descuentos, como hemos explicado en otras publicaciones; y (2) la mayor fortaleza del peso mexicano. El componente doméstico fue más débil, en -0.2% ([Gráfica 5](#)), sobre todo por la baja de 0.5% en bienes a pesar del incremento de 0.3% en servicios ([Tabla 2](#)).

Si bien estas cifras aluden a un mejor *momentum* para el inicio del 2020, la coyuntura se ha tornado drásticamente más débil. En nuestra opinión, excluyendo el choque al sector automotriz en las cuentas externas, los datos de hoy sugieren que la economía empezó a tomar fuerza al cierre del año pasado. El consumo comenzó a ganar cierto *momentum*, como sugiere la mejoría en el componente de bienes duraderos. Adicionalmente, el gasto de gobierno presentó un repunte, revirtiendo al menos parte de la típica desaceleración en el primer año de una nueva administración. Por el contrario, la magnitud de la contracción de la inversión pública sigue siendo preocupante, relacionada a medidas de austeridad y el poco espacio de maniobra del gobierno federal en términos fiscales. Sobre este último punto, el optimismo del sector privado empezó a mejorar a finales del año pasado ante acciones que podrían ser tomadas para reactivarlo. Las últimas cifras publicadas del inicio del 2020 también mejoraron, entre ellas la producción industrial, ventas de algunos minoristas y los indicadores de opinión del IMEF.

No obstante, el COVID-19 ha tenido un fuerte impacto sobre el panorama. Entre ellas, señales desde China que apuntan a disrupciones en las cadenas de suministro tan pronto como en febrero, de lo que esperamos confirmación en el próximo reporte de balanza comercial. Además, si bien hasta ahora no ha habido un paro total de actividades en nuestro país, la suspensión ya anunciada en muchas plantas en EE.UU., en particular en el sector automotriz, impactará a México, lo que puede ser muy relevante como pudimos observar en el reporte de hoy.

Por su parte, la evidencia anecdótica ya alude a un menor ritmo de actividad en los servicios, con personas mucho más cautelosas y muchas empezando a trabajar desde el hogar, mientras que otros negocios han suspendido operaciones. Esto podría exacerbarse si se decreta una cuarentena generalizada con medidas estrictas de distanciamiento social, similar a la del A(H1N1) en 2009. En este sentido, creemos que el mayor impacto en el crecimiento se registrará en el 2T20. No obstante, la magnitud del efecto sigue siendo muy incierta ya que depende de la duración y evolución de la epidemia, las medidas tomadas por las autoridades y posibles estímulos que podrían ser llevados a cabo –tanto doméstico como global– para intentar amortiguar el fuerte choque al crecimiento debido al virus.

Tabla 1: Oferta y demanda agregada

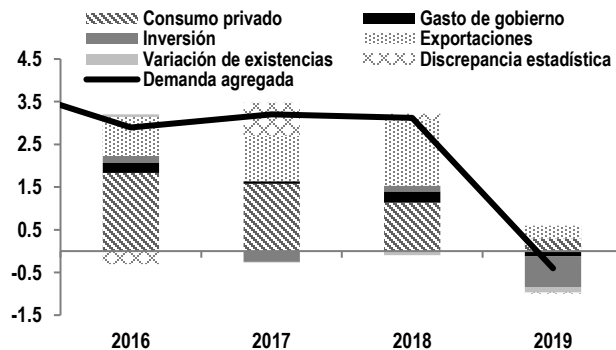
% a/a cifras originales

	4T19	3T19	2T19	1T19	2019	2018
Oferta agregada	-1.6	-0.2	-1.0	1.3	-0.4	3.1
PIB	-0.5	-0.3	-0.9	1.2	-0.1	2.1
Importaciones	-4.5	-0.1	-1.3	1.8	-1.1	5.9
Bienes	-4.1	-0.3	-1.1	2.6	-0.8	6.3
Servicios	-13.3	4.8	-5.8	-13.2	-7.0	-2.6
Demanda agregada	-1.6	-0.2	-1.0	1.3	-0.4	3.1
Consumo privado	0.9	0.8	-0.2	0.9	0.6	2.3
Nacional	0.6	0.6	0.3	1.3	0.7	2.2
Bienes	0.9	1.2	-0.2	0.8	0.7	1.3
Servicios	0.3	0.1	0.8	1.8	0.7	3.1
Importado	4.9	4.3	-2.0	1.8	2.3	2.9
Bienes	5.1	4.8	-0.9	2.9	3.1	3.1
Servicios	-1.3	-8.9	-29.4	-26.0	-16.9	-0.9
Gasto de gobierno	-0.2	-2.0	-2.9	-0.8	-1.5	3.0
Inversión	-5.2	-6.5	-7.7	-0.2	-4.9	0.9
Privada	-3.8	-5.9	-6.7	0.8	-3.9	1.2
Pública	-12.8	-9.9	-13.9	-6.0	-10.8	-0.9
Exportaciones	-2.8	2.8	2.0	2.8	1.1	5.9
Bienes	-2.6	2.9	2.0	2.5	1.2	6.3
Servicios	-5.9	0.5	1.9	6.2	0.7	0.7
Variación de existencias	-22.4	-16.2	-16.4	-30.2	-23.8	-15.4
Discrepancia estadística	-33.6	-17.9	15.4	-815.3	-3.7	33.5

Fuente: INEGI

Gráfica 1: Demanda agregada

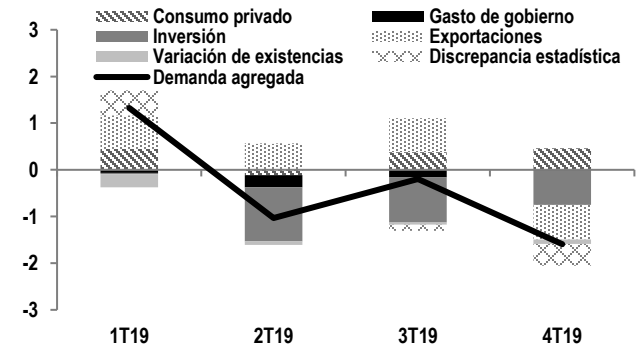
% a/a, contribución al cambio anual, cifras originales



Fuente: INEGI

Gráfica 2: Demanda agregada

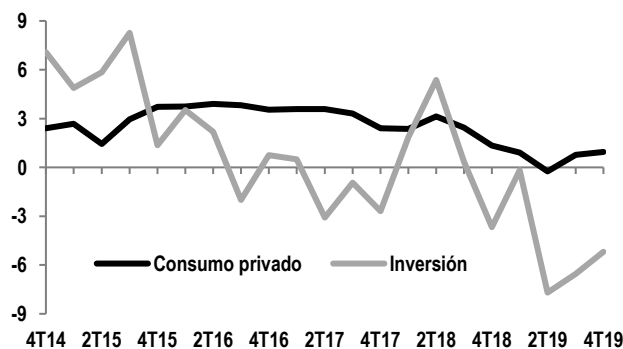
% a/a, contribución al cambio anual, cifras originales



Fuente: INEGI

Gráfica 3: Consumo privado e inversión

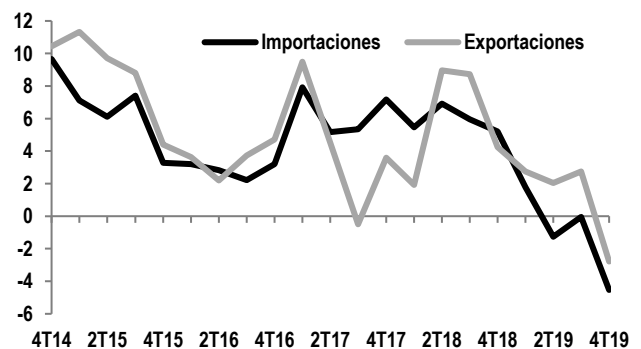
% a/a cifras originales



Fuente: INEGI

Gráfica 4: Exportaciones e importaciones

% a/a cifras originales



Fuente: INEGI

Tabla 2: Oferta y demanda agregada

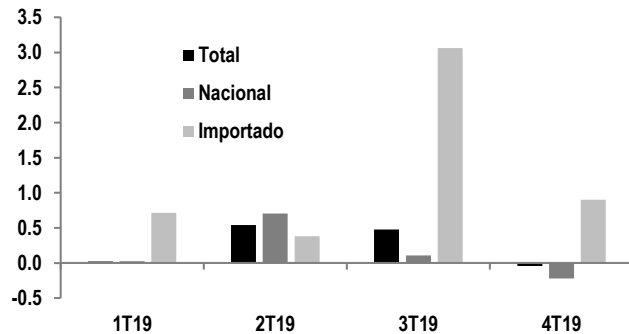
% t/t, % t/t anualizado, cifras ajustadas por estacionalidad

	% t/t				% t/t anualizado	
	4T19	3T19	2T19	1T19	4T19	3T19
Oferta agregada	-0.8	-0.1	-0.2	-0.5	-3.0	-0.4
PIB	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.5	-0.3
Importaciones	-2.4	0.3	-0.3	-2.1	-9.4	1.2
Demanda agregada	-0.8	-0.1	-0.2	-0.5	-3.0	-0.4
Consumo privado	0.0	0.5	0.5	0.0	-0.2	1.9
Nacional	-0.2	0.1	0.7	0.0	-0.9	0.4
Bienes	-0.5	0.0	0.9	0.6	-1.9	0.1
Servicios	0.3	0.2	0.1	-0.3	1.2	0.7
Importado	0.9	3.1	0.4	0.7	3.7	12.8
Gasto de gobierno	0.9	-0.8	-0.3	0.0	3.7	-3.2
Inversión	-1.4	-2.2	-3.6	2.5	-5.3	-8.6
Privada	-0.6	-2.5	-3.5	3.3	-2.2	-9.7
Pública	-5.7	-0.9	-3.2	-3.0	-20.8	-3.6
Exportaciones	-4.6	-0.7	2.3	0.4	-17.1	-2.8
Variación de existencias	-10.3	44.4	33.3	-52.7	-35.2	334.4

Fuente: INEGI

Gráfica 5: Consumo privado

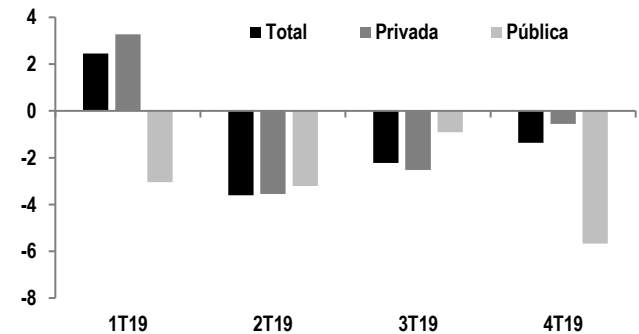
% t/t, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: INEGI

Gráfica 6: Inversión

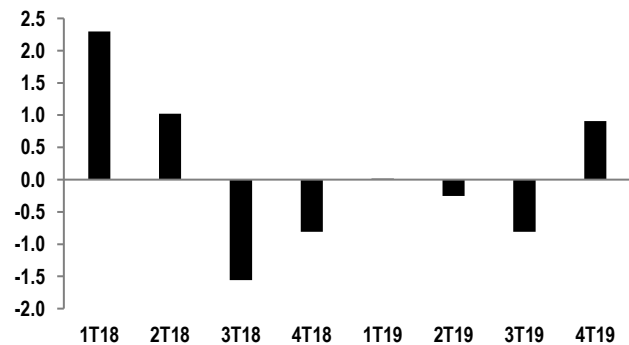
% t/t, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: INEGI

Gráfica 7: Gasto de gobierno

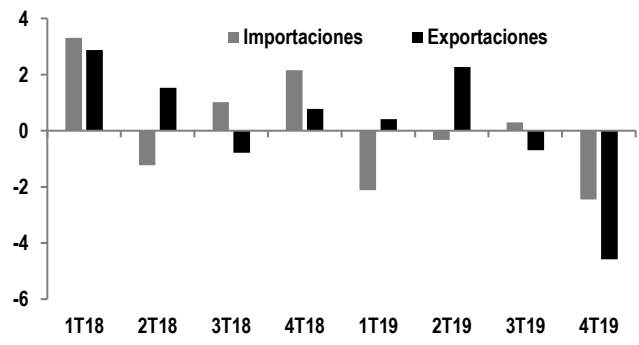
% t/t, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: INEGI

Gráfica 8: Exportaciones e importaciones

% t/t, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: INEGI

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Alejandro Padilla Santana, Delia María Paredes Mier, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Tania Abdul Massih Jacobo, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, Santiago Leal Singer, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalía Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Eridani Ruibal Ortega, 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 y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

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

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

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

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

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

Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, 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	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.

GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.
Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Relación con Inversionistas

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Relación con Inversionistas	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados

Alejandro Padilla Santana	Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

Análisis Económico

Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Análisis Económico	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Subdirector Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707

Estrategia de Mercados

Manuel Jiménez Zaldívar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
-------------------------	---------------------------------	----------------------------	------------------

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

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

Análisis Bursátil

Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Subdirector Análisis Bursátil	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Director 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	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248

Estudios Económicos

Delia María Paredes Mier	Director Ejecutivo Estudios Económicos	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Estudios Económicos	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220

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