

La semana en cifras

18 de septiembre 2020

Esperamos que Banxico recorte la tasa de referencia en 25pb a 4.25%

- Decisión de política monetaria (24 de septiembre).** Esperamos que Banxico reduzca la tasa de referencia en 25pb a 4.25%. Este sería el primer recorte de esta magnitud desde febrero, tras cinco reducciones al hilo de 50pb. Anticipamos un voto por mayoría, con al menos uno y posiblemente hasta dos miembros favoreciendo -50pb. Esto se basa en: (1) Nuestra evaluación de las [últimas minutas](#), en las que un miembro fue marcadamente *dovish*, otros dos más neutrales y los dos restantes definitivamente *hawkish*; y (2) la dinámica de los mercados financieros desde la última decisión. Esperamos que el tono del comunicado se incline hacia una postura menos acomodaticia dados los recortes acumulados y las presiones en la inflación de corto plazo. No esperamos cambios sustanciales en cuanto a crecimiento, elaborando sobre la dinámica actual en precios –posiblemente mostrando mayor preocupación– y con riesgos para la estabilidad financiera aún relevantes
- Inflación (1Q-Sep).** Estimamos la inflación general en 0.11% 2s/2s y la subyacente en 0.16%. De estar en lo correcto, los precios mostrarían una dinámica bastante favorable en comparación con su promedio de los últimos cinco años, que se ubicaron en 0.32% y 0.26%, en el mismo orden. De esta manera, la inflación anual se estabilizaría prácticamente en el límite superior del rango de variabilidad del banco central, pasando de 4.05% en agosto –máximo desde mayo 2019– a 4.04%. La subyacente registraría un alza marginal, desde 3.97% a 3.98%. Esta última continuaría beneficiándose de los servicios, resaltando una contribución muy moderada en educación. En contraste, continuamos viendo ciertas presiones en bienes. La no subyacente también mostraría un comportamiento favorable, con energía restando ante menores precios de las gasolinas

www.banorte.com
@ analisis_fundam

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

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

Ganadores del premio a los mejores pronosticadores económicos de México en 2019, otorgado por *Refinitiv*



Documento destinado al público en general

Calendario de eventos económicos

FECHA	HORA	INDICADOR	PERIODO	UNIDAD	BANORTE	CONSENSO	PREVIO
lun. 21-sep.	6:00am	Oferta y demanda agregada	2T20	% a/a	-19.0	--	-1.6
		Consumo privado		% a/a	-22.1	--	-0.5
		Gasto gubernamental		% a/a	0.5	--	3.4
		Inversión fija bruta		% a/a	-34.0	--	-9.3
		Exportaciones		% a/a	-16.0	--	1.7
		Importaciones		% a/a	-19.7	--	-3.4
mar. 22-sep.	9:00am	Reservas internacionales	18-sep	US\$ miles millones	--	--	193.3
mar. 22-sep.	2:30pm	Encuesta quincenal de expectativas (Citibanamex)					
mié. 23-sep.	6:00am	Ventas al menudeo	Julio	% a/a	-12.3	-12.3	-16.6
		desestacionalizado		% m/m	5.7	5.9	7.8
jue. 24-sep.	6:00am	Inflación general	1Q Sep	% 2s/2s	0.11	0.11	0.17
				% a/a	4.04	4.04	4.11
		Subyacente		% 2s/2s	0.16	0.18	0.18
				% a/a	3.98	--	4.01
jue. 24-sep.	1:00pm	Decisión de política monetaria de Banxico	24-sep	%	4.25	4.25	4.50
vie. 25-sep.	6:00am	IGAE	Julio	% a/a	-9.7	-10.1	-13.2
		desestacionalizado		% m/m	5.7	5.1	8.9
		Actividades primarias		% a/a	-4.2	--	-2.0
		Producción industrial		% a/a	-11.3	--	-16.7
		Servicios		% a/a	-9.8	--	-12.1

Fuente: Banorte; Bloomberg

Procediendo en orden cronológico...

LUNES – Oferta y demanda agregada (2T20): Banorte: -19.0% a/a; anterior: -1.6%. Este sería un nuevo mínimo desde que se encuentra disponible la serie (1993). Debemos recordar que la mayor parte del impacto de la pandemia de COVID-19 se observó en abril y mayo, con una ligera recuperación en junio. En este caso, esperamos una amplia debilidad tanto en la demanda interna como externa (con algunos socios comerciales, incluyendo EE.UU., manteniendo medidas de confinamiento al menos al inicio del periodo).

Del lado de la oferta, el [PIB retrocedió 18.7% a/a](#), con debilidad tanto en la industria como servicios ya que muchas actividades se suspendieron para asegurar el cumplimiento de las medidas de distanciamiento. Por su parte, esperamos las importaciones en -19.7%. Aunque en la balanza comercial –que sólo considera bienes– y cuenta corriente –que también incluye servicios– mostraron caídas más fuertes en dólares de -33.8% y -34.6%, respectivamente, la depreciación del peso mexicano limita parcialmente su efecto. En específico, nuestra divisa promedió USD/MXN 23.33 en el trimestre, una pérdida de 22.0% a/a contra el dólar, ayudando a explicar la caída más moderada anticipada en este indicador.

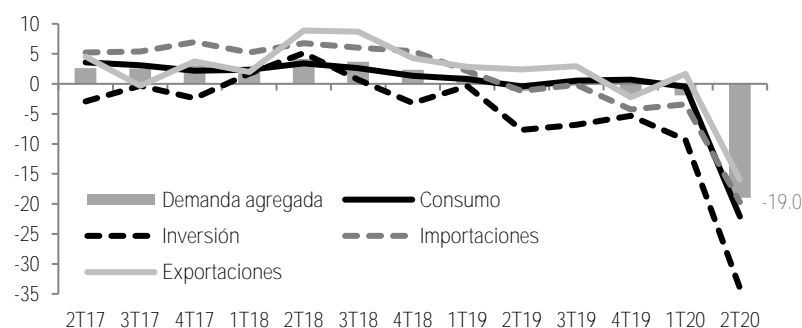
Pasando a la demanda, las exportaciones también fueron muy débiles en la balanza comercial (-37.5%) y la cuenta corriente (-40.1%). En nuestra opinión, la mayor debilidad relativa en los envíos se explica principalmente por algunas diferencias en el momento de reapertura, con China reanudando actividades a principios del trimestre –impulsando las importaciones– pero con la industria local todavía cerrada –afectando a las exportaciones–. No obstante, estimamos que en la métrica anual serán más altas que las importaciones, en -16.0%. Buena parte de lo que ayudaría a explicar esto es la relativa fortaleza de las exportaciones de ‘otras manufacturas’, mismas que cuentan con un alto valor agregado, incluso tomando en cuenta el efecto adverso que tendría una probable alza significativa en inventarios. [Esto es consistente con los datos de julio](#), en los cuales ahora las importaciones se han rezagado relativo a las exportaciones, lo cual podría estar explicado por un incremento previo en inventarios, especialmente en materias primas y bienes intermedios. Sobre el consumo, [el indicador mensual](#) acumuló una disminución de 21.8% a/a en el trimestre. No obstante, cabe mencionar algunas diferencias entre ambos, principalmente que los servicios importados no se contabilizan en el indicador de alta frecuencia. Tomando esto en cuenta, anticipamos una caída de 22.1%. Al interior, esperamos contracciones significativas en bienes duraderos y semi-duraderos ante los cambios en los patrones de consumo y menores ingresos de las familias. También vemos una desaceleración en los no duraderos, aunque más modesta, impactados principalmente por este último factor.

Sobre la inversión, el índice mensual cayó 34.0%, lo cual creemos será también el número final para el trimestre. [Como mencionamos en nuestro último reporte](#), la maquinaria y equipo fue impactada con fuerza en los primeros dos meses y recupero algo de fuerza en junio, mientras que la construcción está comenzando a dar señales de rezagarse.

Esperamos un avance de 0.5% en el gasto de gobierno, principalmente por un efecto de base menos retardador. Los reportes de finanzas públicas del gobierno federal muestran un incremento de sólo 1.0% a/a nominal en el gasto total. Esto probablemente se debe a medidas de austeridad compensando por el alza en categorías relacionadas con el combate a la pandemia, tales como salud y algunos programas de apoyo económico.

En general, el reporte será relevante para confirmar las tendencias que hemos visto en datos más adelantados, así como para establecer la base de la recuperación que esperamos en el 2S20. Como hemos mencionado en diversas ocasiones, esperamos que el repunte esté impulsado por la demanda externa ante fuertes estímulos en otros países. A nivel doméstico creemos que la incertidumbre y fundamentales más deteriorados continuarán pesando en el consumo y la inversión, al menos en el corto plazo.

Demanda agregada
% a/a, cifras originales



Fuente: INEGI, Banorte

MARTES – Reservas internacionales (18 de septiembre); anterior: US\$193,316 millones. La semana pasada, las reservas aumentaron en US\$65 millones, explicado principalmente por una mayor valuación de los activos de la institución. Con ello, las reservas registraron un saldo de US\$193,316 millones, con un avance de US\$12,438 millones en lo que va del 2020 (ver tabla).

Reservas internacionales
Millones de dólares

	2019		11-sep.-20	
	Saldos		Flujos	
Reserva Internacional (B)-(C)	180,877	193,316	65	12,438
(B) Reserva Bruta	183,028	198,970	221	15,942
Pemex	--	--	450	4,429
Gobierno Federal	--	--	-93	6,005
Operaciones de mercado	--	--	0	0
Otros	--	--	-136	5,508
(C) Pasivos a menos de 6 meses	2,151	5,654	156	3,504

Fuente: Banco de México

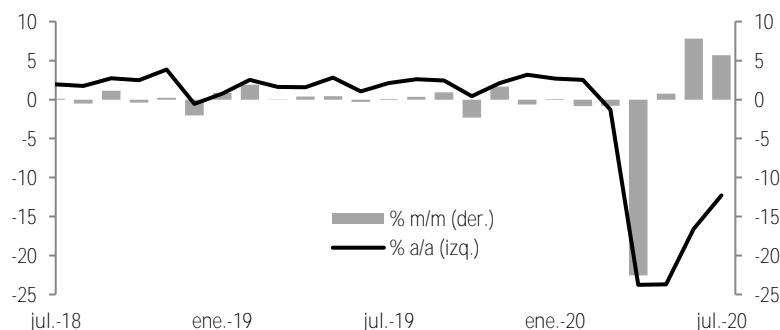
MIÉRCOLES – Ventas al menudeo (julio): Banorte: -12.3% a/a; anterior: -16.6%. La mejoría en términos anuales se explicaría por los esfuerzos adicionales para reabrir la economía, reflejándose nuevamente en una mayor movilidad. Con cifras ajustadas por estacionalidad esperamos un alza de 5.7% m/m, que si bien es menor al +7.8% del mes previo –nuevo máximo histórico–, se debería en buena parte a un efecto de base más retardador.

Al igual que en junio, prácticamente todos los datos sugieren una mejor dinámica en el periodo, aunque todavía impacta por el confinamiento. En específico, las ventas en mismas tiendas de la ANTAD cayeron 12.3% a/a en términos reales, mejorando relativo al -20.5% del mes previo. Las ventas en autoservicios se mantuvieron relativamente estables en -0.5% (previo: -0.9%), mientras que las departamentales mejoraron con fuerza, a -25.3% desde -46.4%. Creemos que esto está relacionado principalmente con la reapertura de centros comerciales en la Ciudad de México y el Estado de México, entre otros estados, desde inicios del mes. Por su parte, la venta de gasolinas resultó en -24.2% a/a (previo: -26.1%), mientras que la de vehículos resultó en -31.3% vs. -41.1%, en el mismo orden. A pesar de la mejoría de esta última, creemos que es una señal relativamente clara de los fuertes cambios en los patrones de consumo, con las personas favoreciendo todavía el gasto en bienes esenciales. Por el contrario, y uno de los pocos factores negativos fue que [las importaciones de bienes de consumo no petrolero](#) se desaceleraron a en 3.8%-pts a -35.0%, reflejando todavía debilidad.

Los fundamentales para el consumo siguen deteriorados, lo cual permanece como un viento en contra importante. Si bien observamos una [recuperación general en el empleo](#), su calidad sigue limitada al estar concentradas en el sector informal. El [crédito al consumo](#) profundizó su caída, limitando en cierto grado el repunte. Por el contrario, las [remesas siguen fuertes](#), lo cual continuaría apoyando los ingresos de los hogares de bajos recursos de manera importante.

Hacia delante, las señales siguen siendo apuntando a un avance, aunque han sido más mixtas. Si bien las ventas de la ANTAD mejoraron con fuerza en agosto (-6.8%), otros indicadores muestran señales de una moderación, tales como el [IMEF no manufacturero](#), las ventas de vehículos e incluso los indicadores de movilidad. Estaremos atentos al desempeño de otros datos más oportunos, así como de este propio índice, con el fin de evaluar la posible trayectoria hacia finales del año. En cualquier caso, pensamos que la comparación anual se mantendrá negativa por un periodo de tiempo relativamente prolongado.

Ventas al menudeo
% anual (cifras originales), % m/m (cifras ajustadas por estacionalidad)



Fuente: INEGI, Banorte

JUEVES – Reporte de inflación (1ª quincena de septiembre); Banorte: 0.11% 2s/2s; anterior: 0.17%. Por su parte, la inflación subyacente resultaría en 0.16%, 2pb debajo de la quincena previa. De estar en lo correcto, los precios mostrarían una dinámica bastante favorable en el periodo en comparación con el promedio de los últimos cinco años, que se ubicaron en 0.32% y 0.26%, en el mismo orden.

De esta manera, la inflación anual se estabilizaría prácticamente en el límite superior del rango de variabilidad del banco central, pasando de 4.05% en agosto –máximo desde mayo 2019– a 4.04%. La subyacente registraría un alza marginal, desde 3.97% a 3.98%, y la no subyacente caería de 4.30% a 4.22%.

El componente subyacente continuaría beneficiándose de los servicios (+0.05% 2s/2s). En particular, resaltamos nuestra expectativa de una contribución muy moderada en educación (1.5pb), recordando un típico efecto estacional al alza en esta quincena por el regreso a clases a nivel básico y medio superior (promedio últimos cinco años: 7.5pb). Estimamos que la posibilidad de alzas en colegiaturas es mucho menor debido a la pandemia, tanto por el efecto que ha tenido en los ingresos de las familias como al hecho de que el regreso de clases fue de manera virtual. Evidencia parcial de esto ya se observó en la 1ª quincena de agosto tras el regreso de las universidades, prácticamente sin contribución mientras que el promedio es de 3.7pb. Por su parte, anticipamos que los precios de tarifas aéreas y servicios turísticos –también distorsionados por el COVID-19– prácticamente no hayan registrado cambios. Otros servicios serían favorables, con una caída estacional importante en servicios profesionales que ayudaría a compensar por posibles alzas en otros rubros por la mayor reapertura de actividades (e.g. cines, playas, zonas arqueológicas, centros nocturnos y extensión de tiempo en restaurantes, entre otros). En contraste, continuamos anticipando ciertas presiones en bienes (0.25%). Los alimentos procesados contribuirían con 3.6pb –relativamente bajo, beneficiado por las ganancias del peso mexicano– y otros bienes en 6.5pb, categoría afectada desde la quincena previa debido al fin de la temporada de rebajas de verano (sobre todo en ropa).

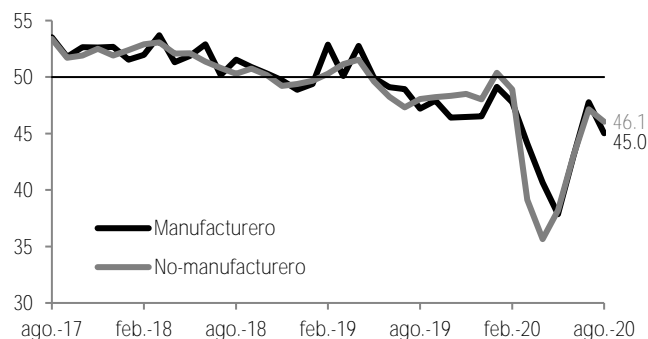
La no subyacente también mostraría un comportamiento favorable, cayendo 0.06% 2s/2s (contribución: -1pb). Anticipamos que energía reste 2pb, resaltando una baja anticipada en los precios de las gasolinas. En este sentido, vemos una reversión del alza de la quincena anterior que se debió al paso del huracán Laura en el Golfo de México (20 al 29 de agosto), resultando en paros de actividades del sector petrolero en EE.UU. De esta manera, el precio de la gasolina en ese país cayó 11.7%, con un beneficio adicional por la ganancia de 2.1% del peso mexicano. Las frutas y verduras caerían 1pb, con nuestro monitoreo identificando movimientos mixtos, sobresaliendo aumentos adicionales en el precio de la cebolla, pero una caída en jitomate. Por su parte, vemos un avance modesto en pecuarios, luego de tres quincenas consecutivas de caídas.

JUEVES – Decisión de política monetaria de Banxico (24 de septiembre): Banorte: 4.25% a/a; anterior: 4.50%. El jueves, el banco central llevará a cabo su séptima reunión de política monetaria del año. Esperamos que Banxico reduzca la tasa de referencia en 25pb a 4.25%. Este sería el primer recorte de esta magnitud desde febrero, tras cinco reducciones consecutivas de 50pb. Anticipamos que el voto sea por mayoría, con al menos uno y posiblemente hasta dos miembros favoreciendo una disminución de 50pb. Esto se basa en: (1) Nuestra evaluación de las [últimas minutas](#), en las que un miembro fue marcadamente *dovish*, otros dos más neutrales y los dos restantes definitivamente *hawkish*; y (2) la dinámica de los mercados financieros desde la última decisión.

Esperamos que el tono del comunicado se incline hacia una postura menos acomodaticia dados los recortes acumulados y las presiones en la inflación de corto plazo, probablemente señalizando el fin del ciclo de bajas. Aunque no esperamos cambios sustanciales en cuanto a crecimiento, creemos que elaborarán sobre la dinámica actual en los precios –posiblemente mostrando mayor preocupación–, con los riesgos para la estabilidad financiera aún relevantes. En este contexto, destacamos que el consenso en la última encuesta de *Citibanamex* coincide con nuestro estimado (con 16 de 25 analistas, incluyéndonos). Mientras tanto, siete esperan que se mantenga sin cambios en esta ocasión y los dos restantes esperan una disminución de 50pb.

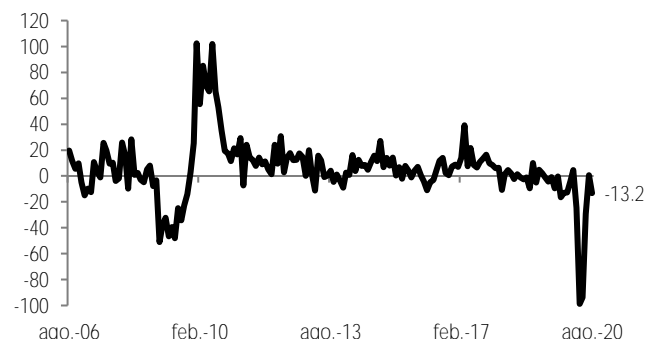
Sobre el crecimiento, esperamos que destaquen datos positivos para junio y julio, que muestran una recuperación desde el mínimo de mayo. No obstante, también podríamos ver comentarios para agosto, con datos más adelantados como los [indicadores del IMEF](#) (ver gráfica abajo, izquierda) y producción automotriz (gráfica abajo, derecha), entre otros, mostrando señales más débiles. Esto podría resultar en mayores preocupaciones y ayudar a evaluar cuál de los tres escenarios del [Informe Trimestral](#) es más probable. En cualquier caso, esperamos que el balance de riesgos continúe sesgado a la baja, con comentarios sobre el nivel de holgura potencialmente importantes para inferir la posición actual de la actividad relativo a sus pronósticos.

Indicadores del IMEF
Indicador



Fuente: IMEF

Producción automotriz
% a/a

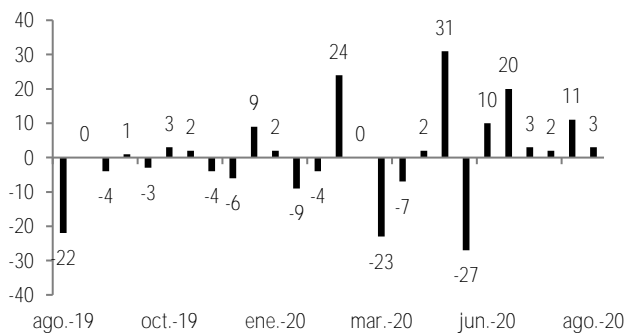


Fuente: INEGI

En el frente de inflación, la tasa anual ha aumentado desde 3.62% al dato conocido antes de la última decisión, a 4.05% [al cierre de agosto](#) –prácticamente en la cota superior del rango de variabilidad alrededor del objetivo–. Los últimos datos quincenales han sido más cercanos a las expectativas, aunque han sorprendido al alza (gráfica abajo, izquierda). Sin embargo, estaremos atentos a la cifra de la primera mitad de septiembre (ver sección arriba para nuestro pronóstico), dado que anticipamos que sea relativamente baja. Debemos mencionar que el reciente incremento en términos anuales ha estado influenciado en parte por efectos de base adversos, tanto en frutas y verduras como energéticos (principalmente gasolina). Por lo tanto, el reciente incremento debería ser transitorio y comenzaría a revertirse pronto, consistente tanto con nuestros estimados (gráfica abajo, derecha) y los del banco central. En específico, la inflación anual debería regresar dentro del intervalo objetivo al cierre del año.

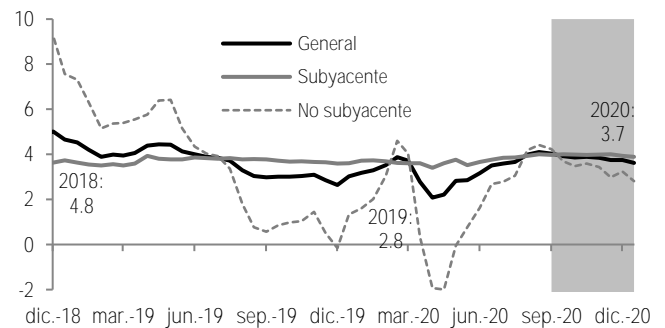
Mientras tanto, las mercancías dentro del rubro subyacente han seguido mostrando presiones, manteniéndose como la principal causa de preocupaciones para la mayoría de los miembros y con un alza relevante no sólo en alimentos procesados, sino también en otros bienes desde que el confinamiento finalizó a principios de junio. En contraste, los servicios se han desacelerado con más fuerza, brindando cierto colchón dado que este componente es más sensible a las condiciones de holgura. En general, creemos que el balance de riesgos seguirá caracterizado como incierto, con los participantes del mercado enfocándose en la actualización de riesgos, tanto al alza como a la baja, con el fin de evaluar cuales pueden tener una mayor probabilidad de materializarse.

Sorpresas de inflación
Pb, frecuencia quincenal, realizado menos consenso



Fuente: INEGI, estimado del consenso de Bloomberg

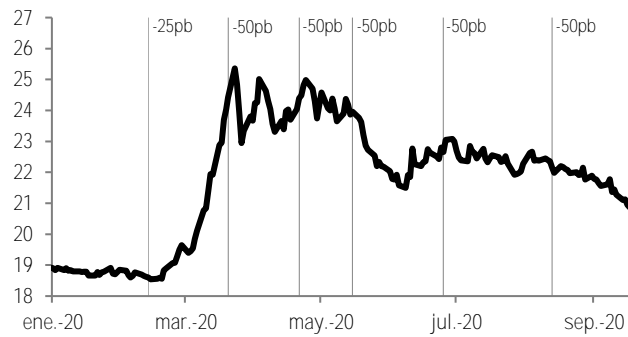
Trayectoria de inflación
% a/a, frecuencia quincenal



Fuente: INEGI, Banorte

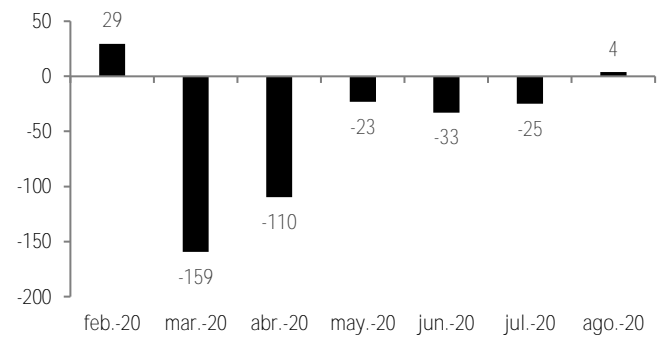
Los riesgos para la estabilidad financiera han disminuido, al menos al juzgarlo por el reciente desempeño de los mercados. En este sentido, el peso se ha apreciado 5.1% desde la última decisión, a USD/MXN 21.09 (gráfica abajo, izquierda). En nuestra opinión esto se explica principalmente por la caída del dólar como consecuencia del Fed, tras la presentación de su [nueva estrategia de largo plazo con un tono marcadamente más dovish](#). Adicionalmente, los flujos de capital a los bonos gubernamentales locales han sido más favorables. Por ejemplo, las tenencias de Bonos M subieron marginalmente en agosto después de cinco meses a la baja (gráfica abajo, derecha). Cabe recordar que este era uno de los principales puntos de preocupación para la Subgobernadora Irene Espinosa en agosto, apoyando su voto disidente. Además, el Gobernador Alejandro Díaz de León argumentó en meses recientes sobre la necesidad de mostrar cautela ante el choque financiero, el cual ha provocado salidas de capital. Esta semana, el banco central [extendió la vigencia de la mayoría de sus medidas para mejorar la liquidez y crédito](#), considerando que no se pueden descartar episodios adicionales de estrés en los mercados. Otros riesgos permanecen sin cambios, tales como los asociados a las finanzas públicas y Pemex. En este sentido, el Subgobernador Jonathan Heath mencionó recientemente que la empresa productiva del estado “...es un dolor de cabeza para el gobierno federal y las finanzas públicas...”, y que se necesitan acciones en el corto plazo para atender su situación financiera. Considerando esto, así como la persistente incertidumbre sobre el panorama, creemos que el banco central continuará favoreciendo una postura prudente y de cautela.

Peso mexicano
USD/MXN



Fuente: Bloomberg

Flujos netos extranjeros hacia Bonos M
\$ miles millones



Fuente: Banxico

Abordando el tema de la magnitud del ciclo de relajamiento, los comentarios sobre acciones futuras podrían ser actualizados, especialmente relativo al “...espacio disponible...” ante una tasa que se encuentra más cercana, o inclusive ya, en el nivel deseado por la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno. A pesar de esto, pensamos que no descartarán en su totalidad la posibilidad de recortes adicionales si las condiciones lo permiten en el mediano plazo. En este sentido, los últimos comentarios han sido más cautelosos sobre la trayectoria hacia adelante. El subgobernador Jonathan Heath dijo que el espacio para más bajas de tasas se ve acotado y depende de la evolución de los indicadores económicos. Los comentarios de otros subgobernadores, tales como Irene Espinosa –con el voto disidente en la decisión previa– y Javier Guzmán, han sido más *hawkish*. Del lado más acomodaticio, un miembro en las minutas, que creemos fue el Subgobernador Gerardo Esquivel, se inclina claramente hacia recortes más agresivos y extender más el ciclo de bajas (incluso con la posibilidad de una tasa real negativa, lo que significaría una reducción hacia un nivel cercano o incluso debajo de 3.50%). No obstante, creemos que prevalecerá una postura más conservadora, resultando así en que este sería el último recorte.

Tras esta decisión, esperamos que el banco central mantenga la tasa de referencia sin cambios el resto de este año y en todo 2021. En el corto plazo, estimamos que un factor de riesgo relevante sigue siendo la elección presidencial en EE.UU., sin descartar mayor volatilidad (ya anticipada en parte por los mercados de opciones), especialmente en el tipo de cambio. Adicionalmente, aún existe mucha incertidumbre sobre el panorama, por lo que creemos que el banco central mantendrá una estrategia relativamente ortodoxa. A pesar de lo anterior, creemos que los riesgos están sesgados a un mayor relajamiento al que anticipamos actualmente en vez de una postura más restrictiva, tomando en cuenta los riesgos para la actividad económica y los estimados del banco central sobre la trayectoria de inflación, entre los factores más relevantes.

VIERNES – Indicador Global de la Actividad Económica (mayo): Banorte: -9.7% a/a; anterior: -13.2%. Con este resultado, el indicador habría mejorado en términos anuales por tercera vez al hilo. Con cifras ajustadas por estacionalidad, estimamos un crecimiento de 5.7% m/m tras el +8.9% de junio, confirmando que el mínimo en términos de actividad probablemente ya fue dejado atrás –en mayo–. A pesar de esto, el índice estaría aún 8.4% debajo del nivel registrado en febrero, antes del impacto por la pandemia.

En términos generales, vemos dos principales catalizadores: (1) La fortaleza de la demanda externa, sobre todo beneficiando a la industrial, pero también algunos sectores de servicios con mayor orientación hacia el extranjero; y (2) una reapertura adicional de actividades domésticas, ayudando más a los servicios. Sobre este último punto, tuvimos noticias al respecto que estuvieron soportadas también por una mejoría en los indicadores de movilidad. Por otro lado, el indicador de semáforo mostró pocos cambios. En específico, 14 estados estaban catalogados en rojo y 18 en naranja a finales de junio. Un mes después, dos se añadieron a la primera categoría y dos se restaron en la segunda. A pesar de lo anterior, cabe mencionar que el Estado de México –el estado con mayor población del país– pasó de rojo a naranja. Otros estados con zonas metropolitanas relevantes, como Nuevo León (rojo) y Ciudad de México (naranja) permanecieron sin cambios, mientras que Jalisco se deterioró, entre los más relevantes.

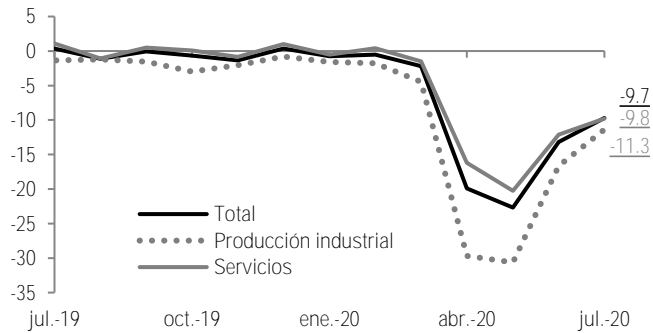
Como ya fue publicado, [la producción industrial se ubicó en -11.3% a/a](#), mejor que en junio y creciendo 6.9% m/m con cifras ajustadas por estacionalidad. Todos los sectores mejoraron respecto al mes previo, con el manufacturero el más positivo, en particular equipo de transporte. En nuestra opinión, este sector ha sido más exitoso en ajustarse a ‘la nueva normalidad’ debido a la posibilidad de producir sin tener contacto con clientes y porque la demanda por sus bienes no ha estado tan afectada, sobre todo aquellos ligados más al sector exportador –en buena medida como resultado, de medidas de estímulo en particular en EE.UU.

En los servicios anticipamos una caída de 9.8% a/a. Con cifras ajustadas por estacionalidad vemos un avance de 4.7% m/m. En primer lugar, [el IMEF no manufacturero avanzó con fuerza](#), en particular ‘nuevas órdenes’ y ‘producción’. Segundo, creemos que los servicios de transporte se habrían beneficiado de la mejoría en manufacturas, mientras que las ventas minoristas también serían más positivas, como ya fue explicado arriba en este documento. [Se observaron ganancias en empleo lideradas por el sector informal](#). Mientras tanto, el indicador de tendencia agregada en los servicios no financieros (excluyendo al comercio) se recuperó a 51.2pts desde 50.3pts en junio, con alzas generalizadas en sus componentes. Indicadores de algunos de los sectores más afectados por la pandemia también mejoraron, como el tráfico de pasajeros (-68.2% a/a desde -82.5%% el mes previo; utilizando datos de grupos aeroportuarios privados) y la ocupación hotelera (14.9% desde 5.7%). Creemos que cierta fatiga entre la población por las medidas de distanciamiento social podría haber ayudado a la economía, incluso en un contexto de avances moderados respecto a la evolución de la pandemia, como ya fue descrito.

Hacia adelante y como se muestra en la gráfica de abajo a la derecha, la dinámica hasta ahora parece ser más de una recuperación ‘en forma de V’ Si bien es importante tener más datos para evaluar esta situación, creemos que los riesgos de una recuperación ‘en forma de U’ siguen siendo relevantes. En este sentido, los datos disponibles hasta ahora para agosto (tales como indicadores del IMEF y ventas de autos, así como límites en las ganancias de movilidad) sugieren un bache en la recuperación tras ganancias recientes, sin poder descartar una caída secuencial.

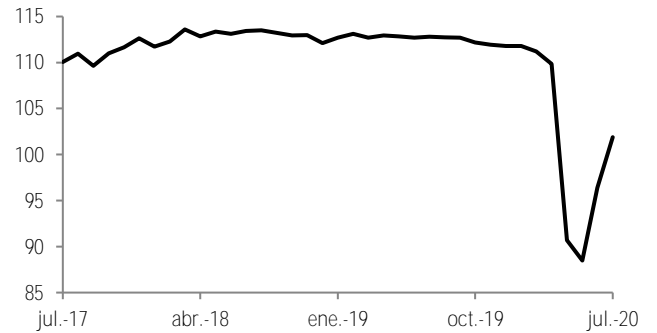
Por otro lado, si nuestro pronóstico es correcto, la economía habría acumulado una contracción de 9.9% a/a hasta julio, prácticamente en línea con nuestro pronóstico de -9.8%. Reiteramos nuestro estimado ante señales mixtas hacia adelante, enfocados en el desempeño para analizar el posible sesgo en el balance de riesgos –que actualmente vemos ligeramente al alza– y la forma general de la recuperación que seguimos viendo en la segunda mitad del año (aunque más modesta tras el rebote de los últimos meses).

IGAE
% a/a (cifras originales)



Fuente: INEGI, Banorte

IGAE
Índice (cifras ajustadas por estacionalidad)



Fuente: INEGI, Banorte

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, 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, Eridani Ruibal Ortega y Juan Barbier Arizmendi, 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 Zaldivar	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
Victor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Juan Barbier Arizmendi, CFA	Analista	juan.barbier@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Análisis Deuda Corporativa			
Tania Abdul Massih Jacobo	Director Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.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	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
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) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Oswaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	oswaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.roldan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899