

La semana en cifras

19 de febrero 2021

Minutas de Banxico, PIB final de 2020, inflación y los primeros datos duros de actividad en enero

www.banorte.com
@ analisis_fundam

- Minutas de Banxico (11-febrero).** El banco central publicará las minutas de la decisión del 11 de febrero, en la cual recortaron la tasa de referencia en 25pb a 4.00%. La decisión fue unánime, lo que fue un tanto sorpresivo considerando comentarios previos de la Subgobernadora Irene Espinosa, así como el sesgo de mayor precaución y dependiente de los datos del Gobernador Alejandro Díaz de León. También notamos varios cambios en cuanto a la inflación en el comunicado, con el sesgo sobre el crecimiento todavía bastante acomodaticio. Centraremos nuestra atención en el primer frente. Por otra parte, tuvimos comentarios de algunos miembros tras la decisión sobre la ‘ventana de oportunidad’ para más recortes, por lo que también estaremos vigilantes de esto. Sin embargo, pondremos un enfoque especial en identificar los comentarios de las Subgobernadoras Irene Espinosa y Galia Borja. En este contexto, esperamos que el documento apoye nuestra expectativa de dos recortes adicionales de 25pb en las reuniones de marzo y mayo, llevando la tasa a 3.50%, nivel donde esperamos que cierre el año

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. 22 feb.	3:30pm	Encuesta quincenal de expectativas (Citibanamex)					
mar. 23-feb.	9:00am	Reservas internacionales	19-feb	US\$ miles millones	--	--	195.8
mié. 24-feb.	6:00am	Inflación general	1Q Feb	% 2s/2s	<u>0.27</u>	0.23	0.50
				% a/a	<u>3.88</u>	3.87	3.74
		Subyacente		% 2s/2s	<u>0.28</u>	0.21	0.36
				% a/a	<u>3.91</u>	--	3.84
mié. 24-feb.	6:00am	Ventas al menudeo desestacionalizada	Diciembre	% a/a	<u>-5.8</u>	--	-5.1
				% m/m	<u>-2.3</u>	--	3.3
jue. 25-feb.	6:00am	PIB	2020	% a/a	<u>-8.3</u>	--	-0.1
jue. 25-feb.	6:00am	PIB desestacionalizado	4T20 (F)	% a/a	<u>-4.4</u>	--	-4.5
		Actividades primarias		% t/t	<u>3.1</u>	--	3.1
		Producción industrial		% a/a	<u>5.4</u>	--	4.8
		Servicios		% a/a	<u>-3.1</u>	--	-3.3
jue. 25-feb.	6:00am	IGAE	Diciembre	% a/a	<u>-5.2</u>	--	-5.1
		desestacionalizado		% m/m	<u>-3.1</u>	--	-3.9
		Actividades primarias		% a/a	<u>-0.6</u>	--	0.9
		Producción industrial		% a/a	<u>1.0</u>	--	8.8
		Servicios		% a/a	<u>-2.1</u>	--	-3.7
jue. 25-feb.	6:00am	Tasa de desempleo desestacionalizada	Enero	% a/a	<u>-3.9</u>	--	-4.8
				%	<u>4.61</u>	--	3.80
				%	<u>4.39</u>	--	4.35
jue. 25-feb.	9:00am	Minutas de Banxico					
jue. 25-feb.	9:00am	Cuenta corriente	4T20	US\$ miles millones	--	--	17.5
vie. 26-feb.	6:00am	Balanza comercial	Enero	US\$ millones	<u>-1,237.9</u>	--	6,262.0
		Exportaciones		% a/a	<u>-0.5</u>	--	11.5
		Importaciones		% a/a	<u>-3.9</u>	--	3.7
vie. 26-feb.	9:00am	Crédito al sector privado	Enero	% a/a real	<u>-4.8</u>	--	-4.6
		Consumo		% a/a real	<u>-11.9</u>	--	-11.5
		Vivienda		% a/a real	<u>5.4</u>	--	5.3
		Empresas		% a/a real	<u>-4.7</u>	--	-4.5

Fuente: Banorte; Bloomberg

Procediendo en **orden cronológico...**

MARTES – Reservas internacionales (19 de febrero). Anterior: US\$195,812 millones. La semana pasada, las reservas aumentaron en US\$86 millones, explicado principalmente por una menor valuación de los activos de la institución. Con ello, las reservas registraron un saldo de US\$195,812 millones (ver tabla abajo). En lo que va del año las reservas internacionales han incrementado en US\$145 millones.

Reservas internacionales
Millones de dólares

	2019	12-feb.-21	12-feb.-21	Acumulado en el año
	Saldos		Flujos	
Reserva Internacional (B)-(C)	195,667	195,812	86	145
(B) Reserva Bruta	199,056	202,917	70	3,861
Pemex	--	--	0	450
Gobierno Federal	--	--	-96	4,157
Operaciones de mercado	--	--	0	0
Otros	--	--	166	-746
(C) Pasivos a menos de 6 meses	3,389	7,105	-16	3,716

Fuente: Banco de México

MIÉRCOLES – Reporte de inflación (1ª quincena de febrero). Banorte: 0.27% 2s/2s; anterior: 0.50%. Por su parte, anticipamos el rubro subyacente en 0.28%, resultando en una contribución de 21pb, relativamente cercano a su promedio de los últimos cinco años. Esperamos que este último sea el principal componente detrás del alza ante algunos patrones estacionales clave. La dinámica de la no subyacente también sería interesante, creciendo 0.22%. De materializarse nuestro estimado, la inflación anual pasaría de 3.53% en promedio en enero a 3.88%, con la subyacente también al alza a 3.91% (previo: 3.84%). Por su parte, la no subyacente se presionaría desde 2.63% a 3.81%.

Dentro del rubro subyacente, las presiones estarían concentradas en los bienes, avanzando 0.4% (+16pb). En específico, anticipamos que las mercancías añadan 8pb, con reportes de incrementos en los precios de la tortilla en algunas ciudades a pesar de no contar con la autorización de PROFECO para hacerlo. Otros bienes sumarían 7.5pb, similar a su patrón estacional ante el fin de los descuentos de invierno en ropa y otros accesorios. No obstante, sería más moderado que en años previos, con algunas distorsiones ligadas a la pandemia. Los servicios seguirían más contenidos, avanzando 0.2% (+6pb), con pocos movimientos tanto en vivienda (0.1%) como educación (0.0%), altamente influenciados por la amplia holgura de la economía. No obstante, otros servicios serían ligeramente más altos (0.2%), anticipando presiones adicionales en categorías como loncherías, fondas, torterías y taquerías, así como restaurantes. Por el contrario, aquellas relacionadas al turismo se mantendrían bajas.

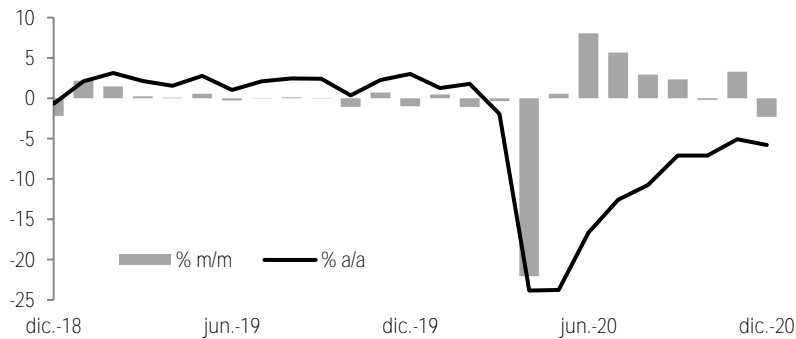
Por su parte, el componente no subyacente explicaría solamente 5pb del total a pesar de que seguiríamos viendo alzas relevantes en energéticos. Destacamos que la referencia internacional del gas LP comenzó a mostrar alzas hacia finales del periodo ante las afectaciones climatológicas en el sur de EE.UU. y en el norte de nuestro país. Sin embargo, anticipamos que tenga un efecto muy limitado esta quincena, esperando que el mayor impacto sea en la segunda mitad de febrero. En este contexto anticipamos un alza de 1.3% en el precio de este bien.

Pasando a la gasolina, los futuros en EE.UU. extendieron las ganancias, también con un repunte relevante a finales de la quincena por los factores ya descritos. No obstante, a partir del 6 de febrero la SHCP comenzó a implementar el estímulo fiscal al IEPS de la gasolina de bajo octanaje, lo que en el margen debería ayudar a limitar el incremento. Así, esperamos +2.1% en el combustible de bajo octanaje y un alza más modesta de 1.6% en el de alto octanaje, con una contribución total de ambos de 11pb. Por el contrario, los agropecuarios serían muy benignos, restando 10pb. Anticipamos un fuerte retroceso en frutas y verduras (-2.4%), destacando caídas adicionales en la cebolla y el jitomate dentro de nuestro monitoreo. Cabe señalar que parece existir un efecto estacional en el precio de este último bien, con una tendencia a la baja desde finales del año previo hasta febrero-marzo para después retomar nuevamente una trayectoria alcista. Finalmente, los pecuarios podrían ser más estables en 0.3%.

MIÉRCOLES – Ventas al menudeo (diciembre). Banorte: -5.8% a/a; anterior: -5.1%. Esta caída se daría a pesar de un efecto calendario positivo. Con cifras ajustadas por estacionalidad esperamos una contracción de 2.3% m/m tras el +3.3% del mes anterior. Resaltamos dos probables determinantes del desempeño: (1) Menores ventas dado que los consumidores adelantaron algunas compras a noviembre, aprovechando los descuentos de *El Buen Fin*; y (2) renovadas medidas de confinamiento en el Estado de México y la Ciudad de México a mediados del mes, resultando en el cierre de tiendas no esenciales (destacando los centros comerciales). Apoyando esta visión, destacamos que las ventas totales de los miembros de la ANTAD cayeron 6.7% a/a en términos reales desde +1.8% en noviembre. Los detalles son muy reveladores, con tiendas departamentales contrayéndose 11.3% (previo: +5.1%). Mientras tanto, los autoservicios crecieron 1.4%, sin cambios relativo al mes anterior. En conjunto, estas señales son consistentes con nuestra expectativa de un “doble choque” en las ventas en el periodo.

Algunas otras señales fueron mejores, aunque con ciertas especificidades. Por ejemplo, el volumen de venta de gasolinas resultó en -17.2% a/a desde -19.4% en noviembre. No obstante, posiblemente está relacionado con repuntes en la movilidad en los feriados del periodo. Creemos que las reuniones familiares fueron mayores relativo a la norma histórica por el COVID-19, lo que en nuestra opinión no impulsaría la actividad al alza con tanta fuerza. De manera similar, las [importaciones de bienes de consumo no petroleros](#) crecieron 3.5%, aunque con preocupaciones de retrasos en los reportes de las aduanas debido a recientes cambios administrativos. Sobre los fundamentales, los [niveles de empleo cayeron en diciembre](#), consistente con la estacionalidad del periodo. Mientras tanto, las [remesas siguieron fuertes](#), hilando un cuarto mes consecutivo de expansiones anuales a doble dígito. En nuestra opinión, estos recursos continuarán apoyando el consumo de los grupos más vulnerables. Finalmente, el [crédito al consumo permaneció débil](#), sugiriendo que la cautela continuara imperando, especialmente en la compra de bienes costosos y duraderos. En este sentido, las ventas de autos permanecieron muy bajas en el mes, en -19.5% a/a.

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

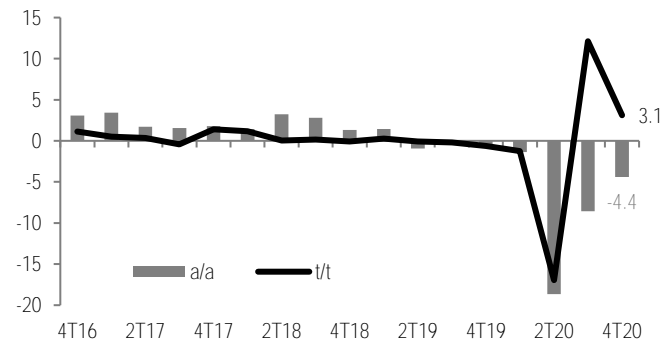


Fuente: INEGI, Banorte

JUEVES – Producto Interno Bruto (4T20 F). Banorte: -4.4% a/a; preliminar: -4.5%. Anticipamos una revisión de alrededor de 5pb al alza en el PIB del 4T20 relativo al [estimado preliminar](#). Esto se debería en buena medida a un mejor resultado en la industria. Las actividades primarias también podrían ser mejores, mientras que vemos una modesta baja en los servicios. Con cifras ajustadas por estacionalidad, el desempeño se mantendría en 3.1% t/t. Adicionalmente, la revisión esperada no sería suficiente para modificar el PIB de todo 2020, permaneciendo también sin cambios en -8.3% a/a, en línea con el reporte preliminar publicado a finales de enero.

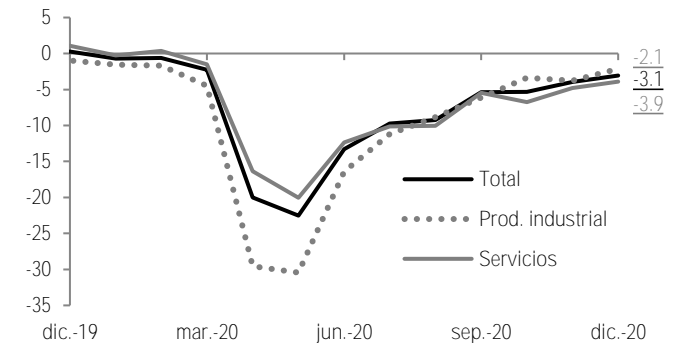
En específico, el desempeño económico en diciembre probablemente fue mejor a lo anticipado previamente. En este sentido, esperamos el IGAE de diciembre (que se publicará el mismo día que el PIB) para este periodo en -3.1% a/a. De acuerdo con nuestros cálculos, eso sería ligeramente más fuerte que el dato implícito de -3.2% en el PIB preliminar. Por su parte, cabe mencionar que el último mes de 2020 estuvo beneficiado por dos días laborales más en la comparación anual, por lo que es necesario corregir por esta distorsión. Por lo tanto, con cifras ajustadas por estacionalidad anticipamos una caída de 4.1% a/a, lo que sería más bajo que el -3.5% de noviembre. Este último pronóstico estaría muy cercano al punto medio de la última actualización del [Indicador Oportuno de la Actividad Económica del INEGI](#), en -4.2%. De manera secuencial, la economía habría caído 0.6% m/m en diciembre, su primera contracción desde que la recuperación inició en junio. Esto se debería sobre todo por: (1) Renovadas medidas de confinamiento, afectando nuevamente con mayor fuerza a los servicios; y (2) un efecto de base crecientemente retador, recordando que las vacunaciones iniciaron a un ritmo moderado y hasta finales del mes.

PIB
% a/a, cifras originales: % t/t, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: INEGI, Banorte

IGAE
% a/a, cifras originales



Fuente: INEGI, Banorte

Regresando al PIB trimestral, no anticipamos revisiones significativas en los resultados ya publicados de octubre y noviembre. Por sectores, la industria sería revisada al alza, a -3.1% a/a (previo: -3.3%). Como resultado, la actividad se habría expandido 3.4% t/t desde el +3.3% preliminar. Esto se debe en su mayoría a sorpresas positivas en la [producción industrial de diciembre](#) (-2.1% a/a; +0.1% m/m), destacando el renovado dinamismo en las manufacturas. Incluso con esta revisión, la cifra de todo el año permanecería en -10.0% a/a, su peor desempeño desde 1995.

Los servicios retrocederían -5.2% a/a (previo: -5.1%), con el dato secuencial sin cambios en +3.0% t/t. Aunque los datos duros para el último mes del año todavía son escasos, creemos que (1) Mostrarán el impacto en cierta medida de nuevos confinamientos en diciembre; y (2) sufrirán una reversión parcial tras el resultado de noviembre. Sobre el primero, destacamos que todos los componentes del IMEF no manufacturero cayeron excepto el de 'empleo'. Sin embargo, la señal no es tan negativa ya que la mayor baja fue en el componente de 'entrega de productos'. Los servicios de entretenimiento, restaurantes y otros que dependen de la interacción social mostrarían de nuevo mucha debilidad. Sin embargo, su contribución negativa en el margen ya no sería tan fuerte, con los indicadores de ocupación hotelera y tráfico de pasajeros en aeropuertos operados por compañías privadas de hecho mejorando en el margen. Sobre el segundo punto, vemos un retroceso importante en ventas minoristas (ver [sección arriba para más detalles](#)) que podría haber afectado también a las ventas al mayoreo. Considerando la fuerte alza en casos de COVID-19, estimamos una aceleración en servicios de salud. En servicios financieros y profesionales anticipamos mayor estabilidad. Del lado contrario y más positivo, el fuerte desempeño de las manufacturas al cierre del año podría haber ayudado a los servicios de transporte a pesar de que ya habían registrado un muy bueno resultado en noviembre. Considerando los ajustes esperados tanto del lado negativo como positivo, el resultado neto sería de un pequeño ajuste a la baja para todo el trimestre. Por lo tanto, el dato anual permanecería en -7.7%.

Viendo hacia adelante, estamos cada vez más cautelosos sobre el inicio del año ante el deterioro en condiciones epidemiológicas a lo largo de enero y principios de febrero. Creemos que el impacto de nuevos confinamientos en este periodo dominará de nuevo la dinámica y veremos una contracción secuencial en el 1T21. Otros vientos en contra incluyen algunas noticias desfavorables en el sector automotriz y interrupciones en el suministro de electricidad en EE.UU. y México. En el mediano plazo, el proceso de vacunación para adultos mayores comenzó el 15 de febrero, con el gobierno federal presentando una nueva estrategia en los últimos días. Las señales del exterior en este frente siguen positivas, sugiriendo que la mayor contribución al crecimiento en 2021 seguirá siendo la demanda externa. Aún pronosticamos que el PIB aumente 4.1% este año, con mayor dinamismo en el 2S21 conforme la actividad se normaliza gradualmente.

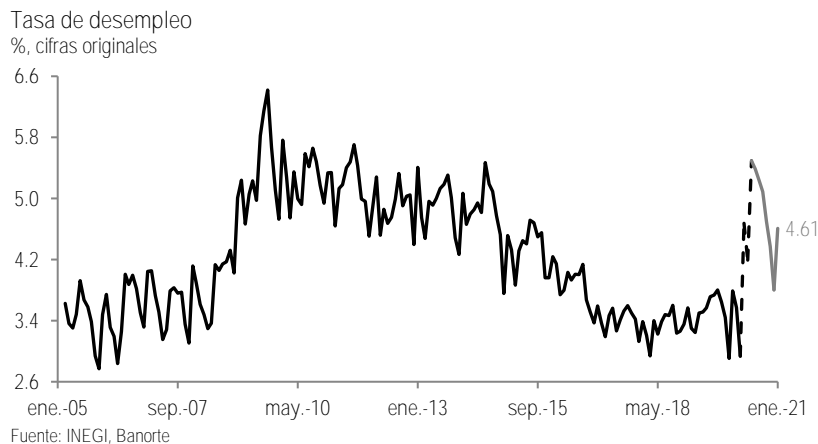
JUEVES – Tasa de desempleo (enero). Banorte: 4.61%; anterior: 3.80% (cifras originales). Anticipamos un aumento de 81pb respecto a diciembre. Sin embargo, gran parte de este fuerte ajuste se debería a un efecto estacional ya que la fuerte caída del mes previo se revierte en buena medida durante el primer mes del año. En este sentido, con cifras ajustadas por estacionalidad vemos una modesta alza de 4pb, a 4.39%. En nuestra opinión, el desempeño estará afectado ligeramente por las mayores restricciones debido al aumento en casos de COVID-19, recordando que: (1) Varios estados empeoraron en el semáforo epidemiológico, con 10 en rojo desde 3 al cierre de diciembre; y (2) se alcanzó un máximo histórico de nuevos casos (22,339) y de fallecimientos (1,803) en 21 de enero.

En este sentido, los indicadores disponibles son de mixtos a negativos. Por ejemplo, el total de empleados afiliados al IMSS se contrajo 3.26% a/a desde -3.17% en diciembre. Con base en nuestro ajuste estacional, un poco más de 47,900 plazas se perdieron tras una ganancia de 101,514 el mes anterior. Creemos que los servicios fueron nuevamente los más afectados, en línea con las tendencias en movilidad, que cayeron en el periodo. En específico, los empleados en el sector informal podrían haber sido los más impactados, aunque estos no están capturados en esta base de datos. Además, los componentes de empleo en los [indicadores del IMEF](#) divergieron, con las manufacturas avanzando de 49.2pts en noviembre a 49.6pts, mientras que los servicios cayeron de 46.3pts a 45.4pts, en el mismo orden. Una dinámica similar se observó en la confianza empresarial. Las manufacturas, construcción y comercio fueron más fuertes pero los servicios excluyendo al comercio cayeron tanto en el indicador total como en el componente de ‘momento adecuado para invertir’.

Además del deterioro en la evolución de la pandemia, hay que tomar en cuenta también [el aumento de 15% del salario mínimo](#) a partir del 1º de enero. En nuestra opinión, gran parte del ajuste por este factor probablemente se vea en los niveles de empleo –sobre todo para trabajadores de bajos ingresos– debido al elevado grado de holgura. Sin embargo, nuestro estimado de una ligera alza (con cifras ajustadas por estacionalidad) también está relacionada a la posibilidad de que la gente que haya perdido su empleo podría reportar que no está en búsqueda de otra oportunidad.

Evidencia de esto ya la observamos cuando los confinamientos más severos fueron implementados, con la tasa de participación pasando de 60.4% en marzo a un mínimo histórico de 47.3% en mayo. De ser así, esto sesgaría la tasa de desempleo a la baja. A pesar de lo anterior, creemos que el efecto sería más moderado que al inicio de la pandemia ante trabajadores y negocios que han aprendido a adaptarse y que están menos dispuestos a un cierre total de operaciones. Si estamos en lo correcto, esto último probablemente induzca presiones alcistas en la tasa de subocupación.

Considerando los factores mencionados, aun creemos que los datos del mercado laboral permanecerán distorsionados por la pandemia. Hacia adelante seguimos viendo una recuperación gradual del mercado laboral. Sin embargo, el ritmo de baja de la tasa sería más moderado en el corto plazo debido a las limitaciones en la actividad económica, en particular en sectores muy dependientes de las interacciones sociales. En contraste, existe la posibilidad de una recuperación más vigorosa en el 2S21 conforme avance la vacunación de la población y termina el invierno. Esto podría ayudar a reducir los contagios y resultar en una mejoría en el indicador de semáforo en varios estados, mejorando a su vez los niveles de movilidad.

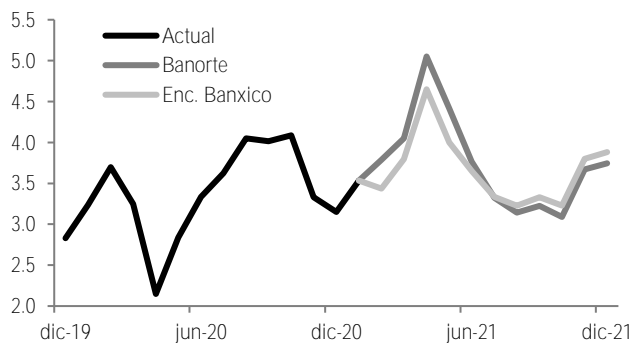


JUEVES – Minutas Banxico (11-febrero). El banco central publicará las minutas de la [decisión del 11 de febrero](#), en la cual recortaron la tasa de referencia en 25pb a 4.00%. La decisión fue unánime, lo que fue un tanto sorpresivo considerando comentarios previos de la Subgobernadora Irene Espinosa, así como el sesgo de mayor precaución y dependiente de los datos del Gobernador Alejandro Díaz de León. También notamos varios cambios en cuanto a la inflación en el comunicado, con el sesgo sobre el crecimiento todavía bastante acomodaticio.

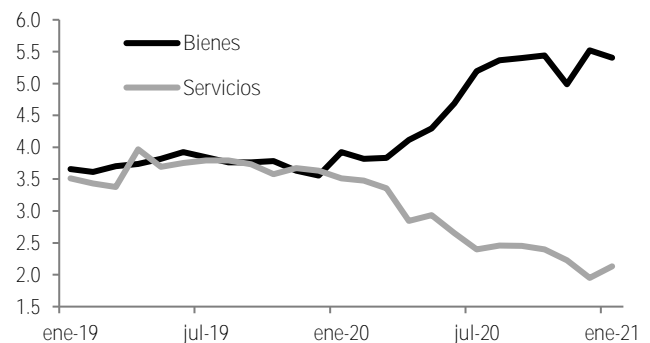
Considerando lo anterior, nuestra atención se enfocará en el debate sobre la perspectiva para los precios. Dentro de los ajustes del comunicado en este frente destacamos: (1) La adición de la frase sobre la ‘joroba’ en la inflación anual en el 2T21, impulsada por un efecto de base adverso; y (2) comentarios más explícitos sobre la diferencia en la dinámica de precios entre los bienes y servicios dentro del componente subyacente. Sobre el primero, creemos que Banxico resaltó esto para enfatizar que el alza no será impulsada por la dinámica de precios actual, sino que correspondería a un efecto aritmético.

Esto ya era esperado por la institución –desde los pronósticos en el *Informe Trimestral* del 1T20, con cambios ligeros en las [publicaciones más recientes](#)– y los participantes del mercado, incluidos nosotros (gráfica abajo a la izquierda). No obstante, representa un riesgo en cuanto a la ‘ventana de oportunidad’ en la cual se pueden llevar a cabo los recortes. En este sentido, los Subgobernadores Esquivel y Heath han hablado recientemente de esto (como se detalla en la siguiente sección). Sobre el segundo punto, ha existido una marcada divergencia entre estas dos categorías, reflejando cambios en los patrones de consumo como resultado de la pandemia (ver gráfica abajo a la derecha), entre otros factores. Consideramos que hacer hincapié en estas diferencias representa una señal relevante de que las preocupaciones por ello parecerían estar disminuyendo. Además, refuerza la visión de presiones de demanda limitadas para la inflación ante el amplio nivel de holgura en la economía. Finalmente, y en nuestra opinión más importante, estaremos atentos a los comentarios sobre la reciente alza del componente no subyacente, [mayormente impulsada por mayores precios de los energéticos](#). Esto es relevante al considerar que la política monetaria tiene un efecto modesto para influenciar la dinámica ante este tipo de choques. Sin embargo, seguirá siendo una fuente de preocupación, especialmente si comienza a observarse un traspaso a otros precios y pueda comprometer la evolución de las expectativas de inflación de corto plazo.

Pronósticos de inflación
% a/a, frecuencia mensual



Inflación subyacente: Bienes y servicios
% a/a, frecuencia mensual



Nota: El dato de enero de la encuesta fue reemplazado por el dato actual. Trayectoria de la encuesta con base en la mediana de los pronósticos de las tasas mensuales de inflación.
Fuente: INEGI, Encuesta Banxico (enero), Banorte

Fuente: INEGI

Con esto en mente, destacamos comentarios de algunos miembros de la Junta de Gobierno tras la decisión. En primer lugar, el Gobernador Díaz de León participó en diferentes programas el jueves y viernes de la semana pasada, expresando la visión institucional y limitando sus opiniones (como se estipula en los criterios de comunicación del banco central). El Subgobernador Jonathan Heath mantuvo un sesgo *dovish*, recalcando nuevamente la importancia de actuar ahora mientras que la ‘ventana’ para más recortes sigue abierta, antes de que la inflación anual comience a aumentar a finales de marzo y en abril. Aunque la expectativa actual es que los precios comiencen a descender después de esta ‘joroba’, mencionó que será importante ver si se materializa. En este último escenario, la ‘ventana’ para continuar con el ciclo acomodaticio podría abrirse nuevamente.

Finalmente, el Subgobernador Gerardo Esquivel comentó que ve suficiente espacio para recortar la tasa de referencia dos veces más este año (en movimientos de 25pb), aunque también sugiriendo que no sería deseable alcanzar el mínimo previo de la tasa en 3.00%. En nuestra opinión, esto parece estar informado en buena medida por opiniones previas en las que afirmó que la tasa de interés real ex ante podría alcanzar 0% como límite inferior. Esto equivaldría a una tasa nominal de 3.50% si nos basamos en las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, las cuales han estado ancladas en este mismo nivel (de acuerdo con la encuesta del banco central). Sin embargo, también retomó algunos de los comentarios de Heath, mencionando que estarán muy pendientes de los datos de inflación y su desempeño relativo a los estimados de la institución.

En nuestra opinión, estas últimas dos exposiciones están en línea con su voto de la reunión previa, con ambos favoreciendo un recorte. Tomando esto en cuenta, creemos que la evaluación de las Subgobernadoras Irene Espinosa y Galia Borja proveerán información clave sobre el sesgo general de la Junta de Gobierno. Por lo tanto, nos enfocaremos en identificarlos. Sobre la primera, estaremos viendo los posibles factores que pudieron haber cambiado el sentido de su voto, sobre todo ya que la considerábamos entre los miembros más *hawkish*. Para la segunda, esperamos recopilar información valiosa sobre su sesgo de política monetaria y sus prioridades en el proceso de toma de decisiones, recordando que esta fue su primera reunión. Creemos que sus posturas serán muy relevantes para evaluar la probabilidad de las diferentes trayectorias que podría tomar la tasa de referencia.

Finalmente, los comentarios sobre la economía mostrarían pocos cambios, destacando riesgos a la baja –los que podría argumentarse [se están materializando al inicio del año](#)–. Probablemente enfatizarán de nuevo que la brecha del producto permanece muy negativa a pesar de una sorpresa al alza en el PIB del 2S20. Pasando a los riesgos financieros y macroeconómicos, creemos que elaborarán sobre el mayor apetito por riesgo a nivel global y mejores condiciones de operación de los mercados locales. No obstante, continuarán reforzando la necesidad de salvaguardar buenos fundamentos macroeconómicos ante algunos riesgos relevantes, tales como los relacionados con las finanzas públicas y Pemex. También estaremos atentos a la evolución de las discusiones sobre cambios potenciales a la ley del banco central.

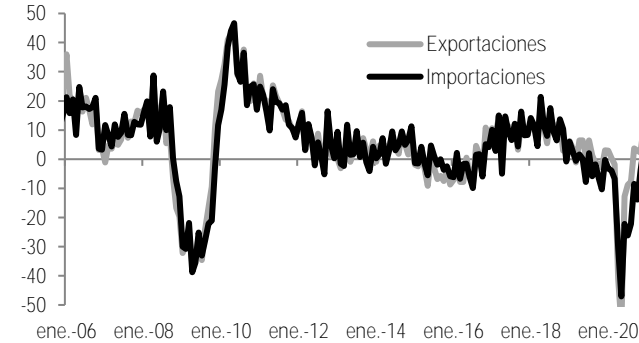
En nuestra opinión, las minutas serán muy útiles para brindar información sobre la trayectoria de política monetaria hacia adelante. Aparte de esto, el siguiente *Informe Trimestral* será clave, publicándose el 3 de marzo. En él, nuestra atención se centrará en la actualización de los estimados de inflación. En general, esperamos que el tono se mantenga *dovish*, apoyando nuestro pronóstico de dos recortes adicionales de 25pb en las decisiones del 25 de marzo y 13 de mayo. Esperamos que los indicadores económicos muestren una recuperación lenta. Los ajustes en la inflación probablemente estarán sesgados al alza ante los eventos recientes que han afectado los precios de los *commodities*. No obstante, falta corroborar que tan temporal y persistente será esta dinámica.

VIERNES – Balanza comercial (enero). Banorte: -US\$1,237.9 millones; anterior: +US6,262.0 millones. Esto estaría explicado por patrones estacionales, con las exportaciones no petroleras usualmente bajas en el primer mes del año. Históricamente, las importaciones no petroleras también han mostrado un patrón similar, aunque más modesto ya que se distribuye entre enero y febrero. Creemos que persistirá cierto dinamismo en los envíos al exterior a pesar de noticias desfavorables en el periodo en torno a la actividad doméstica y con cierta reversión tras la fuerte alza en diciembre. Además, hay un efecto de calendario retador, considerando que el mes tuvo dos días laborales menos en la comparación anual. En este contexto esperamos las exportaciones totales en -0.5% a/a (previo: 11.5%), con las importaciones también negativas en -3.9% (previo: 3.7%).

En el sector petrolero estimamos un déficit de US\$1,459.4 millones. La dinámica estuvo caracterizada por una recuperación en los precios, tanto del crudo como de productos como la gasolina. La mezcla mexicana promedió 50.86 US\$/bbl desde 45.64 en diciembre. En volúmenes, las noticias fueron mixtas. Tuvimos reportes de problemas para cargar en la terminal de Pajaritos aunque avances en la Unidad Flotante de Producción, Almacenamiento y Descarga *Yúum K'ak' Náab*. En este contexto, los datos duros mostraron una ligera caída en los envíos a EE.UU. Considerando ambos factores, anticipamos una contracción de 11.7% a/a en los envíos. En las importaciones, los volúmenes enviados desde EE.UU. mejoraron a tasa anual, además del alza en precios. Esto es positivo considerando que los indicadores de movilidad cayeron ante el incremento en las restricciones. Así, anticipamos el total de importaciones en este sector en -17.2%.

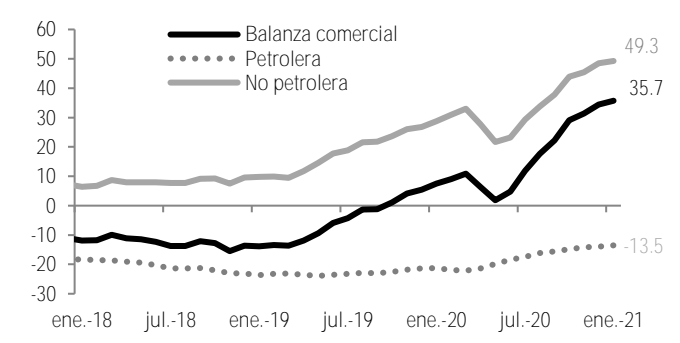
En la balanza no petrolera esperamos un superávit de apenas US\$221.8 millones. Las exportaciones se desacelerarían a 0.3% desde 13.1% en diciembre. A pesar de esto, se mantendrían arriba de las importaciones, en -2.2%. En las primeras, esperamos que las agrícolas (1.1%) y minería (12.5%) sigan creciendo, ayudadas por mayores precios de los *commodities*. Por el contrario, las manufacturas serían mucho más modestas, en 0.1%. En específico, las automotrices caerían 5.4%, con los datos de la AMIA mostrando una baja de 6.4% en las exportaciones. Esto probablemente significa una reversión del fuerte avance de 11.3% de diciembre. De manera más positiva, el sector en EE.UU. siguió creciendo. Esperamos una dinámica similar en otras manufacturas, en 3.0% desde 14.8% anterior. Los datos disponibles aquí son más favorables, incluyendo en EE.UU. con el alza en el componente de importaciones del ISM –a pesar de reportes de limitaciones en la expansión de la capacidad por el COVID-19–. En las importaciones también vemos cierta presión tras los buenos resultados de diciembre, con las tasas anuales afectadas con fuerza por un efecto calendario negativo. En bienes de consumo anticipamos -3.5% y en intermedios -0.7%. En los primeros, notamos que el Año Nuevo chino fue del 11 al 17 de febrero. Debido a los retrasos por el tiempo de traslado, creemos que podríamos ver un repunte en las importaciones mexicanas hasta febrero (considerando que los exportadores chinos posiblemente aceleraron sus envíos hasta finales de enero y principios del mes en curso). En las segundas, el componente de exportaciones del ISM cayó con fuerza, lo que sugiere un desempeño limitado. Por último, los bienes de capital seguirían bajos en -12.0% tras sorprender positivamente el mes previo, con el tipo de cambio estable, pero con la demanda doméstica aún baja.

Exportaciones e importaciones
% anual



Fuente: INEGI, Banorte

Balanza comercial
Mdd, suma de los últimos doce meses



Fuente: INEGI, Banorte

VIERNES – Crédito bancario al sector privado (enero). Banorte: -4.8% a/a en términos reales; anterior: -4.6%. Estimamos una contracción de 4.8% a/a en términos reales del saldo vigente de la cartera de créditos de los bancos al sector privado. El desempeño estaría explicado por una caída adicional en las carteras de consumo (-11.9%) y empresarial (-4.7%). En la primera, los datos más oportunos sugieren una reducción adicional en el consumo en general, destacando las ventas de la ANTAD. Sobre el segundo, consideramos que el deterioro en las condiciones epidemiológicas pesará sobre las necesidades de financiamiento, resultando en una contracción adicional. Por el contrario, la vivienda podría mantenerse relativamente fuerte (5.4%). Cabe mencionar que, en el mes, el efecto de la inflación sería negativo ya que resultó en 3.54% en enero, 39pb por arriba del mes previo.

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	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.
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 Roldán Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.roldan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899