

La semana en cifras

19 de noviembre 2021

Banxico señalará mayores alzas de la tasa ante un panorama retador de inflación

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

- Minutas de Banxico (11 de noviembre).** El banco central publicará las minutas de la [reunión del 11 de noviembre](#), en la cual, en línea con nuestra expectativa, la Junta de Gobierno decidió por mayoría aumentar la tasa de referencia en 25pb a 5.00%. Al igual que en la decisión previa, el único disidente fue Gerardo Esquivel. Además de los comentarios de los miembros, el enfoque seguirá en la inflación, sobre todo en tres frentes: (1) La dinámica reciente y su grado de transitoriedad; (2) la actualización de los estimados; y (3) ajustes en el balance de riesgos. Estaremos muy atentos a potenciales divergencias sobre el momento estimado de la convergencia al objetivo y los riesgos para el anclaje de las expectativas de mediano y largo plazo
- Inflación (1ª quincena de noviembre).** Esperamos la inflación en 0.49% 2s/2s (previo: 0.38%), con varios patrones estacionales sesgando la tendencia. Notamos el empuje usual por el fin de los descuentos de verano en las tarifas eléctricas. Estos estarían compensados en parte porque *El Buen Fin* ocurrió antes de lo usual. En este sentido, el rubro subyacente subiría solamente 0.07%, con la no subyacente mucho más alta en 1.74%. Con estos resultados, la inflación anual subiría a 6.83%, acelerándose desde el 6.24% promedio de octubre. Aunque esto estaría explicado en parte por un efecto de base más retador, también se debe al impacto de las presiones recientes. La subyacente aumentaría a 5.45%, con la no subyacente también más alta en 11.09%

Documento destinado al público en general

Calendario de eventos económicos

FECHA	HORA	INDICADOR	PERIODO	UNIDAD	BANORTE	CONSENSO	PREVIO
lun. 22-nov.	3:30pm	Encuesta quincenal de expectativas (Citibanamex)					
mar. 23-nov.	6:00am	Ventas al menudeo desestacionalizado	Septiembre	% a/a	<u>6.8</u>	5.4	7.2
				% m/m	<u>0.7</u>	0.8	0.0
mar. 23-nov.	9:00am	Reservas internacionales	19-nov	US\$ miles millones	--	--	198.8
mié. 24-nov.	6:00am	Inflación general	1Q Nov	% 2s/2s	<u>0.49</u>	0.51	0.38
				% a/a	<u>6.83</u>	6.85	6.36
		Subyacente		% 2s/2s	<u>0.07</u>	0.07	0.20
				% a/a	<u>5.45</u>	--	5.26
jue. 25-nov.	6:00am	PIB desestacionalizado	3T21 (F)	% a/a	<u>4.5</u>	4.5	4.6
		Actividades primarias		% t/t	<u>-0.3</u>	-0.3	-0.2
		Producción industrial		% a/a	<u>0.7</u>	--	0.7
		Servicios		% a/a	<u>5.0</u>	--	5.3
jue. 25-nov.	6:00am	IGAE desestacionalizado	Septiembre	% a/a	<u>4.2</u>	--	4.1
		Actividades primarias		% a/a	<u>1.4</u>	2.2	4.3
		Producción industrial		% m/m	<u>-0.6</u>	-0.1	-1.6
		Servicios		% a/a	<u>2.7</u>	--	0.5
jue. 25-nov.	9:00am	Cuenta corriente	3T21	US\$ miles millones	<u>1.6</u>	--	5.5
jue. 25-nov.	9:00am	Minutas de Banxico		% a/a	<u>1.3</u>	--	3.8
vie. 26-nov.	6:00am	Balanza comercial	Octubre	US\$ millones	<u>-1,721.0</u>	-2,410.5	-2,398.4
		Exportaciones		% a/a	<u>8.8</u>	--	8.1
		Importaciones		% a/a	<u>32.7</u>	--	29.1

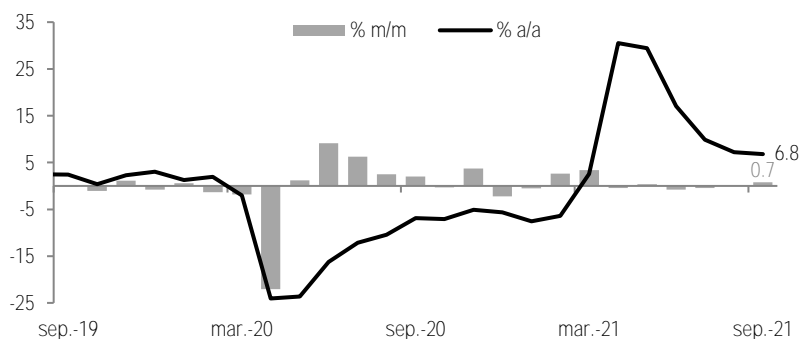
Fuente: Banorte; Bloomberg

Procediendo en orden cronológico...

MARTES – Ventas al menudeo (septiembre). Banorte: 6.8% a/a; anterior: 7.2%. Esperamos una mejoría relativo a la debilidad observada en los últimos meses. Un posible soporte sería la mejoría en las condiciones del COVID-19, impulsando la movilidad y la confianza de los consumidores al alza. Por el contrario, algunas limitantes persisten, destacando en este frente las presiones en precios que mitigan el crecimiento del poder adquisitivo y probablemente han afectado a las compras. A pesar de lo anterior, anticipamos una expansión de 0.7% m/m considerando también la caída acumulada de 2.6% de los últimos tres meses.

En este contexto, los datos disponibles sugieren un rebote. De manera positiva, las ventas en mismas-tiendas de la ANTAD subieron 3.9% a/a en términos reales desde -1.0% el mes previo a pesar de un efecto de base más retador. Las ganancias se concentraron en autoservicios y departamentales, consistente con un mejor panorama para el consumo y la movilidad. Mientras tanto, las ventas de autos reportadas por la AMIA fueron de 76,930 vehículos, más bajas en términos absolutos vs. agosto. No obstante, esto resultaría en una expansión de 2.8% m/m con base en nuestro modelo de ajuste estacional. Las [importaciones de bienes de consumo no petroleros](#) subieron 0.4%, también favorables en el margen. Como mencionamos, la confianza del consumidor avanzó a 43.4pts, con ganancias en todos los componentes. El crédito al consumo sugirió una ligera aceleración tras su reciente debilidad. En una nota más adversa, las ventas de gasolinas retrocedieron tanto de forma secuencial como anual (medidas en volumen), lo que de cierta forma contradice las cifras de mayor movilidad. Otros fundamentales también se sesgaron a la baja. [Las remesas se desaceleraron ligeramente](#) desde un nuevo máximo el mes previo, aunque se mantuvieron arriba de US\$4,000 millones por séptimo mes consecutivo. Finalmente, el [empleo fue más negativo](#), con pérdidas de plazas y una contracción en la fuerza laboral por segundo periodo consecutivo. Creemos que la demanda acumulada en un entorno epidemiológico más positivo será el principal motor para el consumo en lo que resta del año. Además, esperamos apoyo de los fundamentales, en especial del empleo conforme la actividad económica recupera dinamismo. No obstante, seguimos cautelosos debido al impacto de los aumentos en precios –que se han [extendido a octubre](#)– y restricciones de oferta –con algunos minoristas mostrando preocupaciones sobre la disponibilidad de bienes antes de fin de año–, lo que probablemente limitará el dinamismo.

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



Fuente: INEGI, Banorte

MARTES – Reservas internacionales (19 de noviembre); anterior: US\$198,788 millones. La semana pasada las reservas disminuyeron en US\$132 millones, explicado principalmente por una menor valuación de los activos de la institución. Con ello, las reservas registraron un saldo de US\$198,788 mil millones (ver tabla abajo). En lo que va del año las reservas han aumentado en US\$3,121 millones.

Reservas internacionales
Millones de dólares

	2020	12-nov.-21	12-nov.-21	Acumulado en el año
	Saldos		Flujos	
Reserva Internacional (B)-(C)	195,667	198,788	-132	3,121
(B) Reserva Bruta	199,056	210,960	-1,520	11,904
Pemex	--	--	0	1,234
Gobierno Federal	--	--	-1,605	-1,264
Operaciones de mercado	--	--	0	0
Otros	--	--	84	11,934
(C) Pasivos a menos de 6 meses	3,389	12,172	-1,389	8,783

Fuente: Banco de México

MIÉRCOLES – Reporte de inflación (1ª quincena de noviembre). Banorte: 0.49% 2s/2s; anterior: 0.38%. Esto sería bajo relativo a su promedio de 5 años en 0.61%. Existen varios patrones estacionales sesgando la tendencia. Notamos el empuje usual por el fin de los descuentos de verano en las tarifas eléctricas en las regiones restantes del país. Estos estarían compensados en parte porque *El Buen Fin* ocurrió antes de lo usual, oficialmente entre el 10 y el 16 de noviembre. En este sentido, el rubro subyacente subiría solamente 0.07% (+5pb), con la no subyacente mucho más alta en 1.74% (+44bps).

Dentro del rubro subyacente, los bienes permanecerían prácticamente sin cambios (0.0%; -1pb), con fuertes diferencias al interior. Los alimentos procesados subirían 0.3% (+6pb), con reportes aludiendo a presiones generalizadas conforme los precios siguen aumentando. Las referencias internacionales del trigo y el maíz, sólo por nombrar algunos, aumentaron con fuerza en las semanas previas. Por el contrario, ‘otros bienes’ caerían 0.3% (-7bps) ante los descuentos, los cuales favorecen categorías como televisiones, enseres domésticos y ropa, entre otros. Los servicios serían más mixtos en 0.2% (6pb), con la vivienda baja (0.1%; +2pb), educación sin cambios (0.0%; 0pb), pero ‘otros’ mucho más altos en 0.3% (+4pb). Dentro de estos, las categorías relacionadas al turismo serían bastante modestas, con los descuentos compensando por mayor demanda y recientes presiones en costos. Mientras tanto, los sectores restantes (*e.g.* restaurantes, etc.) seguirían al alza, en línea con tendencias recientes.

Pasando a la no subyacente, la mayoría de las presiones se centrarían en energía, arriba 3.4% (34bps). Como ya mencionamos, el principal motor serían las tarifas eléctricas conforme la segunda etapa del regreso de los descuentos de verano ocurrió, anticipando un alza de 23.1% (+39pb). En una nota favorable, el gas LP mostraría cierto alivio tras alzas importantes desde que se introdujo el precio máximo, esperando una contracción de 1.7% (-4pb). Esto sería explicado por menores precios de las referencias internacionales. Las gasolinas también serían positivas, con la de bajo octanaje abajo en 0.2% (-1pb) ante una caída importante en las referencias, aunque parcialmente compensada por una modesta reducción en el estímulo fiscal conforme las condiciones mejoraron en el margen.

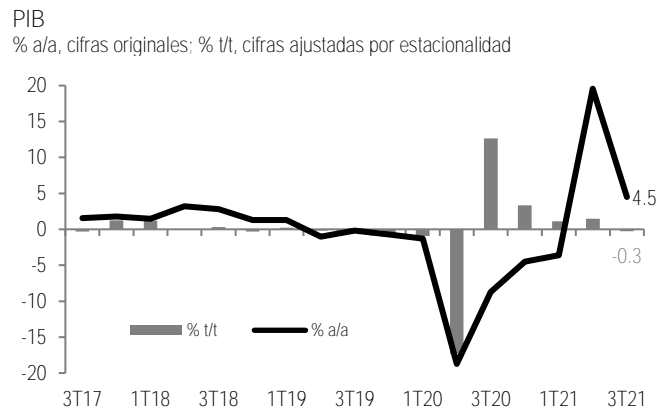
La de alto octanaje se mantendría sin cambios (0.0%; 0pb) dado que los ajustes en precios se mantienen independientes. Pasando a los agrícolas, el desempeño seguiría presionado en 0.9% (+10pb). Las frutas y verduras subirían 1.4% (+7pb), con reportes de eventos climatológicos (e.g. lluvias y heladas) impactando algunas cosechas, incluyendo jitomates, cebollas y tomate verdes, aunque con distorsiones en otros productos. En los pecuarios esperamos +0.5% (+3pb), con nuestro monitoreo mostrando un rebote en el precio del pollo tras caídas recientes, aunque con estabilidad en otras categorías. Finalmente, las tarifas gubernamentales permanecerían contenidas en 0.0%.

Con estos resultados, la inflación anual subiría a 6.83%, acelerándose desde el 6.24% promedio de octubre y en su nivel más alto desde finales de 2017. Aunque esto estaría explicado en parte por un efecto de base más retardador, también se debe al impacto de las presiones recientes. La subyacente aumentaría a 5.45% (previo: 5.19%), continuando con la tendencia al alza desde hace casi un año. La no subyacente también se extendería al alza a 11.09% (previo: 9.47%). Creemos que estos resultados apoyan nuestra visión de que será necesaria una restricción adicional por parte de Banxico en los próximos meses para consolidar las expectativas y asegurar una trayectoria de inflación a la baja.

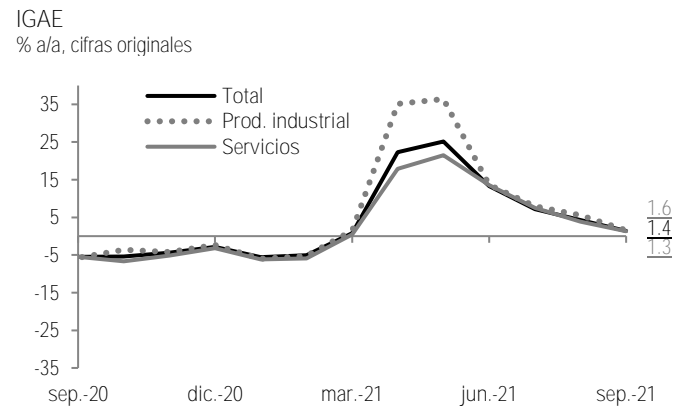
JUEVES – Producto Interno Bruto (3T21 F). Banorte: 4.5% a/a; preliminar: 4.6%. Anticipamos una revisión a la baja relativo al [estimado preliminar](#), lo que sería decepcionante considerando que este último fue menor a la expectativa de todos los analistas en ese momento, incluidos nosotros. Los principales factores detrás de la revisión serían: (1) Un desempeño más modesto de la industria; y (2) debilidad extendiéndose en los servicios a pesar de una mejoría en las condiciones epidemiológicas. Con cifras ajustadas por estacionalidad anticipamos una caída de 0.3% desde -0.2% previo, confirmando la pausa en la recuperación.

En particular, anticipamos el IGAE de septiembre en 1.4% a/a, debajo del 1.6% implícito en el reporte adelantado (asumiendo que no hay cambios en los datos previos). Con cifras ajustadas por estacionalidad, el resultado se traduciría en 1.6% a/a, en el extremo inferior del rango de confianza del [IOAE del INEGI](#). De acuerdo con nuestros cálculos, esto implica una caída de 0.6% m/m, lo que sería bastante débil al tomar en cuenta el -1.6% de agosto. Cuando se publicó este último pensamos que los servicios se beneficiarían de haber dejado atrás el pico de casos diarios de COVID-19 (a finales de agosto) en la ‘tercera ola’. Si bien los indicadores de confianza y de movilidad eran consistentes con una menor cautela de los consumidores, otras cifras desde ese momento sugieren que no fue el caso. Entre ellas destaca: (1) Un rebote secuencial muy bajo de las [importaciones de bienes de consumo no petrolero](#); (2) [fuertes pérdidas de empleo en el periodo](#); (3) señales mixtas en turismo, con mejores tasas de ocupación hotelera, pero una desaceleración del tráfico aéreo de pasajeros (considerando su estacionalidad); y (4) ventas al menudeo modestas, como [ya detallamos](#).

Además, [la industria sorprendió con una debilidad generalizada](#) ante fuertes bajas en manufacturas y construcción ante con presiones en costos y problemas de oferta. En general, el repunte probablemente no se materializó, con el sector primario como el único con algunas señales de fortaleza.



Fuente: INEGI, Banorte



Fuente: INEGI, Banorte

De vuelta al PIB trimestral y con base en los datos ya conocidos y nuestra expectativa de septiembre, anticipamos a la industria en +0.6% t/t (+5.0% a/a), debajo del 0.7% preliminar. Los servicios se contraerían 0.6% t/t (+4.1% a/a). Por último, las actividades primarias se ubicarían en +0.7% t/t (0.7% a/a), más estables que otros sectores dado su estatus esencial. Desde que se publicó la cifra preliminar revisamos nuestro pronóstico para todo el año, de 6.2% a 5.7%. Este último seguiría siendo válido si el estimado se materializa. Sin embargo, implica un renovado dinamismo para el último trimestre. Los datos de alta frecuencia de movilidad –que recientemente superó el nivel de referencia pre-pandemia– y el semáforo epidemiológico –con todos los estados menos uno, Baja California, actualmente en verde–, siguen apoyando dicho panorama. No obstante, debemos ser más cautelosos ya que estas señales podrían estar perdiendo su poder predictivo, lo que a su vez podría señalar una desaceleración más importante, especialmente de la demanda doméstica. Por lo tanto, estaremos muy pendientes a los detalles y los próximos datos, con la posibilidad de que las presiones en precios –entre otros factores– estén afectando con más fuerza a la recuperación. Si este es el caso, los riesgos para nuestro pronóstico de crecimiento de 3.0% en 2022 empezarían a sesgarse a la baja.

JUEVES – Minutas de Banxico (11 de noviembre). El banco central publicará las minutas de la [reunión del 11 de noviembre](#), en la cual, en línea con nuestra expectativa, la Junta de Gobierno decidió por mayoría aumentar la tasa de referencia en 25pb a 5.00%. Al igual que en la decisión previa, el único disidente fue Gerardo Esquivel. Además de los comentarios de los miembros, el enfoque seguirá en la inflación, sobre todo en tres frentes: (1) La dinámica reciente y su grado de transitoriedad; (2) la actualización de los estimados; y (3) ajustes en el balance de riesgos. Estaremos muy atentos también a potenciales divergencias sobre el momento estimado de la convergencia al objetivo y los riesgos para el anclaje de las expectativas de mediano y largo plazo.

Hasta ahora hemos tenido algunos comentarios de los miembros tras la decisión, lo cual podría ayudar a identificarlos en las minutas. Comenzando con Alejandro Díaz de León, en una entrevista con *Bloomberg* comentó que los próximos ajustes a la tasa de referencia dependerán de los datos –incluyendo posibles choques adicionales– refrendando la postura que lo ha categorizado en su trayectoria como Gobernador. Añadió que el país mantiene tasas más elevadas relativo a sus pares regionales (excepto Brasil), permitiendo un ajuste más gradual hasta ahora.

Esto último nos parece muy importante ya que ayuda a validar que probablemente seguirá apoyando ajustes de 25pb, en vez de 50pb. Por otro lado, y de cara al *Informe Trimestral* del 3T21 (a publicarse el 1 de diciembre), mencionó que es probable que se ajusten los estimados de crecimiento a la baja, al menos para 2021.

Jonathan Heath hizo comentarios en al menos dos eventos. Mantuvo que la inflación se está volviendo un problema grave, probablemente acelerándose hacia 7% para el cierre del año. Sus comentarios también mostraron preocupación por el componente subyacente, el cual se ha acelerado de manera constante los últimos meses. Sin embargo, en comentarios separados argumentó que alzas de 25pb son adecuadas considerando los canales de transmisión de la política monetaria en nuestro país. Tomando todo esto en cuenta, creemos que Heath seguirá impulsando alzas adicionales, pero a un ritmo estable –y moderado–. Por último, y hasta donde tenemos conocimiento, Galia Borja, Irene Espinosa y Gerardo Esquivel no participaron en foros ni con prensa desde la decisión.

Sobre los precios, existen varias aristas importantes. Comenzando por la dinámica actual, ante la inclusión de ‘presiones internas’, creemos que será muy importante buscar mayores detalles en este frente. Esto no reemplaza la relevancia de su percepción sobre los factores externos, en especial tras la fuerte señal sobre la incertidumbre que los rodea. A su vez, esto estaría ligado a la visión relativa respecto a la transitoriedad de las presiones tras agregar la palabra ‘principalmente’ en el comunicado. En este sentido, parece existir menos convicción al respecto en las últimas comunicaciones. Por otro lado, analizaremos la postura sobre los riesgos para el anclaje de las expectativas. Similar a las dos decisiones previas, veremos si los nuevos estimados incorporan algún choque adicional y/o una mayor persistencia e impacto de alguno actual. En cuanto al balance de riesgos, aunque los factores fueron prácticamente los mismos (incluyendo el alza a los energéticos, además de los agropecuarios), enfatizaron que no solo se mantiene al alza, sino que se deterioró, reflejando una cautela inclusive mayor a la que ya habían señalado.

Sobre la actividad, los últimos datos aluden a que el panorama para el 4T21 ha mejorado, en línea con la expectativa de Banxico de que se retomará la recuperación tras la caída secuencial del tercer trimestre. Tras comentarios del Gobernador, buscaremos opiniones sobre: (1) Si algunos miembros ven que la debilidad pudiera extenderse más tiempo; (2) la visión acerca de la demanda agregada, considerando que habían notado debilidad doméstica en las minutas pasadas; y (3) los problemas de las cadenas de suministro y aumentos en costos de materias primas, impactando sobre todo al dinamismo industrial.

En el entorno financiero, tanto el tipo de cambio como las tasas de interés habían aumentado –en especial las de corto plazo– previo a la decisión. En particular, será relevante si discuten el grado en que esto se debe a la posibilidad de condiciones monetarias menos laxas en el mundo. Por último, el documento podría contener comentarios en torno a la aprobación de la *Ley de Ingresos* y el último reporte de resultados de Pemex.

Esperamos que el documento refuerce nuestra visión de que: (1) El ciclo restrictivo se extenderá por mayor tiempo; y (2) existe poco apetito por acelerar el ritmo de alza a pesar de presiones más fuertes a las esperadas en precios y la fuerte incertidumbre respecto a su dinámica. En este contexto, reiteramos nuestra expectativa de un alza adicional de 25pb de la tasa en diciembre, llevándola a 5.25%. Esto estaría seguido de incrementos de la misma magnitud en las primeras tres decisiones de 2022 –probablemente en febrero, marzo y mayo– y otras dos más en el cuarto trimestre, estas últimas atadas a incrementos del Fed en EE.UU. Así, la tasa de referencia terminaría 2022 en 6.50%.

VIERNES – Balanza comercial (octubre). Banorte: -US\$1,721.0 millones; anterior: -US\$2,398.4 millones. Estimamos un avance de 8.8% y 32.7% a/a de las exportaciones e importaciones, respectivamente. Típicamente, este periodo registra una aceleración en los flujos (en términos absolutos) debido a que los negocios se preparan para la temporada de ventas de fin de año. En esta ocasión la incertidumbre ha aumentado ya que hemos tenido una serie de reportes que advierten sobre la posibilidad de que los inventarios no podrían haber aumentado tanto como es deseado debido a las restricciones de oferta, mayores tiempos de entrega y otros problemas. Además, las presiones globales de inflación podrían distorsionar las cifras ya que se reportan en términos nominales. En este sentido, estamos cautelosos sobre su interpretación en términos de la actividad económica real.

Anticipamos un superávit de US\$696.6 millones de la balanza no petrolera. Esperamos las exportaciones en 6.2% y 28.6% a/a, en el mismo orden. En general, tanto los efectos de base como la estacionalidad son mejores que el mes previo. En las primeras, los agropecuarios probablemente estuvieron ayudados por los precios –sobre todo en la 1ª mitad del mes– y una temporada de huracanes que no ha sido tan difícil –con solo algunas tormentas tropicales y huracanes Categoría 1 tanto en el Atlántico como el Pacífico. En la minería, los precios se dispararon como reacción a los problemas energéticos globales. Más importante aún, estimamos mejores resultados en manufacturas (6.3% a/a) a pesar de que siguen enfrentando varios problemas y algunas advertencias desde EE.UU. que sugieren una desincronización entre países. Nuestro estimado para el sector automotriz es de -9.0%, con los datos de la AMIA señalizando una aceleración, mientras que la inflación local mostró un alza relevante ante cambios en modelos y mayores costos. Más aún, en EE.UU. el sector mejoró, con reportes que continúa la escasez de semiconductores, pero que ha sido menos severa. Por lo tanto, no descartamos una ganancia secuencial adicional a pesar de un fuerte rebote en septiembre. En ‘otros’, el PMI manufacturero de *Markit* para México mejoró, pero se mantuvo en contracción, impulsado por mayores precios (electrónicos y productos metálicos, entre otros).

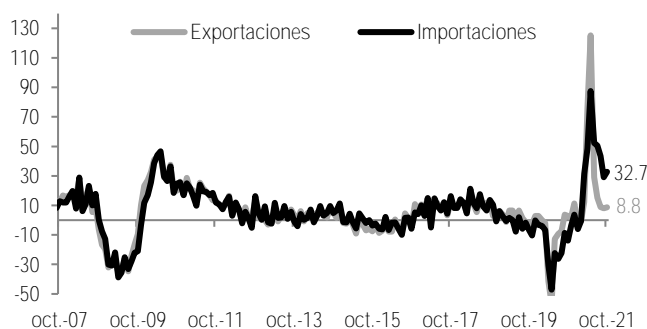
En las importaciones también vemos cifras más fuertes, con reportes de que varios gerentes de compras han ordenado más bienes ante una elevada demanda y temores de baja disponibilidad. Las importaciones desde China parece que se han acelerado, creciendo 53.0% en septiembre (tomamos el mes previo debido a los retrasos en envíos).

En bienes intermedios, las nuevas órdenes de exportaciones de acuerdo con el ISM manufacturero en EE.UU. se aceleraron a 62.3pts, máximo desde julio. Otro factor favorable en el margen probablemente fue el cambio a operaciones 24/7 en el puerto de Los Ángeles, aunque los reportes aseguran que el inicio ha sido lento. De acuerdo con el PMI de *Markit*, las condiciones de operación mejoraron notablemente a pesar de mayores costos de insumos, retrasos en transporte y escasez de productos y mano de obra. Por último, vemos un desempeño mixto en los bienes de capital, con el tipo de cambio debilitándose a 20.46 por dólar en promedio con mayor volatilidad, pero con una mayor confianza empresarial, posiblemente ante una mejor dinámica del COVID-19 y mayor movilidad.

Por su parte, esperamos un déficit de US\$2,417.5 millones en la balanza petrolera, ligeramente debajo de septiembre. Los datos apuntan a menores volúmenes que probablemente fueron más que compensados por mayores precios. Esto sucedió en medio de la creciente preocupación por una amplia gama de *commodities* de energía. Sobre los envíos al exterior, estimamos un avance de 86.5% a/a. Esto estaría impulsado por la mezcla mexicana que avanzó a 76.49 US\$/bbl en promedio (96.5% a/a). Sin embargo, los reportes en prensa y otras cifras apuntan a menores volúmenes ante retrasos en carga y mal clima. La refinería de Tula reinició operaciones hacia mediados de mes luego de tres semanas en las cuales la producción tuvo que ser recortada, lo que podría haber ayudado a otras exportaciones petroleras. Las importaciones enfrentaron una situación similar, estimando un crecimiento de 82.0% a/a. Los precios de la gasolina se aceleraron a 109.1% a/a por efectos de base y nerviosismo por la producción de la OPEP+. Sin embargo, los volúmenes cayeron secuencialmente.

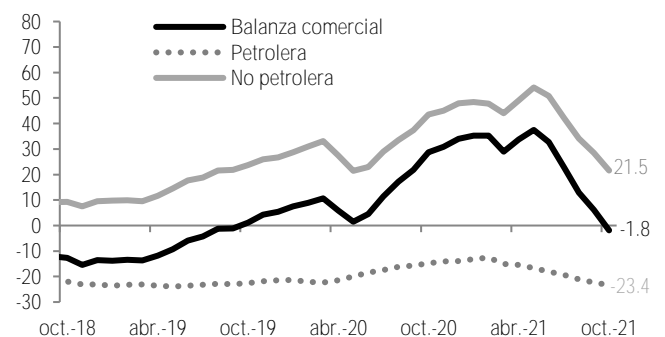
Con estos resultados, de la balanza comercial de los últimos 12 meses sumaría un déficit de US\$1,830 millones. Esta sería la primera ocasión en negativo desde septiembre de 2019 (gráfica abajo, derecha), revirtiendo la tendencia alcista que inició más temprano ese año. Aunque existen varias razones detrás de esto, no lo vemos como preocupante debido a que: (1) Las fuentes de financiamiento para el déficit siguen siendo resilientes (*e.g.* remesas en máximos históricos, IED todavía favorable); y (2) es consistente con la dinámica esperada de recuperación económica gradual desde la reapertura que inició tras el choque inicial del COVID-19.

Exportaciones e importaciones
% a/a



Fuente: INEGI, Banorte

Balanza comercial
Mdd, suma de los últimos doce meses



Fuente: INEGI, Banorte

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, Santiago Leal Singer, José Itzamna Espitia Hernández, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalía Orozco Vélez y Gerardo Daniel Valle Trujillo, 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 Financiero

Alejandro Padilla Santlana	Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Raquel Vázquez Godínez	Asistente DGAE	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

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 Thalia 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
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800

Análisis Deuda Corporativa

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

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.cebaldos@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
Osvaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	osvaldo.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	rvlazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899