

La Semana en Cifras

Atención en las minutas, particularmente en los cambios a la guía

- Minutas de Banxico (15-diciembre).** En su [última decisión](#), la Junta de Gobierno incrementó su tasa de referencia en 50pb a 10.50%, rompiendo con una racha de cuatro alzas de 75pb. En nuestra opinión, el tono fue menos *hawkish* debido a: (1) Un nuevo voto disidente del Subgobernador Esquivel, esta vez a favor de +25pb; (2) cambios a la guía futura, señalizando un alza en la siguiente reunión, pero abriendo la puerta a que sea la última; y (3) un panorama más favorable para la inflación general, aunque todavía con cautela sobre el rubro subyacente. Considerando estos ajustes, nuestra atención estará centrada en los comentarios sobre la dinámica inflacionaria (tanto presente como futura), la postura monetaria relativa, la probable magnitud del próximo ajuste y el posible nivel de la tasa de referencia terminal –destacando comentarios mixtos sobre esta última en las [minutas previas](#)
- Inflación (1ª quincena de diciembre).** Esperamos la inflación general en 0.38% 2s/2s, en línea con su promedio de 5 años (0.36%). El periodo suele tener una estacionalidad adversa, considerando el regreso de muchos de los descuentos de *El Buen Fin*. Así, anticipamos un alza de 0.56% 2s/2s en la subyacente (contribución: +42pb), también resintiendo avances en algunos alimentos procesados. Por su parte, la no subyacente resultaría en -0.18% (-5pb), resaltando caídas en algunos energéticos y con los agropecuarios contenidos. De materializarse nuestro pronóstico, la inflación anual pasaría de 7.46% en la segunda mitad de noviembre a 7.76%, destacando un efecto de base más retador. Al interior, la subyacente se moderaría a 8.34% (previo: 8.37%), con la no subyacente más alta en 6.04% (previo: 4.86%)

16 de diciembre 2022

www.banorte.com
@ analisis_fundam

Juan Carlos Alderete, CFA
Director Ejecutivo de Análisis Económico y
Estrategia Financiera de Mercados
juan.alderete.macal@banorte.com

Francisco Flores
Director de Economía Nacional
francisco.flores.serrano@banorte.com

Yazmín Pérez
Subdirector de Economía Nacional
yazmin.perez.enriquez@banorte.com

Cintia Nava
Subdirector de Economía Nacional
cintia.nava.roa@banorte.com

Ganadores del premio a los mejores pronosticadores económicos de México en 2021, otorgado por *Refinitiv*



Esta es la última edición del año, reanudando la publicación de este documento el 6 de enero. ¡Les deseamos felices fiestas!

Documento destinado al público en general

Calendario de eventos económicos

FECHA	HORA	INDICADOR	PERIODO	UNIDAD	BANORTE	CONSENSO	PREVIO
lun. 19-dic.	6:00am	Indicador Oportuno de la Actividad Económica (desestacionalizado)	Noviembre	% a/a	--	--	5.0
mar. 20-dic.	6:00am	Ventas al menudeo desestacionalizadas	Octubre	% a/a	<u>3.6</u>	--	3.3
mar. 20-dic.	9:00am	Reservas internacionales	16-dic.	US\$ mil millones	<u>0.6</u>	--	-0.2
mar. 20-dic.	2:30pm	Encuesta quincenal de expectativas (Citibanamex)					
mié. 21-dic.	6:00am	Oferta y demanda agregada	3T22	% a/a	<u>5.6</u>	--	4.8
		Consumo privado		% a/a	<u>6.1</u>	--	6.5
		Inversión fija bruta		% a/a	<u>3.8</u>	--	7.0
		Gasto de gobierno		% a/a	<u>1.1</u>	--	-0.3
		Exportaciones		% a/a	<u>11.1</u>	--	9.3
		Importaciones		% a/a	<u>8.9</u>	--	12.4
jue. 22-dic.	6:00am	Inflación general	1Q Diciembre	% 2s/2s	<u>0.38</u>	--	-0.11
				% a/a	<u>7.76</u>	--	7.46
		Subyacente		% 2s/2s	<u>0.56</u>	--	-0.04
				% a/a	<u>8.34</u>	--	8.37
vie. 23-dic.	6:00am	Balanza comercial	Noviembre	US\$ millones	<u>-1,781.7</u>	--	-2,011.8
		Exportaciones		% a/a	<u>10.5</u>	--	17.7
		Importaciones		% a/a	<u>14.3</u>	--	14.8
vie. 23-dic.	6:00am	IGAE	Octubre	% a/a	<u>4.9</u>	--	5.2
		desestacionalizado		% m/m	<u>0.3</u>	--	0.7
		Actividades primarias		% a/a	<u>9.1</u>	--	8.6
		Producción industrial		% a/a	<u>3.1</u>	--	3.8
		Servicios		% a/a	<u>5.6</u>	--	5.6

FECHA	HORA	INDICADOR	PERIODO	UNIDAD	BANORTE	CONSENSO	PREVIO
mar. 27-dic.	9:00am	Reservas internacionales	23-dic.	US\$ mil millones	--	--	--
mié. 28-dic.	6:00am	Tasa de desempleo	Noviembre	%	<u>3.21</u>	--	3.30
		desestacionalizada		%	<u>3.29</u>	--	3.22
vie. 30-dic.	9:00am	Crédito al sector privado	Noviembre	% a/a real	<u>4.7</u>	--	4.5
		Consumo		% a/a real	<u>8.5</u>	--	8.3
		Vivienda		% a/a real	<u>3.3</u>	--	3.2
		Empresa		% a/a real	<u>3.6</u>	--	3.4
vie. 30-dic.		Reporte de finanzas públicas (medido con RFSP)	Noviembre	\$ miles millones	--	--	-596.3
lun. 2-ene.	9:00am	Remesas familiares	Noviembre	US\$ millones	<u>5,072.4</u>	--	5,359.8
lun. 2-ene.	12:00pm	IMEF	Diciembre				
		Manufacturero		índice	<u>49.8</u>	--	50.5
		No Manufacturero		índice	<u>53.0</u>	--	53.4
mar. 3-ene.	9:00am	Reservas internacionales	30-dic.	US\$ mil millones	--	--	--
jue. 5-ene.	6:00am	Confianza del consumidor (desestacionalizada)	Diciembre	índice	<u>41.9</u>	--	41.7
jue. 5-ene.	9:00am	Minutas de Banxico	15-dic.				

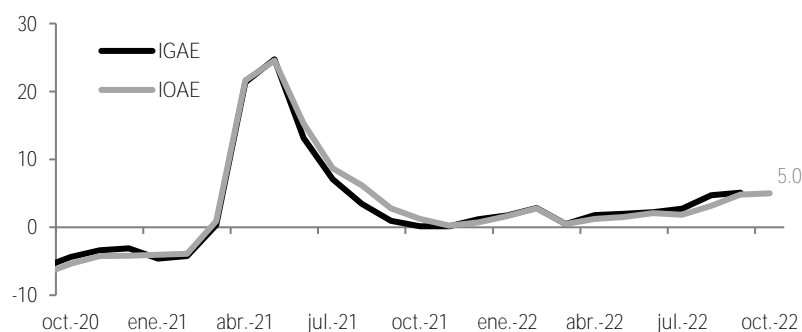
Fuente: Banorte; Bloomberg

Procediendo en orden cronológico...

LUNES 19 – Indicador Oportuno de la Actividad Económica (noviembre); anterior: 5.0% a/a (cifras desestacionalizadas). Cabe recordar que el punto medio de septiembre fue 4.8% a/a (con cifras ajustadas por estacionalidad), menor que el [5.1% del IGAE](#). Es probable que octubre sea revisado al alza, con la producción industrial arriba del estimado inicial (en términos mensuales) y también con señales de fortaleza en servicios. Como tal, creemos que la cifra podría ser mayor a tasa anual (ver [sección abajo](#)). Cierta dinamismo podría prevalecer para el onceavo mes del año, considerando: (1) Una [moderación en las presiones inflacionarias, principalmente de la no subyacente](#); (2) fechas clave como los feriados por el Día de Muertos y de la Revolución; y (3) el impulso de *El Buen Fin* y de la Copa del Mundo, entre otros. Así, los [indicadores del IMEF](#) mejoraron en el margen, aunque las ventas de la ANTAD se debilitaron.

IGAE e IOAE

% a/a, cifras desestacionalizadas



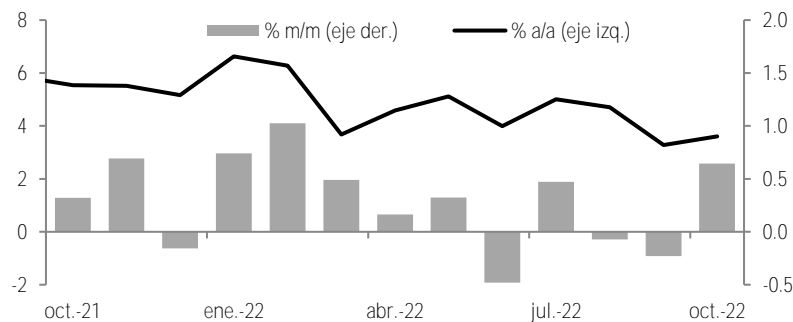
Fuente: INEGI

MARTES 20 – Ventas al menudeo (octubre). Banorte: 3.6% a/a; anterior: 3.3%. Esto se vería a pesar de un efecto de base más adverso. De manera secuencial las ventas subirían 0.6% m/m, más que borrando el retroceso de los dos meses previos. En general, pensamos que el entorno es más favorable, con una [moderación de la inflación anual](#) –disminuyendo a 8.41%–, aunque todavía con presiones en la subyacente, pero con los fundamentales fortaleciéndose. Por el contrario, algunos consumidores pudieron haber postergado ciertas compras para aprovechar descuentos más adelante.

Los datos disponibles mejoraron. Las ventas de la ANTAD se recuperaron, con la métrica para mismas tiendas regresando a positivo en 1.5% a/a en términos reales (previo: -0.5%). Tiendas totales también fueron mejores en 3.7% (previo: 1.7%). Si bien parte del avance se debe a la moderación de la inflación, parece obedecer también a un mayor dinamismo. De acuerdo con la AMIA, las ventas de autos repuntaron marginalmente en 0.7% m/m (usando nuestro modelo de ajuste interno). En una nota más negativa, las ventas de gasolina fueron más bajas nuevamente, alcanzando 648kbpd (previo: 675kbpd) a pesar de estabilidad en la movilidad. Finalmente, las [importaciones de bienes de consumo retrocedieron 2.2% m/m](#), aunque sin descartar un efecto por menores precios. Los fundamentales fueron más positivos. [Las remesas se fortalecieron de nuevo](#), alcanzando un nuevo máximo histórico. El [empleo rebotó con fuerza](#) con 925.6 mil nuevos puestos, además de una aceleración en los salarios a tasa anual. Finalmente, [el crédito al consumo](#) se mantuvo al alza, pudiendo representar un impulso adicional para las ventas.

El resultado sería positivo e inclusive sería refrendado con cifras todavía más favorables en noviembre. En específico, este mayor dinamismo ya fue observado en [el indicador no manufacturero del IMEF](#), en nuestra opinión ayudado por las ventas de *El Buen Fin* y la derrama por la Copa del Mundo de la FIFA 2022.

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



Fuente: INEGI, Banorte

MARTES 20 – Reservas internacionales (9 de diciembre); anterior: US\$199,209 millones. La semana pasada, las reservas aumentaron en US\$319 millones, principalmente por una mayor valuación de los activos de la institución. Con ello, el saldo alcanzó US\$199,209 millones (ver tabla abajo). En lo que va del año, las reservas han retrocedido en US\$3,190 millones.

Reservas internacionales
Millones de dólares

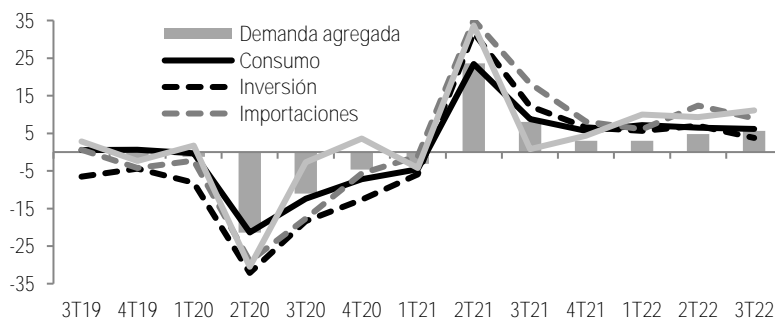
	2021	9-dic.-22	9-dic.-22	Acumulado en el año
	Saldos		Flujos	
Reserva Internacional (B)-(C)	202,399	199,209	319	-3,190
(B) Reserva Bruta	207,745	202,611	208	-5,134
Pemex	--	--	0	350
Gobierno Federal	--	--	3	-513
Operaciones de mercado	--	--	0	0
Otros	--	--	206	-4,971
(C) Pasivos a menos de 6 meses	5,346	3,402	-111	-1,944

Fuente: Banco de México

MIÉRCOLES 21 – Oferta y demanda agregada (3T22): Banorte: 5.6% a/a; anterior: 4.8%. Del lado de la oferta, sabemos que el [PIB creció 4.3% a/a](#), extendiendo su recuperación por cuarto trimestre consecutivo. El dinamismo fue generalizado, destacando un mejor desempeño de los servicios y manufacturas. Esperamos que esto se traduzca favorablemente en el consumo y las exportaciones, en el mismo orden. Anticipamos las importaciones en 8.9% a/a, desacelerándose desde 12.4% en el trimestre previo. Convirtiendo las cifras de la balanza comercial a pesos en precios corrientes, las mercancías entrando al país subieron 22.8% a/a, con la [cuenta corriente](#) –que también incluye servicios– en línea en 22.9%. Esto es ligeramente mayor que las cifras en dólares ya que el peso mexicano cayó 1.1% a/a en promedio. Sin embargo, la mayor parte del impacto provendría de las presiones inflacionarias, las cuales persistieron en el periodo.

En la demanda, el consumo privado permanecería bastante fuerte en 6.1%, impulsado por los servicios y bienes importados. El [indicador mensual creció 6.4%](#), con estos último liderando (+17.3%). Los servicios (+7.0%) también se beneficiaron de una mayor normalidad en las actividades. Los fundamentales permanecieron como el principal motor del dinamismo, con el empleo reportando ganancias en términos generales –a pesar de una desaceleración en salarios nominales– y las remesas manteniendo su velocidad. Además, los pagos de los programas sociales se reactivaron a inicios del trimestre tras finalizar la veda electoral. La inversión fue más afectada, resultando en 3.8%. La debilidad estuvo sobre todo en la construcción (-4.3%), en nuestra opinión fuertemente impactada por mayores precios. Por el contrario, la maquinaria y equipo mantuvo *momentum* (+14.2%), especialmente en el rubro importado. Esperamos el gasto de gobierno en +1.1%. El gasto corriente del gobierno aumentó en 17.3% a/a, pero anticipamos un fuerte choque de la inflación y que continúe la tendencia de menor impacto en el valor agregado. Finalmente, estimamos las exportaciones en 11.1%, acelerándose en el margen. Similar a los envíos del exterior, las diferencias entre la balanza comercial y la balanza de pagos fueron estrechas (resultando, en pesos mexicanos, en +22.6% y +22.4%, respectivamente), lo que sugiere que los servicios crecieron en términos generales al mismo ritmo que los bienes, como se muestra en el informe de cuenta corriente.

Demanda agregada
% a/a, cifras originales



Fuente: INEGI, Banorte

JUEVES 22 – Reporte de inflación (1ª quincena de diciembre). Banorte: 0.38% 2s/2s; anterior: -0.11%. Esto estaría en línea con su promedio de 5 años (0.36%). El periodo suele tener una estacionalidad adversa, considerando el regreso de muchos de los descuentos de *El Buen Fin* –impactando particularmente a ‘otras mercancías’ y a rubros turísticos. Así, anticipamos un alza de 0.56% 2s/2s en la subyacente (contribución: +42pb), también resintiendo avances en algunos alimentos procesados. Por su parte, la no subyacente resultaría en -0.18% (-5pb), resaltando caídas en algunos energéticos y con los agropecuarios contenidos. De materializarse nuestro pronóstico, la inflación anual pasaría de 7.46% en la segunda mitad de noviembre a 7.76%, destacando un efecto de base más retador. Al interior, la subyacente se moderaría a 8.34% (previo: 8.37%), con la no subyacente más alta en 6.04% (previo: 4.86%).

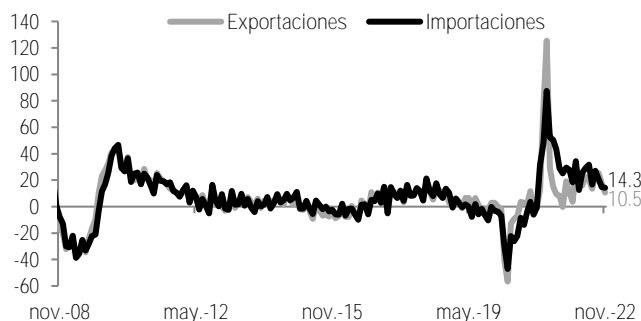
En la dinámica quincenal, los bienes dentro de la subyacente avanzarían 0.5% (+21pb). Como ya mencionamos, otras mercancías concentrarían el alza en 0.6% (+12pb), más que compensando por la caída en la quincena previa debido a los descuentos. Aunque parece que algunas promociones se extendieron a diciembre, creemos que la mayoría sí terminaron, explicando el alza. En alimentos procesados (+0.4%; +10pb) se anunciaron nuevos incrementos en bienes clave como refrescos, leche, jugos (por parte de Coca-Cola FEMSA) y cervezas (de Grupo Modelo), lo cual impulsará aún más a la categoría. Los servicios también estarían un tanto presionados al subir 0.6% (+21pb), en su mayoría por ‘otros’ (1.2%; +19pb). Las alzas se verían en su mayoría en las categorías turísticas (*e.g.* tarifas aéreas, paquetes turísticos), impactadas por el fin de los descuentos y por la temporada vacacional. Otros rubros podrían mantenerse al alza, tales como la comida fuera de casa. Finalmente, la vivienda seguiría baja en 0.1% (+2pb). En la no subyacente, las caídas se centrarían en energéticos, en -0.9% (-9pb), en buena medida por una dinámica más favorable en los mercados internacionales. Destacamos el gas LP en -2.7% (-5pb) que, a pesar de subir en la quincena previa, ha mantenido una trayectoria a la baja desde finales de julio. La gasolina también caería, con la de bajo octanaje en -0.9% (-4pb). Mientras que el ajuste en las referencias internacionales ha sido más fuerte, el efecto por un menor subsidio ha limitado la caída local, actuando como un amortiguador. Los agropecuarios se mantendrían bajos en 0.3% (+4pb), con las frutas y verduras (0.3%; +2pb) y pecuarios (0.4%; +3pb) bastante contenidos. Para las primeras, nuestro monitoreo muestra nuevas presiones en chiles y limones, aunque parcialmente compensadas por bajas en jitomate, papa y aguacate. En las últimas, creemos que ciertos patrones estacionales pudieran influenciar en los precios de cara a las reuniones de fin de año y festividades relacionadas.

VIERNES 23 – Balanza comercial (noviembre). Banorte: -US\$1,781.7 millones; anterior: -US\$2,011.8 millones. Anticipamos un menor déficit que en el mes previo por: (1) Una moderación adicional en precios de los *commodities*; y (2) creciente la incertidumbre sobre la actividad global, afectando en los flujos. La extensión a la baja en precios de los energéticos y del transporte ha continuado, contribuyendo al primer catalizador. Además, se observó una menor producción en Estados Unidos y China, más relacionado al segundo factor. No obstante, las condiciones locales permanecen resilientes, otorgando cierta estabilidad. Así, las exportaciones e importaciones crecerían 10.5% y 14.3% a/a, respectivamente.

Anticipamos un déficit de US\$2,589.1 millones en la balanza petrolera, relativamente en línea vs. octubre, aunque más modesto que en los cinco meses previos. Las exportaciones (4.6% a/a) reflejarían la disminución a 77.58 US\$/bbl desde 81.18 US\$/bbl en la mezcla mexicana, con los volúmenes –al menos hacia EE.UU.– también más bajos. En las importaciones (18.8%), los precios también se ajustaron en el mismo sentido –con los futuros de gasolina retrocediendo, pero con el gas más mixto–, mientras que los flujos parecerían recuperarse en el margen. Destacamos que el dato del mes previo mostró una fuerte desaceleración en consumo, el cual anticipamos con una dinámica más normal en noviembre.

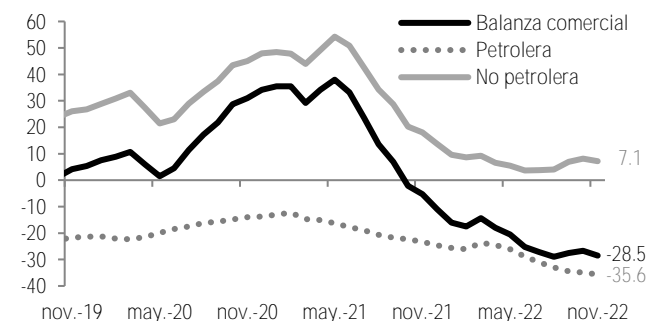
Esperamos resultados mixtos en el sector no petrolero, con un superávit de US\$807.4 millones. Las exportaciones avanzarían 10.9% y las importaciones 13.8%. En las primeras, los agropecuarios subirían 1.6%, con señales de moderación en los precios y condiciones climáticas más favorables. La minería no petrolera caería 7.1% también afectada por precios y un efecto de base más retardador. En manufacturas, los autos (7.9%) moderarían su avance, con señales negativas en las exportaciones de vehículos de la AMIA y una menor producción en EE.UU. El resultado para ‘otras’ (13.6%) estaría favorecido por un efecto estacional. No obstante, otros factores aluden a una desaceleración, tales como una baja marginal en la producción industrial en EE.UU. En importaciones, los flujos desde China se desaceleraron (al menos hasta octubre). Por lo tanto, las entradas de mercancías a nuestro país podrían haber bajado vs. el mes previo, aunque con factores estacionales positivos. Con base en lo anterior, esperamos los bienes de consumo en 18.0%, apoyados por la resiliencia interna. Los intermedios serían estables en el margen en 13.1%. Finalmente, los bienes de capital se moderarían a 14.8%, reflejando un entorno de mayor incertidumbre, aunque parcialmente compensado por la reciente fortaleza del peso mexicano.

Exportaciones e importaciones
% a/a



Fuente: INEGI, Banorte

Balanza comercial
Mmd, suma de los últimos doce meses



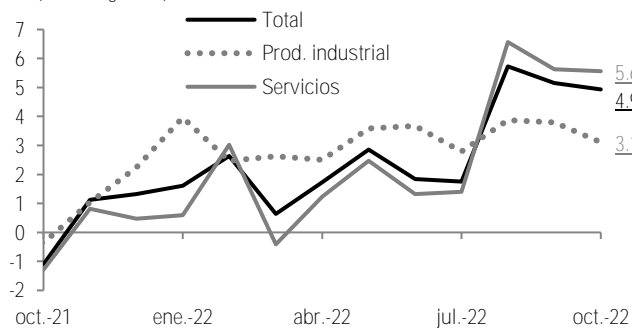
Fuente: INEGI, Banorte

VIERNES 23 – Indicador Global de la Actividad Económica (octubre): Banorte: 4.9% a/a; anterior: 5.2%. Con cifras ajustadas por estacionalidad, esto se traduciría en +5.3% a/a a pesar del mismo número de días laborales. Esto sería mayor al punto medio del primer estimado del [IOAE del INEGI](#), en 5.0% – el cual esperamos se revise al alza. Más importante, implicaría +0.3% m/m, bastante positivo tras la expansión acumulada de 1.6% en los últimos tres meses. Como ya fue publicado, la producción industrial avanzó 0.4% m/m (+3.1% a/a). El alza estuvo impulsada por la minería (+1.6%) –con una fuerte expansión en los servicios relacionados– y la construcción (+1.0%) –destacando incrementos en la edificación y en los trabajos especializados.

Por su parte, las manufacturas fueron un tanto mixtas (+0.1%), con 12 de los 21 rubros creciendo, pero resaltando una disminución en el transporte. Por su parte, esperamos las actividades primarias en 0.0% (9.1% a/a), con señales favorables tanto de las [exportaciones](#) como de los [precios](#). Sin embargo, el dinamismo estaría limitado por un efecto base retardador.

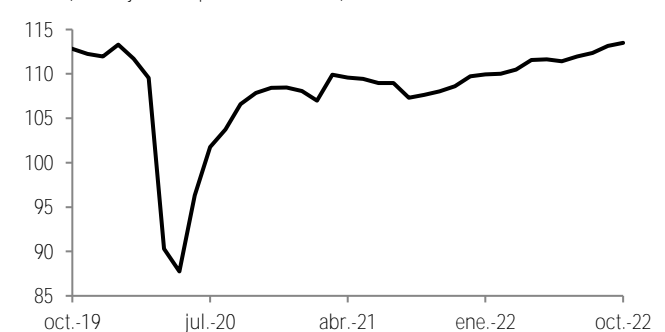
Los datos en servicios han sido en su mayoría positivos, anticipando +0.2% m/m (+5.6% a/a) tras el 1.0% de septiembre. Vemos diversos vientos a favor, incluyendo: (1) Una menor inflación no subyacente; y (2) la fortaleza de los fundamentales, destacando el [empleo](#) y las [remesas](#). Sin embargo, es posible que se esté agotando el espacio para una mayor mejoría, con los últimos datos de movilidad consolidando y sin descartar que algunos consumidores hayan pospuesto sus compras para aprovechar los descuentos de noviembre. En general, el PMI no manufacturero del IMEF aumentó a 51.7pts (+0.6pts), con alzas en todas las categorías. Esperamos cierto dinamismo en las ventas al menudeo, con cifras positivas (ver [sección arriba](#)). En turismo, tanto los datos de pasajeros aéreos como las tasas de ocupación hotelera se moderaron en términos anuales, sugiriendo que el sector se mantiene al alza, pero podría ser más difícil ver ganancias adicionales. También somos cautelosos con las ventas al por mayor, ya que han aumentado con fuerza en los últimos meses. En categorías más esenciales, la educación podría consolidarse a medida que las clases ya estaban en apogeo, mientras que los servicios profesionales y de apoyo probablemente seguirán bajos.

IGAE
% a/a (cifras originales)



Fuente: INEGI, Banorte

IGAE
Índice (cifras ajustadas por estacionalidad)



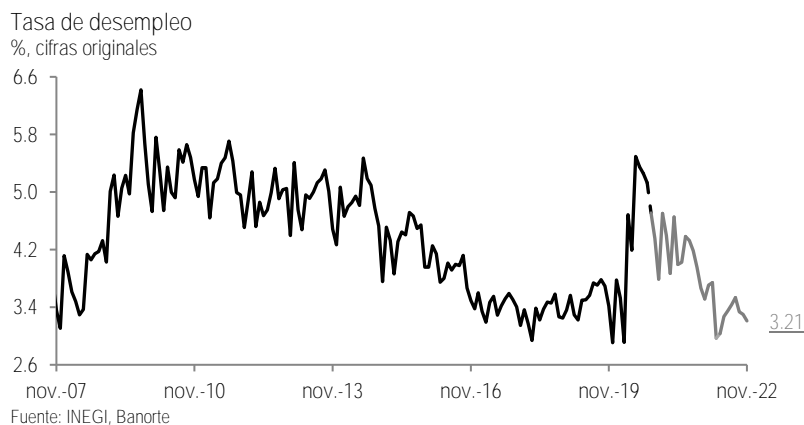
Fuente: INEGI, Banorte

MIÉRCOLES 28 – Tasa de desempleo (noviembre). Banorte: 3.21%; anterior: 3.30% (cifras originales). El ajuste estaría impulsado por la estacionalidad ya que se requieren más trabajos adicionales en servicios debido a las festividades. Sin embargo, con cifras ajustadas por estacionalidad vemos 3.29% (anterior: 3.22 %). Si bien el aumento sería modesto, hay algunas señales de una desaceleración, como se explica más adelante. De vuelta a cifras originales, esperamos que la creación de empleo haya continuado a pesar del fuerte incremento previo. No obstante, el ritmo podría ser menor ante: (1) Señales de un mercado laboral sin holgura, con varias métricas en mejor situación que antes de la pandemia; y (2) crecientes preocupaciones sobre la actividad económica, especialmente con el aumento de los temores sobre una recesión en 2023.

Sobre los indicadores complementarios, una nueva mejoría en la tasa de subocupación sería bienvenida, aunque considerando que se encuentra debajo de su promedio de largo plazo, un alza no puede ser descartada. Algo similar podría pasar con la informalidad, con niveles también consistentes con su tendencia de largo plazo. Nos mantenemos enfocados en los salarios, que mejoraron en términos anuales a pesar de desacelerarse secuencialmente el mes previo. Hay que tener en cuenta que las cifras no estarían sesgadas por el [anuncio del aumento al salario mínimo para 2023](#), dado que se publicó el 1 de diciembre.

Los datos oportunos han sido mixtos. El IMSS reportó 101.3 mil nuevos empleos. Sin embargo, esto se traduce en una pérdida de 6.5 mil posiciones con cifras ajustadas por estacionalidad (usando nuestro modelo interno). En los indicadores de tendencia agregada, los componentes de empleo mejoraron en los cuatro sectores (construcción, manufacturas, comercio y servicios no financieros). Mientras tanto, los rubros de empleo en los [indicadores del IMEF](#) divergieron, con manufacturas apenas arriba por +0.2pts, pero el no manufacturero disminuyendo en 1.7pts. Las señales del PMI manufacturero de *S&P Global* sugieren preocupación, considerando que “...la mayoría de las empresas que notificaron un incremento de su fuerza laboral explicaron haber contratado personal a corto plazo...”.

En general, el informe mostraría un ligero retroceso. Sin embargo, el mercado laboral se mantendría sólido, contribuyendo al dinamismo de la demanda interna. Sin embargo, ante los vientos en contra adicionales hacia delante, no sería del todo sorprendente ver una desaceleración en el ritmo de mejoría.



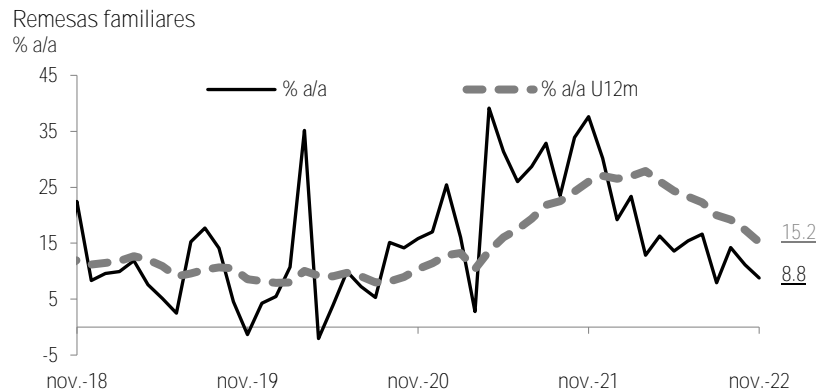
VIERNES 30 – Crédito bancario al sector privado (noviembre). Banorte: 4.7% a/a en términos reales; anterior: 4.5%. Con ello, el crédito hilaría ocho meses positivo. Pensamos que la recuperación se extendió, con los fundamentales claves para el desempeño. El efecto aritmético de la inflación es positivo en 61pb, con la métrica anual [moderándose a 7.80% en el mes](#). No obstante, ante la persistencia de las presiones en precios, las familias seguirán recurriendo al crédito para intentar suavizar sus patrones de consumo. Por otro lado, los préstamos empresariales podrían seguir beneficiándose de los esfuerzos de *nearshoring*, aunque limitados por mayores costos de financiamiento. En el detalle, anticipamos el crédito al consumo en 8.5% (previo: 8.3%), el empresarial en 3.6% (previo: 3.4%) y la vivienda en 3.3% (previo: 3.2%).

VIERNES 30 – Reporte de finanzas públicas (noviembre); anterior: -\$596.3 mil millones (medido con los RFSP). La atención se centrará en el balance público y los *Requerimientos Financieros del Sector Público* (RFSP), en particular en el avance relativo a las estimaciones presentadas en los [Criterios Generales de Política Económica](#). En los ingresos, los petroleros probablemente se mantendrán altos por los precios, aguardando los datos de ISR e IVA. Además, vigilarémos al IEPS, considerando que en parte del mes se volvieron a instrumentar los subsidios complementarios a los combustibles. En los egresos, seguiremos el desglose del costo financiero y el gasto programable –en particular en ramos autónomos y administrativos, así como el gasto de Pemex y CFE. Finalmente analizaremos la deuda pública, que sumaba \$13.5 billones en octubre (medido por el Saldo Histórico de los RFSP).

LUNES 2 – Remesas familiares (noviembre): Banorte: US\$5,072.4 millones; anterior: US\$5,359.8 millones. La mayor parte de la caída estaría explicada por una estacionalidad adversa, en nuestra opinión relacionada al Día de Acción de Gracias y al *Black Friday*, con los migrantes gastando más localmente. Consistente con lo anterior, esto implicaría una expansión de 8.8% vs. el 11.2% del mes previo. En nuestra opinión, las condiciones de empleo en EE.UU. fueron mixtas. En este sentido, la nómina no agrícola mostró una creación de 263 mil plazas, menor a las 284 mil de octubre, con la tasa de desempleo sin cambios en 3.7%. Esta última mejoró para los hispanos y latinos, a 3.9% desde 4.2%. Mientras tanto, estimamos que disminuyó en 31pb –a 3.7%– para los mexicanos. Aquellos en edad de trabajar –incluyendo ‘nativos’, ‘ciudadanos no nativos’, y ‘no ciudadanos’ (tanto legales como ilegales)– aumentaron en 31 mil. Sin embargo, se registraron 104 mil menos empleados. Aunque estos datos se encuentran sujetos a patrones estacionales, la tendencia del empleo ha estado sesgada a la baja, lo que puede ser parcialmente atribuido a las consecuencias del apretamiento monetario del Fed.

Sobre la actividad, datos oportunos de los PMIs –especialmente de *S&P Global*– sugieren una moderación adicional, aunque más mixtos en las encuestas del ISM. Los retos para los precios parecen haber aminorado, con la inflación al consumidor en 7.1% a/a desde 7.7%. En el margen, el resultado de las elecciones intermedias, que dieron un Congreso dividido, podría desalentar algunas expectativas de una mejora en el frente migratorio, aunque no esperamos un cambio sustancial en los resultados como consecuencia.

En general, los riesgos para los flujos están sesgados a la baja, incluso ante la fortaleza de las últimas cifras y migrantes que siguen haciendo esfuerzos extraordinarios para enviar los mayores recursos posibles a sus familias. Considerando esto, ha aumentado posibilidad de que la cifra para todo el año sea menor a nuestro estimado de entre US\$59 mil millones a US\$60 mil millones.



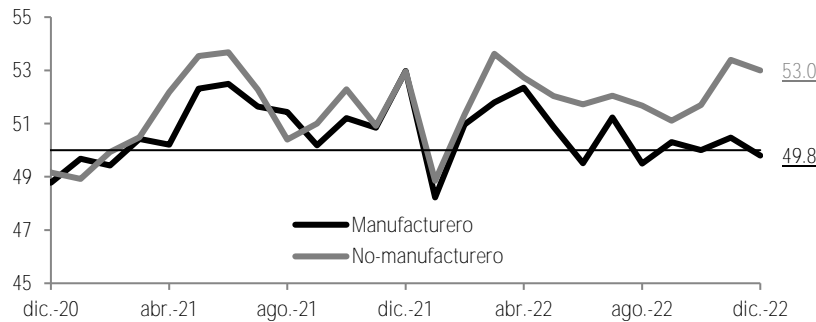
Fuente: Banxico, Banorte

LUNES 2 – Indicadores IMEF (diciembre); Manufacturero – Banorte: 49.8pts, previo: 50.5pts; No manufacturero – Banorte: 53.0pts, previo: 53.4pts. Esperamos que las manufacturas reviertan las ganancias de noviembre y el no manufacturero con un ajuste más marginal. Estos resultados seguirían en línea con nuestra visión para la actividad hacia el cierre del año. En particular, seguimos viendo señales de resiliencia en el consumo, con un respiro breve de la inflación, mientras que algunos vientos en contra persisten para la industria, especialmente desde el exterior.

Esperamos el manufacturero en contracción, en 49.8pts (desde 50.5pts). Esto estaría justificado por al menos tres factores: (1) El desempeño de la industria en EE.UU., con el sector manufacturero resintiendo un debilitamiento en la demanda interna y los principales indicadores oportunos en contracción durante noviembre (Con el PMI de *S&P Global* en 47.7pts y el ISM en 49.0pts) a pesar de las mejores expectativas de la actividad durante 4T22; (2) una desaceleración en la actividad manufacturera global; y (3) un deterioro de las condiciones del comercio internacional –con datos oportunos a diciembre del *Bloomberg Trade Tracker* reportando sus cuatro indicadores de sentimiento por debajo del promedio. En el frente local, el sector seguirá beneficiándose de la tendencia a la baja en el precio del gas LP, aunque nos mantenemos atentos de la evolución del gas natural ante la llegada del invierno. Ante este escenario, esperamos que el indicador siga fluctuando alrededor del umbral de 50pts, con afectaciones directas de la demanda de EE.UU. y los temores de una desaceleración de la actividad global limitando un mayor dinamismo. Así, anticipamos caídas en ‘producción’, ‘nuevos pedidos’ y ‘entrega de productos’.

El no manufacturero tendría una caída marginal, desde 53.4pts a 53.0pts, con un pequeño impacto tras el fuerte avance previo. Las señales hasta ahora han sido mixtas. Basándonos en nuestro estimado de inflación para la 1ª quincena de diciembre (ver [sección arriba](#)), ‘otras mercancías’ habrían tenido incrementos fuertes (destacando que sucederían tras los descuentos de *El Buen Fin*). En una nota positiva, los fundamentales (e.g. empleo y remesas) han sido más estables, permaneciendo como un motor para el consumo, especialmente de cara al cierre de año. Esto apoyaría nuestra visión de resiliencia en el sector, si no es que de fortaleza. Anticipamos que el índice estaría apoyado por un ligero crecimiento en el ‘empleo’, con probables bajas en ‘producción’ y ‘nuevos pedidos’.

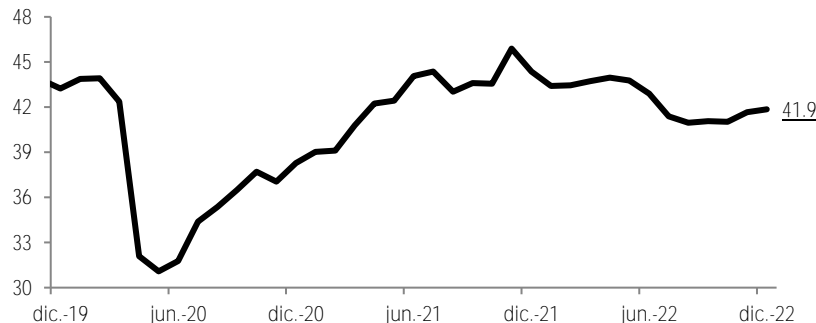
Indicadores del IMEF
Indicadores de difusión, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: IMEF, Banorte

JUEVES 5 – Confianza del consumidor (diciembre); Banorte: 41.9pts (cifras ajustadas por estacionalidad); anterior: 41.7pts. Para el último mes del año anticipamos una ligera alza. La mejoría estaría justificada por varios factores favorables, destacando: (1) Una moderación de precios en ciertos productos de la canasta básica, especialmente energéticos –clave para los hogares; (2) una mayor movilidad relativo al año previo; y (3) la continuación de ventas de fin de año, con algunas pequeñas y medianas empresas alargando descuentos de *El Buen Fin*, al menos durante la primera quincena de diciembre. Finalmente, la nota negativa podría venir del deterioro en las condiciones epidemiológicas hacia el cierre del periodo, con un aumento de contagios por COVID-19 y la influenza.

Confianza del consumidor
Puntos, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: Banorte con datos de INEGI

JUEVES 5 – Minutas de Banxico (15 de diciembre). En su [última decisión](#), la Junta de Gobierno incrementó su tasa de referencia en 50pb a 10.50%, rompiendo con una racha de cuatro alzas de 75pb. En nuestra opinión, el tono fue menos *hawkish* debido a: (1) Un nuevo voto disidente del Subgobernador Esquivel, esta vez a favor de +25pb; (2) cambios a la guía futura, señalizando un alza en la siguiente reunión, pero abriendo la puerta a que sea la última; y (3) un panorama más favorable para la inflación general, aunque todavía con cautela sobre el rubro subyacente. Considerando estos ajustes, nuestra atención estará centrada en los comentarios sobre la dinámica inflacionaria (tanto presente como futura), la postura monetaria relativa, la probable magnitud del próximo ajuste y el posible nivel de la tasa de referencia terminal – destacando comentarios mixtos sobre esta última en las [minutas previas](#).

Creemos que lo más relevante del comunicado fue sobre la guía futura, tanto de la próxima alza, como de los posibles ajustes hacia delante. Aunque es bastante claro que tendremos otro aumento en febrero, no es seguro cuál será la magnitud. En este sentido, será importante enfocar la atención en: (1) Las opiniones sobre postura monetaria relativa con el Fed, en particular si el grado de vinculación parece estar disminuyendo o no, considerando que esperamos +50pb en su siguiente movimiento; (2) la percepción sobre las alzas acumuladas y sus efectos en el proceso de formación de precios y anclaje de expectativas; y (3) el desempeño de los activos financieros y liquidez en los mercados locales. Sobre los movimientos subsecuentes, el comunicado parece abrir la puerta a un fin (o al menos pausa) del ciclo, argumentando que se “...valorará la necesidad de ajustes adicionales en la tasa de referencia...”. Sobre esto, creemos que el principal factor serán las condiciones de inflación en dicho momento. Particularmente, si ya es clara una tendencia a la baja del rubro general, pero probablemente más importante, en la subyacente (ver siguiente párrafo para más detalles). De igual manera, la evolución de las expectativas de mediano y largo plazo. Otro será la percepción sobre la tasa de interés real ex-ante y si ya se alcanzó un nivel suficientemente restrictivo para asegurar la convergencia de la inflación a su objetivo. Sobre esto último, pensamos que ya tenemos algunas opiniones. La Gobernadora Rodríguez probablemente considera que no es un punto sobre el que haya que concentrarnos demasiado. Los Subgobernadores Esquivel y Heath han planteado niveles específicos de 4.5%-5.0% y 6.0%, respectivamente. Así, veremos si tenemos alguna actualización de ellos, además de si las Subgobernadoras Borja y Espinosa se suman a la discusión.

En el frente inflacionario, nuestra atención se centrará en los factores que habrían explicado los ajustes en ambas trayectorias. Si bien la revisión en la general probablemente obedece a la mejoría de la no subyacente en las últimas quincenas –tanto por energéticos como por algunos alimentos–, será importante ver los riesgos ven en este rubro, particularmente de cara al invierno. Para la subyacente el panorama sigue siendo retador, explicando el ajuste al alza. Creemos que sería más importante contar con más detalles en esta categoría, considerando factores adversos que podrían estar en juego como efectos de segundo orden y ajustes en las expectativas.

En nuestra opinión, el documento validará la postura menos *hawkish* del comunicado, sentando las bases para que el ciclo alcista termine pronto. Así, esperamos +50pb en la reunión de febrero, con lo cual la tasa alcanzaría 11.00%, mismo que estimamos como el nivel terminal de este ciclo.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, Juan Carlos Alderete Macal, Alejandro Cervantes Llamas, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Katia Celina Goya Ostos, Francisco José Flores Serrano, José Luis García Casales, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Carlos Hernández García, Leslie Thalía Orozco Vélez, Hugo Armando Gómez Solís, Yazmín Selene Pérez Enriquez, Cintia Gisela Nava Roa, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Daniela Olea Suárez, José De Jesús Ramírez Martínez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Isaiás Rodríguez Sobrino, Paola Soto Leal y Daniel Sebastián Sosa Aguilar 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, ni 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 Financiero			
Alejandro Padilla Santana	Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Raquel Vázquez Godínez	Asistente DGA AEyF	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Itzel Martínez Rojas	Gerente	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
María Fernanda Vargas Santoyo	Analista	maria.vargas.santoyo@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Análisis Económico			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Ejecutivo de Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Director Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Director Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Yazmín Selene Pérez Enríquez	Subdirector Economía Nacional	yazmin.perez.enriquez@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Cintia Gisela Nava Roa	Subdirector Economía Nacional	cintia.nava.roa@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Luis Leopoldo López Salinas	Gerente 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			
Leslie Thalia Orozco Vélez	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Isaias Rodríguez Sobrino	Gerente de Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities	isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com	(55) 1670 - 2144
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
Carlos Hernández García	Subdirector Análisis Bursátil	carlos.hernandez.garcia@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Paola Soto Leal	Analista Sectorial Análisis Bursátil	paola.soto.leal@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 1746
Análisis Deuda Corporativa			
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248
Análisis Cuantitativo			
Alejandro Cervantes Llamas	Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
José Luis García Casales	Director Análisis Cuantitativo	jose.garcia.casales@banorte.com	(55) 8510 - 4608
Daniela Olea Suárez	Subdirector Análisis Cuantitativo	daniela.olea.suarez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Análisis Cuantitativo	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
José De Jesús Ramírez Martínez	Subdirector Análisis Cuantitativo	jose.ramirez.martinez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Daniel Sebastián Sosa Aguilar	Gerente Análisis Cuantitativo	daniel.sosa@banorte.com	(55) 1103 - 4000
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.faes@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.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899