

La semana en cifras

Atención en Banxico para obtener mayor claridad sobre la política hacia adelante

- Informe Trimestral y Minutas de Banxico.** Como es usual, la atención en el primero se centrará en los estimados del PIB e inflación. Esperamos ajustes al alza en los escenarios del PIB, basados en: (1) Noticias recientes positivas sobre el desarrollo de una vacuna contra el COVID-19; y (2) comentarios del Gobernador Díaz de León, mencionando que los datos hasta ahora han estado más cercanos a la trayectoria más positiva (forma “V”), que contempla una contracción para todo el año de 8.8% a/a (Banorte: -9.0%). Sobre la inflación, los ajustes serán muy relevantes para entender el razonamiento detrás de las próximas decisiones. Probablemente veremos una revisión al alza para el índice general en el 4T20 de alrededor de 10-20pb desde el 3.7% actual, aunque también con ajustes moderados en el mismo sentido al menos para el 1T21 y 2T21. Consideramos que la trayectoria será clave para determinar cuándo podría reiniciar el ciclo de relajamiento. En las minutas, el foco estará en la identidad del voto disidente y sus razones para continuar apoyando una reducción adicional en la tasa, en conjunto con los comentarios específicos de cada miembro que nos ayudarán a recalibrar su sesgo

20 de noviembre 2020

www.banorte.com
@analisis_fundam

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

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

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



Documento destinado al público en general

Calendario de eventos económicos

FECHA	HORA	INDICADOR	PERIODO	UNIDAD	BANORTE	CONSENSO	PREVIO
mar. 24-nov.	6:00am	Inflación general	1Q Nov	% 2s/2s	<u>0.22</u>	0.17	0.16
				% a/a	<u>3.61</u>	3.56	4.09
		Subyacente		% 2s/2s	<u>-0.03</u>	0.09	0.07
				% a/a	<u>3.76</u>	--	3.96
mar. 24-nov.	6:00am	Tasa de desempleo	Octubre	%	<u>5.03</u>		5.09
mar. 24-nov.	9:00am	Reservas internacionales	20-nov	US\$ miles millones	--	--	194.4
mié. 25-nov.	6:00am	Ventas al menudeo	Septiembre	% a/a	<u>-8.1</u>		-10.8
		desestacionalizado		% m/m	<u>2.0</u>		2.5
mié. 25-nov.	9:00am	Cuenta corriente	3T20	US\$ miles millones	--	--	0.5
mié. 25-nov.	12:30pm	Informe Trimestral de Banxico	3T20				
jue. 26-nov.	6:00am	PIB	3T20 (F)	% a/a	<u>-8.7</u>		-8.6
		desestacionalizado		% t/t	<u>11.9</u>		12.0
		Actividades primarias		% a/a	<u>7.4</u>	--	7.6
		Producción industrial		% a/a	<u>-8.8</u>	--	-8.8
		Servicios		% a/a	<u>-9.0</u>	--	-8.8
jue. 26-nov.	6:00am	IGAE	Septiembre	% a/a	<u>-5.9</u>		-9.4
		desestacionalizado		% m/m	<u>1.0</u>		1.1
		Actividades primarias		% a/a	<u>5.0</u>	--	5.2
		Producción industrial		% a/a	<u>-6.2</u>	--	-8.8
		Servicios		% a/a	<u>-6.5</u>	--	-10.2
jue. 26-nov.	9:00am	Minutas de Banxico					
vie. 27-nov.	6:00am	Balanza comercial	Octubre	US\$ millones	<u>1,954.2</u>		4,384.7
		Exportaciones		% a/a	<u>-3.0</u>	--	3.7
		Importaciones		% a/a	<u>-9.3</u>	--	-8.5

Fuente: Banorte; Bloomberg

Procediendo en orden cronológico...

MARTES – Reporte de inflación (1^a quincena de noviembre); Banorte: 0.22% 2s/2s; anterior: 0.16%. A pesar del alza respecto al dato previo, el estimado es bastante más bajo respecto a años recientes, con el promedio de cinco años en 0.70%. En este sentido, destacamos que esta quincena es estacionalmente alta debido a que es cuando se da el último ajuste en los descuentos a las tarifas eléctricas vigentes en el verano. La subyacente se ubicaría en -0.03%, debajo del 0.07% anterior. Si nuestro pronóstico es correcto, la inflación anual bajaría de 4.09% en octubre a 3.61%, regresando al rango de Banxico tras sobrepasarlo desde la segunda mitad de agosto. La subyacente alcanzaría 3.76% (previo: 3.98%). La no subyacente bajaría con fuerza, de 4.42% a 3.15%, apoyada también por un efecto de base más benigno en energéticos (sobre todo gas LP) y, en menor medida, en pecuarios.

En esta última, estimamos las tarifas eléctricas en 23.5% 2s/2s, contribuyendo 40pb, encima de los 24pb totales para este componente. Por lo tanto, vemos una dinámica más favorable en la mayoría del resto de las categorías. En específico, anticipamos una caída de 0.7% en bienes agropecuarios (-7pb en contribución). El principal catalizador sería una baja de 2% en frutas y verduras, con un respiro tras fuertes presiones en octubre –en nuestra opinión en buena parte por malas condiciones climatológicas–. Nuestro monitoreo sugiere una reversión en bienes relevantes (en términos de su ponderación) como jitomate, cebolla y chiles. En contraste, los pecuarios subirían 0.6%, con el precio del huevo extendiendo las alzas recientes. Además, estimamos disminuciones en gasolinas de bajo y alto octanaje, restando 10pb y 1pb, en el mismo orden. En este sentido, el peso mexicano se apreció y la gasolina en EE.UU. cayó, impulsando el resultado a pesar de que los subsidios al IEPS siguen en cero. El gas LP mantendría su tendencia alcista, con la tasa anual muy elevada en 12%.

La subyacente estaría muy beneficiada por el “Buen Fin”. Es importante decir que esta iniciativa se extendió debido a la necesidad de cumplir con las restricciones de distanciamiento social, con los descuentos este año del 9 al 20 de noviembre, mientras que típicamente han sido solamente en la segunda mitad del mes. Por lo tanto, pronosticamos los bienes en -0.08% (contribución: -3pb) y los servicios en 0.02% (+1pb), ambos ayudados por este factor. En el primero, estimamos el mayor beneficio de los descuentos en ‘otros bienes’ (-0.3%), con los alimentos procesados relativamente aislados de esto. Los servicios también estarían influenciados, sobre todo tarifas aéreas (a pesar de que los márgenes ya están comprometidos debido a la caída de la demanda por el COVID-19) y otros más relacionados con el turismo, aunque estos últimos en menor magnitud. Por último, la vivienda seguirá limitada debido a la amplia holgura que mantiene la economía.

MARTES – Tasa de desempleo (octubre): Banorte: 5.03%; anterior: 5.09% (cifras originales). Anticipamos una disminución de 6pb respecto al mes previo. El principal factor sería un efecto estacional favorable, considerando que desde que se encuentra disponible la serie (2005), se observa una caída promedio entre septiembre y octubre de 21pb, con solo cuatro de los quince años al alza. No obstante, el ajuste sería más moderado al tomar en cuenta una normalización adicional en la composición de la fuerza laboral.

Debemos mencionar que los datos ajustados por estacionalidad no se han publicado desde que la pandemia comenzó y se detuvo la encuesta presencial. Estaremos atentos por si el INEGI publica la serie, similar a lo que hicieron para la confianza del consumidor.

Aún reconocemos amplios retos para realizar el pronóstico, incluyendo: (1) El elevado porcentaje de personas “disponibles para trabajar” dentro de la población no económicamente activa, mostrando cierta resistencia para disminuir; y (2) peores condiciones epidemiológicas en el mes, con mayores casos en la parte final del periodo y un deterioro en el indicador de semáforo, lo cual pudo haber impactado algunos empleos, especialmente informales. En una nota más positiva, los datos del IMSS mostraron 200,641 nuevos empleos, el más alto desde el comienzo de la pandemia. Además, la comparación anual del número de afiliados totales aumentó a -4.0% desde -4.2% el mes previo. Por su parte, los componentes de ‘empleo’ dentro de los [indicadores del IMEF](#) mostraron un desempeño mixto, con las manufacturas aumentando con fuerza y superando el umbral de 50pts, mientras que en el no manufacturero otorgó la señal opuesta, borrando parte de las ganancias del mes previo. Esto último es un tanto preocupante, recordando que la mayor cantidad de empleos se encuentran en este último sector, lo cual podría impactar a la baja el dato del mes.

Sobre datos adicionales, esperamos que la tasa de desocupación continúe a la baja, aunque a un ritmo más moderado. La tasa de participación podría seguir subiendo, recuperando a algunas personas “disponibles para trabajar” ya mencionadas. Sobre la tasa de informalidad, podríamos ver un ligero aumento al considerar el rezago del mes previo y a pesar del desempeño favorable en el rubro formal con los datos del IMSS. Finalmente, seguiremos atentos a los salarios, en nuestra opinión clave para medir la potencial recuperación de la demanda.

Mantenemos nuestra visión de que las cifras del mercado laboral seguirán distorsionadas por la pandemia, con los niveles totales de empleo tomando tiempo para regresar a los vistos antes del COVID-19. Aunque sigue existiendo algo de optimismo sobre la demanda externa –al menos una vez que entre la nueva administración en EE.UU.–, las preocupaciones siguen sobre el ritmo del repunte doméstico, con altos retos en sectores clave y las condiciones epidemiológicas empeorando.



Fuente: INEGI, Banorte

MARTES – Reservas internacionales (20 de noviembre); anterior: US\$194,361 millones. La semana pasada, las reservas cayeron en US\$338 millones, explicado por una menor valuación de los activos de la institución. Con ello, las reservas registraron un saldo de US\$194,361 millones, avanzando US\$13,484 millones en lo que va del 2020 (ver tabla).

Reservas internacionales
Millones de dólares

	2019	13-nov.-20	13-nov.-20	Acumulado en el año
	Saldos		Flujos	
Reserva Internacional (B)-(C)	180,877	194,361	-338	13,484
(B) Reserva Bruta	183,028	198,423	-445	15,396
Pemex	--	--	0	5,149
Gobierno Federal	--	--	-121	5,169
Operaciones de mercado	--	--	0	0
Otros	--	--	-324	5,078
(C) Pasivos a menos de 6 meses	2,151	4,063	-107	1,912

Fuente: Banco de México

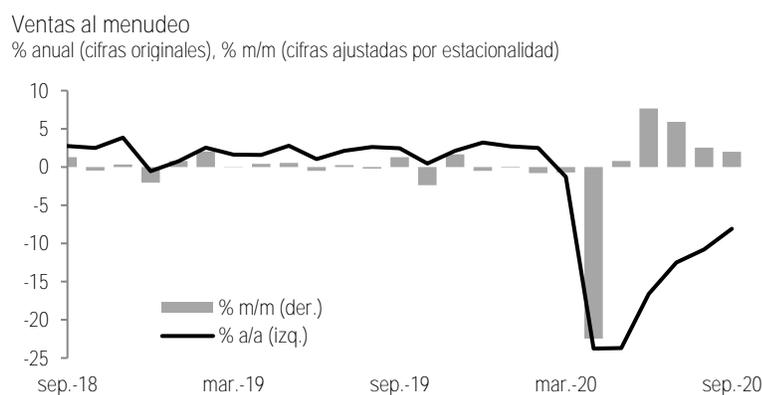
MIÉRCOLES – Ventas al menudeo (septiembre): Banorte: -8.1% a/a; anterior: -10.8%. Esperamos que el desempeño continúe beneficiado por los esfuerzos adicionales de reapertura, con una mejoría en las condiciones epidemiológicas en medio de la extensión de la fatiga sobre la pandemia. Adicionalmente, la comparación anual se vería beneficiada en por un día laboral más relativo al año previo. Utilizando cifras ajustadas por estacionalidad, la comparación mensual avanzaría 2.0%, lo cual creemos muy positivo dado el efecto acumulado de las alzas registradas en los últimos cuatro meses, resultando en una base de comparación cada vez más difícil.

Prácticamente todos los indicadores adelantados mostraron una mejoría. Las ventas mismas tiendas de la ANTAD cayeron 4.1% a/a en términos reales, mejor que el -6.8% del mes previo. Las tiendas departamentales continuaron al alza, probablemente influenciadas por los factores mencionados arriba. En contraste, los supermercados se desaceleraron en el margen, posiblemente asociado a la normalización gradual de los patrones de consumo. Reforzando lo anterior, las ventas de vehículos fueron de -22.8% a/a desde -28.7%, en el mismo orden. Por su parte, las [importaciones de bienes de consumo no petrolero](#) resultaron en -22.1% a/a desde -31.3%. Finalmente, el volumen de venta de gasolinas se ubicó en -18.6%, 4.9%-pts por arriba de agosto.

Los fundamentales del consumo siguieron mejorando, aunque aún débiles relativo a lo visto antes de la pandemia. En el mes [se crearon 669.9 mil empleos](#), en su mayoría en el sector formal, aunque la mayoría asociados con salarios un tanto bajos. Las [remesas se fortalecieron](#), avanzando 15.1% a/a en dólares y +27.4% en pesos. Por el contrario, el [crédito al consumo](#) extendió su caída, lo cual probablemente mermará la compra de bienes costosos, para los cuales las personas usualmente utilizan financiamiento.

Hacia adelante, las señales siguen aludiendo a mayores ganancias. Entre ellas, las ventas mismas tiendas de la ANTAD de octubre alcanzaron -1.2% a/a en términos reales. En el detalle, los autoservicios recuperaron dinamismo y las departamentales retrocedieron en el margen.

Mientras tanto, [la confianza del consumidor del mismo mes](#) extendió el alza, con relativa fortaleza en los componentes de ‘condiciones de los hogares’ aunque el de ‘posibilidad de adquirir bienes duraderos’ aún bastante rezagado. Por otro lado, estaremos muy pendientes al desempeño en noviembre por *El Buen Fin*, que debido a la pandemia se extendió a un periodo mayor –del 9 hasta el 20 de noviembre–. Este cambio en el periodo de descuentos podría dificultar la lectura de las cifras ante los retos que representa para realizar un ajuste estacional adecuado. Sin embargo, la dinámica del periodo noviembre-diciembre (y de todo el trimestre), además de otros indicadores relacionados con el consumo, otorgarán información muy valiosa sobre el grado de recuperación de la demanda doméstica hacia el próximo año.



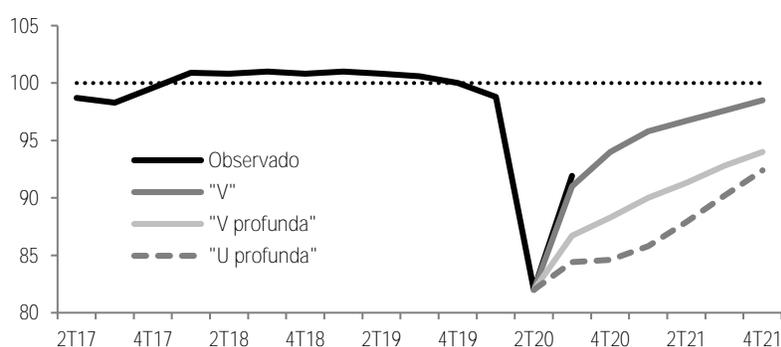
Fuente: INEGI, Banorte

MIÉRCOLES y JUEVES – Informe Trimestral y minutas de Banxico. El miércoles, a las 12:30pm, Banco de México publicará el *Informe Trimestral* del 3T20 (IT). Al día siguiente, a las 9:00am, se publicarán las minutas de la decisión del 12 de noviembre. En el primero, la atención estará en la actualización de los estimados de PIB e inflación. En las segundas, veremos las razones detrás del voto disidente y los comentarios en torno a la decisión de dicha reunión, con más atención de la usual al considerar la sorpresiva pausa tomada en el ciclo de bajas. En nuestra opinión, esta fue una señal que reafirmó el compromiso con el régimen de objetivo de inflación con base en pronósticos.

Sobre la actividad económica, el dato preliminar del PIB del 3T20 en +12.0% t/t fue ligeramente mejor al pronóstico más optimista de Banxico en sus escenarios –el de forma de “V”, en +11.0%– del último IT (ver gráfica abajo). También fue considerablemente mejor que el peor escenario, el de “U profunda”, el cual contemplaba una expansión de sólo 2.9%. En este contexto, el Gobernador Alejandro Díaz de León mencionó la semana pasada que creía que la forma y los últimos datos asemejan más los escenarios de “V” y “V profunda”. Debemos recordar que estos contemplan contracciones para todo el año de -8.8% y -11.3% a/a, respectivamente (Banorte: -9.0%). En este contexto, esperamos revisiones al alza en los escenarios, considerando: (1) Noticias recientes sobre el desarrollo de una vacuna contra el COVID-19; y (2) otros comentarios del Gobernador, mencionando a inicios de octubre en un panel del FMI que la actividad ha estado más cercana al escenario más optimista. Debemos recordar que el punto medio de los tres escenarios se ubica en -11.0% a/a, debajo de nuestro -9.0% y el -9.3% del consenso.

Aunque una manera de ajustar el pronóstico al alza sería seleccionar el escenario optimista, creemos que la autoridad monetaria buscará mantener sus opciones abiertas, especialmente al considerar que el panorama sigue incierto, al menos para el invierno de 2020 y hacia 2021. Dentro de los riesgos en el horizonte esperamos que la autoridad monetaria elabore sobre algunos, incluyendo: (1) Cambios potenciales a la relación entre México y EE.UU. después del proceso electoral en ese país; (2) el aumento en nuevos casos de COVID-19 a nivel global, pero especialmente en México; y (3) el proceso de la distribución de las vacunas una vez que se encuentren ampliamente disponibles. Debemos recordar que el estimado promedio del banco central para el PIB en 2021 es de 3.2%, menor a nuestro 4.1% pero en línea con el mercado.

Banxico: Estimados del PIB
Índice ajustado por estacionalidad, 4T19 =100



*Nota: La serie del dato observado incorpora el PIB preliminar del 3T20 publicado por el INEGI, con el nivel del índice calculado a partir del cambio anual en las cifras ajustadas por estacionalidad

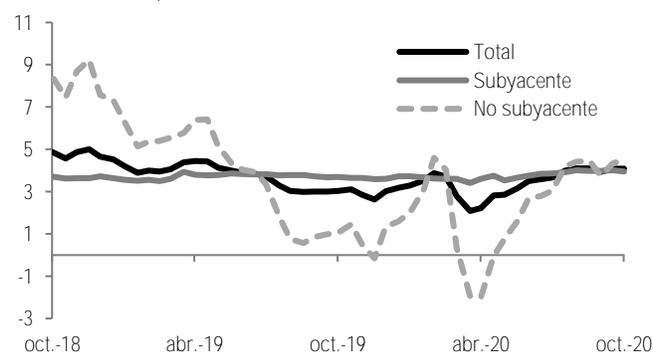
Fuente: Banxico, INEGI

Sobre la brecha del producto, las actualizaciones serán importantes, especialmente ante los cambios esperados al crecimiento. No obstante, “...se anticipan amplias condiciones de holgura a lo largo del horizonte en el que opera la política monetaria...”. Estimamos que podríamos ver la brecha reducirse a cerca de -10% del PIB potencial después de que en el 2T20 resultó en -20.3%. Aunque la holgura continuaría reduciéndose conforme la actividad se recupera, parecería que aún estamos lejos de que sea una preocupación para el proceso de formación de precios. Por el contrario, las dudas sobre la inflación son mucho más relevantes, y en nuestra opinión también con un peso adicional en las próximas decisiones de Banxico, como mencionamos abajo.

En específico, la Junta de Gobierno está señalizando mayor preocupación sobre la dinámica de precios. En nuestra opinión, este fue el determinante detrás de la pausa en el ciclo de bajas, con mayores dudas sobre la convergencia al objetivo. Creemos que el banco central también buscó reafirmar su mandato, guiado por el régimen de objetivo de inflación con base en pronósticos. En este sentido, destacamos la remoción de comentarios relevantes sobre la actividad y el choque financiero de la sección que enlista los factores por contemplar en decisiones futuras. Por lo tanto, los ajustes en los pronósticos de inflación serán muy importantes para entender la motivación detrás de las próximas decisiones. El balance de riesgos sigue caracterizado como incierto. Esperamos una situación similar al IT previo, en el cual la lista se expandió y reacomodó respecto al comunicado inmediato anterior. En este sentido, también notamos actualmente tres riesgos al alza y tres a la baja.

Sobre los pronósticos, la autoridad monetaria mencionó que la dinámica continúa impactada, en nuestra opinión por los cambios en precios relativos debido a la pandemia, así como choques de oferta –estos últimos impactando al componente no subyacente recientemente (gráfica abajo, izquierda)–. En general, anticipan “...un ligero incremento en las trayectorias previstas en el horizonte de pronóstico...” aunque también añadiendo que “...si bien se anticipa que las correspondientes a los próximos 12 a 24 meses estén alrededor de 3%...”. Considerando esto, probablemente veremos un alza en el estimado de la general en el 4T20 de alrededor de 10-20pb desde el 3.7% actual (gráfica abajo, derecha). Aunque esto sería relativamente bajo considerando que la inflación resultó en 4.09% a/a en octubre, nuestros pronósticos sugieren un desempeño favorable tan pronto como en la [primera mitad de noviembre](#) y en diciembre. También vemos ajustes moderados al alza al menos en el 1T21 y 2T21, considerando un difícil efecto de base comenzando en marzo y hasta el segundo trimestre (por distorsiones de la pandemia). Mientras tanto, y tras una mayor inflación en el 3T20 y el 4T20, podríamos ver ajustes a la baja a finales de 2021 y revisiones más modestas en 2022. Consideramos que la trayectoria será clave para estimar cuando podría reanudarse el ciclo de bajas. Una opción es que la Junta de Gobierno espere hasta que la inflación general vuelva al rango objetivo de 3% +/- 1%. Sin embargo, también existe la posibilidad de una acción más temprano si el panorama sugiere una clara trayectoria a la baja con riesgos limitados y/o si la subyacente baja con mayor rapidez. La adición de la convergencia de esta última hacia el objetivo como uno de los factores a considerar hacia adelante –sin descartar que esta converja más rápido ante una amplia holgura y al menos al ver los estimados actuales–, sugiere que la ‘puerta podría abrirse’ incluso antes.

Inflación
% a/a, frecuencia quincenal



Fuente: INEGI

Pronósticos inflación
% a/a, promedio trimestral

	2020		2021				2022	
	3T	4T	1T	2T	3T	4T	1T	2T
General								
Banxico (1T 2T20)	3.9	3.7	3.6	4.2	3.1	2.9	2.8	2.8
Realizado	3.9	--	--	--	--	--	--	--
Subyacente								
Banxico (1T 2T20)	3.9	3.8	3.8	3.5	3.0	2.8	2.7	2.7
Realizado	3.9	--	--	--	--	--	--	--

Fuente: Banxico, INEGI

En las minutas, la atención se centrará en la identidad del miembro con el voto disidente y la explicación de su decisión. Creemos que este voto pudo haber sido de los Subgobernadores Jonathan Heath o Gerardo Esquivel. Esto se basa principalmente en los comentarios que creemos que hicieron en las últimas minutas, con ambos favoreciendo una extensión del ciclo de bajas. Sin embargo, las próximas minutas serán clave para determinar la trayectoria hacia adelante, sobre todo ya que tanto nosotros como el mercado fuimos sorprendidos por la decisión. En específico, el debate en la sección de ‘política monetaria’ será muy importante para recalibrar el sesgo relativo de cada participante. Vincularemos los argumentos del voto disidente a uno de los miembros y trabajaremos para identificar al resto.

Si bien no esperamos cambios relevantes de los miembros *hawkish* –en nuestra opinión los Subgobernadores Irene Espinosa y Javier Guzmán–, creemos que ajustes en los comentarios del Gobernador Díaz de León –quien había mostrado una preferencia por la dependencia de datos y un enfoque de precaución– así como de los miembros *dovish*, brindarán mayor claridad sobre cuando la ‘pausa’ podría terminar. Además, estaremos pendientes a los comentarios sobre los riesgos macro-financieros y los mercados, especialmente tras la elección en EE.UU., lo cual resultó en una reacción favorable en activos locales. Finalmente, veremos las opiniones sobre las finanzas públicas tras la aprobación del [Paquete Económico 2021](#) y acerca de Pemex, con información adicional tras [el reporte del 3T20](#).

En conclusión, creemos que la tasa de referencia se mantendrá en el nivel actual de 4.25% al cierre de año ante la pausa mencionada y la dinámica esperada para la inflación. Seguimos viendo el reinicio de los recortes en 2021, aunque aún con incertidumbre tanto de la magnitud como de cuándo podrían materializarse. En este contexto, la información del IT y las minutas probablemente serán de mucha ayuda para evaluar cuando podría reiniciar el ciclo de relajamiento. Finalmente, no perdemos de vista que falta una definición adicional, que es la de quién reemplazará al Subgobernador Javier Guzmán, con su periodo terminando al final de este año y recordando que su sesgo ha sido del lado *hawkish*.

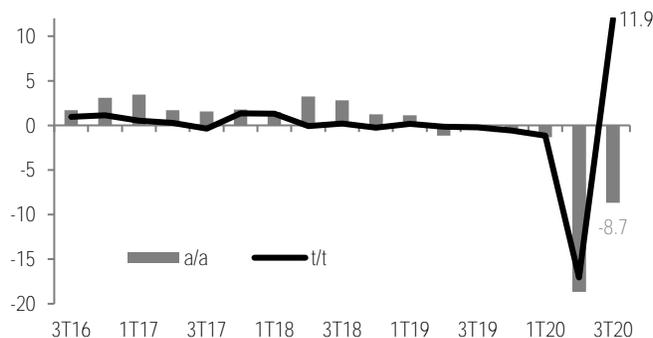
JUEVES – Producto Interno Bruto (3T20 F): Banorte: -8.7% a/a; preliminar: -8.6%. Anticipamos una revisión de alrededor de 10pb a la baja en el PIB del 3T20 [relativo al estimado preliminar](#). Esto se debería principalmente por un ajuste negativo en servicios, con el sector primario más estable y la industria marginalmente al alza. De acuerdo con nuestros cálculos, el *Indicador Oportuno de la Actividad Económica* (IOAE) del INEGI, [actualizado esta semana](#), resultaría en una caída del PIB del periodo de 8.6% a/a, en línea con la cifra adelantada. Por su parte, nuestro estimado significaría una contracción acumulada de 9.6% en lo que va del año.

Este pronóstico implica que el desempeño secuencial –con cifras ajustadas por estacionalidad– se revisaría a 11.9% t/t desde 12.0%. Por sectores, esto sería consistente con las revisiones ya mencionadas, con servicios a la baja en alrededor de 30pb a 8.3% t/t (previo: 8.6%), industria subiendo 10pb a 22.1% y el sector primario en 7.4%. Más importante, ayudaría a reforzar la tendencia de una recuperación más débil en la demanda doméstica relativo a la externa. En específico, los servicios se ubicarían alrededor de 9.0% por debajo del nivel registrado en 4T19 (antes del impacto de la pandemia), mientras que la industria estaría únicamente 7.6% abajo.

Asumiendo que no hay fuertes revisiones en los datos publicados de los primeros dos meses del trimestre, esto significaría que la economía siguió creciendo en septiembre, aunque a un menor ritmo. El IGAE –a publicarse en el mismo momento– sería de -5.9% a/a, resultando en un avance de 1.0% m/m desde 1.1% previo. No obstante, esto sería ligeramente menor que el punto medio del IOAE, en -5.5% a/a con cifras originales que es consistente con -7.0% a/a con cifras ajustadas por estacionalidad (rango: -8.5% a -5.5%).

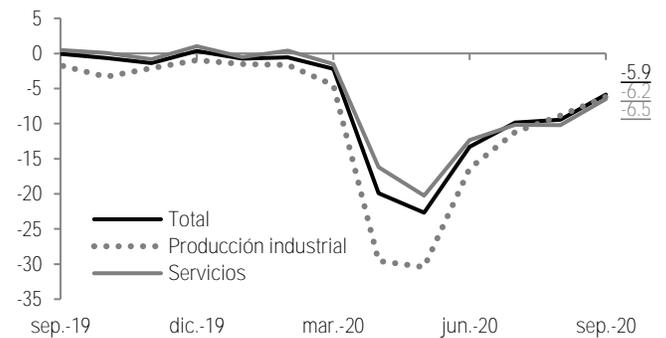
En general, el desempeño probablemente estará beneficiado por varios factores, destacando: (1) Mejores condiciones epidemiológicas en el país, aunque con ganancias económicas más marginales ya que la reapertura de negocios adicionales fue más limitada, mientras que la necesidad de cumplir con las medidas de distanciamiento restringe aumentar la utilización de capacidad instalada; (2) la fortaleza de la demanda externa, sobre todo de EE.UU.; y (3) ganancias adicionales del [empleo](#) y [confianza del consumidor](#) además de la [fortaleza de las remesas](#), ayudando al avance de la masa salarial y el ingreso de las familias.

PIB
% anual, cifras originales; % t/t, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: INEGI, Banorte

IGAE
% anual, cifras originales



Fuente: INEGI, Banorte

Por sectores, [la producción industrial en septiembre](#) se ubicó prácticamente en línea con la cifra implícita en el preliminar, con una caída en construcción parcialmente compensada por un mayor dinamismo en manufacturas y minería.

Esperamos los servicios en -6.5% a/a en el último mes del trimestre, 60pb debajo del implícito (-5.9%). Nuestro estimado ya incorpora mayor dinamismo en el margen, con la actividad subiendo 1.3% desde 0.4% anterior. Fuera de los factores ya mencionados, reconocemos otros que podrían apoyar el desempeño. Entre ellos, la fortaleza de las manufacturas podría impulsar a los servicios de transporte, sobre todo de carga ya que este componente sigue fuertemente impactado por la caída en el tráfico de pasajeros, incluido el aéreo. Sobre este último, el total de pasajeros en los aeropuertos del país cayó 50% a/a, mayor al -61.5% de agosto y el más alto desde abril. También esperamos que los servicios de esparcimiento y alojamiento estén entre los que hayan mejorado más, con creciente fatiga sobre las restricciones de distanciamiento social. En este sentido, la ocupación hotelera también mejoró en el margen relativo a agosto, rompiendo con su típica estacionalidad que muestra una fuerte caída debido al fin de las vacaciones de verano. [Como ya mencionamos](#), también esperamos un avance secuencial de las ventas minoristas.

Hacia adelante, advertimos algunos riesgos y otros factores desarrollándose durante el 4T20 que sugieren menor dinamismo, sobre todo en sectores con más relación a la economía doméstica. Entre ellos, resaltamos: (1) La evolución de casos de COVID-19 –tanto global como local– que podría resultar en nuevas interrupciones a las cadenas de suministro y restricciones a la movilidad ante el deterioro del indicador de semáforo, en particular ante la llegada del invierno; (2) el efecto de la incertidumbre electoral en EE.UU. –con reportes de que algunos negocios han sido más cautelosos– y la falta de estímulo fiscal adicional en ese país impactando la demanda externa; y (3) algunos factores idiosincráticos (*e.g.* bloques a vías férreas en Chihuahua y Michoacán, mal clima en Tabasco y Campeche, nuevas regulaciones generando cuellos de botella en el comercio internacional). En este sentido, los [indicadores del IMEF mostraron un inicio mixto del 4T20](#), con las manufacturas aún fuertes pero los servicios perdiendo en octubre parte del terreno ganado. Por el contrario, las últimas noticias sobre el desarrollo de una vacuna por varias compañías han sido muy positivas (*e.g.* Pfizer/BioNTech, Moderna), lo que podría ayudar a impulsar la confianza empresarial y del consumidor. No obstante, creemos que esto podría ser más positivo hasta el próximo año. La incertidumbre sigue siendo muy elevada, aunque los datos duros hasta ahora todavía son consistentes con nuestra expectativa del PIB para 2020 y 2021 de -9.0% y 4.1% a/a, en el mismo orden.

VIERNES – Balanza comercial (octubre): Banorte: +US\$1,954.2 millones; anterior: +US\$4,384.7 millones. Por su parte, el volumen total de comercio (exportaciones más importaciones) continuaría negativo, estimado en -6.2% a/a. Pronosticamos las exportaciones en -3.0% a/a y las importaciones en -9.3%. En nuestra opinión, una potencial fuente de distorsión en las cifras es que las nuevas normas de etiquetado han generado cuellos de botella cuando los productos llegan a las aduanas mexicanas, de acuerdo con reportes en prensa. Es importante decir que estas normas empezaron a aplicar también para importaciones de bienes intermedios desde el 1 de octubre (con excepción de aquellas realizadas por empresas en programas especiales de comercio, como IMMEX y PROSEC), además de bienes de consumo. Por otro lado, cabe recordar que la administración de las aduanas se le otorgó a la SEDENA y al Secretaría de Marina desde principios de septiembre. En este sentido, algunas compañías de logística aseguran que las inspecciones a los cargamentos han afectado el flujo de mercancías.

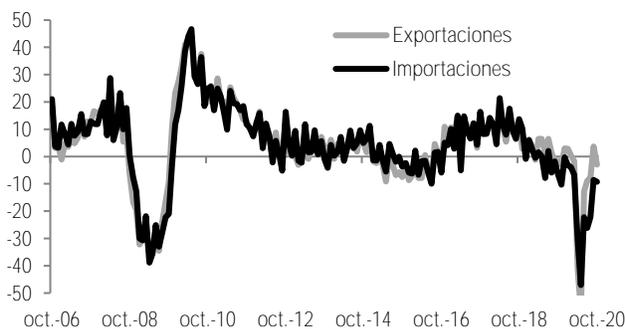
En el sector petrolero anticipamos un déficit de US\$1,435.7 millones, más amplio por segundo mes consecutivo. Destacamos nuestra expectativa de un impacto importante tanto en producción como el comercio por condiciones climatológicas (para detalles, ver nuestro [reporte de producción industrial](#)). Considerando esto, estimamos que las exportaciones e importaciones caigan 27.6% a/a y 31.9%, en el mismo orden. En las primeras, los datos muestran que los envíos de petróleo crudo se ubicaron en mínimos desde mediados de 2018. La mezcla mexicana también fue más baja en el margen, con un promedio de 36.46 desde 37.56 US\$/bbl en septiembre. No obstante, existe cierto beneficio de un efecto de base en la comparación anual, alcanzando -25.3% desde -35.4% anterior. En las segundas, los precios de la gasolina fueron muy similares en comparación con septiembre, en -28.4%.

Mientras tanto, los envíos de gasolina de ese país también mejoraron, aunque creemos que estos datos también podrían estar distorsionados. A pesar de lo anterior, su mejor desempeño relativo ayudaría a explicar el mayor déficit del periodo, con los bienes de consumo en -36.5% a/a y los intermedios alcanzando -28.9%.

La balanza no petrolera registraría un superávit de US\$3,389.9 millones, aún alto relativo a la serie histórica. Las exportaciones estarían en -1.8% a/a y las importaciones en -6.8%. En las primeras, esperamos que los bienes agropecuarios retrocedan con relativa fuerza (-12.5%), con la dinámica de precios señalizando afectaciones a la producción. En la minería no petrolera anticipamos una situación similar (-10.6%), también con un efecto de base mucho más complicado. En manufacturas estimamos -1.3%, aun con cierta fortaleza. Esperamos un fuerte repunte de 7.3% a/a en el sector automotriz, ayudado en muy buena medida por un efecto de base. En este sentido, cabe recordar la fuerte afectación por la huelga de GM en EE.UU. entre septiembre y octubre del año pasado. Este repunte ya se reflejó en los datos de exportaciones de vehículos de la AMIA y la producción del mismo sector en nuestro vecino del norte. En el resto anticipamos una caída de 5.6% desde +6.8% el mes previo, con menos días laborales en la comparación anual y cierta retribución dado el fuerte repunte de septiembre. A pesar de esto, el desempeño seguiría bastante favorable, con el ISM manufacturero en EE.UU. apuntando en esta dirección (incluyendo el componente de importaciones).

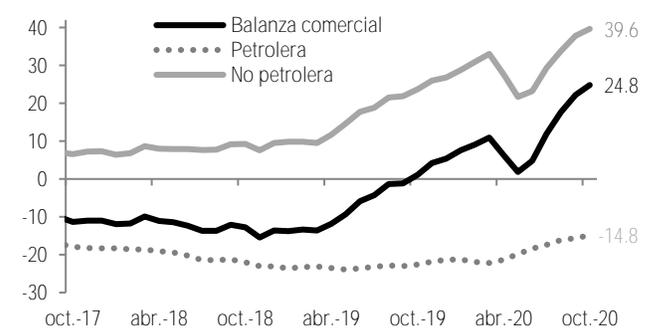
En las compras al exterior, las intermedias estarían influenciadas por el mismo efecto de base en el sector automotriz, aunque en una menor magnitud, estimadas en -3.5% a/a (previo: -4.1%). Las de bienes de consumo las proyectamos en -19.9% desde -22.1% anterior. Cabe recordar al lector que, típicamente, estas últimas muestran un saldo elevado por la preparación de los negocios para las ventas de fin de año. Sin embargo, podrían seguir limitadas ante débiles señales de la demanda doméstica, inclusive sin descartar que pudiera exacerbarse ante mayores compras en línea por la pandemia. En general, también creemos que estos dos últimos componentes podrían mostrar buena parte del impacto de los cuellos de botella ya mencionados. Finalmente, los bienes de capital resultarían en -16.5% ante poco apetito por invertir, un peso mexicano relativamente estable pero débil y con una posible caída relevante respecto al -8.4% de septiembre.

Exportaciones e importaciones
% anual



Fuente: INEGI, Banorte

Balanza comercial
Mdd, suma de los últimos doce meses



Fuente: INEGI, Banorte

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, Alejandro Padilla Santana, Delia María Paredes Mier, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Tania Abdul Massih Jacobo, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, Santiago Leal Singer, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalía Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Eridani Ruibal Ortega y Juan Barbier Arizmendi, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo, declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

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

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

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

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

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

Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.

Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Relación con Inversionistas			
Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Relación con Inversionistas	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados			
Alejandro Padilla Santana	Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Análisis Económico			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Análisis Económico	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Subdirector Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Estrategia de Mercados			
Manuel Jiménez Zaldivar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio			
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Análisis Bursátil			
Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Subdirector Análisis Bursátil	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Victor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Juan Barbier Arizmendi, CFA	Analista	juan.barbier@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Análisis Deuda Corporativa			
Tania Abdul Massih Jacobo	Director Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248
Estudios Económicos			
Delia María Paredes Mier	Director Ejecutivo Estudios Económicos	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Estudios Económicos	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Banca Mayorista			
Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Oswaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	oswaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldán Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.roldan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899