

## La semana en cifras

21 de mayo 2021

**Esperamos que las minutas de Banxico muestren que no habrá más recortes de la tasa de referencia**

www.banorte.com  
@ analisis\_fundam

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

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

- Minutas Banxico.** El banco central publicará las minutas de la [reunión del 13 de mayo](#), en la cual la Junta de Gobierno votó nuevamente por unanimidad por mantener la tasa sin cambios en 4.00%. Notamos un tono más *hawkish*, con un enfoque adicional en la inflación, consistente con el reciente aumento en los [datos observados](#) y en las [expectativas de corto plazo](#), reconociendo que los riesgos están sesgados al alza. Por lo tanto, analizaremos los comentarios sobre esto último, buscando detalles adicionales de los determinantes hacia adelante, así como en la dinámica de precios más reciente. Más importante, buscaremos comentarios de los miembros de la Junta de Gobierno sobre las posibilidades de reanudar el ciclo de bajas, ya que en la decisión pasada al menos tres de ellos veían que la ‘ventana de oportunidad’ para recortes adicionales podría reabrirse después de pasar la ‘joroba’ de inflación
- Inflación (1ª quincena de mayo).** Esperamos la inflación general en 0.00% 2s/2s, con la subyacente en 0.24%. La no subyacente caería 0.71%. Esto último sería en gran medida por la estacionalidad del periodo ante la segunda fase de los descuentos de verano en tarifas eléctricas, los cuales restarían 38pb. No obstante, estaría compensado en buena medida por alzas en el resto de energéticos y agropecuarios. De materializarse nuestro estimado, la inflación anual se ubicaría en 5.81%, desde 6.08% en promedio en abril. Cabe mencionar que el difícil efecto de base será gradualmente menos retardador en los próximos meses

Documento destinado al público en general

### Calendario de eventos económicos

FECHA	HORA	INDICADOR	PERIODO	UNIDAD	BANORTE	CONSENSO	PREVIO	
lun. 24-may.	6:00am	Inflación general	1Q May	% 2s/2s	<u>0.00</u>	-0.15	0.25	
				% a/a	<u>5.81</u>	5.66	6.12	
				% 2s/2s	<u>0.24</u>	0.16	0.17	
				% a/a	<u>4.13</u>	--	4.13	
mar. 25-may.	6:00am	Balanza comercial	Abril	US\$ millones	<u>2,457.2</u>	200.0	-3,003.6	
		Exportaciones		% a/a	<u>73.7</u>	--	12.2	
		Importaciones		% a/a	<u>44.2</u>	--	31.4	
mar. 25-may.	9:00am	Cuenta corriente	1T21	US\$ miles millones	--	-2.5	17.4	
mar. 25-may.	9:00am	Reservas internacionales	21-may.	US\$ miles millones	--	--	194.6	
mié. 26-may.	6:00am	PIB	1T21 (F)	% a/a	<u>-3.5</u>	-3.5	-3.8	
				desestacionalizado	% t/t	<u>0.7</u>	0.7	0.4
				Actividades primarias	% a/a	<u>2.8</u>	--	2.8
				Producción industrial	% a/a	<u>-2.7</u>	--	-3.0
				Servicios	% a/a	<u>-3.8</u>	--	-4.2
				mié. 26-may.	6:00am	IGAE	Marzo	% a/a
desestacionalizado	% m/m	<u>2.2</u>	2.6	-0.3				
Actividades primarias	% a/a	<u>0.2</u>	--	5.9				
Producción industrial	% a/a	<u>1.7</u>	--	-4.5				
Servicios	% a/a	<u>0.5</u>	--	-5.8				
jue. 27-may.	6:00am	Tasa de desempleo desestacionalizada	Abril	%	<u>4.27</u>	4.20	3.89	
jue. 27-may.	9:00am	Minutas Banxico			<u>4.41</u>	--	4.43	
vie. 28-may.		Reporte de finanzas públicas (medido con RFSP)	Abril	\$ miles millones	--	--	-180.8	

Fuente: Banorte; Bloomberg

## Procediendo en orden cronológico...

**LUNES – Reporte de inflación (1ª quincena de mayo). Banorte: 0.00% 2s/2s; anterior: 0.25%.** Anticipamos el rubro subyacente en 0.24%, contribuyendo 18pb, muy por arriba del promedio últimos cinco años. La no subyacente caería 0.71% (-18pb). Esto último sería en gran medida por la estacionalidad del periodo ante la segunda fase de los descuentos de verano en tarifas eléctricas, los cuales restarían 38pb. No obstante, esto estaría compensado en buena medida por alzas en el resto de energéticos y agropecuarios. En los primeros, esperamos un alza de 0.9% del gas LP (+2pb), influido por la debilidad del peso –con una depreciación quincenal de 0.7%– y alzas en las referencias internacionales. Además, las gasolinas mostrarían más vigor, con una expansión de 0.6% en la de bajo octanaje (+3pb). Similar al gas, esto estaría influenciado por los mismos dos factores, aunque compensado en parte por un mayor estímulo al IEPS. En específico, este último pasó de \$1.56 a \$1.80 por litro en promedio. La de alto octanaje subiría +0.7% (+0.5pb), con un menor apoyo del estímulo en el margen. En agrícolas, anticipamos una fuerte alza de 2.2% en frutas y verduras (+10pb). Nuestro monitoreo mostró fuertes presiones adicionales en el jitomate –que lleva varias quincenas con importantes ajustes, superando la estacionalidad del periodo– así como en otros productos como chiles y papas, además de muchos otros también registrando ligeros incrementos. Probablemente mucho de esto está relacionado a las sequías que han impactado una buena parte del territorio nacional (y otras latitudes del mundo). Los pecuarios aumentarían 0.7% (+4pb), con alzas en insumos –principalmente granos– impactando los precios finales.

En la subyacente también identificamos alzas relevantes. Los bienes continuarían subiendo (+0.3%; +12pb), dividido relativamente similar entre alimentos procesados (+6.5pb) y otras mercancías (+5.5pb). En las primeras, algunas presiones en componentes clave podrían extenderse, como el caso de las tortillas de maíz. En las segundas, parecería estar emergiendo un patrón de mayores alzas en la primera mitad del mes, posiblemente por el traspaso a costos en algunos bienes (incluido transporte). Además, no descartamos alzas antes de los descuentos del *Hot Sale*. Los servicios subirían +0.2% (+7pb). En específico, esperamos ‘otros’ en +0.3%. Las presiones se verían tanto en categorías relacionadas al turismo –ante la mejoría en torno al virus–, como en otras más susceptibles a materias primas, como restaurantes y el rubro de ‘loncherías, fondas, torterías y taquerías’.

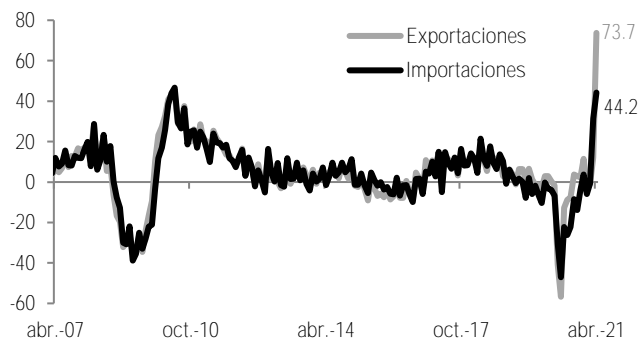
De materializarse nuestro estimado, la inflación anual se ubicaría en 5.81%, desde 6.08% en promedio en abril. Cabe mencionar que el difícil efecto de base comienza a moderarse, será gradualmente menos retador en los próximos meses. La no subyacente resultaría en 11.2% (previo: 12.3%), con energéticos todavía los más altos. Por último, la subyacente sería más estable, en 4.13% (previo: 4.13%). A pesar de lo anterior, parecería que los riesgos siguen sesgados al alza, por lo que permaneceremos muy atentos a la dinámica de precios en las siguientes quincenas.

**MARTES – Balanza comercial (abril). Banorte: US\$2,457.2 millones; anterior: -US\$3,003.6 millones.** Anticipamos un regreso a superávit tras el sorpresivo déficit registrado en marzo, reanudándose la tendencia hacia saldos positivos observada en el último par de años. Adicionalmente, también podríamos ver un impacto en varios sectores tras una aceleración secuencial muy importante en varios rubros del último reporte. A su vez, esto podría haber estado relacionado con distorsiones remanentes al comercio internacional e inventarios debido al impacto de los apagones y otras disrupciones energéticas en febrero. Por si no fuera suficiente, cabe recordar que las tasas anuales están entrando a la parte más álgida del choque por la pandemia el año pasado. Como resultado, veríamos crecimientos inusualmente altos en prácticamente todas las categorías. En este sentido, estimamos que las exportaciones totales crezcan 73.7% a/a y las importaciones 44.2%, con estas últimas más resilientes en los primeros meses del confinamiento.

Estimamos un déficit de US\$1,107.4 millones en el sector petrolero, revirtiendo a niveles más normales tras el fuerte déficit de US\$4,454.7 millones del mes previo. Los efectos de las disrupciones en el mercado energético se disiparon desde marzo, por lo que, en este contexto, la mezcla mexicana promedió 59.43 US\$/bbl desde 60.80 el mes anterior. Sin embargo, la comparación anual se disparó a 378.2% por una muy baja base de comparación. En conjunto con mayores volúmenes, las exportaciones crecerían 160.2%. En las importaciones, los precios también fueron relativamente estables en el margen, mientras que los volúmenes en gasolinas fueron más fuertes. Creemos que esto último se debe en parte al incendio en la refinería de Minatitlán a principios de abril, resultando en una menor capacidad de procesamiento local la cual necesitaría ser compensada con envíos del exterior para satisfacer la demanda. Sin embargo, anticipamos que el fuerte avance de marzo se modere, sobre todo en bienes intermedios. Como resultado, las importaciones petroleras avanzarían +51.2%.

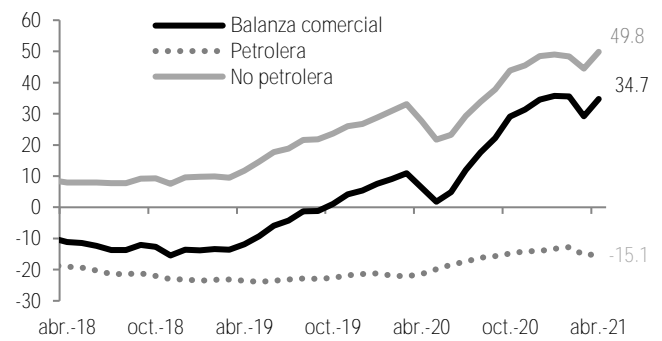
En la balanza no petrolera anticipamos un superávit de US\$3,564.6 millones. Las exportaciones subirían 70.8% a/a, con las importaciones ligeramente más bajas en 43.6%. Como mencionamos, las distorsiones por la pandemia fueron de las más fuertes en este periodo por los confinamientos del año pasado, especialmente en las primeras. Mientras que las extractivas (+45.2%) y la agricultura (+13.0%) estuvieron relativamente aisladas, las manufacturas fueron muy afectadas, esperando un avance de 76.6%. Al interior, los autos “liderarían” con fuerza (+319.3%). Esta alza tan fuerte ya fue sugerida por el crecimiento de triple dígito en las exportaciones de la AMIA y la producción industrial del sector en EE.UU. Sin embargo, reconocemos también algunos límites al dinamismo, con varias armadoras (incluyendo GM, Toyota y Honda, entre otras) deteniendo operaciones parcialmente ante la falta de semiconductores. Mientras tanto, otros envíos manufactureros aumentarían 40.5%, con una base más moderada ya que se utilizaron inventarios el año pasado. Esto todavía representaría una señal positiva en términos secuenciales, con menor impacto por la falta de insumos. Los efectos de base también sesgarían las importaciones, con la mayor alza en bienes de consumo (+59.1%), consistente con otras señales de mejoría en la demanda doméstica. Los intermedios (41.6%) y de capital (45.5%) serían favorables, también reflejando un mayor dinamismo ante mayores costos de los insumos.

Exportaciones e importaciones  
% a/a



Fuente: INEGI, Banorte

Balanza comercial  
Mdd, suma de los últimos doce meses



Fuente: INEGI, Banorte

**MARTES – Reservas internacionales (21 de mayo); anterior: US\$194,645 millones.** La semana pasada, las reservas disminuyeron en US\$484 millones, explicado por: (1) La venta de US\$375 millones del banco central al gobierno federal; y (2) una menor valuación de los activos de la institución por US\$109 millones. Con ello, las reservas registraron un saldo de US\$194,645 millones (ver tabla abajo). En lo que va del año las reservas internacionales han retrocedido en US\$1,022 millones.

Reservas internacionales  
Millones de dólares

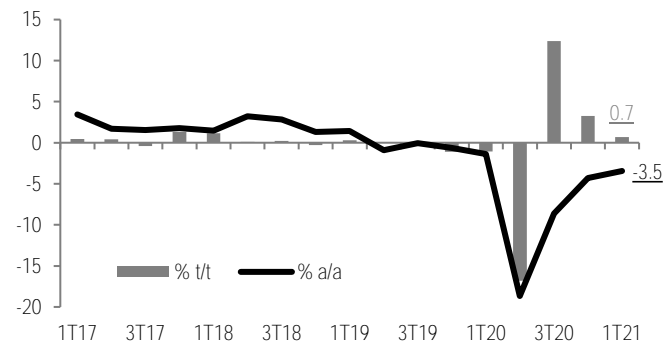
	2020	14-may.-21	14-may.-21	Acumulado en el año
	Saldos		Flujos	
Reserva Internacional (B)-(C)	195,667	194,645	-484	-1,022
(B) Reserva Bruta	199,056	199,420	-2,364	364
Pemex	--	--	0	449
Gobierno Federal	--	--	-2,430	780
Operaciones de mercado	--	--	0	0
Otros	--	--	66	-865
(C) Pasivos a menos de 6 meses	3,389	4,776	-1,880	1,386

Fuente: Banco de México

**MIÉRCOLES – Producto Interno Bruto (1Q21 F). Banorte: -3.5% a/a; preliminar: -3.8%.** Anticipamos una revisión al alza cercana a 30pb relativo al [estimado preliminar](#). Esto se explicaría por el dato ya observado de un mejor resultado en la industria y también por nuestra expectativa de un desempeño más fuerte en servicios. Como resultado, con cifras ajustadas por estacionalidad la economía se habría expandido 0.7% t/t (preliminar: 0.4%).

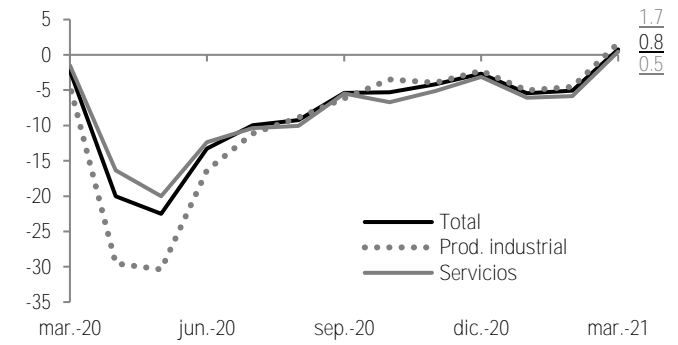
En específico, marzo probablemente fue mejor a lo anticipado originalmente. En este sentido, esperamos el IGAE del periodo en 0.8% a/a. De acuerdo con nuestros cálculos, esto sería mucho mejor que el -0.3% implícito en el PIB preliminar. Las cifras del mes están distorsionadas por varios efectos de calendario –un día laboral adicional y el momento de la *Semana Santa*. Corrigiendo por esto, se ubicaría en 0.4% a/a, debajo del 0.9% del [Indicador Oportuno de la Actividad Económica del INEGI](#). Más importante, implicaría un rebote secuencial de 2.3% m/m, sugiriendo que la actividad está de vuelta en el camino de recuperación luego de tres meses de contracción consecutivos. Como hemos mencionado, esto sería explicado principalmente por una mejoría en las condiciones epidemiológicas, el apoyo de la demanda externa y un mejor panorama a nivel local.

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



Fuente: INEGI, Banorte

IGAE  
% a/a, cifras originales



Fuente: INEGI, Banorte

De vuelta al PIB trimestral, esperamos que la industria haya crecido 0.3% t/t (-2.7% a/a), mucho mejor al 0.0% preliminar. Esto sería consistente con el [reporte de producción industrial para marzo](#), el cual mostró avance relevante de 0.7% m/m, con rebotes en servicios públicos y las manufacturas tras choques temporales en febrero.

Los servicios crecerían 1.0% t/t (-3.8% a/a), +30pb relativo al preliminar en 0.7%. Aunque los datos siguen siendo un tanto escasos, hasta ahora aluden a un beneficio por medidas de distanciamiento más laxas y más reaperturas. Entre ellos, el IMEF no manufacturero alcanzó 51.9pts, de vuelta en expansión después de 13 meses, con un fuerte resultado en ‘nuevos pedidos’ y ‘producción’. [Las ventas minoristas avanzaron 3.6% m/m](#), con un buen dinamismo en categorías no esenciales. En el turismo, el tráfico aéreo de pasajeros mejoró a 4.3 millones desde 2.9 millones el mes previo. Creemos que esto estuvo impulsado por la *Semana Santa*, a su vez apoyada por el entorno más favorable respecto al virus. Esto se observó también en la ocupación hotelera, subiendo a 33.7% desde 25.0% en febrero. Es importante decir que el periodo vacacional fue relevante solo para los últimos días del mes. A su vez, esta mejoría también estuvo reflejada en otros servicios de entretenimiento y esparcimiento, como sugiere en parte el desempeño de algunos componentes dentro de la confianza empresarial para los servicios no financieros. En el transporte, un factor adicional –además del turismo– podría venir del repunte en las manufacturas, posiblemente sobre el envío de mercancías. En esenciales, el sector salud podría ser relativamente estable, con la caída en casos de COVID-19 pudiendo ser compensada en parte por pacientes retomando consultas en cuestiones no tan críticas. Conforme las escuelas siguieron cerradas, la educación probablemente también presentaría pocos cambios. Finalmente, las actividades gubernamentales podrían ganar algo de dinamismo considerando el desempeño del gasto en el último reporte de finanzas públicas.

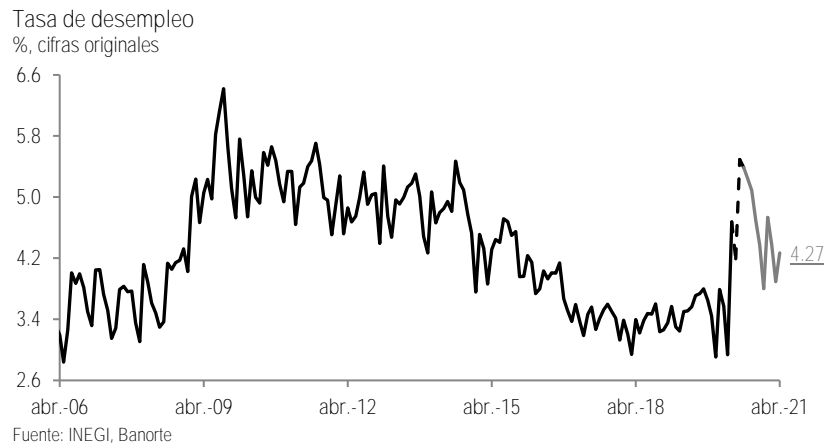
Hacia adelante, seguimos viendo un entorno más favorable, esperando una mejor dinámica el resto del año, especialmente en el segundo trimestre. Esto estaría apoyado por la derrama del estímulo en EE.UU. y una mejoría más rápida de la demanda interna, con un avance notorio en la campaña de vacunación. Sin embargo, otros riesgos están ganando preponderancia, principalmente los efectos de las disrupciones en las cadenas de suministro sobre la producción y precios, u otra ola de contagios. En conclusión, mantenemos nuestro estimado de una expansión de 5.9% a/a en el 2021.

**JUEVES – Tasa de desempleo (abril). Banorte: 4.27%; anterior: 3.89% (cifras originales).** Anticipamos un alza de 38pb respecto a marzo. Esta alza se debe a un efecto estacional, con un ajuste tras la fuerte corrección del mes previo. En este sentido, con cifras ajustadas por estacionalidad anticipamos una reducción de 2pb, a 4.41%. Seguimos pensando que esto estaría apoyado por una creación neta de empleo favorable, con la mayoría de las personas regresando a la Población Económicamente Activa (PEA) con una ocupación. No obstante, la disminución en la tasa de desempleo sería moderada por dos factores: (1) Las personas clasificadas como ‘desempleadas’ están debajo de su promedio histórico, sugiriendo más dificultades para bajas adicionales; y (2) conforme más personas regresan al mercado laboral, algunas desafortunadamente tendrán que hacerlo sin un empleo.

Los indicadores del mes han sido un tanto mixtos, aunque en su mayoría con señales positivas. El empleo asociado al IMSS aumentó en 44.8 mil plazas. No obstante, ajustando por estacionalidad, la creación fue de 107.4 mil posiciones. En términos anuales esto se traduce en una expansión de 0.7% en el total de afiliados, distorsionado por las pérdidas asociadas a la pandemia el año pasado. Los componentes de empleo en los indicadores de tendencia agregada fueron mixtos, con ganancias en construcción, pero pérdidas en manufacturas, servicios no financieros y comercio. Finalmente, el empleo en los [indicadores del IMEF](#) fueron marginalmente negativos, con caídas de 0.1pts tanto en el manufacturero como no manufacturero.

En indicadores complementarios, la tasa de participación probablemente subirá como resultado de la incorporación de más personas a la fuerza laboral, resultado de una disminución adicional del rubro de ‘disponibles para trabajar’ dentro de la Población No Económicamente Activa (PNEA). Mientras tanto, los niveles de subocupación podrían seguir a la baja, apoyados por una mayor reapertura. Por el contrario, la informalidad continuaría ajustándose al alza, aunque recordando que no se encuentra tan lejos de su promedio de largo plazo. Finalmente, seguiremos pendientes de las remuneraciones, analizando tanto los sueldos medios como la composición salarial conforme el incremento al salario mínimo sigue permeando a lo largo de la economía.

Esperamos que el mercado laboral siga recuperándose, impulsado por la reactivación de la actividad, a su vez sigue ligada al entorno epidemiológico. Considerando mejoras en este frente, en conjunto con apoyo del exterior y un mejor desempeño de la demanda doméstica, la mejoría podría ser un tanto vigorosa. No obstante, permanecen riesgos en el horizonte, incluyendo disrupciones en la industria por la escasez de insumos, así como efectos negativos por la implementación de reformas a la Ley Federal del Trabajo, enfocadas en limitar la práctica del *outsourcing*.



**JUEVES – Minutas de Banxico (13 de mayo).** El banco central publicará las minutas de la [reunión del 13 de mayo](#), en la cual la Junta de Gobierno votó nuevamente por unanimidad por mantener la tasa sin cambios en 4.00%. Notamos un tono más *hawkish*, con un enfoque adicional en la inflación, consistente con el reciente aumento en los [datos observados](#) y en las [expectativas de corto plazo](#), reconociendo que los riesgos están sesgados al alza. Por lo tanto, estaremos analizando los comentarios sobre esto último, buscando detalles adicionales de los determinantes hacia adelante, así como en la dinámica de precios más reciente. Más importante, buscaremos comentarios de los miembros de la Junta de Gobierno sobre las posibilidades de reanudar el ciclo de bajas, ya que en la decisión pasada al menos tres de ellos veían que la ‘ventana de oportunidad’ para recortes adicionales podría reabrirse después de pasar la ‘joroba’ de inflación.

En cuanto a los precios, el reconocimiento de una trayectoria mayor a la esperada en el corto plazo fue relevante para nosotros, sugiriendo un impacto más pronunciado de las presiones actuales. Debemos recordar que el estimado actual de Banxico para la inflación general promedio en el 2T21 es de 4.5% a/a. Considerando el 6.08% de abril, los datos tendrían que promediar 3.7% en mayo y junio, lo cual es casi inalcanzable. En este sentido, ya mencionaron que realizarán ajustes en el siguiente *Informe Trimestral* (IT, a publicarse el 2 de junio). No obstante, la magnitud de estos cambios será muy importante, ya que también destacaron que la convergencia al objetivo todavía se anticipa en el 2T22. Además, el reconocimiento de que los riesgos para la inflación están sesgados al alza también fue clave para catalogar el comunicado como más *hawkish*. Como tal, creemos que el debate sobre esto será muy informativo para evaluar la importancia relativa de los factores detrás de las presiones en precios, con aquellas del exterior aparentemente como las más importantes.

En nuestra visión, [las minutas previas](#) sugirieron dos grandes “grupos” de opinión. En primer lugar, creemos que el Gobernador Alejandro Díaz de León y la Subgobernadora Irene Espinosa estuvieron del lado relativamente más *hawkish*. Mientras tanto, con un sesgo más *dovish* estaban los que identificamos como los Subgobernadores Jonathan Heath, Galia Borja y Gerardo Esquivel. No obstante, dados los hechos más recientes, creemos que la composición podría estar cambiando.

En específico, pensamos que el Subgobernador Heath parece estar mostrando mayores preocupaciones por la inflación. En una nota para *Forbes* el 14 de mayo, explicó que los precios han estado altamente distorsionados por varios factores, pasando de desequilibrios de oferta y demanda, efectos de base adversos y cambios en los patrones de consumo. Como resultado, concluyó que “...*es probable que el camino de esta inflación pandémica sea largo y sinuoso, por lo que no será fácil...*”. Aunque esto no es una llamada explícita a implementar un apretamiento, esto y otros comentarios sugieren que podría ver la ventana para más bajas como cerrada. En un tono más *hawkish*, la Subgobernadora Espinosa menciona en una entrevista para *Bloomberg* (18 de mayo), que “...*ya no hay espacio para más recortes, y que el banco eventualmente podría necesitar comenzar a retirar estímulo si las presiones inflacionarias permanecen elevadas...*”. También comentó que, con la inflación por arriba del objetivo, esto implica una situación muy diferente a la de EE.UU., lo cual podría implicar que alzas podrían ocurrir antes de que el Fed ajuste su postura. Aunque esto ayuda a confirmar su sesgo, también da mayor claridad de su opinión sobre la inflación y el balance de riesgos. Del otro lado del espectro, el Subgobernador Esquivel –quien creemos es el más *dovish*– tuiteó después de la publicación de la inflación de la primera mitad de abril que el incremento en la inflación anual es transitorio, debido mayormente a efectos de base. Comentó que al explicar esto no se deberían de contaminar las expectativas de inflación y el proceso de formación de precios. En nuestra opinión, esto podría sugerir que ve los riesgos hacia adelante como más favorables, permitiendo la posibilidad de una postura más acomodaticia en el futuro cercano. En general, esperamos que la mayoría (3 o más miembros) considere que el ciclo de bajas ha terminado. Por el contrario, todavía se ve complicado para nosotros que puedan alcanzar un consenso para señalar futuras alzas, aunque probablemente tendiendo hacia esa postura en las siguientes reuniones.

Sobre el crecimiento, esperamos un panorama más positivo, apuntando a una revisión al alza en el IT. Pasando a la estabilidad financiera, esperamos comentarios adicionales sobre el desempeño del peso y las tasas locales, las cuales mejoraron relativo a decisión pasada. También, podríamos ver algún análisis de [la acción reciente sobre la calificación crediticia de Moody's](#) –con la [decisión de Fitch](#) ocurriendo después–, y su posible implicación en las finanzas públicas y Pemex, así como las elecciones intermedias y otros riesgos geopolíticos.

En general, pensamos que el panorama para la inflación –que representa el mandato único del banco central– se ha tornado más complejo y ha cerrado la posibilidad de un mayor relajamiento. No sólo eso, las alzas probablemente comenzarán hacia finales del año. En este sentido, mantenemos nuestra visión de dos incrementos de 25pb ocurriendo en las reuniones del 11 de noviembre y 16 de diciembre. Esto llevaría la tasa de referencia a 4.50%. Además de un entorno más complejo para los precios –incluyendo acciones de algunos bancos centrales en economías emergentes que ya han comenzado a apretar su postura monetaria– tomamos en cuenta la alta probabilidad de que el Fed anuncie una moderación en el ritmo de compra de activos tan pronto como en septiembre (antes de comenzar con este proceso a principios de 2021).



**VIERNES – Reporte de Finanzas Públicas (ene-abr); anterior: déficit de \$180.8 mil millones (medido con los RFSP).** La atención se centrará en el balance público y los *Requerimientos Financieros del Sector Público* (RFSP) en los primeros cuatro meses del año. Estaremos pendientes al nivel de cumplimiento respecto a los estimados en los [Pre-Criterios de Política Económica 2022](#). En el acumulado a marzo, el déficit de los RFSP alcanzó \$180.8 mil millones, equivalente a 0.7% del PIB. También estaremos atentos a la dinámica de ingresos y egresos en la comparación anual, buscando pistas sobre el ritmo de actividad económica y posibles ajustes al gasto. Finalmente, analizaremos las cifras de deuda pública, que en marzo sumaba \$12.4 billones (medido por el Saldo Histórico de los RFSP), representando 49.2% del PIB.

## 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, 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
<b>COMPRA</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

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

### Determinación de precios objetivo

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

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

**GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.**
**Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Relación con Inversionistas**

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Relación con Inversionistas	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

**Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados**

Alejandro Padilla Santana	Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

**Análisis Económico**

Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Análisis Económico	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Subdirector Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707

**Estrategia de Mercados**

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
-------------------------	---------------------------------	----------------------------	------------------

**Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio**

Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698

**Análisis Bursátil**

Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Subdirector Análisis Bursátil	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Victor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Juan Barbier Arizmendi, CFA	Analista	juan.barbier@banorte.com	(55) 1670 - 1746

**Análisis Deuda Corporativa**

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
Osvaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	osvaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899