

La semana en cifras

21 de febrero 2020

Banxico revisará el PIB a la baja y la inflación al alza para 2020

- Informe Trimestral y Minutas de Banxico.** El miércoles, Banco de México publicará el Informe Trimestral del 4T19 (IT). Al día siguiente se publicarán las minutas de la decisión del 13 de febrero. En el primero, nos enfocaremos en los cambios a los pronósticos del PIB e inflación en un contexto de relativa incertidumbre sobre el nivel de la tasa de referencia terminal en este ciclo de relajamiento. Esperamos una baja del punto medio del PIB de 2020 entre 30-40pb, hacia 0-9-1.0%. Además, la trayectoria para la inflación subiría entre 10-30pb a lo largo del horizonte del pronóstico y a partir del 2T20. Por su parte, las minutas perderán un poco de relevancia. A pesar de esto, estaremos pendientes del tono al tomar en cuenta que la decisión fue la primera con un voto unánime desde mayo 2019, lo que en nuestra opinión tornó el balance ligeramente menos *dovish*. Por último, esperamos que los documentos serán consistentes con nuestra expectativa de dos recortes adicionales de 25pb en la tasa de referencia, en marzo y mayo, para llevarla a 6.50% al cierre de este año

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

Documento destinado al público en general

Calendario de eventos económicos

FECHA	HORA	INDICADOR	PERIODO	UNIDAD	BANORTE	CONSENSO	PREVIO
lun. 24-feb.	6:00am	Inflación general	1Q Feb	% 2s/2s	0.21	0.15	0.11
				% a/a	3.61	3.55	3.29
		Subyacente		% 2s/2s	0.20	0.28	0.16
				% a/a	3.67	--	3.73
mar. 25-feb.	6:00am	PIB (Año completo)	2019	% a/a	-0.1	--	2.1
mar. 25-feb.	6:00am	PIB	4T19 F	% a/a	-0.4	-0.4	-0.3
		desestacionalizado		% t/t	-0.1	-0.1	0.0
		Actividades primarias		% a/a	1.9	--	1.9
		Producción Industrial		% a/a	-2.1	--	-1.8
		Servicios		% a/a	0.1	--	0.2
mar. 25-feb.	6:00am	IGAE	Diciembre	% a/a	0.5	0.5	-1.2
		desestacionalizado		% m/m	0.2	--	0.1
		Actividades primarias		% a/a	1.4	--	-2.1
		Producción Industrial		% a/a	-1.0	--	-2.3
		Servicios		% a/a	1.1	--	-0.7
mar. 25-feb.	9:00am	Cuenta corriente	4T19	US\$ miles millones	--	--	2.0
mar. 25-feb.	9:00am	Reservas internacionales	21-feb	US\$ miles millones	--	--	182.7
mié. 26-feb.	6:00am	Ventas al menudeo	Diciembre	% a/a	2.4	--	2.1
		desestacionalizada		% m/m	-0.4	--	1.7
mié. 26-feb.	12:00pm	Informe Trimestral de Banxico	4T19				
jue. 27-feb.	6:00am	Tasa de desempleo	Enero	%	3.46	--	2.91
		desestacionalizada		%	3.39	--	3.13
jue. 27-feb.	9:00am	Minutas de Banxico	Febrero				
vie. 28-feb.	6:00am	Balanza comercial	Enero	US\$ millones	-2,653.1	--	3,068.3
		Exportaciones totales		% a/a	2.3	--	3.0
		Petroleras		% a/a	4.5	--	4.3
		No petroleras		% a/a	2.2	--	2.9
		Importaciones totales		% a/a	-3.3	--	-0.3
vie. 28-feb.	9:00am	Crédito al sector privado	Enero	% a/a	2.1	--	2.0
		Consumo		% a/a	2.5	--	2.4
		Vivienda		% a/a	7.7	--	7.6
		Empresas		% a/a	0.5	--	0.3
vie. 28-feb.	14:30pm	Finanzas públicas (RFSP)	Enero	\$ miles millones	--	--	-564.7

Fuente: Banorte; Bloomberg

Procediendo en orden cronológico...

LUNES – Reporte de inflación (1ª quincena de febrero); Banorte: 0.21% 2s/2s; anterior: 0.11%. Por su parte, anticipamos la subyacente en 0.20% (previo: 0.16%), con una contribución de 15pb. Los bienes añadirían 10pb de esta última, con 4pb de alimentos procesados y 6 en otros bienes. En el primer caso, creemos los ajustes de principio de año continuarán, mientras que el fin de la temporada de descuentos –particularmente para la ropa– empujarían al alza al segundo rubro. En servicios, la mayoría del impacto se centraría en otros servicios (añadiendo 2pb), incluso con categorías relacionadas al turismo continuando su tendencia a la baja. Seguiremos observando con mucho cuidado los detalles en términos de la dinámica de este componente, ya que será muy importante medir el impacto relativo del aumento salario mínimo y de la holgura de la economía. Adicionalmente, creemos que vivienda continuaría creciendo a un ritmo moderado (+2pb) mientras que la educación aumentaría en el margen (+0.7pb).

El rubro no subyacente avanzaría 0.22% 2s/2s, aportando 5pb al total. Esperamos una contribución de 6pb de agropecuarios, distribuidos en igual magnitud entre frutas y verduras y pecuarios. En del primer componente el aumento sería más generalizado, mientras que el segundo mostraría presiones concentradas en huevo y pollo, especialmente tras la caída reciente de este último. En energía, destacamos que el subsidio para la gasolina de bajo octanaje se eliminó desde el 1 de febrero. No obstante, el desempeño relativamente favorable del peso mexicano y una ligera baja de los precios de referencia internacionales más que compensarían por lo anterior, resultando en una contribución de -0.5pb. El gas LP hilaría su cuarta quincena a la baja, restando 1pb.

Con estos resultados, la inflación anual subiría a 3.61% desde 3.24% en enero. Cabe mencionar que esto se explicaría principalmente por un efecto de base adverso, recordando que las frutas y verduras registraron una fuerte caída en el mismo periodo de 2019. En este sentido y a pesar de las presiones antes mencionadas, la inflación subyacente disminuiría en el margen a 3.67% desde 3.73%. Hacia delante, seguimos muy pendientes del potencial impacto del aumento al salario mínimo en comparación con el sesgo a la baja que introduce el alto nivel de holgura en la economía. En términos generales, el principal soporte detrás de nuestro estimado de sólo dos recortes adicionales de la tasa de referencia este año, de 25pb cada uno, se basa en nuestra expectativa de que la inflación continuará aumentando en los próximos meses.

MARTES – Producto Interno Bruto (4T19 F): Banorte: -0.4% anual; anterior: -0.3%. Anticipamos una revisión de 10pb a la baja en el PIB del 4T19 relativo al estimado preliminar. Sin embargo, la cifra anual permanecería en -0.1% a/a. Con cifras ajustadas por estacionalidad también estimamos una disminución, a -0.1% t/t desde 0.0%.

Contrario a lo que apuntaba el reporte preliminar, la actividad industrial [resultó débil en diciembre](#). Tanto la construcción como las manufacturas se ubicaron debajo de lo esperado, manteniéndonos cautelosos en este último ante algunas industrias que continuaron mostrando poco dinamismo. En este sentido y con los datos ya conocidos, la producción industrial del trimestre se revisaría de -1.8% a -2.1% a/a.

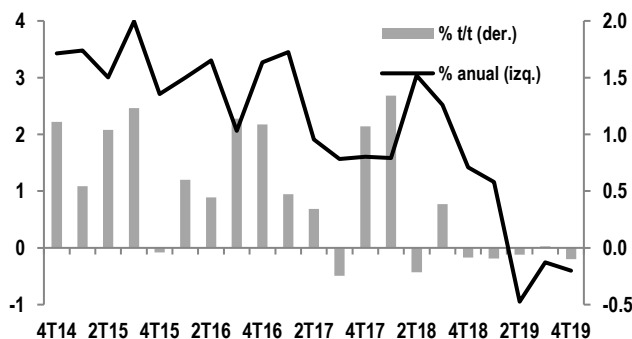
Nada más con esto, el PIB del 4T19 pasaría de -0.3% a -0.4% a/a. Hacia delante, creemos que la construcción podría comenzar a mejorar, impulsada por proyectos de ingeniería civil del gobierno federal, compromisos de inversión del sector privado y una base muy baja. No obstante, la confianza empresarial volvió a caer al inicio de 2020, lo que provee una señal de cautela. Mientras tanto, aún vemos riesgos para las manufacturas, por lo que la balanza comercial de enero será importante (ver abajo) pero con posibles disrupciones en cadenas de suministro en el 1T20 ante el brote de Coronavirus en China. Por el contrario, esperamos que la minería continúe con su tendencia al alza, contribuyendo de manera favorable desde el inicio del año.

En servicios esperamos un +0.1% a/a (desde +0.2% preliminar). Para el último mes del año observamos señales mixtas, aunque suficientes para mantener el dato positivo. En específico, las ventas al menudeo –como detallamos más adelante– serían favorables, acompañados de una aceleración del gasto público y el empleo a tasa anual (además de la tasa de desempleo en mínimos históricos). No obstante, el IMEF no manufacturero y el crédito al consumo muestran un panorama más retador. En general, la información disponible hasta ahora no permite anticipar una mejoría sustancial de la demanda doméstica a pesar de buenos fundamentales para el consumo, lo que atribuimos a elevados niveles de incertidumbre.

El PIB del 4T19, en -0.1% t/t, empeoraría en el margen respecto al preliminar y al trimestre anterior, que coinciden en 0.0%. La industria caería a -1.2% desde -1.0%, hilando tres trimestres en negativo y con su peor contracción en el año. Los servicios se mantendrían positivos en +0.2%, aunque también peor al preliminar (0.3%). Por último, pero no menos importante, esto es consistente con el IGAE de diciembre en +0.5% a/a (+0.2% m/m). Por sectores, los servicios avanzarían 1.1% a/a, la industria caería 1.0% y las actividades primarias se ubicarían en 1.4%.

PIB

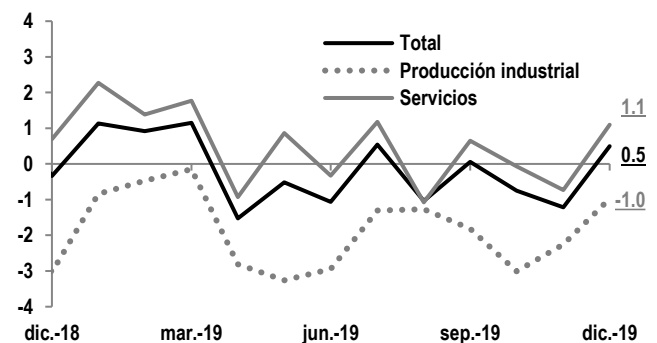
% anual, cifras originales; % t/t, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: INEGI, Banorte

IGAE

% anual, cifras originales



Fuente: INEGI, Banorte

MARTES – Reservas internacionales (21 de febrero); anterior: US\$182,660 millones. La semana pasada, las reservas internacionales aumentaron en US\$57 millones, explicado principalmente por una mayor valuación de los activos del banco central. Con ello, las reservas registraron un saldo de US\$182,660 millones, con un avance de US\$1,783 millones en el 2020 (ver tabla).

Reservas internacionales

Millones de dólares

	2019	14-feb-20	14-feb-20	Acumulado en el año
	Saldos		Flujos	
Reserva Internacional (B)-(C)	180,877	182,660	57	1,783
(B) Reserva Bruta	183,028	189,103	158	6,075
Pemex	--	--	12	1,046
Gobierno Federal	--	--	3	4,148
Operaciones de mercado	--	--	0	0
Otros	--	--	143	882
(C) Pasivos a menos de 6 meses	2,151	6,443	101	4,293

Fuente: Banco de México

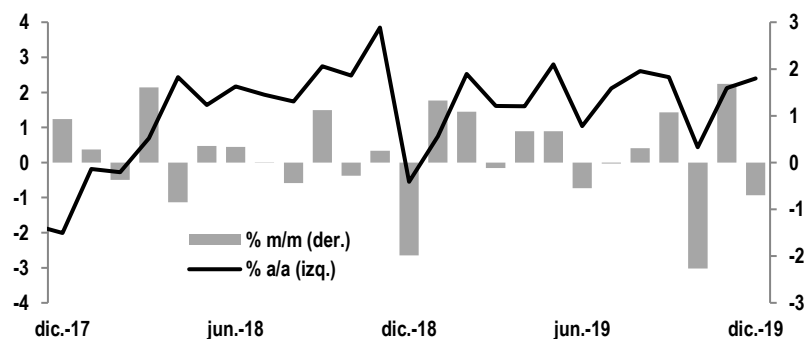
MIÉRCOLES – Ventas al menudeo (diciembre): Banorte: 2.4% a/a; anterior: 2.1%. No obstante, las cifras ajustadas por estacionalidad mostrarían un retroceso de 0.7% m/m, borrando parcialmente el +1.7% registrado en noviembre, en nuestra opinión sesgado al alza por el efecto de *El Buen Fin*.

En este contexto, la tasa anual podría estar beneficiada tanto por un efecto de base favorable (considerando la contracción de 0.5% en diciembre del 2018) como por un día laboral adicional más. Adicionalmente, los indicadores disponibles sobre el periodo fueron en su mayoría positivos. Destacamos que las importaciones de bienes de consumo no petroleros se aceleraron a 4.8% a/a desde el -1.3% previo. Además, las ventas mismas tiendas de la ANTAD aumentaron 0.7% en términos reales, hilando dos meses consecutivos de expansión. En cuanto a determinantes más fundamentales, los salarios reales aumentaron 3.8% –su mayor avance desde 2002– y la tasa de desempleo cayó a 3.13%, su nivel más bajo en la historia. Por el contrario, las ventas de Walmart retrocedieron 0.2%, mientras que las ventas de autos mantienen una fuerte debilidad, contrayéndose -8.1%.

Mantenemos una visión optimista sobre el consumo para 2020. Esperamos que la dinámica salarial continúe impulsada por el aumento al salario mínimo en un contexto de inflación todavía bien comportada, lo que debería apoyar una recuperación adicional del ingreso de las familias. En la medida en que esta situación se mantenga y la incertidumbre disminuya, como esperamos, podríamos observar un mayor consumo de los hogares. Adicionalmente, seguimos esperando que la política de gasto social del gobierno federal favorezca al consumo en el año. A pesar de lo anterior, el dinamismo estará limitado en cierta medida por el menor ritmo de actividad económica y de creación de empleos formales, resultando en un avance más moderado en la masa salarial.

Ventas al menudeo

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



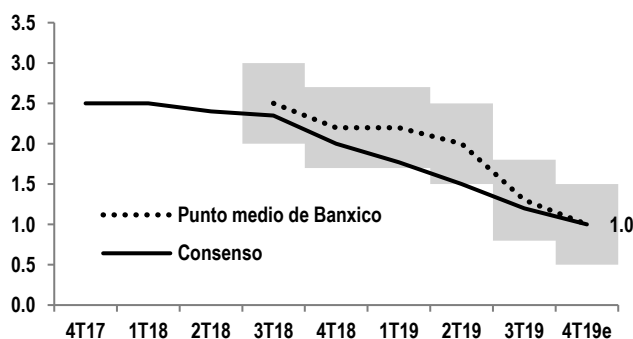
Fuente: INEGI, Banorte

MIÉRCOLES y JUEVES – Informe Trimestral y minutas de Banxico. El miércoles, alrededor de las 12:00pm, Banco de México publicará el *Informe Trimestral* del 4T19 (IT). Al día siguiente, a las 9:00am, se publicarán las minutas de la decisión del 13 de febrero. En el primero, los inversionistas se enfocarán en los cambios a los pronósticos del PIB e inflación, en un contexto de incertidumbre sobre la tasa de referencia terminal en este ciclo de relajamiento. En este sentido y tomando en cuenta solo el cierre de 2020, la encuesta *Citibanamex* publicada ayer muestra que la mayoría (33.3% de los analistas) –incluidos nosotros– ven la tasa de referencia al cierre del año en 6.50%, seguido de cerca por aquéllos que la estiman en 6.25% (29.2%) y los que la anticipan en 6.00% en tercer lugar (20.8%). Dos más (8.3%) la ubican solo en 6.75% y los dos restantes sin cambios en el nivel actual de 7.00%. En nuestra opinión, esta amplia distribución es reflejo de la baja convicción sobre el acumulado de recortes para el resto del año, con el IT posiblemente ayudando a moderar esta divergencia.

Sobre el crecimiento, Banxico anticipó en su último comunicado que el rango estimado del PIB para 2020 se revisaría a la baja, actualmente en 0.8-1.8% (punto medio: 1.3%). Cabe mencionar que: (1) Con el ajuste de la próxima semana, el rango para este año habría sido recortado en todas las ocasiones (excepto una ocasión, sin cambios) desde que fue publicado por primera vez en el IT del 3T18; y (2) el banco central continúa mencionando que el balance de riesgos está sesgado a la baja. En este contexto, estimamos que el punto medio se recorte entre 30-40pb hacia 0.9-1.0% (gráfica abajo, izquierda), con la amplitud del rango sin cambios ya que estamos todavía en una etapa muy temprana en lo que va del año.

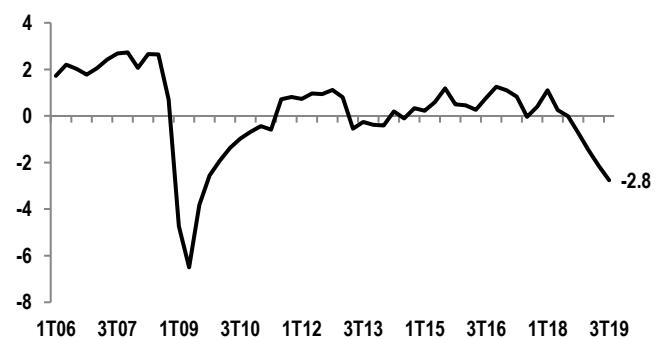
Entre los catalizadores probablemente destaquen: (1) Crecimiento más modesto en el 4T19 que impacta el *momentum* de corto plazo, en particular ante afectaciones temporales en la industria manufacturera (ver sección del PIB arriba); (2) el impacto global de la epidemia del “Coronavirus” al menos en el 1T20, a pesar de elevada incertidumbre sobre su magnitud; y (3) otros factores políticos y geopolíticos. Los detalles sobre estos serán valiosos para analizar si la mayoría son más de carácter cíclico o estructural. Por el contrario, probablemente reconozcan como positivo la ratificación del T-MEC en EE.UU. y la alta probabilidad de que sea así también pronto en Canadá, para una entrada en vigor en el 2S20.

Pronósticos PIB - 2020
% a/a, cifras originales



Nota: El consenso corresponde a la mediana de la última encuesta de Banxico al momento de la publicación del IT. El área sombreada se refiere al rango estimado del banco central
Fuente: Banxico

Estimado de la brecha del producto de Banxico
% del PIB potencial



Fuente: Banxico

Un factor adicional que será importante analizar será la actualización del estimado de la brecha del producto, que también mencionaron que seguirá ampliándose. Al 3T19 el estimado puntual de la institución era de -2.8% del PIB potencial (gráfica arriba, derecha), por mucho el nivel más amplio desde la crisis financiera. No descartamos un ajuste incluso debajo de -3.0%, con la magnitud del cambio importante ya que es un factor que podría tener implicaciones potencialmente relevantes a la baja para los precios, en particular sobre la inflación subyacente.

Pasando a los precios, Banxico también ya mencionó que modificarían sus pronósticos (ver tablas, abajo), en línea con lo esperado. Afirmaron que se estima que las inflaciones general y subyacente serán moderadamente superiores a los niveles actuales, abriendo la pregunta de cuál podría ser la magnitud del ajuste. En nuestra opinión, esto último será clave para analizar la extensión del ciclo de relajamiento al menos durante el resto del año. En un entorno altamente incierto, la inflación general aumentó de 2.83% a/a en diciembre 2019 a 3.24% en enero. Esta alza no era del todo inesperada al ya haber sido reflejada en los comentarios del gobernador Díaz de León de que observaríamos “un chipotito” debido a incrementos en precios de artículos sujetos al IEPS. En este sentido, no esperamos ajustes en los estimados para el 1T20, actualmente en 3.5% a/a para la general y 3.6% para la subyacente, prácticamente en línea con nuestros pronósticos.

No obstante, continuamos difiriendo sobre la trayectoria, que hasta ahora prevé una reversión a la baja muy cerca al objetivo bastante rápido. Creemos que el ajuste “moderadamente superior” ya advertido resultará en incrementos entre 10-30pb en el horizonte de pronósticos a partir del 2T20 (ver tabla abajo, con nuestras expectativas de ajustes en *itálicas* y *subrayadas* en la última fila). Cabe mencionar que estos cambios resultarían en estimados todavía debajo de nuestra propia trayectoria para el año, aunque con un menor diferencial. Más importante aún, si estamos en lo correcto entonces la convergencia de la inflación al objetivo se retrasaría del 4T20 al 1T21. Pensamos que este *moderado* cambio: (1) Permitirá a Banxico espacio suficiente para continuar reduciendo la tasa de referencia en el corto plazo; y (2) ayudará a reafirmar el mensaje acerca de la necesidad de una postura prudente debido a la incertidumbre sobre la composición de la inflación, el reciente aumento de las expectativas de inflación subyacente para todos los plazos, y el aumento mayor a lo esperado al salario mínimo.

Pronósticos de inflación general de Banxico

% a/a, promedio trimestral

IT	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	2T20	3T20	4T20	1T21	2T21	3T21
Nov-17 (3T17)	4.6	4.1	3.6	3.0	3.1	3.3	3.1	3.0							
Feb-18 (4T17)	5.5	4.8	4.3	3.8	3.2	3.0	3.1	3.2							
May-18 (1T18)	5.3	4.6	4.3	3.8	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1						
Ago-18 (2T18)		4.6	4.8	4.2	3.8	3.6	3.2	3.3	3.2	3.1					
Nov-18 (3T18)			4.9	4.7	4.4	4.4	3.8	3.4	3.3	3.1	3.0				
Feb-19 (4T18)				4.8	4.1	4.3	3.8	3.4	3.5	3.1	2.8	2.7			
May-19 (1T19)					4.1	4.3	4.0	3.7	3.8	3.2	3.1	3.0	3.0		
Ago-19 (2T19)						4.2	3.3	3.2	3.4	3.1	3.1	3.0	2.9	3.0	
Nov-19 (3T19)							3.3	3.0	3.5	3.1	3.1	3.0	2.8	2.9	2.9
Feb-20 (4T19)								2.9	3.5	3.4	3.3	3.2	3.0	3.0	3.0

Nota: Números sombreados indican datos realizados. Las filas se refieren al Informe Trimestral y las columnas al estimado del trimestre correspondiente. Cifras subrayadas y en *itálicas* se refieren a nuestro estimado de los ajustes de Banxico.

Fuente: Banxico, INEGI

Pronósticos de inflación subyacente de Banxico

% a/a, promedio trimestral

IT	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	2T20	3T20	4T20	1T21	2T21	3T21
Nov-17 (3T17)	4.2	3.9	3.6	3.6	3.3	3.2	3.1	3.1							
Feb-18 (4T17)	4.4	4.0	3.8	3.6	3.3	3.2	3.1	3.0							
May-18 (1T18)	4.3	3.7	3.6	3.4	3.2	3.2	3.1	3.0	3.0						
Ago-18 (2T18)		3.7	3.6	3.5	3.3	3.2	3.0	2.9	3.0	2.9					
Nov-18 (3T18)			3.6	3.7	3.6	3.6	3.4	3.1	3.0	2.9	2.7				
Feb-19 (4T18)				3.7	3.5	3.6	3.4	3.2	3.2	2.9	2.8	2.7			
May-19 (1T19)					3.6	3.8	3.6	3.4	3.4	3.0	3.0	3.0	3.0		
Ago-19 (2T19)						3.8	3.7	3.5	3.4	3.1	3.0	2.9	2.9	3.0	
Nov-19 (3T19)							3.8	3.6	3.6	3.2	3.1	2.9	2.8	2.9	2.9
Feb-20 (4T19)								3.6	3.6	3.5	3.3	3.1	3.0	3.0	3.0

Nota: Números sombreados indican datos realizados. Las filas se refieren al Informe Trimestral y las columnas al estimado del trimestre correspondiente. Cifras subrayadas y en itálicas se refieren a nuestro estimado de los ajustes de Banxico.

Fuente: Banxico, INEGI

Sobre esto último, la subgobernadora Irene Espinosa afirmó que “...el mantra del banco central ha sido y debe ser la cautela...” ya que “...se tienen que revisar los componentes de la inflación, identificar qué está detrás de la resistencia de la inflación subyacente (...) y revisar el pronóstico de inflación...”. En particular, esto último “...principalmente porque entre el que teníamos en diciembre y el que se divulgará (...) media un choque no previsto que es la proporción del alza en el salario mínimo...”. En nuestra opinión, estos comentarios reflejan de manera adecuada la opinión de la mayoría de los miembros de la Junta.

Pasando a las minutas, éstas perderán relevancia tras la publicación del IT. A pesar de lo anterior, estaremos pendientes del tono al tomar en cuenta que dicha decisión registró el primer voto unánime desde mayo 2019, ayudando a explicar el balance ligeramente menos *dovish* que percibimos. También destacamos que el documento será menos extenso, siguiendo [los cambios a la estrategia de comunicación del banco central](#). A pesar de que ya tendremos nueva información sobre la inflación, pondremos atención en los comentarios sobre el balance de riesgos ya que hasta ahora no se ha caracterizado al alza o a la baja. Consideramos que gran parte de las discusiones se centrarán en este tema. Otras líneas sobre las que estaremos atentos incluyen riesgos a la estabilidad financiera y el panorama fiscal, en un contexto en el que prevalecen dudas sobre el crecimiento económico.

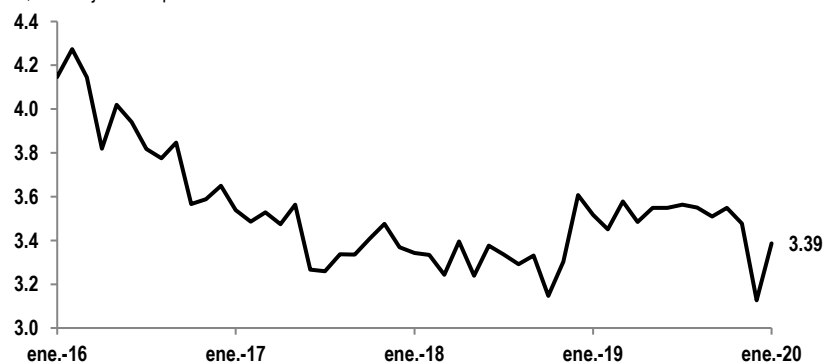
En conclusión, esperamos que los documentos sean consistentes con nuestra expectativa de que la Junta de Gobierno continúa favoreciendo mayores recortes, aunque de manera cautelosa ante la alta incertidumbre global y local. Estimamos que los cambios a los pronósticos de crecimiento e inflación reafirmarán este panorama, aunque con un tono menos *dovish* respecto al de la segunda mitad de 2019. Reiteramos nuestro pronóstico de dos recortes adicionales de 25pb en la tasa de referencia, en marzo y mayo, para llevar la tasa a 6.50%. En nuestra opinión, estas bajas estarán seguidas de una pausa que otorgará a Banxico tiempo suficiente para evaluar cómo sus decisiones se filtran hacia la economía y la evolución de la dinámica de crecimiento e inflación, lo que será importante para analizar los mejores pasos hacia delante para asegurar la convergencia ordenada y sostenida de la inflación a su objetivo.

JUEVES – Tasa de desempleo (enero): Banorte: 3.39%; anterior: 3.13% (cifras ajustadas por estacionalidad). Esto representa +26pb relativo al dato de diciembre. Como mencionamos previamente, creemos que la fuerte caída del mes previo se explicó por cambios significativos en la composición de la Población Económicamente Activa (PEA). Tras la publicación de los datos trimestrales en valores absolutos, existe cierta evidencia que apoya nuestra hipótesis de que el ajuste se observó por un fuerte incremento conjunto de la población ocupada y la PEA. No obstante, necesitamos más datos para evaluar si esto representa un cambio significativo o si solo es un efecto de corto plazo. Ante la debilidad económica nos inclinamos a pensar hacia el segundo, esperando así que la tasa de desempleo rebote a niveles más consistentes con su tendencia reciente. Este comportamiento sería similar al observado en 2012, 2014 y 2015, cuando una fuerte caída estuvo seguida inmediatamente de una recuperación importante.

Esta situación también sería consistente con otras cifras del mercado laboral. En particular, el empleo formal aumentó en 68,955 plazas, su menor expansión para un periodo comparable desde 2015. Adicionalmente, el ritmo de crecimiento anual del número de trabajadores continuó desacelerándose, resultando en +1.6%, el peor desde principios de 2010. Esto también resulta en línea con el desempeño del componente de empleo en el IMEF no manufacturero que cayó a 47.0pts desde 47.5pts. Sin embargo, la misma métrica para el sector manufacturero mejoró a 44.7pts (previo: 43.8pts).

En general, creemos que este dato será clave para evaluar la dinámica del mercado laboral, ya que podría ayudar a confirmar si la mejoría drástica en diciembre fue transitoria o si persistirá al menos en el corto plazo. Seguimos pensando que el crecimiento económico relativamente bajo y el aumento del 20% del salario mínimo podrían tener un impacto adicional en términos de la creación de empleo formal. Además, creemos que la absorción del sector informal podría estar más limitada relativamente pronto, al parecer hasta ahora uno de los impulsores de la estabilidad de la tasa de desempleo. Si estos dos factores se materializan podríamos observar una mayor tasa de desempleo en 2020, lo que esperamos como caso base.

Tasa de desempleo
%, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: INEGI, Banorte

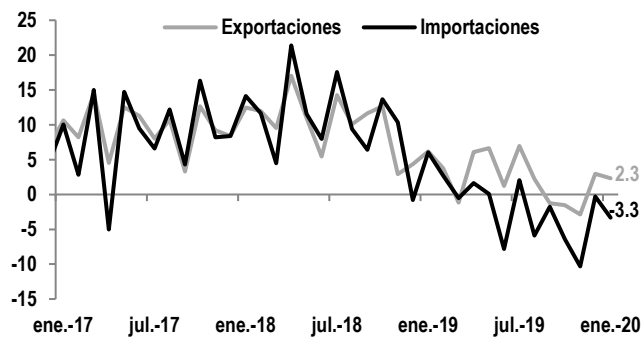
VIERNES – Balanza comercial (enero): Banorte: -2,653.1mdd; anterior: +3,068.3mdd. Esta cifra revertiría parte del fuerte superávit anterior, el más elevado en términos históricos para un diciembre. Las exportaciones totales crecerían 2.3% a/a; las importaciones seguirían limitadas en -3.3%, marcando su sexto mes en contracción. La estacionalidad típica del periodo muestra un déficit, con enero de 2019 de hecho registrando el dato más negativo en la serie histórica. Consideramos también que es poco probable que el desempeño esté afectado por los problemas en las cadenas de suministro y restricciones de transporte en China por el COVID-19, considerando el retraso natural entre los envíos y llegadas a nuestro país. En este sentido, los primeros casos se identificaron en la segunda mitad de diciembre y la primera muerte hasta el 11 de enero.

La balanza petrolera registraría un déficit ligeramente mayor respecto al mes anterior, en -US\$1,505.8 millones, con las exportaciones avanzando 4.5%, apoyadas por mayores volúmenes de petróleo, aunque limitados en parte por un menor precio de la mezcla mexicana. Las importaciones caerían 11.1% a/a, principalmente concentrado en bienes intermedios, pero también resintiendo un efecto de base más complicado y una ligera caída secuencial en el precio de la gasolina en EE.UU.

Por otra parte, estimamos un déficit de US\$ 1,147.4 millones en la balanza no petrolera, lo que sería el primer dato negativo en un año. A pesar de esto, en términos absolutos el balance deficitario sería el más moderado en siete años. Las exportaciones avanzarían 2.2%, soportadas por el sector automotriz (3.2% a/a). Específicamente, la producción automotriz en EE.UU. otorgó señales favorables tras los choques recientes, mientras que los datos de la AMIA mostraron una moderación en el ritmo de caída, a -5.8% a/a desde -16.6% en diciembre. No obstante, estamos más cautelosos sobre otras manufacturas, con señales mixtas desde EE.UU. –tales como el componente de importaciones del ISM en EE.UU. mejorando con fuerza, pero el PMI manufacturero bajando– además de la incertidumbre sobre el efecto adverso de la suspensión de la producción del 737 Max por Boeing. En las importaciones, estimamos una contracción de 2.3%. Los bienes de capital seguirían muy débiles (-8.7%), con un efecto de base más difícil pero también con la confianza empresarial en nuevos mínimos, lo que señala debilidad de la inversión. Los bienes intermedios caerían 1.2% desde +0.6% el mes previo, con las órdenes de exportaciones en enero de acuerdo al PMI en EE.UU. cayendo por primera vez desde septiembre. Por último, los bienes de consumo se moderarían relativo a diciembre, con una estacionalidad típica en la cual vemos una moderación tras el ajuste de inventarios de los negocios después de finalizadas las festividades de fin de año.

Exportaciones e importaciones

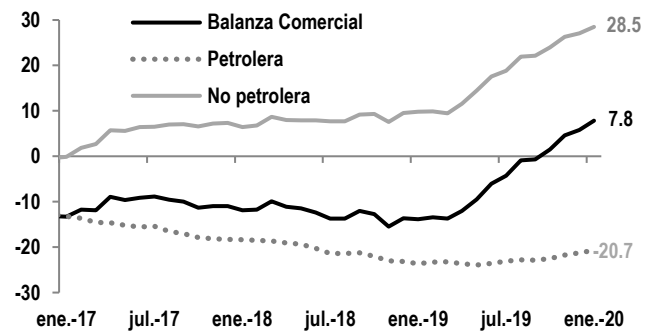
% anual



Fuente: INEGI, Banorte

Balanza comercial

Mdd, suma de los últimos doce meses



Fuente: INEGI, Banorte

VIERNES – Crédito bancario al sector privado (enero); Banorte: 2.1% a/a real; anterior: 2.0%. Estimamos un crecimiento real del saldo total de la cartera de los bancos al sector privado de 2.1% anual, como resultado de crecimientos de 2.5%, 7.7% y 0.5% en las carteras de consumo, vivienda y empresarial, respectivamente. Este aumento sucedería a pesar de un impacto adverso de la inflación, la cual resultó en 3.24% en enero, 41pb por arriba del dato de diciembre.

VIERNES – Reporte de Finanzas Públicas (enero); anterior: \$-564.7 mil millones (medido con los RFSP). La atención dentro del primer reporte del año se centrará en la dinámica del balance público, así como de los *Requerimientos Financieros del Sector Público* (RFSP), observando su nivel de cumplimiento relativo a lo aprobado en el *Paquete Económico 2020*. También veremos el saldo del balance primario, el cual esperamos sea superavitario. En cuanto a los ingresos y los egresos, también estaremos atentos a su evolución en la comparación anual, particularmente de los primeros, ya que estos podrían brindar información adicional sobre el dinamismo de la actividad económica. Finalmente, observaremos datos de deuda pública, que en diciembre sumaba \$10,872.3 mil millones, equivalente a 44.7% del PIB (medido por el SHRFSP).

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, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Eridani Ruibal Ortega, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo, declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

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

Remuneración de los Analistas.

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

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

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

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

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

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

Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

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

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

Guía para las recomendaciones de inversión.

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

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

Determinación de precios objetivo

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

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

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

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

Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados

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

Análisis Económico

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

Estrategia de Mercados

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

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie 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
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Director Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
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

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	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
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) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
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) 5004 - 1454