

## La semana en cifras

22 de noviembre 2019

### Revisión del PIB del 3T19 a -0.3% anual y atención en Banxico

- Producto interno bruto (3T19 F).** Esperamos una ligera revisión de 10pb al alza relativo al estimado preliminar, a -0.3% anual. Con cifras ajustadas no esperamos cambios al 0.1% t/t ya reportado. El principal factor detrás del ajuste sería la industria, mejorando alrededor de 30pb a -1.4% anual. En servicios esperamos un alza moderada, a cero desde -0.1%. Si el pronóstico se materializa el desempeño sería ligeramente más favorable respecto al 2T19 y consistente con el IGAE de septiembre en -0.6% anual (-0.1% m/m), más alto que el -0.8% anual preliminar
- Informe Trimestral y minutas de Banxico.** Esperamos que los documentos confirmen que continuará el ciclo de relajamiento de manera cautelosa. En el *Informe Trimestral* anticipamos: (1) Un menor rango de crecimiento de este año, entre -0.1 a 0.3%, con el punto medio en +0.1% (previo: 0.5%) y para 2020 una baja entre 60-70pb en el estimado puntual, a 1.3-1.4%; y (2) un ajuste a la baja en el pronóstico de la inflación general del 4T19, a 3.0%, con caídas marginales también para los próximos trimestres; no obstante, la trayectoria de la subyacente podría subir ligeramente, en buena parte por la expectativa sobre el alza al salario mínimo en 2020. Sobre las minutas, nos enfocaremos en las potenciales discusiones acerca de algunos riesgos de corto plazo, incluyendo recientes acontecimientos sobre la guerra comercial, el T-MEC y el *Paquete Económico 2020*, entre los más relevantes

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

**Juan Carlos Alderete, CFA**  
Economista Senior, México  
juan.alderete.macal@banorte.com

**Francisco Flores**  
Economista, México  
francisco.flores.serrano@banorte.com

Documento destinado al público  
en general

### Calendario de eventos económicos

| FECHA        | HORA    | INDICADOR   | PERIODO    | UNIDAD  | BANORTE  | CONSENSO | PREVIO  |        |
|--------------|---------|---|------------|---------|----------|----------|---------|--------|
| lun. 25-nov. | 6:00am  | PIB   | 3T19 (F)   | % anual | -0.3     | -0.3     | -0.4    |        |
|              |         | desestacionalizado  |            | % t/t   | 0.1      | 0.1      | 0.1     |        |
|              |         | Actividades primarias   |            | % anual | 5.4      | --       | 5.4     |        |
|              |         | Producción industrial   |            | % anual | -1.4     | --       | -1.7    |        |
|              |         | Servicios   |            | % anual | 0.0      | --       | -0.1    |        |
| lun. 25-nov. | 6:00am  | IGAE  | Septiembre | % anual | -0.6     | --       | -0.9    |        |
|              |         | desestacionalizado  |            | % m/m   | -0.1     | --       | 0.1     |        |
|              |         | Actividades primarias   |            | % anual | 13.0     | --       | 0.2     |        |
|              |         | Producción industrial   |            | % anual | -1.8     | --       | -1.3    |        |
|              |         | Servicios   |            | % anual | -0.6     | --       | -0.7    |        |
| lun. 25-nov. | 9:00am  | Cuenta corriente  | 3T19 (F)   | mmd     | 2,748.0  | -1,070.0 | 5,142.7 |        |
| mar. 26-nov. | 6:00am  | Ventas al menudeo   | Septiembre | % anual | 2.1      | 1.3      | 2.6     |        |
|              |         | desestacionalizado  |            | % m/m   | 0.6      | --       | 0.3     |        |
| mar. 26-nov. | 9:00am  | Reservas internacionales  | 22-nov     | mmd     | --       | --       | 180.6   |        |
| mar. 26-nov. | 11:30am | Subasta de valores gubernamentales: CETES 1, 3, y 6 meses; Bonos M 5 años (Sep'24); Udibonos 10 años (Nov'28) |            |         |          |          |         |        |
| mié. 27-nov. | 6:00am  | Balanza comercial   | Octubre    | mdd     | -1,938.2 | --       | -116.2  |        |
|              |         | Exportaciones totales   |            | % anual | -2.3     | --       | -1.3    |        |
|              |         | Petroleras  |            | % anual | -33.8    | --       | -29.3   |        |
|              |         | No petroleras   |            | % anual | -0.2     | --       | 1.0     |        |
|              |         | Importaciones totales   |            | % anual | -4.4     | --       | -1.7    |        |
| mié. 27-nov. | 6:00am  | Tasa de desempleo   | Octubre    | %       | 3.50     | 3.60     | 3.80    |        |
|              |         | desestacionalizado  |            | %       | 3.52     | --       | 3.54    |        |
| mié. 27-nov. | 12:00pm | Informe Trimestral de Banxico   | 3T19 (F)   |         |          |          |         |        |
| jue. 28-nov. | 9:00am  | Minutas de Banxico  | Noviembre  |         |          |          |         |        |
| vie. 29-nov. | 9:00am  | Crédito al sector privado   | Octubre    | % anual | 4.8      | --       | 4.6     |        |
|              |         | Consumo   |            | % anual | 2.6      | --       | 2.7     |        |
|              |         | Vivienda  |            | % anual | 7.5      | --       | 7.4     |        |
|              |         | Empresas  |            | % anual | 4.5      | --       | 4.3     |        |
|              |         | Reporte de finanzas públicas  |            | Octubre | mmp      | --       | --      | -172.5 |

Fuente: Banorte; Bloomberg

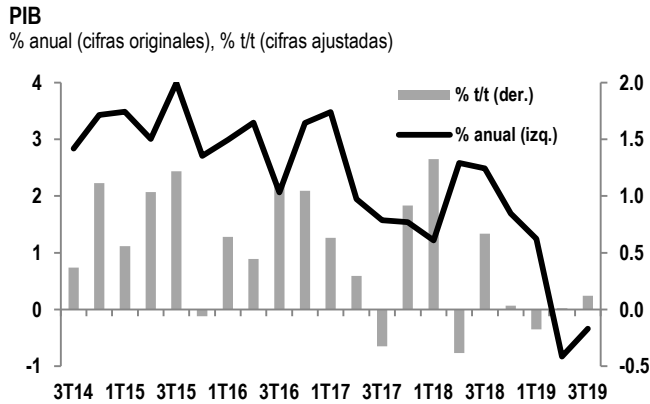
Procediendo en orden cronológico...

**LUNES – Producto Interno Bruto (3T19 F): Banorte: -0.3% anual; anterior: -0.4%.** Anticipamos una ligera revisión de 10pb al alza en el PIB del 3T19 relativo al estimado preliminar. Con cifras ajustadas por estacionalidad no esperamos modificaciones al 0.1% t/t reportado inicialmente.

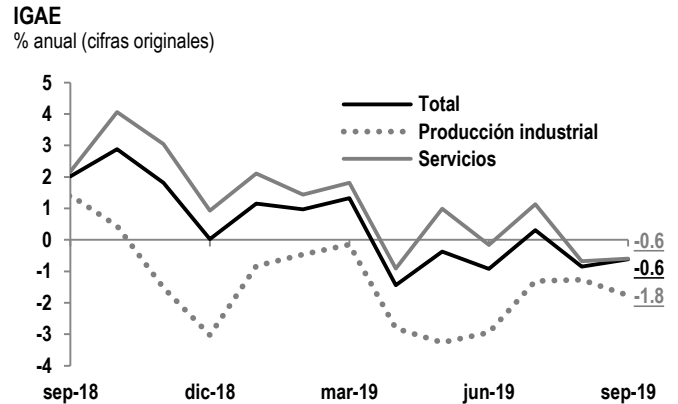
El principal factor detrás del ajuste en términos anuales serían las actividades secundarias. Como ya fue publicado, la serie mensual de producción industrial en julio se revisó de -1.8% anual originalmente a -1.3%, suficiente como para que el desempeño trimestral mejorará alrededor de 30pb, a -1.4% anual. A pesar de esto, las cifras más recientes de septiembre fueron débiles, en particular en la construcción. Detalles en: “*Producción industrial – Debilidad aún presente en septiembre*”, <[pdf](#)>, 11 de noviembre de 2019. Adicionalmente, creemos que el débil desempeño prevalecerá en el corto plazo, con las manufacturas impactadas por el sector automotriz en octubre ante la huelga de GM en EE.UU. y el cierre de dos plantas de Ford, ambos de carácter temporal. Además, la construcción sigue sin dar señales más definitivas de mejoría. Por el contrario, la minería podría restar menos de lo que lo ha hecho en los últimos años ante los esfuerzos de Pemex por incrementar la producción.

En servicios esperamos una mejoría moderada, a cero desde el -0.1% anual en el primer estimado. Este dato incorpora nuestra expectativa de +2.1% de las ventas minoristas para septiembre (ver abajo). Sin embargo, el desempeño sigue siendo limitado, lo que en nuestra opinión se debe en buena medida a la incertidumbre que ha inducido mayores ahorros. Hacia adelante, el IMEF no manufacturero de octubre se estabilizó en 48.1pts, sugiriendo que el sector permaneció relativamente débil al inicio del cuatro trimestre.

Si nuestro pronóstico se materializa, el desempeño respecto al trimestre previo sería ligeramente más favorable. La industria se ubicaría en +0.1% desde -0.2% en 2T19, regresando a positivo por primera vez en un año y mejor que en el estimado preliminar, sugiriendo que podría haber tocado piso a pesar de que aún enfrenta retos importantes. Los servicios serían marginalmente positivos (+0.04%), también con una ligera revisión al alza aunque moderándose respecto al 0.2% del trimestre anterior, confirmando la desaceleración de la demanda interna este año. Por último pero no menos importante, este estimado es consistente con el IGAE de septiembre en -0.6% anual (-0.1% m/m), un poco más alto que el -0.8% implícito en el PIB preliminar. Como ya fue mencionado, los servicios aún serían decepcionantes en -0.6% anual (-0.5% m/m) y la industria en -1.8% (sin cambios en la comparación mensual). Las actividades primarias habrían repuntado 13% anual, serie muy volátil históricamente y ayudada en parte por un efecto de base favorable.



Fuente: INEGI, Banorte



Fuente: INEGI, Banorte

**LUNES - Cuenta corriente (3T19): Banorte: 2,748mdd; previo: 5,143mdd.**

El lunes a las 9:00am, Banco de México publicará su reporte de balanza de pagos correspondiente al tercer trimestre del año. Estimamos un superávit en cuenta corriente de alrededor de 2.7 mmd. De acuerdo con los datos ya reportados, la balanza comercial mostró un déficit de 458mdd, mientras que las transferencias netas aumentaron derivado de un flujo más dinámico de remesas en comparación con el mismo período del año pasado (15% anual).

**MARTES – Ventas al menudeo (septiembre): Banorte: 2.1% anual; anterior: 2.6% anual.**

A pesar de la moderación anticipada en la comparación anual, con cifras ajustadas por estacionalidad esperamos un avance de 0.6%, mayor al 0.3% de agosto. Si bien el periodo tuvo el mismo número de días laborales respecto al mismo mes de 2018, creemos que podríamos observar una mejoría debido a que el feriado por el Día de la Independencia este año fue en lunes, lo que ayudaría a compensar por un día menos de fin de semana.

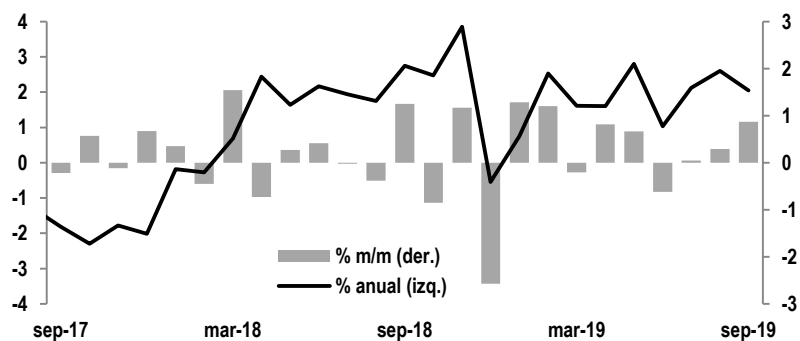
La señal más positiva en este sentido fue la importación de bienes de consumo no petrolero, creciendo 4.2% anual (1.8% m/m). Sin embargo, otros datos fueron más débiles. En particular, las ventas domésticas de autos –aproximando el desempeño de la compra de bienes duraderos– extendió su caída al ubicarse en -12.3% anual vs el -9.7% de agosto, con ocho meses consecutivos en contracción. Las ventas de la ANTAD cayeron 1.4% anual real, probablemente afectadas también por un efecto de base más retardador.

Los fundamentales para el consumo privado siguen siendo positivos. Entre ellos, las remesas y los salarios reales siguen avanzando a un fuerte ritmo. Además, destacamos que la creación de empleos formales en el mes repuntó con fuerza con 145,416 nuevas plazas, no observado desde febrero de 2016, mientras que la tasa de desempleo bajó ligeramente a 3.54% (ajustado por estacionalidad). Por último, la confianza del consumidor volvió a aumentar en todos sus componentes, aunque tomando esta cifra con cautela ya que el indicador sigue manteniendo una baja correlación con los datos duros, en contraste con la que muestra con el sentimiento político. Ante esto, nuestra principal preocupación sigue siendo la ausencia de un mayor dinamismo del consumo privado (0.4% anual acumulado en el 1S19 de acuerdo con el PIB, menor al 2.7% del mismo periodo de 2018) a pesar de que las ventas han aguantado relativamente bien, con 1.9% acumulado al cierre de agosto.

En nuestra opinión esto se debe en buena medida a un mayor ahorro, en un contexto de cautela entre los consumidores ante elevados niveles de incertidumbre. Si bien esperamos una mejoría, las medidas de austeridad del gobierno federal y la moderación de la actividad económica son vientos en contra adicionales para una fuerte aceleración en los próximos meses.

#### Ventas al menudeo

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



Fuente: INEGI, Banorte

**MARTES – Reservas internacionales (22 noviembre); anterior: US\$180,567 millones.** La semana pasada, las reservas internacionales aumentaron en US\$289 millones, explicado por una mayor valuación de los activos del banco central. Con ello, las reservas registraron un saldo de US\$180,567 millones, con un avance de US\$5,774 millones en lo que va del año (ver tabla).

#### Reservas internacionales

Millones de dólares

|                                | 2018    | 15-nov-19 | 15-nov-19 | Acumulado en el año |
|--------------------------------|---------|-----------|-----------|---------------------|
|                                | Saldos  |           | Flujos    |                     |
| Reserva Internacional (B)-(C)  | 174,793 | 180,567   | 289       | 5,774               |
| (B) Reserva Bruta              | 176,384 | 184,274   | 320       | 7,890               |
| Pemex                          | --      | --        | -63       | 9                   |
| Gobierno Federal               | --      | --        | 256       | 2,296               |
| Operaciones de mercado         | --      | --        | 0         | 0                   |
| Otros                          | --      | --        | 128       | 5,585               |
| (C) Pasivos a menos de 6 meses | 1,592   | 3,707     | 31        | 2,115               |

Fuente: Banco de México

**MARTES – Subasta de valores gubernamentales.** La SHCP –vía el Banco de México como agente colocador– subastará Bonos M de 5 años (Sep'24), Udibonos de 10 años (Nov'23), así como Cetes de 1, 3 y 6 meses (ver el siguiente cuadro). Los resultados se publicarán a las 11:30am.

#### Subastas de valores gubernamentales (12 de noviembre de 2019)

|                 | Fecha de Vto. | Tasa cupón | Monto a subastar <sup>1</sup> | Tasa previa <sup>2</sup> |
|-----------------|---------------|------------|-------------------------------|--------------------------|
| <b>Cetes</b>    |               |            |                               |                          |
| 1m              | 26-dic-19     | --         | 6,000                         | 7.43                     |
| 3m              | 27-feb-20     | --         | 15,000                        | 7.44                     |
| 6m              | 21-may-20     | --         | 15,000                        | 7.38                     |
| <b>Bono M</b>   |               |            |                               |                          |
| 5 años          | 05-sep-24     | 8.00       | 11,000                        | 6.67                     |
| <b>Udibonos</b> |               |            |                               |                          |
| 10 años         | 30-nov-28     | 4.00       | UDIS 950                      | 3.25                     |

Fuente: Banorte con cifras de Banxico 1. Cifras expresadas en millones de pesos a excepción de los Udibonos, que están en millones de UDIS. Los montos de la subasta de Cetes son anunciados con una semana de anticipación al día de la subasta. 2. Rendimiento al vencimiento en el caso de Cetes, Bonos M y Udibonos, sobretasa en BondesD

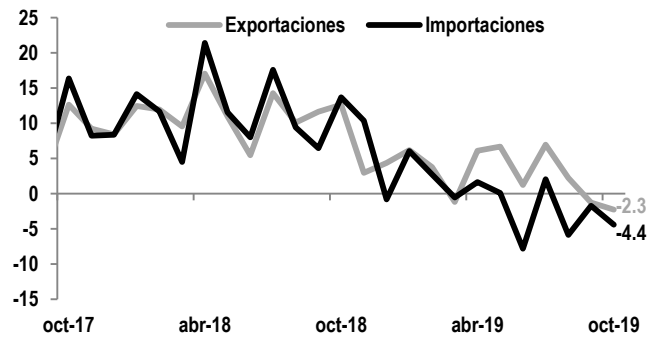
**MIERCOLES – Balanza comercial (octubre): Banorte: -1,938.2mdd; anterior: -116.2mdd.** El déficit se debería en gran parte a la fuerte moderación de la balanza no petrolera como resultado del *shock* temporal en las exportaciones del sector automotriz. Las importaciones seguirían afectadas por los bienes de capital. Por su parte, vemos un déficit ligeramente mayor en el sector petrolero, con fuertes caídas tanto en ventas como compras. Las exportaciones totales caerían 2.3% y las importaciones -4.4%. Esto implicaría apenas el tercer mes con un déficit mayor a US\$ 1,000 millones en lo que va de 2019. Sin embargo, el balance acumulado sería de un superávit de US\$749 millones, mucho mayor al -US\$13,157 millones del mismo periodo de 2018.

Estimamos la balanza no petrolera en +US\$143.7 millones, lo que sería un mínimo de este año. Como ya mencionamos, esto estaría explicado en gran parte por una fuerte caída de 4.3% anual en las exportaciones automotrices, llevando al total de manufacturas a -0.5%, su primera baja desde marzo. De acuerdo con la AMIA, las exportaciones de vehículos cayeron 19.5%, la más baja desde mediados de 2009 en medio de la crisis financiera. Esto, como resultado de fuertes bajas en GM (afectado por la huelga en EE.UU.), el cierre temporal (total o parcial) de dos plantas de Ford y una de Volkswagen. La producción industrial del sector en EE.UU. también fue débil al caer 12%. Otras manufacturas estarían mejor, esperando que se mantengan en positivo a pesar de una desaceleración, con señales tales como el índice de importaciones del ISM manufacturero apuntando en este sentido. En importaciones, cabe recordar la alta estacionalidad en consumo empezando en octubre, en anticipación a la temporada navideña. Los bienes intermedios, relacionados a las manufacturas, también estarían impactados (0.8% desde 1.7% en septiembre) aunque en nuestra opinión en menor magnitud relativo a las exportaciones. La debilidad de bienes de capital (-16.4%) se extendería, con la confianza empresarial revirtiendo parte del alza reciente en todos los sectores y aún sin señales de un mayor dinamismo.

En el sector petrolero, anticipamos un déficit de US\$2,081.9 millones, mayor a los -US\$1,558.3 millones del mes anterior. Las exportaciones estarían más impactadas, en -33.8% vs. -26.9% para las importaciones. El precio de la mezcla mexicana cayó respecto a US\$48.83 por barril en promedio (-34.1% anual) desde US\$58.19 en septiembre, mínimo en poco más de dos años. Los datos disponibles sugieren que tanto las ventas de crudo como las importaciones de gasolina también cayeron a un ritmo bastante elevado. Los precios de la gasolina fueron relativamente estables, apoyando nuestra expectativa de un mayor impacto relativo en exportaciones.

Similar al mes pasado, el desempeño estará distorsionado por el shock de una sola vez en el sector automotriz. Los recientes superávits han sido catalogados como “negativos” para el crecimiento al señalar menor inversión y consumo. En este sentido, a pesar de proyectar un déficit que sería relativamente alto en comparación con la historia reciente, sería también por las “razones equivocadas”, en específico la moderación de las exportaciones manufactureras e importaciones de consumo y capital aún contenidas.

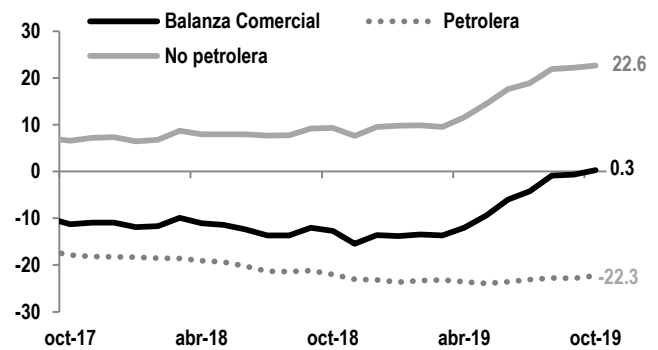
**Exportaciones e importaciones**  
% anual



Fuente: INEGI, Banorte

**Balanza comercial**

Mdd, suma de los últimos doce meses



Fuente: INEGI, Banorte

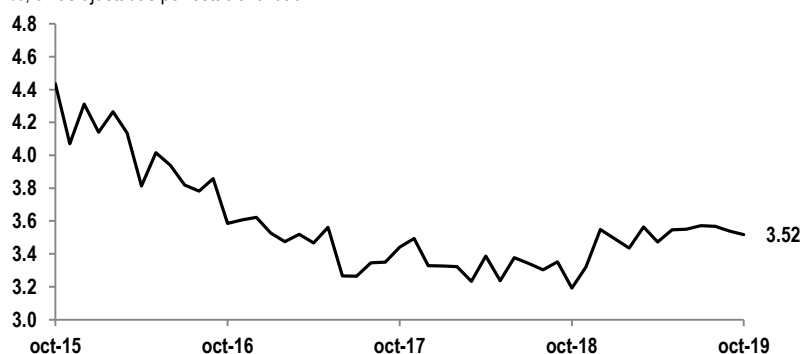
**MIERCOLES – Tasa de desempleo (octubre): Banorte: 3.52%; anterior: 3.54% (cifras ajustadas por estacionalidad).**

Similar al mes anterior, anticipamos una caída ante la creación de 159,998 nuevos empleos formales en el mes, un nuevo máximo en lo que va del año. Cabe mencionar que la creación en octubre típicamente es alta, probablemente en anticipación a la temporada navideña. Sin embargo, se da tras los 145,416 observados el mes inmediato anterior, lo que fue inusualmente elevado. En nuestra opinión, esto sugiere una mayor fortaleza relativa a pesar del choque temporal al sector automotriz debido a la huelga de GM en EE.UU., contrario a nuestras expectativas. De acuerdo con la compañía, 6,000 trabajadores fueron suspendidos temporalmente de la planta en Guanajuato, con alrededor de 400 más también afectados en Coahuila. Sin embargo y hasta donde tenemos conocimiento, estos no son contabilizados como desempleados ya que siguen recibiendo salarios y otros beneficios. Es de esta manera en que tomamos con cautela la señal del componente de empleo de IMEF manufacturero, que cayó a 43.8pts desde 48.6pts el mes inmediato anterior, su menor nivel desde mayo. La pregunta realizada en este último índice es “*En relación con el mes anterior, el número de empleados de su empresa...*” y puede ser respondida con cinco opciones, desde “aumentado mucho” hasta “disminuido mucho”. No descartamos que algunos gerentes respondieran negativamente ante la preocupación por este evento, mismo que finalizó el 25 de octubre. El mismo componente del indicador no manufacturero de hecho mejoró ligeramente, de 47.4pts en septiembre a 47.8pts. Por el contrario, reconocemos la posibilidad de efectos negativos indirectos, sobre todo a proveedores del sector. Adicionalmente, la confianza empresarial revirtió parte de sus ganancias recientes en todos los sectores. A pesar de lo anterior, creemos que el conjunto de la evidencia hasta ahora sugiere una nueva baja de magnitud moderada.

A pesar de su reciente desempeño, creemos que la moderación económica, que se extendió al menos hasta el 3T19 de acuerdo con los datos preliminares del PIB, sigue siendo una fuerte limitante para una consistente baja de la tasa de desempleo. En consecuencia, mantenemos nuestra expectativa de que ésta finalizará el año alrededor de 3.6%, aunque los riesgos estarían ligeramente sesgados a la baja de materializarse nuestro pronóstico.

### Tasa de desempleo

%, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: INEGI, Banorte

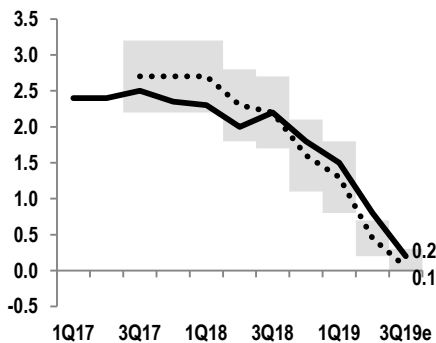
**MIÉRCOLES y JUEVES – Informe Trimestral y minutas de Banxico.** El próximo miércoles, alrededor de las 12:00pm, Banco de México publicará el *Informe Trimestral* del 3T19 (IT), acompañado por una conferencia de prensa liderada por el Gobernador Díaz de León. El jueves, a las 9:00am, se publicarán las minutas de la decisión del 14 de noviembre. Esperamos que ambos documentos confirmen que Banxico se encuentra en medio de un ciclo de relajamiento monetario, mismo que continuará de manera prudente en diciembre y durante 2020. Sobre el IT, el enfoque de los participantes de mercado estará en:

(1) *Nueva reducción en pronósticos del PIB.* En el último comunicado, el banco central fue muy claro sobre esto al mencionar que: “...Con base en la información más reciente, el crecimiento que se prevé para el PIB en este y el próximo año sería menor al publicado en el Informe Trimestral Abril-Junio 2019...”. De ser así, esta sería la sexta y cuarta ocasión consecutiva de revisiones a la baja para este año y 2020, respectivamente, con la cifra final del PIB del 3T19 a publicarse el lunes (ver sección arriba). En particular, esperamos una reducción de 40pb en el punto medio para 2019, a 0.1% anual (previo: 0.5%, Banorte: 0.3%), con un rango más estrecho entre -0.1% a 0.3% desde 0.2-0.7%. La magnitud del ajuste para 2020 probablemente sea mayor, con una caída estimada de 60-70pb hacia un punto medio entre 1.3% a 1.4% (ver gráficas abajo, izquierda y centro), cercano a nuestro 1.4%. Como referencia, la última encuesta de Banxico estima el PIB de 2019 en 0.2% este año y 1.2% en 2020. La mediana de la encuesta de *Citibanamex* lo ubica en 0.1% y 1.1%, en el mismo orden.

Un menor crecimiento global probablemente explique parte de esta revisión, tal y como anticipan instituciones como el FMI (gráfica abajo, derecha). Creemos que la debilidad industrial seguirá siendo relevante, incluyendo la expectativa de un impacto temporal en las manufacturas por el *shock* al sector automotriz. Un menor crecimiento en el 3T19 también sería mencionado ya que habían dicho que esperaban un mayor dinamismo en la segunda mitad del año, con la inversión (tanto pública como privada) como el consumo detrás de la moderación. No descartamos algún comentario sobre el menor gasto de gobierno, que de acuerdo con el reporte de finanzas públicas al mes de septiembre acumuló una contracción de 1.9% en lo que va del año y está por debajo de lo aprobado en el presupuesto.

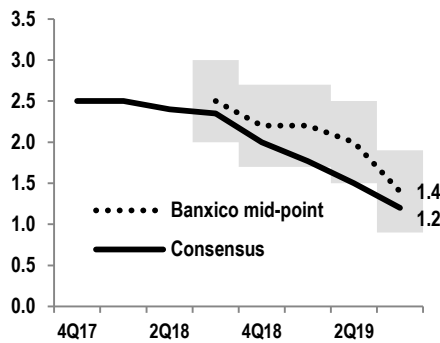
El banco central mantiene que los riesgos están sesgados a la baja, en un entorno caracterizado por altos niveles de incertidumbre. Por último, será muy relevante observar la actualización de los estimados sobre la brecha del producto en el horizonte del pronóstico, esperando que: (1) Será mantenida en terreno negativo durante todo el periodo, moderándose solo gradualmente el próximo año; y (2) estará por debajo de la trayectoria estimada en el reporte previo.

**Pronósticos del PIB- 2019**  
% anual, cifras originales



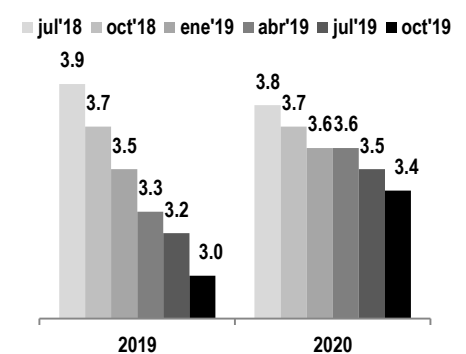
Nota: El consenso corresponde a la mediana de la última encuesta de Banxico al momento de la publicación del IT. El área sombreada se refiere al rango estimado del banco central  
Fuente: Banxico

**Pronósticos del PIB - 2020**  
% anual, 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

**Pronósticos de crecimiento global del FMI**  
% anual



Fuente: FMI

(2) *Inflación general favorable pero persistencia al alza de la subyacente.* En el comunicado se mencionó que: “...El reciente comportamiento de los factores que inciden en la trayectoria esperada de la inflación general sugiere que esta podría ubicarse ligeramente por debajo de la trayectoria dada a conocer en el Informe Trimestral anterior...”. Por lo tanto, la revisión es prácticamente un hecho para el 4T19, en particular con la inflación promediando 3.05% en lo que va del trimestre hasta la 1ª mitad de noviembre. Creemos que el estimado podría reducirse a 3.00% desde 3.20%, en línea con la dinámica reciente y nuestro estimado de cierre de año. Para los próximos trimestres también podríamos ver ajustes moderados a la baja, soportado en buena medida por una dinámica favorable de la inflación no subyacente. Dentro de esta última, los energéticos probablemente continúen como el principal elemento de apoyo a pesar de algunos riesgos (en particular en el gas LP), ubicándose en -2.2% anual en el último dato quincenal. Por otro lado, los agropecuarios podrían estar revirtiendo parte de la baja de los últimos meses, ahora en 3.8%.

Pasando a la subyacente, vemos un ajuste marginal al alza en el 4T19 a 3.7%, en línea con el promedio en lo que va del periodo. La trayectoria esperada también podría ser revisada al alza, reflejando la preocupación sobre aumentos salariales. En el comunicado, la Junta de Gobierno ajustó el listado relativo de los riesgos al alza para la inflación, ubicando en este factor como el segundo más importante. En nuestra opinión este cambio es resultado de las recientes noticias sobre un alza significativa del salario mínimo (SM) en 2020. El titular de la Comisión Nacional de los Salarios Mínimos (CONASAMI) dijo que se busca un nuevo SM entre 128-132 pesos diarios. Esto representaría un incremento de entre 24.7-28.6% respecto a este año, mayor al 16.2% de aumento acordado en 2019 y nuestro estimado entre 10-15%. Esta cifra no es definitiva, pero el anuncio debería darse muy pronto.

En este sentido, Banxico publicó en 2016 un documento ([<pdf>](#)) en el que estimó que, únicamente tomando en cuenta los efectos directos, un alza de 10% del SM resultaría en un aumento acumulado de 150pb de la inflación en un horizonte de doce meses. A pesar de lo anterior, el desempeño en lo que va del año sugiere que el efecto sería mucho más moderado. En este contexto, no descartamos que el banco central actualice sus estimados en uno de los tradicionales cuadros de investigación.

#### Pronósticos de inflación general de Banxico

% anual, promedio trimestral

| IT            | 1T18 | 2T18 | 3T18 | 4T18 | 1T19 | 2T19 | 3T19 | 4T19 | 1T20 | 2T20 | 3T20 | 4T20 | 1T21 | 2T21 |
|---------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 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) |      |      |      |      |      |      | 3.1  | --   | --   | --   | --   | --   | --   | --   |

Nota: Números sombreados indican datos realizados. Las filas se refieren al Informe Trimestral y las columnas al estimado del trimestre correspondiente  
Fuente: Banxico, INEGI

#### Pronósticos de inflación subyacente de Banxico

% anual, promedio trimestral

| IT            | 1T18 | 2T18 | 3T18 | 4T18 | 1T19 | 2T19 | 3T19 | 4T19 | 1T20 | 2T20 | 3T20 | 4T20 | 1T21 | 2T21 |
|---------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 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) |      |      |      |      |      |      | 3.7  | --   | --   | --   | --   | --   | --   | --   |

Nota: Números sombreados indican datos realizados. Las filas se refieren al Informe Trimestral y las columnas al estimado del trimestre correspondiente  
Fuente: Banxico, INEGI

Respecto a las minutas, esperamos que sean relevantes a pesar de la publicación del IT un día antes. Estaremos muy atentos a las discusiones sobre los riesgos para la estabilidad financiera a pesar de que identificamos una reducción moderada de éstos en el último comunicado, tanto externos (guerra comercial, *Brexit*, T-MEC) como domésticos (recientes medidas en PEMEX y su efecto en el panorama para la calificación crediticia del país). Estos son importantes ya que Banxico sigue tomándolos en cuenta y justifican la necesidad de una postura cautelosa y prudente. Adicionalmente, han reiterado por bastante tiempo que la posibilidad de una depreciación del peso es uno de los principales riesgos al alza para la inflación. En este sentido, la moneda se ha presionado en los últimos días, acercándose al nivel psicológico de 19.50 por dólar.

En nuestra opinión, las noticias recientes han sido mixtas en el balance. En las tensiones comerciales, el acuerdo de “fase 1” ampliamente esperado entre China y EE.UU. podría retrasarse hasta el próximo año ya que Beijing está solicitando la eliminación de aranceles impuestos hasta ahora, complicando la negociación. También hay que considerar que el martes, el Senado de EE.UU. aprobó la propuesta legislativa a favor de las protestas en Hong Kong, con China amenazando que actuaría con represalias de establecerse oficialmente en la ley. Las divisas de LATAM han mostrado una mayor prima de riesgo político en países como Chile y Bolivia, afectando parcialmente al peso mexicano.

Sobre el T-MEC, la incertidumbre sigue elevada a pesar de muchos esfuerzos para su aprobación. Por un lado, la líder demócrata en la Cámara Baja, Nancy Pelosi, dijo que aún existen preocupaciones sobre su implementación y las medidas para asegurar el cumplimiento de la reforma laboral en México. Esto vino después de una reunión con el líder de los sindicatos agrupados en el AFL-CIO, Richard Trumka, que afirmó que se necesita más trabajo en este sentido. De acuerdo con los reportes, el voto podría darse este año si él aprueba el acuerdo. Por el otro, el principal negociador demócrata en la Cámara de Representantes, Richard Neal, sigue optimista de que este último escenario puede materializarse. Además, el presidente Trump ha incrementado la presión al argumentar que Nancy Pelosi no está avanzando en el acuerdo para obtener los votos suficientes para la aprobación en el proceso para su destitución.

Estaremos también pendientes a las discusiones sobre el panorama fiscal. En este sentido, la Cámara de Diputados aprobó hoy *Presupuesto de Egresos*, mismo que tenía como fecha límite el 15 de noviembre. En las minutas pasadas, algunos miembros advirtieron que varios analistas consideraban que algunos de los supuestos son optimistas y que, por lo tanto, prevalecen factores de riesgo para la política fiscal. Adicionalmente, buscaremos cualquier mención sobre la utilización del FEIP este año, con el último pronóstico en 150mmp (53.6% del saldo a diciembre de 2018). En las últimas minutas, un miembro argumentó que “...un uso mayor del Fondo de Estabilización de los Ingresos Presupuestarios (FEIP) (...) podría traducirse en una presión futura sobre las finanzas públicas, ya que se agotaría parte de la reserva para hacer frente a choques futuros...”. Por último, en el muy corto plazo el FMI votará sobre la solicitud de México de renovar la Línea de Crédito Flexible), misma que expira el de noviembre. Existe una alta probabilidad que el monto total actual de alrededor de 74mdd se reduzca con base en los comentarios del Director del Hemisferio Occidental, Alejandro Werner, lo que está también en línea con las intenciones de nuestro país. En nuestra opinión, la resolución específica de todos estos factores probablemente sea considerada por las agencias calificadoras, con Moody's y S&P Ratings manteniendo la perspectiva soberana en ‘negativa’.

En conclusión, ambos documentos podrían otorgar mayor información para evaluar la postura general y sesgo del banco central, con los mercados incorporando una baja acumulada de alrededor de 140pb al cierre de 2020. En este sentido, también podrían ayudar a dilucidar con mayor claridad la trayectoria más probable hacia una menor tasa de referencia, tanto en términos de la tasa terminal como la rapidez con la que se haría el ajuste.

Nosotros mantenemos que Banxico recortará 25pb en diciembre a 7.25%, continuando con el ciclo de bajas en 2020 con un recorte acumulado en ese año de 125pb, probablemente con la mayor magnitud en la primera mitad del año, y con lo que la tasa de referencia cerraría el próximo año en 6.00%

**VIERNES – Reporte de Finanzas Públicas (octubre); anterior: -172.5mmp (medido con los RFSP).** La atención se centrará en el balance público, así como en los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP), los cuales se ubicaron en -172.5mmp en el acumulado de los primeros nueve meses del año. Por su parte, el balance primario cerró en +279.9mmp, mejor a los +153.1mmp presupuestados. Estaremos pendientes a los ingresos y gastos, especialmente en comparación con lo estimado en los *Criterios de Política Económica 2020*. En este contexto, los ingresos han resultado por debajo de lo presupuestado por 12.0mmp, mientras que los egresos han hecho lo propio por 151.3mmp. Finalmente, observaremos datos de deuda pública, que en septiembre sumaba 11,035.8mmp, equivalente a 43.0% del PIB (medido por el SHRFSP).

**VIERNES – Crédito bancario al sector privado (octubre); Banorte: 4.8% anual real; anterior: 4.6%.** Estimamos un crecimiento real del saldo total de la cartera de los bancos al sector privado de 4.8% anual, como resultado de crecimientos de 2.6%, 7.5% y 4.5% en las carteras de consumo, vivienda y empresarial, respectivamente. A diferencia de meses previos, no habría un impulso adicional por la inflación, ya que esta resultó en 3.02% en octubre, marginalmente por arriba del 3.00% en septiembre.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Marissa Garza Ostos, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Leslie Thalía Orozco Vélez, 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.

|                   |  |
|-------------------|--|
| <b>Referencia</b> |  |
| <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.**
**Directorio de Análisis**

|                         |  |                              |                  |
|-------------------------|--|------------------------------|------------------|
| Gabriel Casillas Olvera | Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil       | gabriel.casillas@banorte.com | (55) 4433 - 4695 |
| Raquel Vázquez Godínez  | Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil | raquel.vazquez@banorte.com   | (55) 1670 - 2967 |

**Análisis Económico**

|                                  |   |                                      |                         |
|----------------------------------|---|--------------------------------------|-------------------------|
| Delia María Paredes Mier         | Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia | delia.paredes@banorte.com            | (55) 5268 - 1694        |
| Katia Celina Goya Ostos          | Subdirector Economía Internacional        | katia.goya@banorte.com               | (55) 1670 - 1821        |
| Juan Carlos Alderete Macal, CFA  | Subdirector Economía Nacional             | juan.alderete.macal@banorte.com      | (55) 1103 - 4046        |
| Miguel Alejandro Calvo Domínguez | Gerente Economía Regional                 | miguel.calvo@banorte.com             | (55) 1670 - 2220        |
| Francisco José Flores Serrano    | Gerente Economía Nacional                 | francisco.flores.serrano@banorte.com | (55) 1670 - 2957        |
| Luis Leopoldo López Salinas      | Analista Economía Internacional           | luis.lopez.salinas@banorte.com       | (55) 1103 - 4000 x 2707 |
| Lourdes Calvo Fernández          | Analista (Edición)                        | lourdes.calvo@banorte.com            | (55) 1103 - 4000 x 2611 |

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

|                            |  |                                |                  |
|----------------------------|--|--------------------------------|------------------|
| Alejandro Padilla Santana  | Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio | alejandro.padilla@banorte.com  | (55) 1103 - 4043 |
| Santiago Leal Singer       | Subdirector Estrategia de Tipo de Cambio           | santiago.leal@banorte.com      | (55) 1670 - 2144 |
| Leslie Thalía Orozco Vélez | Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio  | leslie.rozco.velez@banorte.com | (55) 5268 - 1698 |

**Análisis Bursátil**

|                                |   |                                    |                  |
|--------------------------------|---|------------------------------------|------------------|
| Manuel Jiménez Zaldivar        | Director Análisis Bursátil                                      | manuel.jimenez@banorte.com         | (55) 5268 - 1671 |
| Víctor Hugo Cortes Castro      | Análisis Técnico  | victorh.cortes@banorte.com         | (55) 1670 - 1800 |
| Marissa Garza Ostos            | Conglomerados / Financiero / Minería / Químico                  | marissa.garza@banorte.com          | (55) 1670 - 1719 |
| José Itzamna Espitia Hernández | Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura   | jose.espitia@banorte.com           | (55) 1670 - 2249 |
| Valentín III Mendoza Balderas  | Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional | valentin.mendoza@banorte.com       | (55) 1670 - 2250 |
| Jorge Antonio Izquierdo Lobato | Analista  | jorge.izquierdo.lobato@banorte.com | (55) 1670 - 1746 |
| Itzel Martínez Rojas           | Analista  | itzel.martinez.rojas@banorte.com   | (55) 1670 - 2251 |

**Análisis Deuda Corporativa**

|                               |                               |                                    |                  |
|-------------------------------|-------------------------------|------------------------------------|------------------|
| Tania Abdul Massih Jacobo     | Directora 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 |

**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.cebaldos@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.roldan.ferrer@banorte.com       | (55) 5004 - 1454 |