

## La semana en cifras

20 de septiembre 2019

### Banxico recortará 25pb y mantendrá un tono *dovish*

- Decisión de política monetaria de Banxico (26 de septiembre).** Esperamos un recorte de la tasa de referencia de 25pb a 7.75%, además de un tono *dovish*. En nuestra opinión, el principal soporte será la persistente caída de las expectativas de crecimiento con una inflación muy cerca del objetivo de 3%, otorgando espacio para una tasa más baja. Otro factor que probablemente será considerado es la ventana de oportunidad que han dejado abierta otros bancos centrales, en específico el Fed, que recortó 25pb esta semana. Por su parte, consideramos que los últimos eventos locales han reducido parte de la incertidumbre sobre los riesgos más inmediatos a la estabilidad financiera, destacando el *Paquete Económico 2020* y medidas de apoyo a Pemex. En nuestra opinión, los comentarios de los miembros de la Junta de Gobierno sugieren un sesgo más acomodaticio, con el objetivo de alcanzar la meta de inflación de la manera más eficiente posible
- Indicador Global de la Actividad Económica (julio).** Esperamos un avance de 0.2% anual, sobre todo por la debilidad de la industria a pesar de una mejoría en servicios. Con cifras ajustadas, anticipamos una caída de 0.2% m/m, menor al avance de +0.2% en junio. Como ya conocíamos, la actividad industrial cayó 1.7% anual, afectada de nuevo por construcción (-8.4%) y minería (-7.5%), mientras que las manufacturas fueron más positivas en 3.0%. Por su parte, anticipamos una expansión de 1% anual en servicios, arriba del -0.1% anterior. Si el pronóstico se materializa, el desempeño apuntaría a que la economía permanece estancada, con el mayor impacto negativo de sectores con menor exposición al exterior, tanto en la industria como en servicios

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. 23-sep.	6:00am	Ventas al menudeo desestacionalizado	Julio	% anual	1.6	1.4	1.0
				% m/m	-0.3	-0.3	-0.5
mar. 24-sep.	6:00am	Inflación general	1Q Sep	% 2s/2s	0.20	0.23	0.05
		Subyacente		% anual	3.02	3.06	3.04
				% 2s/2s	0.25	0.22	0.10
				% anual	3.85	--	3.78
mar. 24-sep.	9:00am	Reservas internacionales	20-sep	mmd	--	--	179.7
mar. 24-sep.	11:30am	Subasta de valores gubernamentales: CETES 1, 3 y 6 meses; Bonos M 20 años (Nov'38); Bonos D 5 años					
mié. 25-sep.	6:00am	Tasa de desempleo desestacionalizada	Agosto	%	3.71	3.82	3.71
				%	3.56	3.63	3.58
jue. 26-sep.	6:00am	IGAE	Julio	% anual	0.2	0.5	-0.9
		desestacionalizado		% m/m	-0.2	-0.03	0.2
		Actividades primarias		% anual	1.9	--	2.5
		Producción Industrial		% anual	-1.7	--	-2.9
		Servicios		% anual	1.0	--	-0.1
jue. 26-sep.	1:00pm	Decisión de política monetaria de Banxico	Octubre	%	7.75	7.75	8.00
vie. 27-sep.	6:00am	Balanza comercial	Agosto	mdd	-952.3	-952.3	-1,116.8
		Exportaciones totales		% anual	0.5	--	7.0
		Petroleras		% anual	-23.3	--	-14.1
		No petroleras		% anual	2.3	--	8.6
		Importaciones totales		% anual	-3.4	--	2.0

Fuente: Banorte; Bloomberg

Procediendo en orden cronológico...

**LUNES – Ventas al menudeo (julio): Banorte: 1.6% anual; anterior: 1.0% anual.** Cabe mencionar que durante la primera mitad todavía se estaba jugando la *Copa del Mundo de la FIFA 2018*, aunque México ya había sido eliminado. Esto último nos hace pensar que el efecto de base no será tan retador como el mes anterior, además de un día laboral más en la comparación anual. Con datos ajustados estimamos una contracción de 0.3% m/m, extendiendo el -0.5% de junio. En términos generales, los datos de ventas domésticas permanecen débiles, aunque las importaciones mejoraron tras la debilidad del mes previo.

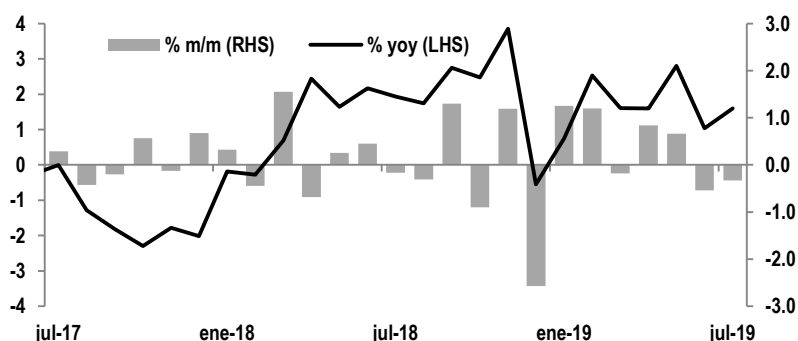
En cuanto a las primeras, las ventas en tiendas comparables de *Walmart* y *ANTAD* cayeron 1.5% y 2.5%, respectivamente. Mientras tanto, las ventas de autos disminuyeron 7.9%, añadiendo ya medio año en contracción. La creación de empleos formales continuó desacelerándose con la tasa anual en 2.2% (previo: 2.4%). La confianza del consumidor retrocedió 1.6% m/m, con una caída generalizada al interior, destacando el componente de ‘bienes duraderos’, en nuestra opinión consistente con el desempeño de las ventas de vehículos.

Del lado positivo, dos factores sugieren buenos fundamentales para el sector, con las remesas aumentando 14.4% anual, con un monto mensual de 3,270mdd. Por otro lado, la inflación continuó moderándose, ayudada por el componente no subyacente. Como resultado, el avance de los salarios reales fue de 2.6%, el cual sigue alto relativo a su historia reciente. Adicionalmente, las importaciones de bienes de consumo no petrolero rebotaron significativamente, alcanzando +9.3% desde -5.7% el mes previo. En nuestra opinión, esto último es positivo y pudo haber estado ayudado por la fortaleza relativa del peso después de algunos brotes de volatilidad, con el tipo de cambio contra el dólar promediando 19.05.

Seguimos creyendo que el consumo podría aumentar su dinamismo el resto del año, ayudado por menores niveles de inflación, los programas sociales del gobierno federal, y niveles relativamente fuertes del tipo de cambio, inclusive a pesar de presiones significativas en agosto. No obstante, el repunte sería moderado, considerando que las medidas de austeridad del gobierno continúan a pesar del anuncio reciente de la relativa aceleración del gasto, mientras que el crecimiento de la actividad económica sigue siendo más bajo.

#### Ventas al menudeo

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



Fuente: INEGI, Banorte

**JUEVES – Reporte de inflación (1ª quincena de septiembre); Banorte: 0.20% 2s/2s; anterior: 0.05%.** Por su parte, estimamos la subyacente en 0.25% desde 0.10% en la quincena previa. Esperamos que, al igual que en las últimas quincenas, el componente subyacente sea el que presente la mayor contribución al índice general, sumando 19pb. Por su parte, el rubro no subyacente aportaría sólo 1pb (+0.06% 2s/2s).

En particular, anticipamos una contribución relevante de la educación (+7.5pb), recordando que la mayoría de los aumentos en colegiaturas de las primarias, secundarias y preescolar se contabilizan esta quincena. En otros servicios, pronosticamos algunas presiones en tarifas aéreas y servicios turísticos ante el feriado del 16 de septiembre. No obstante, estos serían parcialmente mitigados por caídas en otros genéricos dentro del componente. Por otra parte, también esperamos aumentos relevantes en mercancías, con 5.5pb en otros bienes y 3pb en alimentos procesados.

Pasando al no subyacente, anticipamos una contribución moderada de +3pb de frutas y verduras. Nuestro monitoreo mostró variaciones mixtas, con algunas presiones en los chiles, contrarrestadas en parte por menores precios de la cebolla. Esperamos que los pecuarios (-2pb) extiendan las caídas recientes, apoyadas por la tendencia a la baja en el precio del pollo. Pasando a energéticos, consideramos que el gas LP podría aumentar nuevamente, aunque de manera moderada (+0.07pb). Sin embargo, estaría compensado por una reducción en los costos de las tarifas eléctricas. En cuanto a la gasolina, el monto del subsidio al IEPS para la de bajo octanaje aumentó relativo a la quincena previa a pesar de una mejor dinámica del tipo de cambio y la referencia internacional. No obstante, el movimiento podría estar mostrando cierto rezago, tomando en cuenta mayores presiones a finales de agosto. En este sentido, esperamos que los precios se hayan mantenido en promedio sin cambios.

Con estos resultados, la inflación general anual seguiría a la baja, pasando de 3.16% en agosto a 3.02%, su mejor nivel desde principios de septiembre de 2016. El componente no subyacente caería a 0.50%, su nivel más bajo en la historia con base en la serie quincenal, disponible a partir de enero de 1989. Al interior, los agrícolas se ubicarían en 2.53% (desde 5.44% en la 2ª quincena de diciembre de 2018) y los energéticos en -3.16% (desde 11.17% al cierre del año pasado). Considerando este comportamiento y la política del gobierno federal sobre los precios de los bienes dentro este último componente, creemos que continuarán apoyando los bajos niveles de inflación. Por otra parte, la inflación subyacente subiría a 3.85% de 3.78%, alcanzando un nuevo máximo desde junio pasado. No obstante, incremento podría desvanecerse en los próximos meses, impulsado a la baja en parte por la desaceleración de la actividad económica.

**MARTES – Reservas internacionales (20 de septiembre); anterior: US\$180,456 millones.** La semana pasada, las reservas internacionales disminuyeron en US\$709 millones, explicado por una menor valuación de los activos del banco central. Con ello, las reservas registraron un saldo neto de US\$179,747 millones, un avance de US\$4,955 millones en lo que va del año (ver tabla).

## Reservas internacionales

Millones de dólares

	2018	13-sep.-19	13-sep.-19	Acumulado en el año
	Saldos		Flujos	
Reserva Internacional (B)-(C)	174,793	179,747	-709	4,955
(B) Reserva Bruta	176,384	187,488	-925	11,104
Pemex	--	--	13	113
Gobierno Federal	--	--	-249	6,158
Operaciones de mercado	--	--	0	0
Otros	--	--	-689	4,833
(C) Pasivos a menos de 6 meses	1,592	7,741	-216	6,149

Fuente: Banco de México

**MARTES – Subasta de valores gubernamentales.** La SHCP –vía el Banco de México como agente colocador– subastará Bonos M de 20 años (Nov'38) y Bondes D de 5 años, así como Cetes de 1, 3 y 6 meses (ver el siguiente recuadro). Como siempre, los resultados se publicarán a las 11:30am.

### Subastas de valores gubernamentales (24 de septiembre de 2019)

	Fecha de Vto.	Tasa cupón	Monto a subastar <sup>1</sup>	Tasa previa <sup>2</sup>
<b>Cetes</b>				
1m	24-oct-19	--	6,000	7.72
3m	26-dic-19	--	11,000	7.67
6m	26-mar-20	--	13,000	7.65
<b>Bondes D</b>				
5 años	22-ago-24	--	6,500	0.15
<b>Bono M</b>				
20 años	18-nov-38	8.50	3,700	7.57

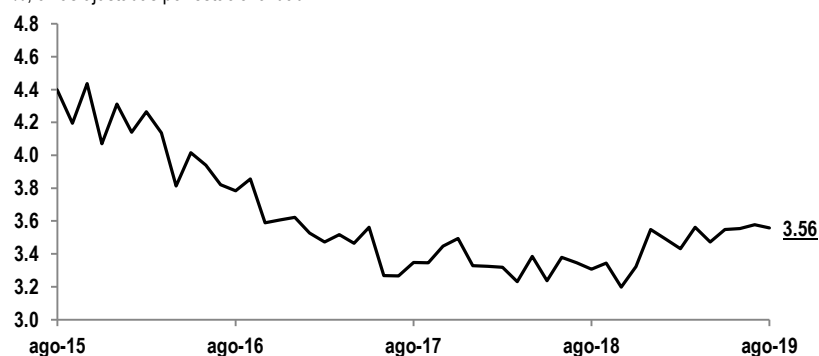
Fuente: Banorte con cifras de Banxico 1. Cifras expresadas en millones de pesos a excepción de los Udibonos, que están en millones de UDIS. Los montos de la subasta de Cetes son anunciados con una semana de anticipación al día de la subasta. 2. Rendimiento al vencimiento en el caso de Cetes, Bonos M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

**MIÉRCOLES – Tasa de desempleo (junio): Banorte: 3.56%; anterior: 3.58% (cifras ajustadas por estacionalidad).** Estimamos una tasa de 3.71% con cifras originales, en línea con el mes previo. No obstante, con cifras ajustadas anticipamos una reducción de 2pb respecto a julio, en 3.56%, con lo que se romperían tres meses de alza. En este sentido, la creación de empleo en agosto sumó 36,631 plazas, mejor a las 16,713 del mes pasado. Sin embargo, la tasa anual de expansión continuó cayendo, alcanzando 1.8%, su nivel más bajo desde principios de 2010. En lo que va del año se han creado 342.6 mil empleos, acumulando en los últimos doce meses un total de 358.6 mil plazas. Del lado positivo, los índices del IMEF, mostraron que los subíndices de empleo siguen en contracción, aunque con señales positivas dado que el manufacturero mejoró, mientras que el no manufacturero se mantuvo sin cambios.

En cuanto a actividad económica, el IGAE de junio se expandió 0.2% m/m. No obstante, cifras más recientes del sector industrial (-0.4% m/m en julio) apuntan a que la debilidad persiste, al menos en dicho sector. De manera más oportuna, la confianza empresarial del mes mostró un retroceso en tres de los cuatro sectores que presenta el INEGI, aunque a un menor ritmo que el mes previo. En este sentido, el único que mejoró fue el de las manufacturas, aumentando 0.3pts relativo al mes previo. Esto podría dar señales de al menos una estabilización en el apetito para invertir de las empresas, lo que a su vez podría reflejarse en una mejoría en las condiciones de contratación hacia delante.

### Tasa de desempleo

%, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: INEGI, Banorte

**JUEVES - Indicador Global de la Actividad Económica (julio): Banorte: 0.2% anual; anterior: -0.9%.** Esperamos que se mantenga el poco dinamismo, sobre todo por la debilidad de la industria a pesar de una modesta mejoría en servicios. Con cifras ajustadas por estacionalidad anticipamos una caída de 0.2%, menor al avance de +0.2% del mes anterior. Cabe mencionar que esto último se debería en parte al hecho de que el mes tuvo 3 días laborales más respecto a junio, impactando la comparación mensual a la baja.

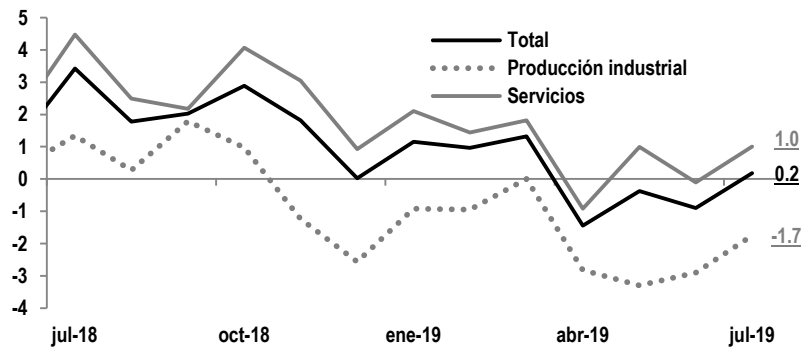
Como ya conocíamos, la actividad industrial cayó 1.7% anual, impactada de nuevo por construcción (-8.4%) y minería (-7.5%). Las manufacturas fueron más positivas en 3.0%, aunque no fue lo suficiente para compensar por los dos primeros sectores. Para detalles, ver: “*Producción industrial – Ligera contracción en julio a pesar de fortaleza en las manufacturas*”, [pdf](#), 11 de septiembre de 2019. Aunque algunos indicadores sobre la demanda externa han sido más positivos, tales como el avance de 0.6% m/m en la producción industrial de EE.UU., el sector aún enfrenta un panorama complicado, como lo sugieren los índices PMI del IMEF o el ISM manufacturero de ese país.

Por su parte, anticipamos una expansión de 1% anual en servicios, por arriba del -0.1% previo. La tasa anual se beneficiaría de un día laboral más relativo al mismo periodo del año pasado, pero de manera limitada ante un efecto de base complicado (+4.5% en julio 2018). Como fue mencionado arriba, las ventas minoristas avanzarían con mayor fuerza a pesar de indicadores domésticos débiles. En este sentido, el subcomponente de producción del IMEF no manufacturero cayó de nuevo respecto a junio, señalizando que el desempeño sigue siendo modesto. El ritmo de creación de empleos se mantuvo en 2.8% anual, aludiendo a cierta estabilización. Sin embargo, la creación neta total del mes fue de solo 8,612 plazas, lo que podría ser resultado de cierta debilidad estacional por las vacaciones. Del lado más positivo, las remesas repuntaron con fuerza y las presiones de inflación fueron más moderadas.

Si el pronóstico se materializa, el desempeño apuntaría a que la economía sigue estancada, con el mayor impacto en sectores con menor exposición al mercado externo, tanto en la industria como en servicios. La actividad del mes parece haber permanecido limitada, con algunas señales de mejoría en agosto. En este sentido, mantenemos nuestra expectativa de una recuperación gradual en el 2S19, probablemente con una mejoría más clara más cercana al cierre del año.

## IGAE

% anual (cifras originales)



Fuente: INEGI, Banorte

### JUEVES – Decisión de política monetaria. Banorte: 7.75%, previo: 8.00%.

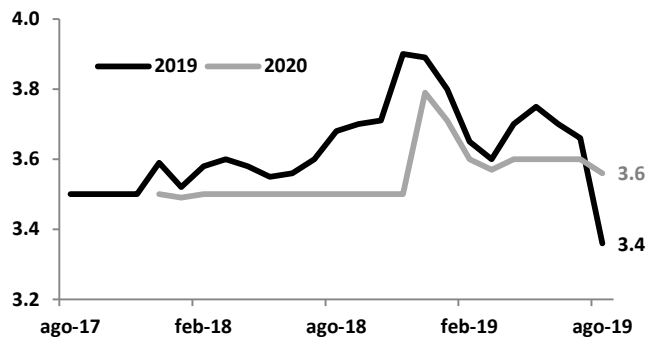
El próximo jueves, Banco de México dará a conocer su sexta decisión del año, en la cual esperamos un recorte de la tasa de referencia de 25pb a 7.75%, en línea con el consenso. Con esto, banco central habría recortado por segunda ocasión consecutiva, apoyando nuestra opinión de que inició un ciclo de relajamiento el 15 de agosto, mismo que estimamos que podría ser de entre 125-200pb. En las últimas minutas observamos una interesante discusión sobre esto, con opiniones mixtas al respecto. Para detalles, ver: “*Minutas de Banxico – El ciclo de bajas ha comenzado, a pesar de riesgos latentes*”, <[pdf](#)>. Además, creemos que mantendrá un tono *dovish*, señalizando la posibilidad de recortes adicionales. Reiteramos nuestra expectativa de una baja adicional de la tasa de referencia en diciembre a 7.50%. Sin embargo, reconocemos que existe el riesgo de que puedan ocurrir dos bajas adicionales de 25pb cada una, siendo una en noviembre y otra en diciembre, con lo que la tasa terminaría el año en 7.25%.

En nuestra opinión, el factor más relevante para recortar y mantener un tono acomodaticio sería una combinación de inflación y crecimiento que otorga espacio para una tasa más baja. En cuanto a la inflación, la tasa anual ha caído a 3.16% desde 3.78% justo antes de la última decisión, muy cerca del objetivo de 3% y en un mínimo desde octubre de 2016. En el *Informe Trimestral (IT)* <[pdf](#)>, Banxico ya había reconocido que la inflación caería más rápido de lo anticipado, con el pronóstico de inflación promedio del 3T19 en 3.3%. Durante los dos primeros meses del periodo ha resultado en 3.5%. De acuerdo con nuestros pronósticos, un efecto de base favorable y presiones contenidas en la no subyacente hacen muy probable que este estimado se materialice.

El pronóstico de la inflación subyacente para el mismo periodo es de 3.7%, debajo del 3.8% actual. Para que se materialice, la inflación de septiembre tendría que caer al menos 12.5pb. En este sentido, la resistencia a la baja de la inflación subyacente fue una de las principales razones detrás del voto disidente del Subgobernador Javier Guzmán en la decisión de agosto. Sin embargo, creemos que la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno señalaron una postura más cómoda con el panorama inflacionario debido al efecto de la nueva política de precios de los energéticos y la expectativa de que un mayor grado de holgura resultará en menores presiones de demanda para este componente durante los próximos meses.

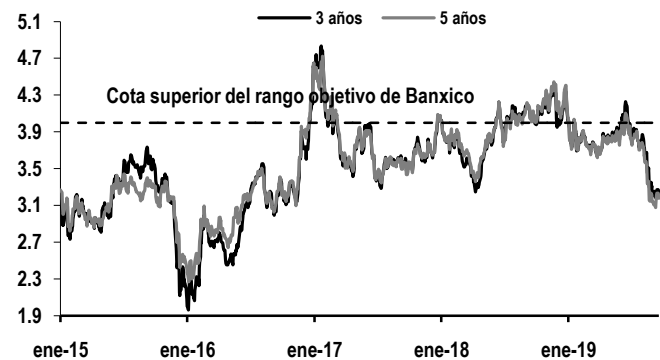
Sobre las expectativas inflacionarias, la última encuesta del banco central mostró que los analistas del sector privado recortaron la mediana de pronósticos para el cierre de este año a 3.4% desde 3.7% previo, con la subyacente sin cambios en 3.7% (gráfica abajo, izquierda). La encuesta de *Citibanamex*, que se actualiza con más frecuencia, muestra los estimados para el cierre de año ligeramente más bajos, en 3.3% (en línea con nuestro pronóstico) y 3.6%, en el mismo orden. Para un horizonte de mediano y largo plazo, los estimados han permanecido básicamente sin cambios alrededor de 3.5%. De acuerdo con los mercados, la inflación de corto plazo también será más baja, con *breakevens* de tres y cinco en mínimos desde el aumento del precio de la gasolina a principios de 2017. Los plazos de 10 y 30 años también han bajado aunque en una menor magnitud, dentro de la parte alta del rango de variabilidad de Banxico. En términos generales, creemos que la dinámica de inflación apoya la expectativa de un tono *dovish* a pesar de que es probable que algunas dudas permanezcan entre algunos miembros.

**Pronóstico de inflación de analistas del sector privado**  
% anual



Fuente: Banorte con cifras de Banxico

**Breakevens de inflación de 3 y 5 años**  
% anual, utilizando la ecuación de Fisher



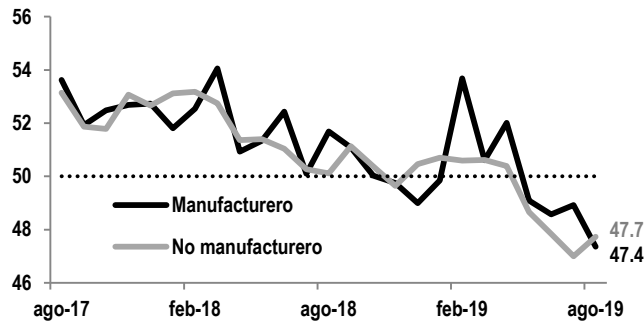
Fuente: Banorte con cifras de VALMER

Respecto al crecimiento, las encuestas muestra una persistente baja en los pronósticos, con la mediana de 2019 en 0.4% anual y para 2020 en 1.4% (Banorte: 0.8% y 1.4%, en el mismo orden). Los índices del *IMEF* al mes de agosto se mantuvieron en contracción por cuarto mes consecutivo, mientras que la producción industrial de julio fue negativa a tasa anual por noveno mes al hilo a pesar de cierta fortaleza en las manufacturas (ver gráficas abajo).

Ante los últimos datos, eventos internacionales –tales como el escalamiento de tarifas entre EE.UU. y China– y otras tensiones geopolíticas, creemos que el banco central continuará considerando que el balance de riesgos para el crecimiento sigue sesgado a la baja. Lo anterior, a pesar de que en el último comunicado no fueron explícitos en mencionar que el balance se había deteriorado para la economía doméstica, aunque sí lo caracterizó de esta manera para la economía global.

### IMEF manufacturero y no manufacturero

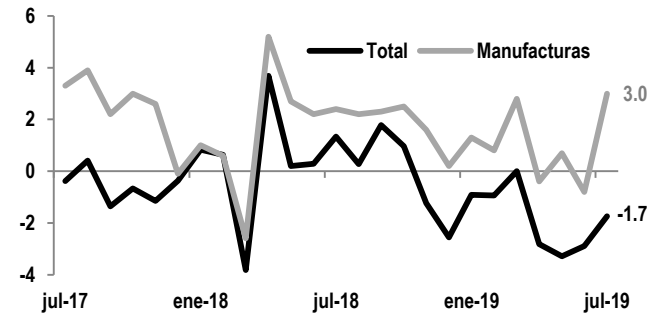
Pts, índices de difusión



Fuente: Banorte con datos del IMEF

### Producción industrial

% anual

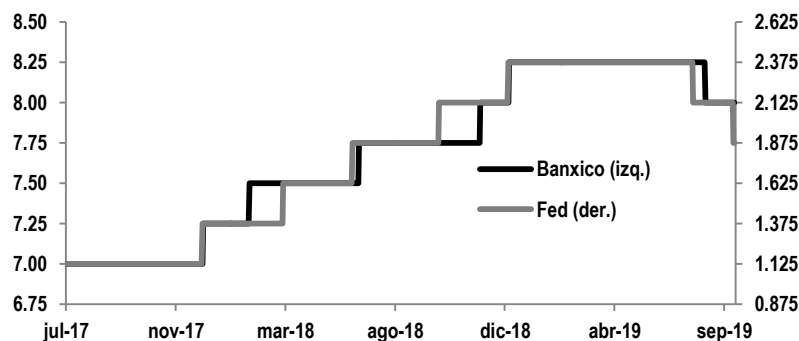


Fuente: INEGI

Un factor adicional que probablemente será considerado es la ventana de oportunidad para recortar que han dejado abierta otros bancos centrales. Específicamente, el Fed anunció esta semana una baja de 25bp en el rango de la *fed funds*. Si bien el *dot plot* implica que no habría bajas adicionales este año, nosotros esperamos un recorte adicional en diciembre. En buena medida, hemos reiterado nuestro pronóstico de que Banxico bajará la tasa a 7.50% al cierre de 2019 porque creemos que el Fed bajará en la misma magnitud (ver gráfica, abajo). Además, el ECB anunció un paquete de estímulo que incluye tasas de interés en terreno más negativo y el reinicio del estímulo cuantitativo. Otros bancos centrales en el mundo también han seguido relajando su política monetaria, lo que ayudaría a Banxico en el margen dada la importancia del diferencial de tasas de interés de corto plazo, no solo respecto a EE.UU., sino frente a otros emergentes. En este sentido, las minutas mostraron que una de las principales razones para recortar en agosto fue la baja inmediata anterior del Fed. Con los bancos centrales manteniendo este sesgo, las condiciones globales siguen siendo un factor de soporte, incluso con la Junta de Gobierno algo dividida entre los que consideraron agosto como el inicio de un ciclo de relajamiento y aquéllos que no, lo que nos llevó a pensar que el banco central se encuentra en un modo de *‘dependencia a los datos y eventos’*.

### Tasas de referencia de bancos centrales

%



Fuente: Bloomberg

De manera más detallada sobre este último punto, consideramos que los últimos eventos domésticos han reducido parte de la incertidumbre sobre los riesgos más inmediatos para la estabilidad financiera. En primer lugar, el *Paquete Económico 2020* confirmó que el compromiso del gobierno con finanzas públicas sanas, además de ser más realista al reconocer el difícil entorno. Para detalles, ver: “*Continúa responsabilidad fiscal en 2020, con algo de optimismo en los supuestos*”, [pdf](#), 9 de septiembre de 2019.

Segundo, los ataques a la infraestructura petrolera de Arabia Saudita han aumentado las tensiones geopolíticas, lo que no es bueno para la estabilidad. No obstante, esto también indujo una fuerte alza en los precios del petróleo. Esto es potencialmente benéfico para México en términos de: (1) Mayores ingresos petroleros; y (2) mayor espacio de maniobra para realizar las coberturas petroleras, con funcionarios asegurando que implementarán esta estrategia para proteger los ingresos de 2020, aunque con las transacciones necesarias aún no completadas. En nuestra opinión, esto provee una oportunidad para lograr un precio de ejercicio mayor y/o un menor costo de dichas coberturas. Por el contrario, podría implicar mayores estímulos fiscales al IEPS de las gasolinas. Incluso si los beneficios fueran limitados o incluso inexistentes, consideramos que el precio estimado en el presupuesto de US\$/bbl 49 es conservador.

Por último, pero no menos importante, el gobierno anunció una inyección de capital por 5mmd para Pemex, con la situación financiera de la petrolera aún como una de las mayores preocupaciones de los inversionistas. Estos recursos no afectarán la deuda neta del gobierno ya que serán utilizados para la recompra de bonos de corto plazo en el mercado. El anuncio estuvo complementado con la oferta exitosa de 7.5mmd en instrumentos a 7, 10 y 30 años para el refinanciamiento de deuda de corto plazo y una oferta de intercambio con el objetivo de mejorar el perfil de vencimientos. Después de las transacciones, *Fitch Ratings* mencionó que continúa cauteloso ya que la contribución es “modesta” y no resuelve los retos de la compañía, aunque la calificó de importante ya que mejora la liquidez de corto plazo. Por su parte, *Moody's*, que tiene la calificación de la compañía solo un nodo por encima del grado de inversión, consideró que ayudará a Pemex a no aumentar su deuda de corto plazo y está en línea con lo esperado en términos de apoyo del gobierno federal para el resto del año. Sin embargo, no cambia de manera sustancial el perfil crediticio del soberano y/o la compañía. Si bien creemos que los riesgos para la estabilidad financiera debido a la situación de Pemex se mantienen, estas transacciones otorgan cierto respiro respecto a los retos más inmediatos, lo que es un factor adicional que podría ayudar al banco central a continuar reduciendo la tasa de referencia en el corto plazo.

Todas estas consideraciones están siendo evaluadas por los miembros de la Junta de Gobierno. Recientemente, el gobernador, Alejandro Díaz de León, dijo que en la medida en que algunos de estos escenarios contribuyan a que se materialice una reducción de la inflación de manera más decisiva, el banco central también podría tomar medidas correspondientes de política monetaria.

Sin embargo, también aseguró que es necesario ser cautelosos de no anticipar futuras decisiones y que el peso se ha vuelto un activo más riesgoso, con Banxico manteniendo su atractivo en parte a través del aumento del apetito por activos de renta fija, lo que sugiere que permanecen algunas preocupaciones en el frente de estabilidad financiera. De hecho, el subgobernador Javier Guzmán argumentó que Pemex sigue siendo un tema de preocupación, con el reciente plan fallando en disipar las dudas sobre el panorama de la compañía y sus potenciales implicaciones para las finanzas públicas.

Por su parte, el subgobernador Jonathan Heath dijo que existe la oportunidad de relajar más la política monetaria dado que la inflación se ubica cercana al 3% y la economía está estancada. Adicionalmente, fue cuidadoso en añadir que esto no significaría abandonar una postura restrictiva, pero sí hacerla un poco menos restrictiva. Sobre este último punto ayuda recordar que en el IT, Banxico actualizó su análisis sobre la tasa de interés neutral de equilibrio, que estima en 2.6% en términos reales (rango: 1.8-3.4%) y 5.6% nominal (rango: 4.8-6.4%). Dado el nivel actual de 8.0% creemos que existe amplio espacio para recortes, con nuestro estimado de la parte alta del posible ciclo de relajamiento igual a 200pb resultando en una tasa terminal de 6.25%, dentro del rango estimado por Banxico y ligeramente por encima del nivel de neutralidad.

En conclusión, creemos que Banxico recortará la tasa de referencia 25pb y mantendrá un tono *dovish* a pesar de continuar vigilante ante el difícil panorama global y local, aprovechando la ventana de oportunidad para reducir la tasa de referencia. Lo anterior, con base en la evaluación de los factores mencionados en un contexto con un desempeño relativamente favorable del MXN (alrededor de 19.40 por dólar, con pocos cambios respecto al nivel observado antes de la última decisión y debajo de máximos recientes cercanos a 20.20) y de las tasas de interés locales, además de comentarios de los miembros que en el agregado sugieren un sesgo a favor de continuar recortando para alcanzar el objetivo de inflación de la manera más eficiente y con el menor costo posible para la actividad económica.

**VIERNES – Balanza comercial (agosto): Banorte: -952.3mdd; anterior: -1,116.8mdd.** Esperamos un déficit por segundo mes al hilo, con una moderación en las exportaciones mientras que las importaciones regresarían a terreno de contracción en términos anuales debido a la persistente debilidad en bienes de capital, afectados en parte por la dinámica del MXN. También esperamos un efecto calendario negativo ya que el mes tuvo un día laboral menos, tanto respecto a julio como al mismo periodo de 2018. En particular, anticipamos un crecimiento de 0.5% de las exportaciones desde 7.0% en julio, con las importaciones contrayéndose 3.4% tras rebotar a 2.0% el mes anterior.

En la balanza petrolera anticipamos un déficit de US\$ 2,025.2 millones. Las exportaciones caerían 23.3% anual, con una baja de 24.4% en petróleo crudo. Relacionado con esto, los datos disponibles muestran que a pesar de mayores los volúmenes respecto a julio, el efecto de base es más retador. De manera más importante, el precio de la mezcla mexicana cayó ante las tensiones comerciales y su impacto adicional en las perspectivas de crecimiento, con el promedio en US\$/bbl 50.18 desde 58.99 el mes previo, con una baja de 21.3% anual.

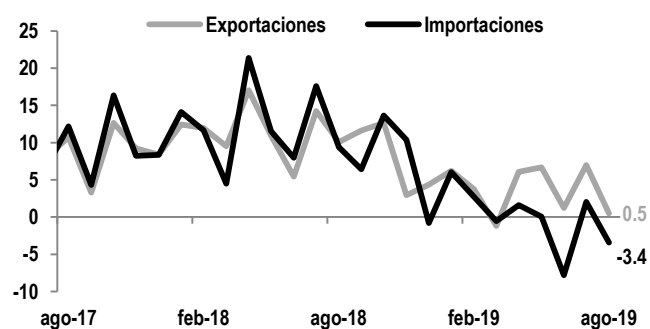
Por su parte, estimamos una contracción de 16.6% en las importaciones. En las de consumo vemos una baja más modesta en términos relativos pero aún significativa en -14.3%, influenciada por el -18.4% de la gasolina en EE.UU., que también reaccionó a las presiones del petróleo crudo. Seguimos viendo un deterioro gradual en la balanza petrolera, manteniendo un déficit de al menos 23mmd en la suma de los últimos doce meses desde noviembre de 2018.

La balanza no petrolera mostraría un superávit de US\$ 1,072.5 millones, mejorando relativo al +US\$ 729.1 millones del mes previo, que fue inusualmente bajo. Destacamos la posible desaceleración en el sector automotriz, mismo que anticipamos en 3.3% anual tras repuntar 12.6% en julio. En EE.UU., este sector subió 0.3%, mientras que las cifras de exportaciones de la AMIA mostraron una fuerte baja de 12-7% en el periodo, su primer cifra en negativo desde febrero y parcialmente debido a un efecto de base muy complicado. Por otra parte, las exportaciones manufactureras se moderarían a 1.1%. En las importaciones vemos una contracción de 1.7% impactadas en mayor medida por nuestra expectativa de que las de bienes de capital sigan muy débiles (-18.6% vs. -16.5% en julio), sobre todo ya que creemos que esta categoría es de las más sensibles a la depreciación del peso –que pasó de 19.05 por dólar en promedio el mes anterior a 19.68 (4.4% anual), e incluso alcanzando hasta 20.15 al cierre del mes–, mientras que los bienes intermedios también se moderarían dada su alta correlación con el sector manufacturero.

En términos generales, creemos que los resultados mostrarán que las manufacturas mantienen una dinámica positiva a pesar de moderarse, lo que sería en buena medida debido al fuerte avance de julio, mientras que las importaciones de bienes de consumo no petrolero también sugerirían un mejor desempeño en el 3T19. En contraste, la debilidad continuaría concentrada en los bienes de capital, que si cae como esperamos añadiría tres meses consecutivos con bajas de doble dígito, afectadas en cierta medida por la dinámica cambiaria pero también por el bajo apetito para invertir de las empresas.

#### Exportaciones e importaciones

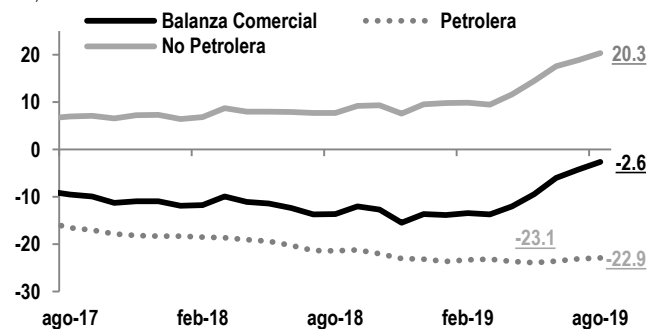
% anual



Fuente: INEGI, Banorte

#### Balanza comercial

Mdd, suma de los últimos doce meses



Fuente: INEGI, Banorte

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas 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