

La semana en cifras

31 de marzo 2021

Minutas de Banxico centradas en inflación, reafirmando una postura prudente

- Minutas de Banxico (25 de marzo).** El banco central publicará las minutas de la decisión del 25 de marzo, en la cual la Junta de Gobierno votó por unanimidad [mantener la tasa sin cambios en 4.00%](#). Esto fue contrario a nuestra expectativa de un recorte de 25pb. En el comunicado notamos cambios relevantes en los comentarios sobre la inflación y el balance de riesgos, en nuestra opinión con un tono más *hawkish*. En este sentido, esperamos que la atención esté centrada en el debate sobre el panorama para los precios, ante los importantes ajustes en este frente. También comentaron sobre la reciente dinámica de los mercados, con mayores tasas de interés en bonos de mediano y largo plazo y la depreciación del peso en un entorno más volátil. Creemos que las minutas reafirmarán el sentido de cautela y postura de prudencia de la institución. En este sentido, pensamos que la “ventana de oportunidad” para más recortes ya se cerró, sobre todo por el panorama global de inflación y política monetaria, entre otros factores, por lo que el próximo ajuste de la tasa será al alza. No obstante, el momento en que sucedería sigue siendo muy incierto ya que Banxico permanece muy dependiente de los datos

www.banorte.com

@analisis_fundam

Juan Carlos Alderete, CFA

Director, Análisis Económico

juan.alderete.macal@banorte.com

Francisco Flores

Subdirector, Economía Nacional

francisco.flores.serrano@banorte.com

Documento destinado al público en general

Calendario de eventos económicos

FECHA	HORA	INDICADOR	PERIODO	UNIDAD	BANORTE	CONSENSO	PREVIO
dom. 4 abr.		Inicia el horario de verano en México					
lun. 5 abr.	9:00am	Remesas familiares	Febrero	US\$ millones	<u>3,375.3</u>		3,297.9
lun. 5 abr.	9:00am	Encuesta de Expectativas Banxico	Marzo				
lun. 5 abr.	12:00pm	IMEF	Marzo				
		Manufacturero		índice	<u>50.4</u>	--	49.1
		No Manufacturero		índice	<u>51.7</u>	--	49.4
mar. 6 abr.	6:00am	Confianza del consumidor (desestacionalizada)	Marzo	índice	<u>38.9</u>		38.4
mar. 6 abr.	9:00am	Reservas internacionales	31-mar.	US\$ miles de millones	--	--	194.9
mar. 6 abr.	2:30pm	Encuesta quincenal de expectativas (Citibanamex)					
mié. 7 abr.	6:00am	Inversión fija bruta	Enero	% a/a	<u>-13.5</u>		-11.5
		desestacionalizada		% m/m	<u>1.6</u>	--	-2.1
		Maquinaria y equipo		% a/a	<u>-16.4</u>	--	-8.1
		Construcción		% a/a	<u>-11.6</u>	--	-14.1
mié. 7 abr.	6:00am	Consumo privado	Enero	% a/a	--	--	-5.3
		desestacionalizado		% m/m	--	--	-0.5
		Nacional (Bienes y servicios)		% a/a	--	--	-6.5
		Importado (Bienes)		% a/a	--	--	5.1
jue. 8 abr.	6:00am	Inflación general	Marzo	% m/m	<u>0.83</u>		0.63
				% a/a	<u>4.67</u>		3.76
		Subyacente		% m/m	<u>0.53</u>		0.39
				% a/a	<u>4.11</u>	--	3.87
jue. 8 abr.	9:00am	Minutas de Banxico	25-mar.				
vie. 9 abr.		Negociaciones al salario contractual	Marzo	%	--	--	4.3
vie. 9 abr.	6:00am	Producción industrial	Febrero	% a/a	<u>-6.1</u>		-4.9
		desestacionalizada		% m/m	<u>-0.5</u>		0.2
		Minería		% a/a	<u>-6.1</u>	--	-3.3
		Electricidad, agua y gas		% a/a	<u>-8.0</u>	--	-4.9
		Construcción		% a/a	<u>-11.0</u>	--	-10.0
		Manufacturas		% a/a	<u>-3.9</u>		-3.4

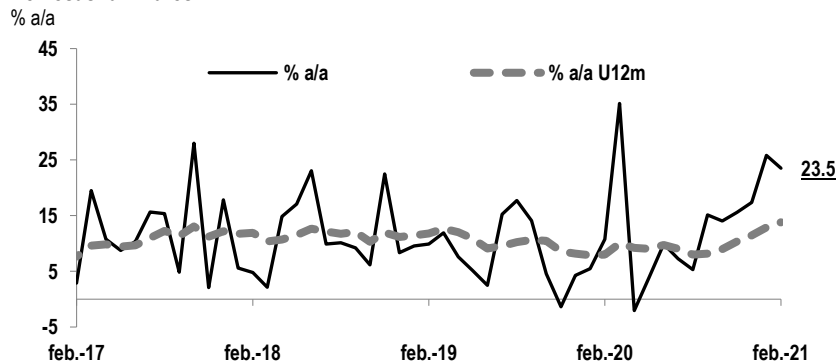
Fuente: Banorte; Bloomberg

Procediendo en orden cronológico...

LUNES – Remesas familiares (enero): Banorte: US\$3,375.3 millones; anterior: US\$3,297.1 millones. Esperamos que el monto sea más alto relativo a enero, aunque se desaceleraría a tasa anual (23.5% a/a), recordando el efecto de base más complicado ya que 2020 fue un año bisiesto. A pesar de esto, seguiría bastante alto, con el dinamismo prevaleciendo ante los efectos del estímulo fiscal aprobado en EE.UU. en diciembre. Cabe recordar que este paquete contenía una expansión en los beneficios por desempleo, que continuaron en el mes. De manera más favorable, las condiciones de empleo en ese país siguieron mejorando. La tasa de desempleo entre hispanos y latinos disminuyó a 8.5% desde 8.6%, aunque con un alza relevante en la tasa de participación. Entre los mexicanos en edad de trabajar, la población total aumentó en 59.4 mil, con una ganancia neta de empleo de 208.4 mil –incluyendo ‘nativos’, ‘ciudadanos no nativos’ y ‘no ciudadanos’ (tanto legales como ilegales)–. Las alzas se concentraron en el primer (+287.5 mil) y tercer grupo (+89.0 mil), con el segundo registrando una pérdida neta de 168.1 mil. Consideramos relevante que los ‘no ciudadanos’ ganaron algunas posiciones, ya que en nuestra opinión son los más probables en enviar remesas.

En cuanto a otros factores, este fue el primer mes completo de Joe Biden como presidente. Como hemos mencionado antes, su administración ha tomado una perspectiva muy diferente en temas migratorios respecto a la de Trump. Dentro de los primeros días introdujo una reforma migratoria comprehensiva y revirtió varias de las medidas implementadas por el gobierno previo. Sin embargo, algunos reportes recientes aseguran que algunas políticas previas siguen en pie, en conjunto con presiones adicionales ante un aumento en el flujo de migrantes. En general, creemos que los temores entre los migrantes indocumentados deberían de disminuir relativo a los últimos años. Por su parte, el peso se depreció en el margen, promediando 20.31 por dólar desde 19.92 en enero, posiblemente sesgando los flujos al alza. En este contexto, reafirmamos nuestra visión de que las remesas continuarán creciendo en 2021. Nuestro estimado actual es de un avance de entre 7% a 10% a/a. Sin embargo, los riesgos se han sesgado al alza. En específico, estamos a la espera de ver resultados en marzo y abril ya que creemos que el estímulo de US\$1.9 billones aprobado en EE.UU. podría darle un mayor impulso al esperado a los flujos en el corto plazo. Un catalizador adicional que podría ser positivo es la campaña de vacunación que avanza más rápido de lo esperado, permitiendo menores restricciones ayudando a una recuperación más fuerte del empleo, mismas que se han reflejado en mayores niveles de movilidad.

Remesas familiares



Fuente: Banxico

LUNES – Encuesta de expectativas de Banxico (marzo). Como es usual, la atención estará en los pronósticos de inflación, crecimiento, tasa de referencia y tipo de cambio. En el primer caso, la mediana de estimados para el cierre de 2021 se ubica en 3.90%, arriba de nuestro 3.7%. No descartamos cambios adicionales ante la dinámica reciente de los precios. No anticipamos ajustes en las expectativas de mediano y largo plazo, manteniéndose arriba del objetivo. La expectativa sobre el PIB para 2021 es de 3.7%, más baja relativo a nuestro 5.3%. Sobre la tasa de referencia, el pronóstico al cierre del año es de 3.75%, lo que implicaba un recorte adicional este año. No obstante, tras la última decisión de política monetaria, pensamos que se ajustará a 4.00%, su nivel actual. Finalmente, el tipo de cambio está en USD/MXN 20.30 (Banorte: 19.80), el cual podría estar ligeramente presionado, probablemente reflejando mayor volatilidad.

LUNES – Indicadores IMEF (marzo); Manufacturero – Banorte: 50.4pts, previo: 49.1pts; No manufacturero – Banorte: 51.7pts, previo: 49.4pts. Esperamos que ambos ganen dinamismo en el mes, ubicándose en terreno de expansión (arriba del umbral de 50pts). Relativo al mes previo, las condiciones en general fueron más favorables, con las distorsiones a la industria desvaneciéndose en conjunto con mejorías en la evolución de la pandemia.

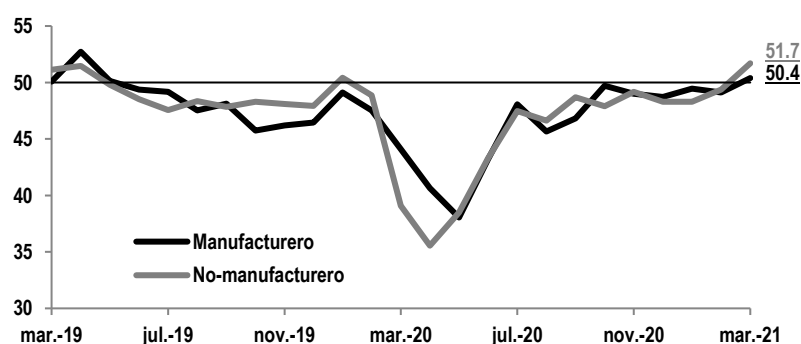
El indicador manufacturero se ubicaría en 50.4pts desde 49.1pts en febrero, de vuelta en expansión por primera vez en poco más de un año y medio. El resultado de febrero no fue tan malo considerando el impacto de los apagones y la falta de gas natural. Sin embargo, sí contrastó con el desempeño dentro de algunos [datos duros](#), los cuales apuntan a un impacto más significativo. No obstante, esperamos que el indicador haya seguido con su recuperación una vez que las condiciones se normalizaron. Además, esperamos un impulso adicional de la mejoría en las condiciones epidemiológicas, permitiendo reanudar más actividades (ver párrafo abajo para detalles). En el frente externo, las noticias fueron mayormente favorables, con los indicadores en EE.UU. permaneciendo fuertes. El PMI manufacturero de *Markit* en ese país aumentó a 59.0pts tras un ligero choque por las afectaciones energéticas en Texas (similares a las experimentadas a nivel local). El reporte advierte de distorsiones persistentes en la entrega de materias primas y otros insumos en marzo, consistente con los choques en febrero en México y otros cuellos de botella (*e.g.* semiconductores, congestión en puertos y rutas marítimas). Además, el progreso en el proceso de vacunación en EE.UU. es muy favorable (con metas más ambiciosas establecidas) lo cual en conjunto con la aprobación del nuevo estímulo fiscal –con parte de los apoyos entregados este mismo mes–, son determinantes clave para la demanda externa.

El no manufacturero aumentaría a 51.7pts desde 49.4pts, su mejor resultado desde mayo 2018. Creemos que el determinante clave será la mejoría en las curvas sobre la evolución del COVID-19, con ningún estado en ‘rojo’ a lo largo del mes de acuerdo con el semáforo. Además, los últimos datos muestran siete estados en ‘verde’ y sólo otros siete en ‘naranja’. Sin embargo, algunas de las zonas metropolitanas más importantes se han retrasado. En este contexto, la movilidad ha seguido mejorando, aunque a un ritmo modesto, lo que podría estar reflejando cierta precaución entre los consumidores.

En otras noticias relevantes, esperamos una derrama positiva hacia finales del mes por el inicio del feriado de *Semana Santa*. A pesar de la pandemia, esperamos que atraiga a las personas a tomar vacaciones o realizar otras actividades recreativas. Adicionalmente, se adelantaron pagos de los programas sociales a este mes para evitar conflictos con el proceso electoral, posiblemente resultando en un impulso adicional. Finalmente, algunos efectos de los apagones, aunque en nuestra opinión muy modestos, también deberían desaparecer, marginalmente beneficiando a los datos. Sobre los precios, la energía continuó al alza, lo cual podría estar presionando los márgenes de las empresas en un entorno de amplia holgura. A su vez, esto podría por lo menos ser un viento en contra para la recuperación.

Indicadores del IMEF

Indicadores de difusión, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: IMEF, Banorte

MARTES – Confianza del consumidor (marzo); Banorte: 38.9pts (cifras ajustadas por estacionalidad); anterior: 38.4pts. Con esto se rompería el estancamiento del mes previo. En nuestra opinión, hubo varios acontecimientos positivos, en especial relativo a febrero. Entre ellos, las condiciones en torno al virus extendieron su tendencia positiva. En particular, los casos nuevos de COVID-19 han caído a mínimos desde agosto y septiembre, aunque con el ritmo de disminución moderándose respecto a febrero. Mientras tanto, el semáforo epidemiológico a lo largo del mes no mostró estados en ‘rojo’, con un promedio de 9 en ‘naranja’ y 20 en ‘amarillo’. Nuevos envíos de vacunas han permitido una aceleración en el ritmo de inoculaciones, promediando más de 100 mil por día desde principios de marzo y ganando más dinamismo a lo largo del mes, actualmente cerca de 200 mil. Además, esperamos que el posible rezago derivado de las heladas se desvanezca. Finalmente, otro factor positivo sería que los pagos relacionados a los programas sociales, los cuales se adelantaron por la temporada electoral, posiblemente impulsaron la confianza ya que empezaron en el mes.

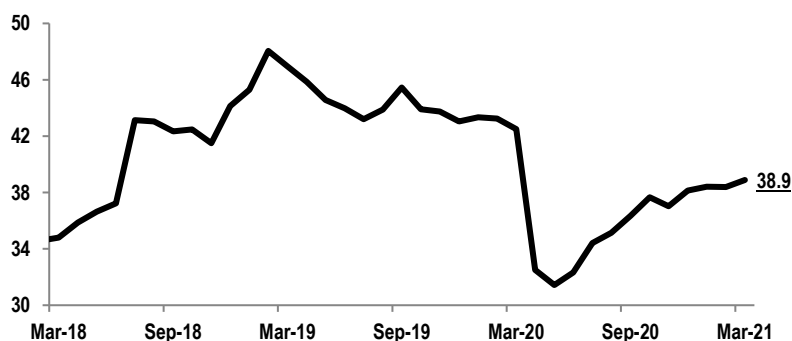
Más neutral, la aprobación presidencial neta cayó ligeramente a +30% de acuerdo con el agregador *Oraculus*, con pequeños ajustes a los meses anteriores. En nuestra opinión, cambios modestos no son significativos para prever fuertes ajustes en la confianza. Sin embargo, ante la proximidad de las elecciones intermedias, su relevancia podría aumentar en los próximos meses. También notamos algunos factores que podrían sesgar el dato a la baja. En primer lugar, los precios continuaron aumentando, como se reflejó en [la inflación de la primera mitad del mes](#).

Los energéticos se presionaron más, además de alzas en alimentos procesados –principalmente la tortilla– y pecuarios, categorías que podrían ser más sensibles para los consumidores. Además, la volatilidad en los mercados continuó, con el peso mexicano experimentando ajustes importantes, alcanzando un máximo en lo que va del año de USD/MXN 21.49 el 8 de marzo, aunque después apreciándose en su mayoría hasta el fin del periodo en el que se levanta la encuesta (20 de marzo). Aunque estos factores son relevantes, creemos que los acontecimientos positivos tendrán un mayor peso.

En conclusión, mantenemos nuestra expectativa de que la confianza continuará expandiéndose a un ritmo gradual, altamente dependiente de la dinámica en el mercado laboral y, en menor medida, de la economía en general. No descartamos un impulso ante la fortaleza de las remesas y la derrama general del paquete fiscal aprobado recientemente en EE.UU. Sin embargo, algunos riesgos siguen en el horizonte, principalmente la latente posibilidad de un nuevo incremento en casos de COVID-19 o una recuperación más lenta a lo esperado en algunos sectores de la economía.

Confianza del consumidor

Pts, cifras ajustadas por estacionalidad



Fuente: Banorte con datos de INEGI

MARTES – Reservas internacionales (31 de marzo); anterior: US\$194,934 millones. La semana pasada, las reservas disminuyeron en US\$5 millones, principalmente por una menor valuación de los activos de la institución. Con ello, las reservas registraron un saldo de US\$194,934 millones (ver tabla abajo). En lo que va del año las reservas internacionales han retrocedido en US\$734 millones.

Reservas internacionales

Millones de dólares

	2020	26-mar.-21	26-mar.-21	Acumulado en el año
	Saldos		Flujos	
Reserva Internacional (B)-(C)	195,667	194,934	-5	-734
(B) Reserva Bruta	199,056	199,504	-608	448
Pemex	--	--	0	449
Gobierno Federal	--	--	-117	1,647
Operaciones de mercado	--	--	0	0
Otros	--	--	-492	-1,648
(C) Pasivos a menos de 6 meses	3,389	4,571	-603	1,182

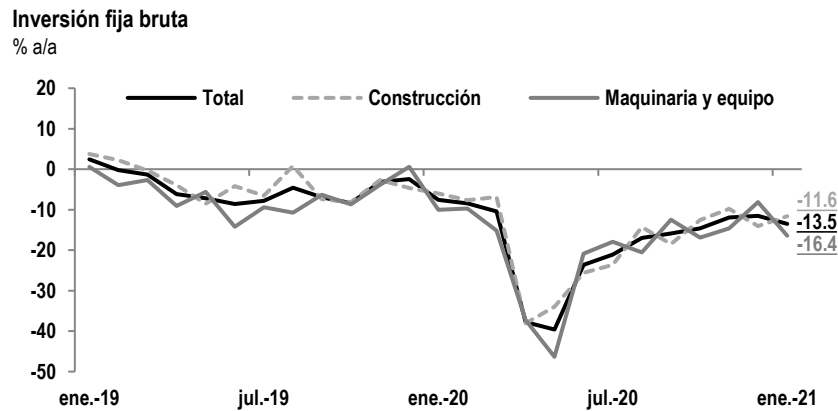
Fuente: Banco de México

MIERCOLES – Inversión fija bruta (enero); Banorte: -13.5% a/a; anterior: -11.5%. El resultado estaría significativamente afectado por un efecto calendario adverso. Corrigiendo por esto con cifras ajustadas por estacionalidad, anticipamos un avance de 1.6% m/m, revirtiendo parte de la caída del mes previo. A pesar de una dinámica deteriorada del COVID-19, los datos disponibles sugieren un mejor desempeño.

En específico, la construcción lideraría ganancias en -11.6% a/a. esto estaría en línea con el dato de acuerdo al [reporte de producción industrial](#). En este sentido, la actividad fue impulsada por la ingeniería civil –más relacionada con el gasto de gobierno–, misma que mejoría -7.9% a/a desde -21.8% previo. Esto contrasta con la dinámica reciente, en la cual la edificación lideró las ganancias. Por lo tanto, creemos que el sector no residencial será el principal soporte. Además, cabe recordar que la construcción es un sector esencial, lo que limita el impacto debido a las restricciones. A pesar de que esta señal sería bienvenida, seguimos preocupados ante la alta incertidumbre entre el sector privado, mientras que el público sigue enfrentando un espacio de maniobra muy reducido para aumentar el gasto en infraestructura.

Por otro lado, anticipamos la maquinaria y equipo en -16.4% (previo: -8.1%). Tanto la doméstica (-25.3%) como la importada (-11.1%) estarían más débiles en el margen. En particular, creemos que las condiciones epidemiológicas impactaron más a la primera, en particular dado el débil desempeño del sector automotriz dentro de la producción industrial (que constituye una parte importante de la inversión doméstica). Otros sectores con debilidad incluyeron metales básicos y productos metálicos. Por otro lado, en el componente importado, las importaciones de bienes de capital en la balanza comercial retrocedieron 10.9%, parcialmente también por efectos calendario. Este dato podría ser ligeramente mayor que en las cifras adelantadas ya que el peso mexicano se depreció ligeramente en el periodo, alcanzando 20.30 por dólar en promedio, lo que podría sesgarlo al alza al medirlo en moneda local.

En general, seguimos viendo un clima muy difícil para la inversión, tanto del sector público como privado. Sobre este último, creemos que las iniciativas anti-mercado de algunos legisladores siguen afectando el entorno (incluso si no son aprobadas), con los empresarios más cautelosos. Esto mantiene la incertidumbre muy elevada, más que compensando por un mejor panorama debido a las vacunaciones y la reciente dinámica del COVID-19. Además, seguimos creyendo que otros factores idiosincráticos pesarán. Entre ellos, creemos que los más relevantes en el corto plazo son las elecciones de medio término, seguido de una posible reforma fiscal para 2022.



Fuente: INEGI, Banorte

MIÉRCOLES – Consumo privado (enero); anterior: -5.3% a/a. El desempeño en diciembre fue relativamente débil al caer 0.5% m/m. En nuestra opinión, estuvo influenciado por: (1) Un retroceso tras la expansión de noviembre por un ajuste en el momento de la compra de bienes costosos por los descuentos de *El Buen Fin*; y (2) el deterioro en las condiciones epidemiológicas en estados clave. En enero esperamos que haya persistido cierta debilidad, con más estados a ‘rojo’ en el semáforo epidemiológico y una reducción de la movilidad. Sin embargo, y contrario a nuestra expectativa inicial, algunos datos más oportunos sugieren que, aunque hubo un impacto, pudo haber sido más modesto. En este sentido, [las ventas al menudeo prácticamente no se movieron](#), aumentando 0.1% m/m, aunque con grandes diferencias entre sectores, reflejando una mayor precaución entre los consumidores. Mientras tanto, [los servicios dentro del IGAE](#) fueron más débiles, con una caída de 0.1% m/m. Al interior destacamos choques relevantes en algunos de los sectores más expuestos a la interacción social, como alojamiento, transporte y, en menor medida, las ventas al menudeo. Hacia adelante, el panorama parece más favorable, con señales más positivas para los servicios en febrero y marzo, aunque con un freno en la industria en el primer caso por los apagones y la falta de gas natural.

JUEVES – Reporte de inflación (marzo); Banorte: 0.83% m/m; anterior: 0.63%. Por su parte, anticipamos el rubro subyacente en 0.53%, con una contribución de 40pb. Estimamos la no subyacente en 1.74% (+43pb). De materializarse nuestro estimado, la inflación anual se dispararía de 3.76% al cierre del mes pasado a 4.67%, su nivel más alto desde diciembre de 2018. En este sentido, las distorsiones por el inicio de la pandemia el año pasado empezarían a ser crecientemente relevantes a partir de este dato. La subyacente también sería más alta, pasando de 3.87% a 4.11%, con la no subyacente de 3.43% a 6.37%.

En la subyacente ya habíamos observado [presiones en la primera quincena](#), en especial con los bienes sorprendiendo al alza, pero los servicios también al estar influenciados por una estacionalidad adversa por la *Semana Santa*. En nuestra opinión podría seguir elevada, en particular el primer caso, estimando un alza de 0.6% m/m. En los alimentos procesados destacamos que nuestro monitoreo mostró un aumento adicional en las tortillas, mientras que en otros bienes podríamos ver nuevos ajustes ante un efecto de traspaso por mayores precios de energéticos.

Por su parte, esperamos los servicios en 0.4% m/m. La vivienda y educación seguirían bastante limitados, con alzas adicionales en tarifas aéreas y servicios relacionados con el turismo ante una mayor demanda.

En la no subyacente, resaltamos un aumento de 1.4% en agropecuarios. Si bien los resultados fueron mixtos en las primeras dos semanas, nuestro monitoreo de precios sugiere fuertes alzas en algunas frutas y verduras (1.4% m/m), tales como jitomates y aguacates. Creemos que una estacionalidad adversa podría estar en juego, con bajas en otros bienes (e.g. papa, manzana) no suficientes para compensar por esto. Los pecuarios también subirían (1.3%), aunque sobre todo por lo que ya sucedió en la primera quincena, con una modesta baja el resto del mes. De manera similar, los energéticos seguirían al alza (2.7%), aunque más moderados en el margen. En este sentido, esperamos que el gas LP haya subido 5.4% tras el fuerte ajuste del dato previo –probablemente afectado por las interrupciones del clima a mediados de febrero–. Las gasolineras seguirían un patrón parecido, con las de bajo y alto octanaje aumentando 2.1% y 5.7%, en el mismo orden. En este sentido, los recientes movimientos en los mercados globales aún tendrían un efecto en el precio local, a pesar de que los subsidios al IEPS aumentaron de manera importante en la segunda mitad.

JUEVES – Minutas de Banxico (25 de marzo). El banco central publicará las minutas de la decisión del 25 de marzo, en la cual la Junta de Gobierno votó por unanimidad [mantener la tasa sin cambios en 4.00%](#). Esto fue contrario a nuestra expectativa de un recorte de 25pb. En el comunicado notamos cambios relevantes en los comentarios sobre la inflación y el balance de riesgos, en nuestra opinión con un tono más *hawkish*. También comentaron sobre la reciente dinámica de los mercados, con mayores tasas de interés en bonos de mediano y largo plazo y la depreciación del peso en un entorno más volátil. Creemos que las minutas reafirmarán el sentido de cautela y postura de prudencia de la institución.

Esperamos que la atención esté centrada en el debate sobre el panorama de inflación. Se realizaron cambios significativos en este frente respecto al comunicado anterior y el [Informe Trimestral](#), que era la última pieza de información que teníamos del banco central. En este sentido, creemos que uno de los principales determinantes para la decisión fue que la inflación general y subyacente superaron el límite superior del rango alrededor del objetivo, en 4.00%. Esto sería consistente con el comunicado que afirmó que las trayectorias esperadas de corto plazo para ambos casos son ligeramente mayores que sus estimados más recientes. Considerando también las modificaciones al balance de riesgos –sobre todo el orden y relevancia entre aquéllos al alza– y la eliminación explícita del sesgo como “incierto”, creemos que la mayoría podría considerar que ahora está sesgado al alza. Por lo tanto, nos enfocaremos en esto, tratando de identificar los principales determinantes detrás de estos cambios y sus magnitudes relativas. Esto serviría para evaluar qué tan alta es la preocupación sobre la dinámica de precios, incluyendo si es de naturaleza temporal o más estructural. Además, también veremos los comentarios sobre las expectativas de inflación, sobre todo de corto plazo, tanto de encuestas como de instrumentos de mercado. Especialmente, ya que la mayor volatilidad e importantes ajustes en las expectativas podrían otorgar información diferente y valiosa.

Ante la reciente dinámica de los mercados, los comentarios sobre esto también serán muy importantes. Podríamos ver una explicación adicional sobre el impacto potencial que podría tener en los activos financieros, con especial enfoque en el peso mexicano y las tasas de interés de mediano y largo plazo. Consideramos que enfatizarán que el desempeño se debe en mayor medida a ajustes en los mercados globales y no a factores domésticos. Sin embargo, será relevante lo que podría significar para los riesgos a la estabilidad financiera en mercados emergentes, el panorama para los flujos financieros hacia México, y el crecimiento y la inflación. Buscaremos las opiniones sobre las posibles implicaciones que podría tener en las condiciones domésticas –incluyendo el posible efecto de traspaso del peso mexicano a los precios– y sobre la prima de riesgo, entre otros. Además, estaremos pendientes a otros riesgos relevantes, sobre todo a las finanzas públicas ante las acciones de soporte a Pemex anunciadas por el Gobierno Federal.

Desde la decisión, los comentarios públicos de miembros de la Junta de Gobierno han sido escasos ante la llegada de la temporada vacacional de *Semana Santa*. Sin embargo, resaltamos una entrevista al Gobernador, Alejandro Díaz de León, tras la reunión. Enfatizó nuevamente la necesidad de mantener una dependencia a los datos. También notó que los mercados son propensos a una mayor volatilidad, aunque confió en que la confirmación en los datos de una fuerte recuperación económica o bajos niveles de inflación ayudaría a calmar la situación. En este mismo contexto, la Subgobernadora Irene Espinosa compartió con nosotros [en nuestro podcast Norte Económico](#) la importancia de analizar cuidadosamente tanto los datos económicos como la coyuntura que pudiera incidir en el objetivo de inflación del Banco de México. Resaltó que existen actualmente cuatro factores que han generado un deterioro en el balance de riesgos para la inflación, lo cual pudo haber influido en el banco central para mantener su tasa de referencia sin cambios el 25 de marzo. Las razones que resalta son: (1) La posibilidad de seguir viendo presiones en la inflación subyacente, principalmente en mercancías, debido a la recomposición del gasto; (2) probables presiones en el componente de servicios al interior de la inflación subyacente ante una reactivación de la economía; (3) volatilidad en los mercados financieros, especialmente del tipo de cambio, que puedan generar efectos de traspaso sobre la inflación; y (4) la expectativa de presiones inflacionarias en el mundo producto de una mayor recuperación acompañada de una respuesta de política económica sin precedentes, especialmente en economías avanzadas.

Por otro lado, intentaremos identificar los comentarios (y contrastarlos con las minutas previas) de los miembros que creíamos que estaban en el ala más *dovish*, lo que incluye a los Subgobernadores Galia Borja, Gerardo Esquivel y Jonathan Heath. Creemos que esto será importante para: (1) Evaluar los catalizadores específicos que los tornaron más cautelosos, además de su importancia relativa; y (2) juzgar la probabilidad de que el ciclo de bajas efectivamente haya terminado, sobre todo ante los comentarios del Gobernador sobre la dependencia a los datos.

En conclusión, creemos que la “ventana de oportunidad” para más recortes ya se cerró, sobre todo por el panorama global de inflación y política monetaria, por lo que el próximo ajuste de la tasa de referencia será al alza. No obstante, el momento en que sucedería es muy incierto, dependiendo principalmente de: (1)

El desempeño de la inflación tras la ‘joroba’ por un efecto de base adverso en el 2T21; (2) la dinámica general de los mercados –incluyendo de los precios de *commodities*, divisas y tasas de interés en bonos gubernamentales– y como podrían afectar a la inflación y sus expectativas; (3) el momento que el Fed iniciará la normalización (incluyendo el *tapering* y alzas de la *fed funds*), afectando la postura monetaria relativa frente a EE.UU. y otros emergentes; y (4) otros factores locales, tales como posibles ajustes de la calificación crediticia, las elecciones intermedias e inclusive una posible reforma fiscal para 2022.

VIERNES – Producción industrial (febrero); Banorte: -6.1% a/a; anterior: -4.9%. Un determinante relevante sería el efecto calendario por al año bisiesto en 2020, el cual añadió un día a febrero. Sin embargo, su impacto sería más modesto relativo al histórico, ya que tuvimos el mismo número de días laborales. Corrigiendo por estas distorsiones (utilizando cifras ajustadas por estacionalidad), la actividad caería 4.5% a/a. Esto resultaría por debajo del último estimado del INEGI en el [Indicador Oportuno de la Actividad Económica \(IOAE\)](#). De manera secuencial esperamos una contracción de 0.5% m/m, la primera caída desde mayo pasado, en medio de la pandemia. El desempeño fue probablemente afectado por los efectos directos e indirectos de las heladas en la frontera norte, resultando en apagones y la falta de gas natural.

El sector con el impacto más grande y directo serían los servicios públicos, retrocediendo alrededor de 8.0% a/a (-2.2% m/m). Debemos recordar que este sector incluye tanto la generación y transmisión de energía, como el suministro de gas a través de ductos. En este sentido, el choque en el primero comenzó el 13 de febrero, con el servicio restablecido para el 18. Sobre el gas tuvimos reportes de faltantes al menos hasta el 22 en algunas industrias, aunque no descartando otras complicaciones después de esto.

Esperamos que esto haya tenido un impacto en otras industrias, principalmente las manufacturas, anticipando una contracción de 3.9% a/a. Secuencialmente, esto sería una disminución de 1.5% m/m. Las cifras al interior pasarían de mixtas a fuertemente negativas, con el desempeño entre sectores variando ampliamente. Entre los más impactados fue la producción automotriz, cayendo 28.9% a/a, mas bajo desde los meses del confinamiento (mayo 2020). Esto fue confirmado por el -13.1% m/m en las exportaciones de autos dentro de la [balanza comercial](#) (-10.0% a/a). Sin embargo, ‘otras’ exportaciones manufactureras fueron más positivas, rebotando 1.1% m/m (+1.5% a/a). Esto es un tanto en línea con el desempeño en el [IMEF manufacturero](#), con una disminución marginal de 0.3pts a 49.1pts. Mientras tanto, la actividad en EE.UU. también estuvo impactada por los mismos factores (principalmente en Texas), con la producción industrial total en -3.6% a/a. Finalmente, y consistente con la naturaleza temporal del choque, el empleo dentro del [reporte del INEGI](#) mostró una creación neta de 404.6 mil plazas, con un impulso estacional positivo y sin recortes significativos dado que el impacto fue pasajero.

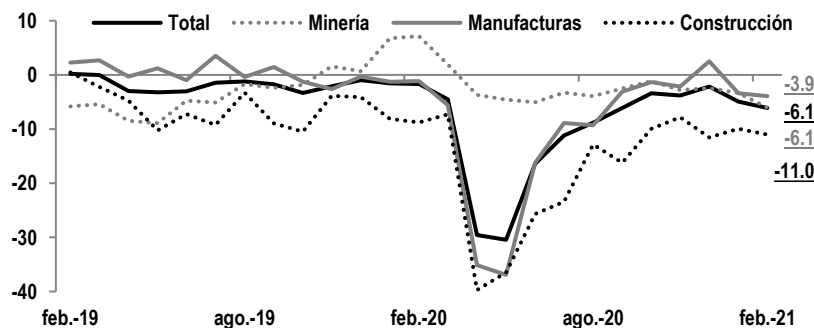
En la construcción, estimamos -11.0% a/a. Esto implica un retroceso de 1.2% m/m, impulsado principalmente por dos factores: (1) Una reversión parcial de la expansión de 1.5% m/m del mes previo, lo cual fue probablemente liderado por el sector público; y (2) un impacto indirecto del choque energético. Esto contrastaría con los indicadores agregados de tendencia y la confianza empresarial para el periodo (ya disponibles). Sin embargo, debemos mencionar que estos indicadores no han logrado capturar parte de la volatilidad de corto plazo a pesar de ser consistentes con la señal de una recuperación modesta. Sin embargo, y del lado positivo, el empleo en el sector incrementó en 435.6 mil, también con factores estacionales en juego.

Finalmente, vemos la minería en -6.1% a/a, con los datos anuales distorsionados por el efecto del año bisiesto. En nuestra opinión, esto es porque la actividad en el sector es realizada de manera continua, especialmente en el sector petrolero, con un día menos definitivamente teniendo un impacto en las cifras reportadas. Ajustando por esto, el desempeño secuencial sería más estable en +0.2% m/m. Los datos de Pemex fueron mejor en promedio. La producción de crudo resultó en 1,732kbpd (previo: 1,713kbpd), con el gas también marginalmente mejor. Una extracción estable es un tanto positiva considerando algunos retos estructurales que la compañía productiva del estado está enfrentando. En este contexto, seguiremos vigilantes sobre el apoyo del gobierno federal –incluyendo esfuerzos de capitalización adicional– lo cual podría traducirse en inversión en capital adicional para aumentar la producción. En la minería no petrolera, esperamos que el dinamismo prevalezca, con los precios de las materias primas todavía elevados y explicando el desempeño.

Hacia adelante, el panorama parece ser más favorable hacia el 2T21, con fortaleza adicional en la demanda externa, especialmente desde EE.UU. En este contexto, recientemente revisamos nuestro estimado del PIB de 2021 a 5.3% a/a, principalmente por este factor. Sin embargo, hay algunos riesgos todavía en el horizonte, principalmente en cuanto a temas de cadenas de suministro, tales como la escasez de semiconductores a nivel global.

Producción industrial

% a/a



Fuente: INEGI, Banorte

Certificación de los Analistas.

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

Declaraciones relevantes.

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

Remuneración de los Analistas.

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

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

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

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

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

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

Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

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

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

Guía para las recomendaciones de inversión.

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

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

Determinación de precios objetivo

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

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

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

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

Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados

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

Análisis Económico

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

Estrategia de Mercados

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

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

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

Análisis Bursátil

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

Análisis Deuda Corporativa

Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248

Estudios Económicos

Delia María Paredes Mier	Director Ejecutivo Estudios Económicos	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Estudios Económicos	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220

Banca Mayorista

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Oswaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	oswaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	raul.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899