

Minutas de Banxico – Debatendo acerca de la posible magnitud del ciclo de bajas

- Banxico publicó las minutas de la reunión del 13 de febrero, en la cual recortó la tasa de referencia 25pb a 7.00%, en una decisión unánime
- En nuestra opinión, el tono del reporte es *dovish* y similar al del Informe Trimestral del 4T19 (IT). Adicionalmente, creemos que los cambios al documento brindan más claridad sobre la discusión y diversidad de opiniones entre los miembros de la Junta
- Los comentarios en cuanto al crecimiento siguen muy *dovish*, destacando que la mayoría ve la posibilidad de un mayor relajamiento por parte de los bancos centrales ante los riesgos asociados al brote del Coronavirus, en línea con nuestra visión
- En cuanto a inflación, creemos que hay más claridad sobre la postura relativa en cuanto al balance de riesgos, con un ligero sesgo al alza a pesar de ser catalogado como incierto
- Destacamos discusiones sobre factores a considerar para la extensión del ciclo de bajas, además de un debate sobre la conveniencia de proveer una guía futura o mantener dependencia de los datos
- Mantenemos nuestra expectativa de dos recortes adicionales de 25pb en marzo y mayo, llevando la tasa de referencia a 6.50%. No obstante, reconocemos que los riesgos están sesgados hacia una reducción más de la misma magnitud, aunque en un contexto de elevada incertidumbre
- Esperamos mejores condiciones de mercado manteniendo preferencia por Bonos M de largo plazo

Banxico continúa siendo *dovish*, debatiendo la magnitud del ciclo de bajas. Banxico publicó las minutas de la reunión del 13 de febrero, en la cual redujeron la tasa de referencia por unanimidad –por primera vez desde mayo 2019– en 25pb a 7.00%. El documento muestra cierto rezago ante la publicación del [Informe Trimestral del 4T19, que vimos con un tono ligeramente más *dovish*](#), y al cual le asignamos mayor peso considerando que es más oportuno. No obstante, hay varios puntos valiosos, resumidos en: (1) La opinión de la mayoría de que los bancos centrales podrían emprender un mayor relajamiento ante el brote del Coronavirus; (2) mayor claridad sobre el sesgo en cuanto al balance de riesgos para la inflación, ligeramente más *hawkish*; y (3) discusiones sobre los factores que podrían ser considerados para la magnitud del ciclo de bajas, tomando en cuenta los beneficios de reactivar la economía relativo a los costos de hacerlo.

Mayor claridad tras los cambios a la estrategia de comunicación. Felicitamos al banco central por los ajustes en las minutas, los cuales creemos brindan mayor claridad sobre las discusiones y posturas de los distintos miembros de la Junta de Gobierno. Dentro de ellas, destacamos: (1) Temas y discusiones resaltadas en negritas a través del documento; (2) la redacción del documento que provee una visión más clara sobre la posición y el número de miembros con una opinión en particular, con el uso extensivo de las palabras “todos”, “mayoría”, “algunos”, “uno” y “otros”; y (3) la menor extensión induce al lector a enfocarse en los temas más importantes.

27 de febrero 2020

www.banorte.com
@analisis_fundam

Gabriel Casillas

Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas
gabriel.casillas@banorte.com

Alejandro Padilla

Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados
alejandro.padilla@banorte.com

Juan Carlos Alderete, CFA

Director, Análisis Económico
juan.alderete.macal@banorte.com

Francisco Flores

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

Estrategia de Renta fija y tipo de cambio

Manuel Jiménez

Director Estrategia de Mercados
manuel.jimenez@banorte.com

Santiago Leal

Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio
santiago.leal@banorte.com

Leslie Orozco

Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio
leslie.orozco.velez@banorte.com

Todavía *dovish* en crecimiento, con cambios en factores de riesgo. En línea con el IT de ayer, los riesgos continúan sesgados a la baja, aunque con los factores relacionados al comercio sustituidos por aquellos relacionados al brote del Coronavirus. Además de lo que ya sabíamos, un comentario clave fue que la mayoría de la Junta “...notó la posibilidad de que los bancos centrales adopten posturas más acomodaticias ante los riesgos asociados al coronavirus...”. Estamos de acuerdo con esto, insertando un riesgo adicional a la baja para nuestro estimado del nivel de la tasa de referencia al cierre del año en 6.50%. No obstante, la mayoría de los banqueros centrales hasta ahora han dicho que es muy pronto para actuar, considerando la incertidumbre sobre su impacto en la economía y los precios. Hacia delante, estaremos atentos en los miembros del Fed, a pesar de la señal de que Banxico se desligó de la política monetaria de EE.UU. desde finales del 2019.

En el frente doméstico, observamos varios comentarios sobre el efecto negativo de la incertidumbre, con la mayoría afirmando que: “...la persistencia del entorno de incertidumbre en las políticas públicas podría seguir afectando la confianza empresarial y la inversión...”. Esto alude a uno de los interesantes análisis en los recuadros de investigación del IT. En este contexto, se volvieron a mencionar temas como la situación financiera de Pemex y las finanzas públicas. Por el contrario, se consideró que la ratificación del T-MEC podría tener efectos positivos. En nuestra opinión, la evaluación es consistente con nuestra expectativa de que el ciclo de relajamiento continuará de manera prudente y gradual.

Consideramos que la mayoría de los miembros continúan ligeramente *hawkish* sobre el panorama de inflación. La Junta de Gobierno reconoció que, si bien algunos efectos de base han impactado la dinámica inflacionaria al inicio del año, también existió un efecto derivado del incremento del IEPS en la inflación subyacente, además del proveniente de mayores salarios. También consideramos relevante que la mayoría indicó que la inflación subyacente parece no haber sido muy sensible a las condiciones de holgura. En nuestra opinión, esto contrasta de alguna manera con el ajuste a la baja en la inflación promedio estimada para el 1T20 en el IT, aunque sí es consistente con la revisión generalizada al alza en los pronósticos para el resto del periodo.

Una pieza adicional de información relevante es que ahora contamos con mayor visibilidad sobre la postura entre los miembros acerca del balance de riesgos para la inflación, que sigue caracterizado como incierto. En nuestra opinión, está dividida de la siguiente manera: Un miembro lo sesgado a la baja, dos incierto, y los dos restantes al alza. Como resultado, la mediana se encuentra en incierto, aunque el promedio está sesgado ligeramente *hawkish*. Tomando en cuenta lo anterior y la composición actual de la Junta de Gobierno, no nos sorprendería que un ligero ajuste al alza en la inflación podría tornar fácilmente el balance al alza. De materializarse, esta situación otorgaría más soporte a nuestra expectativa de un relajamiento más moderado respecto a lo descontado por el mercado.

Un interesante debate sobre la magnitud del ciclo de bajas. A pesar del voto unánime y nuestra percepción de que el tono permanece *dovish*, percibimos diversas opiniones acerca de los factores que deben ser considerados para pensar acerca de la magnitud del ciclo de bajas, que sigue siendo relativamente incierto entre los analistas. En nuestra opinión, entre los factores mencionados se incluye el panorama para la inflación y el anclaje de las expectativas; el entorno económico y la magnitud de la brecha del producto; los retos de tipo cíclico y estructural de la economía; la postura monetaria relativa; y la preservación de condiciones que aseguren un ajuste ordenado de los mercados financieros, entre los más relevantes.

En términos generales, la mayoría de los miembros acordaron en que existen retos para la política monetaria, asegurando que es necesario reconciliar el grado de holgura de la economía con las presiones inflacionarias. En nuestra opinión, esta necesidad y la existencia de una diversidad de factores a considerar, además del peso relativo que cada miembro le otorgue a cada uno de ellos, ayudan a analizar el escenario más factible en términos de la magnitud de posibles recortes adicionales hacia delante.

Guía futura vs. dependencia de los datos. Otro debate relevante fue que algunos miembros parecen favorecer la introducción de una guía futura para señalar la trayectoria más probable sobre el ciclo de relajamiento, con uno de ellos afirmando que ésta debería reconocer la necesidad de una política menos restrictiva en un periodo relativamente corto para alcanzar la neutralidad hacia el cierre del año. Considerando sus recientes comentarios y discursos, creemos que este fue hecho por el subgobernador Esquivel. Además, y en este sentido, creemos que dos miembros claramente favorecen más bajas y la conveniencia de proveer una guía en este sentido, dado que: “...*algunos consideraron que la postura monetaria actual continúa siendo muy restrictiva, dado el entorno económico...*”. Sin embargo, pensamos que la mayoría parece favorecer la necesidad de mantener la prudencia y una postura dependiente de los datos, ya que proveer una guía en un entorno muy incierto podría afectar la credibilidad del banco central, mientras que otro dijo: “...*que la velocidad del ajuste debe ser considerada periodo tras periodo, depender de la información disponible, y mantener una trayectoria inflacionaria convergente a la meta...*”.

Mantenemos nuestra expectativa de que Banxico recortará la tasa en 50pb acumulados en lo que queda de 2020. Como mencionamos ayer, reiteramos nuestra visión de dos recortes adicionales de 25pb en cada una de las siguientes decisiones, en marzo y mayo. A pesar de lo anterior, nuestros estimados de inflación aún anticipan que permanecerá arriba de lo previsto por el banco central, lo que creemos que no permitiría que extiendan el ciclo de relajamiento más allá de lo que estimamos, incluso si el crecimiento sigue decepcionando –con nuestro estimado del PIB de 2020 alrededor de 20pb debajo del consenso–. Tomando esto en cuenta y la postura prudente de la mayoría de los miembros, mantenemos nuestro estimado de que la tasa de referencia cerrará el año en 6.50%.

De nuestro equipo de estrategia de renta fija y tipo de cambio

Esperamos mejores condiciones de mercado manteniendo preferencia por Bonos M de largo plazo. A pesar de que las minutas de Banxico conservan el tono *dovish*, el mercado de renta fija local experimenta fuertes presiones en medio de un sentimiento en mercados dominado por la incertidumbre respecto al impacto y propagación del Coronavirus, expresándose en fuerte volatilidad y aversión al riesgo. Los bonos soberanos, especialmente aquellos de regiones avanzadas han sido beneficiados por la mayor demanda por activos de refugio, llevando a tasas de *Treasuries* norteamericanos a mínimos históricos, como el caso del instrumento de 10 años operando actualmente en 1.25% (-26pb durante febrero). Respecto al mercado de bonos local, la actividad de este jueves ha sido influenciada por el deterioro en el sentimiento externo, con Bonos M ajustando alrededor de +8pb sin mostrar mayor reacción a las minutas. En este contexto, la prima de riesgo local aproximada por el diferencial entre el Bono M y el *Treasury* de 10 años se ubica en 537pb, alcanzando su nivel más alto en lo que va del año y no visto desde noviembre de 2019. Esta lectura se encuentra ligeramente por arriba del promedio de 12 meses en 535pb y registra un incremento de 46pb desde su punto más bajo en 2020 en 491pb observado en enero. En términos de estrategia, aguardamos mejores condiciones de mercado con una visión favoreciendo Bonos M de largo plazo destacando los plazos Nov'38 y Nov'42 ante un panorama que continuará beneficiando el desempeño de los bonos soberanos. Asimismo, con un mercado descontando 89pb de recortes implícitos acumulados para Banxico en 2020, vemos una valuación cara en la parte más corta de la curva de rendimientos mexicana.

En el cambiario, el peso mexicano continúa siendo notablemente afectado por la ola de aversión al riesgo global, operando en USD/MXN 19.45 (-0.9%) e hilando 7 sesiones de pérdidas consecutivas. Esta mañana la divisa alcanzó USD/MXN 19.51, su nivel más débil desde diciembre. Esta dinámica ha emergido a pesar del alto *carry* de la moneda, dimensionando la magnitud del ajuste en mercados globales el cual también contrasta con episodios de aversión al riesgo recientes donde el peso mostró mayor resiliencia. Dado este escenario, de extenderse el deteriorado sentimiento externo, cruzando el actual soporte en el nivel psicológico de USD/MXN 19.50 identificamos la siguiente zona de soporte en 19.60.

Certificación de los Analistas.

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

Declaraciones relevantes.

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

Remuneración de los Analistas.

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

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

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

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

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

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

Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

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

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

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	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 Zaldívar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio			
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Análisis Bursátil			
Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Subdirector Análisis Bursátil	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Análisis Deuda Corporativa			
Tania Abdul Massih Jacobo	Director Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248
Estudios Económicos			
Delia María Paredes Mier	Director Ejecutivo Estudios Económicos	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Estudios Económicos	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Banca Mayorista			
Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454