

Tasa de referencia sin cambios en 8.25%, en línea con lo esperado. El banco central anunció hoy su decisión de política monetaria, manteniendo la tasa de referencia sin cambios en 8.25%, en línea con nuestro pronóstico y el del consenso. Como en la junta previa, la decisión fue unánime. Más importante aún, consideramos que el tono fue más *dovish* en comparación con el comunicado pasado pero similar al del *Informe Trimestral*. No obstante, fue menos acomodaticio de lo que el mercado anticipaba.

Banxico reconoce el cambio de postura del Fed. En la sección sobre el contexto internacional y en línea con lo previsto, reconoció el reciente sesgo más *dovish* del Fed, tanto en términos de su guía hacia el futuro (con el *dot-plot* mostrando que no se anticipan alzas adicionales de la tasa *Fed Funds* este año) y los cambios a la estrategia de normalización del balance. Esto resultó en un mayor apetito al riesgo y entradas de flujos de capital a mercados emergentes. Adicionalmente, mencionaron que el crecimiento global y la inflación han caído en economías avanzadas y algunas emergentes, por lo que entre los mayores riesgos incluyeron una mayor desaceleración económica de lo esperado, además de las tensiones comerciales, el *Brexit* y factores geopolíticos.

El balance de riesgos para el crecimiento permanece a la baja. En términos generales, el tono sobre las perspectivas de crecimiento mostró pocos cambios, confirmando que la desaceleración al cierre del año pasado se ha extendido a los primeros meses de 2019. Cabe destacar también que el banco central ya había anticipado esta situación, mientras que afirmó que las condiciones de holgura también se relajaron a inicios de este año. Como resultado, el balance de riesgos para el crecimiento continúa sesgado a la baja.

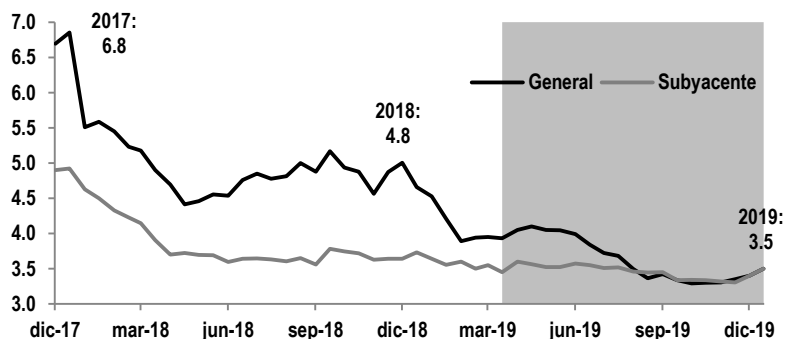
Aún cautelosos sobre la inflación subyacente. En nuestra opinión, el banco central permanece relativamente cauteloso sobre la perspectiva para la inflación y sus expectativas, a pesar de reconocer la fuerte baja de la inflación no subyacente. Respecto a esta última, advirtió que algunos de los factores que han inducido la fuerte baja del índice general han comenzado a revertirse, en particular los energéticos. Además, la inflación subyacente mantiene resistencia a la baja. En este contexto, cabe resaltar que Banxico mencionó las expectativas de inflación *subyacente* por primera vez, diciendo que las de mediano plazo han aumentado de 3.42% a 3.50% y las de largo plazo desde 3.30% al cierre de 2018 a 3.40%. Como resultado, mencionaron que: “...*En suma, si bien se han intensificado algunos de los factores de riesgo a la baja, se mantienen otros que la podrían presionar al alza en mayor magnitud y desviarla de la trayectoria prevista. Por ello, aún persiste un balance de riesgos al alza para la inflación respecto a su pronóstico, en un entorno de marcada incertidumbre...*”.

Algunos riesgos macroeconómicos continúan presentes. Tras mencionar en el comunicado pasado que *Fitch* recortó la calificación crediticia de Pemex, el banco central dijo que entre los riesgos destacan los vinculados a la calificación crediticia de la compañía, e incluso a la deuda soberana del país. Entre otros, esto ha resultado en un descuento o prima de riesgo adicional para los activos nacionales, incluso ante condiciones más favorables en los mercados internacionales que han contribuido a un desempeño más positivo de los activos financieros en México.

Seguimos esperando que Banxico inicie un ciclo de baja de tasas en su reunión del 27 de junio con un recorte de 25pb. En nuestra opinión, la atención de Banxico recae en tres temas: (1) La perspectiva de crecimiento económico; (2) la trayectoria de inflación; y (3) la situación financiera de Pemex y sus implicaciones para la calificación crediticia tanto de la compañía como del soberano. De los primeros dos factores nuestro escenario base contempla una moderación adicional en la actividad económica y una dinámica de precios que continuará siendo favorable, particularmente en el índice no subyacente. En cuanto al primero, esperamos que el impacto de los recientes choques se materialice con mayor fuerza en febrero (como lo sugieren las cifras de balanza comercial), tomando en cuenta que el *IGAE* de enero no mostró una desaceleración significativa (+0.2% m/m). Además de esto, la reciente disminución de la actividad económica global apoya nuestra expectativa de que el crecimiento será más moderado en comparación con 2018.

Sobre la inflación, nuestro pronóstico contempla que la tendencia a la baja continuará, cerrando el año en 3.5% (como se observa en la siguiente gráfica). En este sentido, es muy importante tomar en cuenta la nueva política de precios de los energéticos de la nueva administración, la cual busca mantener los precios constantes en términos reales. Con el reinicio del estímulo fiscal al IEPS de gasolineras a principios de marzo, creemos que menores presiones podrían reflejarse tan pronto como en la segunda mitad del mes. Por su parte, con la inflación subyacente estable y la general disminuyendo en un contexto de menores presiones por el lado de la demanda debido a la desaceleración del crecimiento, creemos que la dinámica de precios permitirá al banco central recortar la tasa de referencia.

Pronósticos de inflación
% anual, frecuencia quincenal



Fuente: INEGI, Banorte

Aunque estos dos factores serían suficientes para recortes, reconocemos que aún existen ciertos factores de riesgo, destacando la revisión al panorama de la calificación crediticia por parte de *S&P Global Ratings*, como sugiere el comunicado. No obstante, mantenemos nuestra expectativa de que la nueva administración federal mantendrá finanzas públicas sanas, dispuestos a ajustar su política de gasto si se presentan factores que pudieran comprometer el cumplimiento de sus objetivos. Esto ayudaría a disminuir la preocupación sobre la calificación soberana, la que creemos permanecerá en BBB+ (o su equivalente) por el resto del año.

De igual manera, en cuanto a Pemex consideramos que el uso parcial del FEIP así como el programa de capitalización anunciado en meses previos, son pasos en la dirección adecuada para atender los retos financieros de la compañía, lo cual creemos que eventualmente resultará en un panorama menos incierto en términos de riesgos idiosincrásicos. Para detalles ver: “*Utilización parcial del FEIP – Un paso más hacia el fortalecimiento de Pemex*”, <[pdf](#)>, 22 de marzo de 2019.

Dado que esperamos que estos riesgos sean mitigados en el futuro cercano, seguimos creyendo que el banco central iniciará un ciclo de relajamiento monetario en su reunión del 27 de junio, con un recorte de 25pb que llevará la tasa de referencia a un nivel de 8.00%, además de la posibilidad de un recorte acumulado de entre 50 y 75pb durante todo 2019.

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

Ajuste en tasas locales con tono de Banxico menos *dovish* a lo esperado por el mercado. Este jueves Banco de México mantuvo sin cambios su postura monetaria, en línea con nuestras expectativas, mostrando un sesgo similar al de sus últimas comunicaciones pero siendo menos *dovish* respecto al posicionamiento del mercado. En este sentido, mantuvo un balance de riesgos para el crecimiento sesgado a la baja y señaló que persisten riesgos al alza para la inflación. Por otro lado, el banco central destacó el cambio en la retórica de la Reserva Federal hacia una política más laxa hacia adelante, brindando un mayor espacio de acción en términos de la política monetaria relativa entre ambos países (*i.e.* el diferencial de tasas reales de corto plazo ex-ante oscilando en alrededor de 394pb, con casi 100pb de premio adicional).

En consecuencia, las tasas mexicanas mostraron una reacción importante, observando presiones en Bonos M de 1-3pb habiendo operado antes de la decisión con ganancias de hasta 4pb en la parte media. De igual forma, los derivados de TIEE-28 revirtieron un *rally* previo a la decisión de hasta 4pb, ubicando pérdidas tras el anuncio de 7pb en promedio. Al día de hoy, la curva de rendimientos descuenta 16pb de recortes acumulados implícitos para el 2T19, -26pb para el 3T19 y -51pb para todo el 2019. En un horizonte de dos años, el mercado descuenta una tasa de referencia 108pb menor para el final del 2020. Reconocemos que las condiciones actuales son favorables para instrumentos de renta fija en el mundo y que esta situación beneficiará a la curva mexicana. Esto resultará en participantes de mercado que mantendrán una exposición significativa a bonos locales. Sin embargo, vemos una valuación para activos locales que se ha encarecido. Como resultado, sugerimos esperar a mejores niveles de entrada para nuevos largos direccionales en Bonos M, con mayor preferencia en la zona de 10 y 20 años.

En el mercado cambiario, el peso mexicano mostró una reacción moderada a la decisión de hoy manteniendo operación próxima a la zona de 19.35 por dólar (+0.1%). El cruce ha mostrado cierto deterioro en su desempeño en las últimas sesiones, con una dinámica especialmente asociada a las presiones que se registran en un número de divisas emergentes sumándose a cierta recuperación del USD. En este contexto, ayer aprovechamos para tomar utilidades a nuestra estrategia de corto plazo sobre compra de USD, con una entrada en USD/MXN 18.89 habiendo alcanzado el objetivo en 19.35. Para más detalles consultar: *“Toma de utilidades en nuestra idea de inversión de compra de dólares”*, [pdf](#), publicado ayer.

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, Francisco Duarte Alcocer, 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.

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

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

Determinación de precios objetivo

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

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

GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.
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
Francisco Duarte Alcocer	Analista Economía Internacional	francisco.duarte.alcocer@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.orozco.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	hugoa.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.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