

## Banxico – Confirmando que la prudencia en el ciclo de bajas continuará

- La Junta de Gobierno del Banco de México recortó la tasa de referencia en 25pb a 7.25%, en línea con nuestra expectativa y la del mercado
- La decisión nuevamente no fue unánime, con un miembro a favor de reducir la tasa en 50pb, en vez de dos como habíamos visto en las últimas dos reuniones
- En nuestra opinión, el tono del comunicado fue *dovish*, aunque menos que en el comunicado previo, considerando que:
  - (1) Un miembro cambió su voto a favor de un recorte de 25pb en vez de -50pb, asumiendo que todos estuvieron presentes en la reunión;
  - (2) Banxico fue más explícito sobre los riesgos al alza para la inflación ante incrementos salariales que superen ganancias en productividad, destacando el aumento al salario mínimo para 2020; y
  - (3) La necesidad de ser prudentes dado que añadieron como un factor de riesgos para la estabilidad financiera el posible contagio de otras economías emergentes, particularmente de América Latina
- Nuestro análisis lingüístico mostró la renovada importancia de “*riesgos*” igualando “*inflación*” como las palabras más mencionadas. Además, “*perspectivas*” y “*América Latina*” aparecieron, en nuestra opinión relacionadas al entorno de incertidumbre
- Esperamos que Banxico continúe con el ciclo de bajas. En particular, esperamos tres recortes consecutivos en las decisiones que se llevarán a cabo en febrero, marzo y mayo
- Adicionalmente, reiteramos nuestra expectativa de una baja acumulada de 125pb en 2020, con la tasa de referencia cerrando el año en 6.00%. No obstante, nuestra convicción ha disminuido al percibir mayores preocupaciones sobre el panorama de inflación
- Las minutas de esta reunión se publicarán el 2 de enero de 2020
- Presiones en tasas locales, con la parte corta de la curva manteniendo una valuación poco atractiva

19 de diciembre 2019

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

**Gabriel Casillas**  
Director General Adjunto  
Análisis Económico y Bursátil  
gabriel.casillas@banorte.com

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

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

**Estrategia de Renta fija y tipo de cambio**

**Alejandro Padilla**  
Director de Estrategia  
Renta Fija y Tipo de Cambio  
alejandro.padilla@banorte.com

**Santiago Leal**  
Subdirector de Estrategia  
Tipo de Cambio  
santiago.leal@banorte.com

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

Documento destinado al público en general

Nube lingüística del comunicado de diciembre 2019



Fuente: Banorte con datos de Banxico

Nube lingüística del comunicado de noviembre 2019



Fuente: Banorte con datos de Banxico

**Banxico recortó la tasa de referencia en 25pb a 7.25%.** La decisión resultó en línea con nuestra expectativa y la del mercado. No obstante, y asumiendo que todos los miembros estuvieron presentes en la decisión, cuatro votaron por un recorte de 25pb, en vez de tres en las últimas dos decisiones, mientras que solo uno (previo: dos miembros) favoreció una reducción de 50pb. Creemos que esto probablemente sorprendió al mercado del lado *hawkish*. En este sentido, en [nuestro documento previo a la decisión](#) argumentamos que uno de los disidentes (que en las dos reuniones anteriores fueron los Subgobernadores Esquivel y Heath) podría haber cambiado su voto a favor de -25pb, creyendo que la economía mejorará en 2020.

**En nuestra opinión, el tono sigue siendo *dovish*, aunque ligeramente menor.** En este sentido, el banco central reafirmó que la economía continúa débil, argumentando que la holgura seguirá aumentando en el 4T19 y con el balance de riesgos para el crecimiento todavía sesgado a la baja. Los riesgos globales también están sesgados a la baja a pesar de avances en cuanto a las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, los resultados electorales en Reino Unido y mejores señales de actividad económica en indicadores adelantados (*i.e.* PMI's globales). Lo anterior, en conjunto con [el acuerdo sobre las modificaciones al T-MEC](#), ha resultado en un mayor apetito por riesgo y una disminución de los riesgos para la estabilidad financiera, apoyando una apreciación del tipo de cambio –lo que a su vez reduce el riesgo del traspaso de variaciones de este a los precios–. Adicionalmente, añadieron que las expectativas de inflación de corto plazo se han moderado.

No obstante, creemos que es menos *dovish* debido a cambios importantes en el balance de riesgos para la inflación. El más importante tuvo que ver con los cambios tras el [aumento al salario mínimo](#), mismo que sigue siendo el segundo riesgo al alza más importante hacia delante. En particular, brindaron detalles adicionales acerca del posible impacto que este anuncio podría tener, incluyendo mayores salarios en otros segmentos de la población (el llamado ‘efecto faro’), posibles impactos en el empleo formal (basados en [investigaciones recientes del banco central](#)) y en precios. Consideramos que esto fue lo suficientemente relevante como para que Banxico sugiriera que podría implicar una revisión al alza en sus estimados de inflación para 2020 (ver tabla abajo). También notamos la adición de un nuevo riesgo para la estabilidad financiera relacionado al posible contagio de otras economías emergentes, principalmente de América Latina, por factores idiosincráticos. En general, y tal y como percibimos en las últimas minutas, una postura prudente es necesaria en un contexto en el que el panorama de inflación sigue siendo altamente incierto.

**Pronósticos de Banxico de inflación general y subyacente**  
% anual, promedio trimestral

	2019		2020				2021		
	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
<b>INPC</b>									
Informe 3T19	3.3*	3.0	3.5	3.1	3.1	3.0	2.8	2.9	2.9
Informe 2T19	3.3	3.2	3.4	3.1	3.1	3.0	2.9	3.0	--
<b>Subyacente</b>									
Informe 3T19	3.8*	3.6	3.6	3.2	3.1	2.9	2.8	2.9	2.9
Informe 2T19	3.7	3.5	3.4	3.1	3.0	2.9	2.9	3.0	--

Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 3T19; \*Datos observados

**Banxico continuará el ciclo de relajamiento monetario.** Resaltamos que este es el primer recorte desde 2014 en el cual el banco central recorta la tasa a pesar de que el Fed no tomó una acción en el mismo sentido previamente, confirmando que Banxico ha comenzado a desviarse de la política monetaria en EE.UU. Además, creemos que el ligero cambio en términos de la votación sugiere que se ha fortalecido la postura de prudencia del instituto central, resultando también en una mayor probabilidad de que se materialice nuestra expectativa de recortes en una magnitud de 25pb por reunión. En este contexto, reiteramos nuestra expectativa de que el banco central recortará la tasa de referencia en un total de 125pb durante 2020, alcanzando 6.00% al cierre del año. En el corto plazo anticipamos tres recortes consecutivos de 25pb cada uno, en las decisiones de febrero, marzo y mayo.

No obstante, nuestra convicción acerca de la magnitud total del ciclo de relajamiento ha disminuido. Esto se basa en nuestra percepción de mayores preocupaciones sobre el panorama inflacionario entre los miembros de la Junta, lo que a su vez podría estar reflejando más la influencia de factores estructurales en vez de cíclicos. En este sentido, estaremos atentos a las minutas de esta decisión, esperando información más detallada y valiosa sobre la postura respecto al balance de riesgos para los precios. Por último y a pesar de que algunos riesgos a la estabilidad financiera se han reducido, creemos que Banxico considera adecuado permanecer prudente ante la posibilidad de un repunte en las condiciones de volatilidad. Esto último podría deberse tanto a factores globales como domésticos, permaneciendo como una fuente potencial de traspaso al alza para la inflación subyacente, en particular en la medida en que la ventaja del peso en términos del *carry* se erosiona gradualmente.

*De nuestro equipo de Estrategia de renta fija y tipo de cambio*

**Presiones en tasas locales con una parte corta de la curva manteniendo una valuación poco atractiva.** Consistente con nuestra interpretación sobre el tono de esta decisión, el mercado de renta fija local registró una toma de utilidades generalizada en tasas de interés, imprimiendo pérdidas de 11pb en promedio en la curva de Bonos M y de 12pb en *swaps* de TIEE-28, concentradas en plazos medios. Con ello, el mercado descuenta cerca de 113pb de recortes implícitos acumulados para fin de 2020, desde 139pb al cierre de ayer. En nuestra opinión, la valuación actual de la curva de rendimientos mexicana combinada con el sesgo del comunicado sugiere una parte corta que seguirá siendo poco atractiva. Con ello y en línea con nuestra visión más reciente, consideramos apropiado esperar mejores niveles y condiciones mercado para nuevas posiciones largas en Bonos M de largo plazo, principalmente en el Bono M Nov'47.

En el mercado cambiario, el peso mexicano mostró una reacción muy limitada a la decisión de Banxico, más aún al comparar con el efecto observado en las tasas locales. La divisa mantuvo operación entre 18.93 y 18.97 por dólar tras la decisión, finalizando la jornada en 18.93 (+0.2%). El peso se mantiene cercano a máximos desde julio, y perfila una apreciación en el año de 3.8%. Ante esta situación, [recientemente revisamos nuestros estimados](#) para cierre de este año a USD/MXN 19.30 y para 2020 en 20.20, evaluando niveles cercanos a la operación actual para nuevas posiciones largas en USD.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, 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, Eridani Ruibal Ortega 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
<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.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
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
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.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454