

Minutas de Banxico - Postura prudente necesaria ante un escenario altamente riesgoso

16 de agosto 2018

www.banorte.com
[@analisis_fundam](https://twitter.com/analisis_fundam)

- **Banxico acaba de publicar las minutas de la reunión que tuvo lugar el pasado 1º agosto, en la que la Junta de Gobierno decidió mantener la tasa de referencia sin cambios en 7.75%**
- **En nuestra opinión, el tono de las minutas no muestra grandes desviaciones con respecto al comunicado de política monetaria, detallando el pensamiento detrás de la decisión de Banxico**
- **Adicionalmente, estas continúan apoyando nuestro estimado de que Banxico mantendrá la tasa de referencia sin cambios por los próximos 18 meses, sin descartar la posibilidad de mayores incrementos si el panorama inflacionario se deteriora**
- **La combinación de la valuación actual de instrumentos a corto plazo y la aseveración de Banxico sobre la inflación, crecimiento y el tipo de cambio continúa siendo favorable para nuestra idea de inversión en el Udibono Jun'22**

Gabriel Casillas
Director General Adjunto
Análisis Económico y Bursátil
gabriel.casillas@banorte.com**Delia Paredes**
Director Ejecutivo o Análisis Económico
delia.paredes@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**Juan Carlos Alderete, CFA**
Estratega Senior, Tipo de Cambio
juan.alderete.maca@banorte.com**Santiago Leal**
Estratega
Renta Fija y Tipo de Cambio
santiago.leal@banorte.com

En nuestra opinión, el tono de las minutas no muestra grandes desviaciones con respecto al comunicado de política monetaria, detallando el pensamiento detrás de la decisión de Banxico. La Junta de Gobierno justificó su decisión de mantener la tasa de referencia sin cambios en 7.75% argumentando que: (1) El cambio reciente en los precios relativos, explicado por las recientes presiones en los precios de los energéticos, es temporal; (2) tanto las expectativas de inflación derivadas de encuestas como de instrumentos de mercado para el mediano y largo plazo se han mantenido relativamente estables; (3) la holgura en la economía ha incrementado, reduciendo la probabilidad de que se presenten presiones inflacionarias por el lado de la demanda; y (4) la inflación subyacente continúa mostrando una tendencia a la baja, la cual se espera que continúe. Adicionalmente, la Junta reconoció la apreciación del peso desde la decisión anterior, así como un periodo de menor volatilidad en los mercados financieros internacionales.

Preocupación ante un escenario altamente incierto. Una palabra utilizada constantemente por la Junta de Gobierno para describir el escenario fue "incertidumbre". Con respecto al crecimiento, concuerdan que las condiciones económicas se han deteriorado y que, para 2018, es muy probable que el crecimiento se ubique en la parte inferior de su rango estimado de 2%-3%, aunque recuperándose en 2019. Dentro de los principales riesgos para el crecimiento destacaron: (1) Una negociación desfavorable del TLCAN; (2) la posibilidad de que la producción petrolera siga resultando por debajo de lo esperado; (3) incertidumbre sobre la política económica que pueda seguir la nueva administración, particularmente en temas fiscales.

Documento destinado al público en general

El balance de riesgos de inflación mantiene un sesgo al alza. Como mencionamos en el párrafo anterior, Banxico considera que el reciente repunte en la inflación será temporal y que la subyacente, que es el componente que de acuerdo a la Junta de Gobierno responde de manera más clara a la política monetaria, ha mantenido una trayectoria descendente. Una vez más consideraron que el panorama es difícil de vislumbrar ya que el escenario continúa siendo altamente incierto, con riesgos importantes como: (1) La posibilidad de un entorno de menor actividad económica y una inflación persistentemente por arriba del objetivo; (2) mayores presiones en los precios agrícolas y energéticos; y (3) las políticas económicas de la nueva administración -como un posible cambio a la manera en la que se determina el salario mínimo-, o un posible deterioro en las finanzas públicas.

Una política monetaria prudente, con posibilidad de ver mayoría s incrementos de la tasa... La autoridad monetaria parece estar cómoda con la postura monetaria actual, recordando que, en el caso de un choque que requiera un ajuste del tipo de cambio real, ellos actuaran para evitar efectos de segundo orden en los precios para mantener las expectativas inflacionarias ancladas. Por el momento, estos impactos han provenido del lado de la oferta, mientras que no se aprecia ninguno por el lado de la demanda. Sin embargo, dada la incertidumbre alrededor del escenario, *“...algunos mencionaron que no pueden descartarse aumentos adicionales de la tasa de referencia...”*. En nuestra opinión, esta discusión sugiere que Banxico no seguirá subiendo tasas si no es completamente necesario, incluso si la inflación no está en línea con sus estimaciones y le toma mas tiempo converger al objetivo. En este contexto, estamos de acuerdo con los puntos de vista de la Junta de Gobierno en cuanto a la estrategia de comunicación que deberían seguir en tal caso, que debería *“... proporcionar una guía sobre la manera en que el Banco Central responde ante distintos tipos de choques con la finalidad de reoptimizar su postura de política monetaria postura para que esta sea consistente con el cumplimiento de la meta en el horizonte referido...”*.

...pero probablemente no en el futuro cercano. La Junta de Gobierno argumentó que un banco central con un régimen de objetivos de inflación debe implementar su política monetaria con base en sus estimados, con explicaciones claras sobre las posibles desviaciones del objetivo que puedan ocurrir, a falta de una acción de política monetaria para corregirla. En particular, un miembro añadió que *“...aun bajo la presencia de choques que justifiquen un cambio en la postura de política monetaria, por ejemplo al percibirse el riesgo o la presencia de efectos de segundo orden sobre los precios, es viable justificar la posposición del cumplimiento de la meta de inflación, siempre y cuando se perciba que la respuesta de política monetaria a dichos choques es adecuada y congruente con el cumplimiento de la meta inflacionaria, si bien en un plazo razonablemente mayor...”*

Mantenemos nuestra opinión de que Banxico mantendrá la tasa en 7.75% en los próximos 18 meses. Esperamos que la inflación se mantenga en niveles similares a los actuales en los próximos meses, pero convergiendo hacia nuestro 4.3% hacia fin de año. En términos del tipo de cambio, pensamos que el peso mexicano continuará mostrando un comportamiento ordenado, a pesar del repunte actual en la volatilidad, con nuestro pronóstico para fin de año en 18.60 pesos por dólar. Adicionalmente, la nueva administración se ha comprometido a mantener políticas fiscales y fundamentos macroeconómicos sólidos. En cuanto a la postura monetaria relativa con EE.UU., destacamos que la próxima reunión de Banxico será una semana después de la reunión del FOMC de septiembre, en la cual esperamos que incrementen el rango de los *Fed Funds* en 25pb. Un miembro comentó que el diferencial de la tasa de interés entre México y EE.UU. permanece en niveles altos -y prudentes-, a pesar de una disminución en el diferencial inflacionario, con la prima por plazo manteniéndose estable, lo cual apoya nuestra visión de que Banxico tiene cierto margen para deslindarse del proceso de normalización del Fed, al menos en el corto plazo. Sin embargo, no podemos descartar nuevos episodios de alta volatilidad debido a factores tanto internos como externos, lo que aumenta la probabilidad de que Banxico incremente la tasa de referencia en otros 25pb antes de que termine el año.

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

La combinación de la valuación actual de instrumentos a corto plazo y la aseveración de Banxico sobre la inflación, crecimiento y el tipo de cambio continúa siendo favorable para nuestra idea de inversión en el Udibono Jun'22. Las minutas de Banxico mostraron una aseveración sobre los riesgos actuales más balanceada, destacando un sesgo *hawkish* en términos de la inflación, compensado de manera parcial por una visión *dovish* sobre el crecimiento. El documento también resaltó los principales catalizadores para el desempeño del tipo de cambio en los próximos meses, la mayoría de ellos globales (*e.g.* temas relacionados a geopolítica mundial, condiciones monetarias más restrictivas en EE.UU., y la agenda proteccionista del Presidente Trump). En general, el mercado de renta fija gubernamental mostró una reacción limitada a las minutas del banco central, con una curva de rendimientos descontando 23pb de alzas implícitas para lo que resta de 2018. Al analizar el diferencial entre la tasa real de 1 día ex ante de México y EE.UU., el nivel actual de 475pb sugiere un amortiguador de 75pb en la política monetaria relativa entre Banxico y la Reserva Federal. Como resultado, los riesgos asociados a instrumentos de corto plazo se encuentran más acotados después de la corrección de las últimas semanas. En este sentido, mantenemos nuestra idea de inversión en el Udibono Jun'22, el cual podría beneficiarse de la dinámica actual de inflación, especialmente con el cambio de metodología que tendrá lugar el 23 de agosto. Tomando en cuenta nuestros pronósticos de inflación, el *carry* de las UDIS para los 137 días que restan del año es de 2.43%, equivalente a 6.39% anualizado.

Respecto al tipo de cambio, la operación de este jueves muestra un efecto nulo a la publicación de las minutas con la dirección del mercado aun obedeciendo a la percepción de riesgo de los inversionistas. En este sentido los temas geopolíticos han dominado la agenda global como ha sido el caso del desarrollo de la situación en Turquía y la dinámica de los temas comerciales. El peso mexicano se aprecia 0.86% a 18.97 por dólar, recuperándose de una depreciación ayer de 1.35% en donde alcanzó hasta USD/MXN 19.30 siguiendo varias sesiones de gran volatilidad.

Sobre este punto, desde el 7 de agosto el peso mexicano acumula pérdidas de 2.7% contra una depreciación de 3.2% de una canasta de divisas emergentes. En el espacio técnico el PM de 200 días en 19.04 continuará como una referencia de corto plazo importante así como la zona de 19.23 donde convergen el promedio móvil de 100 días y una figura de Fibonacci. Ante la posibilidad de experimentar mayor afectación en mercados emergentes, seguimos viendo la posibilidad de tener un peso presionado en el corto plazo. No obstante, reiteramos nuestro estimado para cierre de año en 18.60 por dólar. Para mayor detalle sobre nuestra trayectoria restante en el año consultar: “*Expectativas de tasas, divisas y commodities para el 3T18*” <[pdf](#)>, publicado el 24 de julio de 2018.

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 y Gerardo Daniel Valle Trujillo 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, fungen 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 o 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
Katía Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
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
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
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector de Estrategia de Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

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
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	Analista 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	rvlazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454