

Minutas Banxico – No abren puerta a recortes pero cierran posibilidad de alzas

- Banxico publicó las minutas de la reunión del pasado 7 de febrero, en la que la Junta de Gobierno decidió mantener la tasa de referencia en 8.25%
- Consideramos que el tono de las minutas es consistente con el sesgo menos *hawkish* que percibimos en el comunicado, en particular ante una perspectiva de crecimiento más compleja, tanto a nivel global como local
- Sin embargo, creemos que el banco central continuó enfatizando su postura de prudencia ante una gran incertidumbre en el panorama inflacionario, con riesgos todavía sesgados al alza
- Tomando en cuenta lo anterior, reiteramos nuestra expectativa de que el banco central mantendrá la tasa de referencia sin cambios durante el resto del 2019
- Hacia delante, vemos una mayor probabilidad de un recorte de tasas en 2020
- Los mercados locales percibieron la esencia *dovish* de las minutas de Banxico hoy

En nuestra opinión, el tono de las minutas es consistente con un sesgo menos *hawkish* que percibimos en el comunicado. Banxico publicó las minutas de la reunión del pasado 7 de febrero, en la que la Junta de Gobierno decidió, en una votación unánime, mantener la tasa de referencia en 8.25%. Cabe recordar que esta fue la primera decisión con la participación de los dos subgobernadores ratificados recientemente, Jonathan Heath y Gerardo Esquivel, quienes, como hemos venido comentando, creemos que tienen un enfoque más hacia temas de crecimiento, lo que pensamos se refleja en algunos comentarios del documento. En particular, la Junta de Gobierno dio más detalles sobre los factores detrás de la desaceleración del crecimiento global y local, con los riesgos claramente sesgados a la baja. No obstante, consideramos que el banco central mantiene una postura prudente debido a la alta incertidumbre con respecto a la inflación, con los riesgos aún sesgados al alza.

Perspectiva de crecimiento global y local más retadora. En línea con lo esperado, observamos una discusión nutrida sobre el panorama para la actividad económica. A nivel global, la mayoría de la Junta de Gobierno indicó que el balance de riesgos presentó un “...importante sesgo a la baja, y uno añadió que este se ha deteriorado...”. Dentro de los factores que destacaron se encuentran: (1) Un escalamiento de las tensiones comerciales; (2) menor crecimiento de China al anticipado; y (3) factores geopolíticos e idiosincráticos. Como resultado, los pronósticos de crecimiento para este año y el próximo se han revisado a la baja. Adicionalmente, un miembro apuntó que la probabilidad de una recesión en EE.UU. en los próximos doce meses ha aumentado, mientras que otros mencionaron que algunas variables financieras ya aluden a esta posibilidad.

21 de febrero 2019

www.banorte.com
@analisis_fundam

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

Delia Paredes
Director Ejecutivo Análisis Económico
delia.paredes@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

En el frente local y como mencionamos previamente, la Junta de Gobierno destacó la significativa desaceleración de la actividad económica en el 4T18., misma que podría extenderse a los primeros meses del año. Sin embargo, se concluyó que todavía es muy pronto para saber el efecto ya que no hay suficiente información. Adicionalmente, se mostraron preocupados por el posible impacto que pueda tener el retraso en la distribución de combustibles, el bloqueo en vías férreas y las huelgas en Tamaulipas sobre la actividad económica. En este contexto, la mayoría destacó la revisión a la baja en las expectativas de crecimiento para 2019 por parte de los analistas, con un miembro mencionando que “...no sorprendería que la tasa de crecimiento del primer trimestre de 2019 sea negativa...”, mientras que otro agregó que “...el deterioro en las perspectivas de crecimiento es lo que más preocupa...”.

Los principales riesgos a la baja para el crecimiento son: (1) Obstáculos en el proceso de ratificación del T-MEC; (2) mayor incertidumbre interna y menor confianza en las perspectivas de la economía mexicana; y (3) retrasos en la ejecución del gasto público. En el mediano y largo plazo, la mayoría de los miembros destacó “...la fragilidad financiera y el futuro de Pemex y, en particular, el riesgo de un deterioro adicional en su calificación crediticia, ya que ello podría impactar el costo financiero del gobierno federal y, en general, a las condiciones de acceso a financiamiento externo del país...”. En conclusión, todos los miembros comentaron que el balance de riesgos para el crecimiento permanece sesgado a la baja, con algunos considerando que se presentó un deterioro adicional.

A pesar de mejoría en la inflación general, la Junta de Gobierno permanece cautelosa. Las minutas reflejan la caída de la inflación general entre noviembre y enero de 4.72% a 4.37%, principalmente por menores presiones sobre la no subyacente. A pesar de esto, un miembro advirtió que la caída de enero se debió a factores no recurrentes, tales como la reducción de impuestos en la frontera norte. Adicionalmente, todos estuvieron de acuerdo sobre el hecho de que la inflación se ha mantenido estancada en niveles de 3.6% durante los últimos 10 meses. Esto continua siendo preocupante dado que este subíndice es más adecuado para medir presiones fundamentales en los precios y que es el componente que más debería de responder a las acciones de política monetaria.

Otro factor que destacaron fue el comportamiento mixto de las expectativas de inflación, ya que a pesar de que para la general mejoraron, las de la subyacente no lo hicieron. Además, algunos miembros dijeron que la persistencia de la inflación subyacente ha contaminado las expectativas. Dentro de los riesgos, la mayoría mencionó la posibilidad de presiones en el tipo de cambio, incluyendo también: (1) Renovadas presiones en energéticos y/o agropecuarios; (2) un posible escalamiento en las medidas proteccionistas; y (3) un deterioro de las finanzas públicas. Algunos también dijeron que una prolongación de los choques transitorios durante los primeros meses de 2019 también constituye un riesgo, además de que todos concuerdan que aún podrían presentarse impactos directos e indirectos tras el fuerte incremento al salario mínimo. En este sentido, la mayoría de los miembros, “...consideró que el balance de riesgos respecto a la trayectoria esperada para la inflación mantiene un sesgo al alza, en un entorno de marcada incertidumbre...”.

Se intensifica el debate entre *hawks* y *doves*. En nuestra opinión, observamos posturas claramente más acomodaticias, con el grueso de las opiniones con un sesgo más restrictivo concentradas al final del documento. Uno de los comentarios que más nos llamó la atención del lado *dove* fue en torno a la postura hacia delante, sosteniendo que “...*el Instituto Central debería estar atento a las condiciones imperantes en la economía mexicana para que el mantenimiento de una postura monetaria muy restrictiva no se prolongue demasiado, en caso de que las condiciones de holgura de la economía continúen ampliándose de manera significativa...*”. Por el contrario, otro miembro comentó que “...*la comunicación del Instituto Central no debería reflejar un relajamiento de la postura monetaria ante el debilitamiento de la actividad económica, sino la persistencia de los riesgos para la inflación, reforzando así la credibilidad de la política monetaria...*”.

Mantenemos nuestra expectativa de que el banco central mantendrá la tasa de referencia sin cambios durante el resto del 2019. Consideramos que en balance, la Junta de Gobierno se encuentra más preocupada por los posibles riesgos al alza para la inflación, justificando la necesidad de mantener una postura prudente. En particular, reconocen la alta incertidumbre sobre el panorama para los precios, que la caída reciente en la inflación se explica por la disminución de la no subyacente y que la subyacente mantiene una elevada resistencia a la baja. Por el contrario, las minutas confirman nuestra lectura previa de un tono menos *hawkish* ante mayor preocupación sobre el panorama de crecimiento, tanto a nivel global como local, lo cual podría resultar en una mayor holgura en términos de la brecha del producto.

Considerando estos factores, así como nuestra expectativa de crecimiento para este año de 1.5% anual, inflación en 3.5% anual y de la política monetaria global, mantenemos nuestra expectativa de que Banxico mantendrá la tasa de referencia en 8.25% el resto del año. Hacia delante, vemos una mayor probabilidad de un recorte de tasas en 2020.

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

Los mercados locales percibieron la esencia *dovish* de las minutas de Banxico hoy. Las minutas de Banco de México publicadas este jueves fueron *dovish* en esencia, aunque prudentes en la estrategia de conducción de la política monetaria, situación ampliamente esperada por el mercado. Como resultado, la curva de rendimientos mostró pocos cambios pero observó una modesta toma de utilidades después de un balance semanal positivo hasta el momento. Desagregando la información al interior de las minutas, por un lado destacaron comentarios *dovish* sobre el panorama de crecimiento, dando soporte al reciente aplanamiento de la curva (2 vs 10 años) a 25pb, después de subir en enero de 14pb a 36pb. No obstante, vale la pena señalar que el componente de riesgo crediticio pudiera afectar hacia delante los instrumentos de mayor duración. En este sentido, los diferenciales de tasa respecto a *Treasuries* se han estabilizado en las últimas semanas, señal de que los inversionistas reconocen estos niveles de prima de riesgo como congruentes con el perfil actual de México.

Por otra parte, los miembros de la Junta de Gobierno hicieron alusiones neutrales respecto a la dinámica de inflación, reconociendo la mejoría en el índice general en términos anuales respecto al comunicado de política monetaria anterior, pero reconociendo que el balance de riesgos se mantiene sesgado al alza (con el componente subyacente encontrando una fuerte resistencia en los últimos 10 meses para una convergencia más rápida al objetivo y factores que pudieran afectar la dinámica de inflación hacia delante) así como expectativas de mediano y largo plazo que se encuentran todavía alejadas de la meta. En este sentido, los *breakevens* de inflación de 3 y 5 años se encuentran en 3.76%, debajo de la media de los últimos 12 meses en 3.92% y 3.95%, respectivamente. Mientras tanto, las expectativas implícitas de 10 y 30 años se ubican en 4.05% y 4.19%, con un premio más limitado respecto a semanas anteriores. Esto sugiere que el valor relativo de los Udibonos de largo plazo se mantiene bajo respecto a Bonos M. En general, esto sugiere una mayor estabilidad en tasas de interés dado el importante diferencial respecto a Estados Unidos, lo cual implica un *carry* muy atractivo en papeles mexicano. En específico, el diferencial de la tasa real ex-ante de corto plazo se mantiene muy elevado en 442pb. Sin embargo, esto estará condicionado a los factores que puedan mover la prima de riesgo embebida en tasas de interés en México. Tomando en cuenta lo anterior, consideramos adecuado esperar mejores niveles de entrada para posiciones largas direccionales en el *belly* de la curva de Bonos M, después de la recomendación de toma de utilidades en los Bonos M Jun'22 y Dic'23 de la semana pasada.

En el mercado cambiario la reacción a las minutas fue modesta, con la operación en el MXN manteniéndose cercana a los 19.24 por dólar, equivalente a una depreciación de 0.2% respecto al cierre de ayer. Al interior del documento, destacamos los apuntes sobre los importantes ajustes que se han observado recientemente en el tipo de cambio real, derivados del deterioro de la balanza petrolera y la menor disponibilidad de recursos externos.

Expresado en un tipo de cambio real más alto, también es importante comentar sobre los efectos competitivos producto de la dinámica actual de la inflación, más aun considerando la persistencia en el componente subyacente. De acuerdo a nuestro modelo de tipo de cambio real efectivo, el peso mexicano observa un valor justo al día de hoy en alrededor de 18.98 pesos por dólar. Ante las condiciones actuales, esta situación sugiere una operación del cruce en el corto plazo limitada a un piso cercano a estos niveles. Consistente con este punto, el desempeño más reciente del USD/MXN ha encontrado fuertes resistencias en la región de 18.88 (mínimo de enero) y dificultad para romper la barrera de 19.00. No descartamos una operación nuevamente alrededor de estos rangos, donde evaluaríamos reabrir recomendaciones para nuevas posiciones largas en dólares, reafirmando nuestra visión sobre una valuación encarecida al operar en estos niveles.

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