

## Minutas de Banxico – Decisión unánime aunque con diferencias en el tono del comunicado

- **Banxico acaba de publicar las minutas de su reunión celebrada el 28 de marzo, en la que la Junta de Gobierno decidió mantener la tasa de referencia sin cambios en 8.25%**
- **Destacamos que, a pesar de que la decisión sobre la tasa de referencia fue unánime, un miembro de la junta, Gerardo Esquivel, manifestó no estar de acuerdo con el comunicado, acción que no tiene precedentes para Banxico**
- **La Junta de Gobierno está de acuerdo en que existen riesgos a la baja para el crecimiento, mientras que para los de la inflación están sesgados del lado negativo**
- **Seguimos esperando que Banxico inicie un ciclo de baja de tasas en su reunión del 27 de junio con un recorte de 25pb**
- **Una amplia mayoría de los miembros consideró que aún se requiere una postura prudente y firme**

**Decisión unánime, pero con un disidente en el comunicado.** Banxico acaba de publicar las minutas de la reunión celebrada el 28 de marzo, en la que la Junta de Gobierno decidió mantener la tasa de referencia sin cambios en 8.25%. Aunque la decisión fue unánime, el subgobernador Gerardo Esquivel destacó que no estaba de acuerdo con el comunicado. Esto no tiene precedentes para Banxico después de que decidió identificar la dirección del voto de cada miembro en mayo de 2018. Desde entonces, hemos observado disidencias en cuanto a la votación, pero no en lo que respecta al comunicado. El subgobernador Esquivel argumentó que difiere tanto en el tono restrictivo que lo caracteriza, así como en el balance de riesgos para la inflación. En el primer caso, hubiera preferido transmitir un tono más neutral, mientras que, en términos de inflación, considera que los riesgos negativos son suficientes para compensar otros riesgos.

**Riesgos a la baja para el crecimiento en medio de menores perspectivas de crecimiento global.** La Junta de Gobierno de Banxico estuvo de acuerdo en que las condiciones de crecimiento se han deteriorado, por lo que no esperan que los bancos centrales restrinjan las condiciones monetarias en el futuro cercano. Para la economía mexicana, expresaron su preocupación por los niveles de inversión mientras ven moderación en otros componentes de la demanda agregada. La mayoría de ellos argumentó que la actividad económica está resintiéndose los choques transitorios que sufrió la economía en 1T19. Sin embargo, algunos de ellos todavía no están seguros si la desaceleración económica es transitoria o no, ya que algunos indicadores apuntan a un cambio de tendencia en el ciclo económico.

11 de abril 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.mactal@banorte.com

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

Documento destinado al público en general

En general, acordaron que el balance de riesgos para el crecimiento es negativo, mencionando, entre otros, los riesgos que: (1) “...se prolongue o se deteriore el actual ambiente de incertidumbre que ha mantenido en niveles bajos la inversión y que pudiera dar lugar a que los consumidores reduzcan su gasto...”; (2) “...que se materialice una reducción de la calificación crediticia de empresas productivas del Estado o del soberano mismo...”; (3) “...que en el ejercicio del gasto público se presente un mayor retraso del que normalmente sucede al inicio de cualquier administración...”; (4) “...riesgos derivados del proceso de ratificación del nuevo tratado de libre comercio con Estados Unidos y Canadá...”; y (5) “...la posibilidad de una recuperación más lenta a lo previsto de la producción petrolera...” Además, agregaron la posibilidad de ingresos tributarios menores a lo esperado que pudiera limitar el gasto público, junto con la mayor probabilidad de una recesión en los EE.UU., entre otros.

**Los riesgos de inflación siguen sesgados al alza.** En términos de inflación, consideraron que las cifras recientes están en línea con su propia convergencia estimada hacia la meta de inflación. No obstante, discutieron en detalle la persistencia de la inflación subyacente, que se ha mantenido por encima de 3.5% durante 53 quincenas consecutivas, lo que eventualmente podría llevar a un deterioro de las expectativas. Concluyeron, excepto por Gerardo Esquivel como ya mencionamos anteriormente, que aunque existen algunos riesgos a la baja, las presiones alcistas podrían eventualmente hacer que la trayectoria esperada de la inflación diverja de lo inicialmente estimado.

**Otros riesgos para el panorama económico.** Los miembros de la Junta de Gobierno también discutieron otros factores que podrían afectar en particular los mercados financieros, como es la situación financiera de Pemex, entre otros, porque muchos inversionistas institucionales dedicados a mercados emergentes poseen una amplia gama de activos mexicanos. Llegaron a la conclusión de que Pemex enfrenta importantes desafíos financieros que podrían representar un riesgo para la estabilidad macroeconómica, ya que podrían llevar a una baja de la calificación no solo de la empresa sino también de la calificación crediticia del país.

**¿Qué sigue para la política monetaria?** En nuestra opinión, las actas revelan algunas discusiones sobre cuáles serían los próximos pasos para la política monetaria, con la gran mayoría de acuerdo en que se requiere una postura firme y prudente por el momento, de modo que las expectativas de inflación converjan con el objetivo del 3%. No obstante, aunque la Junta de Gobierno estuvo de acuerdo en que es probable que la holgura en la economía se amplíe en los próximos trimestres, solo un miembro -probablemente Gerardo Esquivel-, dijo que la autoridad monetaria no debería extender las condiciones restrictivas por más tiempo, ya que el balance de riesgos para el crecimiento es claramente negativo, mientras que la perspectiva de inflación es estable. En este contexto, dijo que deberían cerrar la puerta al ciclo de alzas pronto. Sin embargo, otro miembro alertó que esto podría tener implicaciones para la estabilidad financiera.

Este mismo miembro destacó que el único mandato del banco central es la estabilidad de precios y que podrían influir en el comportamiento cíclico alrededor de la tendencia de crecimiento a largo plazo, pero no en la tendencia misma.

**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 en las cifras de los próximos meses. 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% anual. 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. 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.

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

**Ganancias en bonos mexicanos ante minutas de Banxico más *dovish*.** Las tasas locales se aprecian 2pb en promedio después de una aseveración más *dovish* de Banxico en términos de crecimiento en inflación respecto a la interpretación del mercado sobre el comunicado. Los inversionistas reconocen que algunos miembros continúan preocupados por el grado de desaceleración de la economía global y dudan sobre el nivel de flexibilidad de la economía mexicana ante diversos vientos en contra provenientes del exterior. Sin embargo, los miembros de la Junta de Gobierno continúan cautelosos sobre la inflación. Los participantes del mercado también están reaccionando a los comentarios disidentes del subgobernador Esquivel con relación al tono del comunicado, ofreciendo una visión más *dovish* en relación con el estado actual de la economía y la inflación. Como resultado, la curva de rendimientos descuenta -33pb de recortes implícitos acumulados para finales de 2019 y -100pb en 2020. En términos de estrategia mantenemos una visión positiva sobre las tasas de interés en México, ya que esperamos que continúen beneficiándose de la inercia *dovish* global. Sin embargo, sugerimos esperar mejores niveles de entrada para nuevos largos direccionales en Bonos M de 20 años.

En el cambiario, la reacción fue modesta, aunque el peso mexicano revirtió operación este jueves ligeramente más débil respecto a lo observado en las últimas seis jornadas y que lo han impulsado a mantenerse debajo de los 19.00 pesos por dólar sostenidamente desde el lunes.

Actualmente registra niveles de USD/MXN 18.83, equivalente a una depreciación de 0.1% respecto al cierre de ayer, aunque muy cercano a niveles observados en la sesión europea de hasta 18.81, su lectura más fuerte desde el 20 de marzo, habiendo operado cerca de los 18.88 antes de la publicación. En nuestra opinión, el espacio de apreciación adicional para el peso ya es limitado, más aún al considerar un valor justo de acuerdo con nuestro modelo de tipo de cambio real en alrededor de 18.90 por dólar. En este sentido, valoramos puntos de entrada interesantes para nuevos largos 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, 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
<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
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

**Estrategía de Renta Fija y Tipo de Cambio**

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategía de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategía de Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategía 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	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.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