

## Minutas de Banxico refuerzan sesgo acomodaticio, en línea con lo esperado

10 de octubre 2019

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

- **Banxico acaba de publicar el acta de su última reunión de política monetaria en la que la Junta de Gobierno decidió reducir las tasas de interés en 25 pb**
- **Recordemos que esta no fue una decisión unánime con los subgobernadores Gerardo Esquivel y Jonathan Heath votando a favor de una acción más agresiva (-50bps)**
- **Ambos subgobernadores reconocieron que, aunque el sesgo de la política monetaria debería ser restrictivo, las condiciones actuales justifican tasas de interés más bajas**
- **En línea con lo esperado, las minutas muestran un tono acomodaticio, destacando el desempeño favorable de la inflación, así como los riesgos a la baja para la actividad económica**
- **Mantenemos nuestra expectativa de que la autoridad monetaria continuará con el ciclo de relajación monetaria hacia delante con dos recortes de tasas más de 25 pb cada uno en 2019**
- **Para 2020, seguimos pensando que el ciclo se extenderá con recortes de alrededor de 125bps para dejar la tasa de referencia en 6% a fines del próximo año**

**Minutas de Banxico mantienen sesgo acomodaticio.** El banco central acaba de publicar las minutas de su reunión celebrada el pasado 26 de septiembre, cuando la Junta de Gobierno redujo la tasa de referencia en 25pb para ubicarla en 7.75%. Cabe recordar que esta decisión no fue unánime, con dos subgobernadores, Gerardo Esquivel y Jonathan Heath, votando a favor de una acción más agresiva (una reducción 50 pb). En línea con nuestra expectativa, consideramos que el documento mantuvo un tono *dovish* (acomodaticio), ya que todos los miembros parecían estar a favor de una menor tasa de referencia, como resultado de cuatro factores: (1) El estancamiento de la actividad económica; (2) la caída de la inflación general, que alcanzó el objetivo del banco central en septiembre; (3) la ola de relajación a nivel global; y (4) el hecho de que los riesgos internos han disminuido, a pesar de que siguen siendo centrales para la perspectiva.

**Argumentos para un recorte de tasas más agresivo.** Como ya hemos mencionado, Gerardo Esquivel y Jonathan Heath votaron a favor de reducir la tasa en 50pb en lugar de 25pb. El subgobernador Esquivel argumentó que la inflación ha mostrado un desempeño mejor a lo esperado y que espera que tanto la inflación total como la subyacente converjan con el objetivo de Banxico. Asimismo, consideró que la ola de expansión global y la desaceleración económica de México abren la puerta a un ciclo de reducción de tasas aún mayor que el observado en el Fed.

### 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

### 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

Por su parte, Jonathan Heath argumentó que, si bien considera que el sesgo de la política monetaria debe seguir siendo restrictivo, las condiciones actuales justifican niveles más bajos de tasas de interés ante el aumento en la holgura de la economía, la convergencia de la inflación hacia el objetivo, el ciclo de relajación global y los niveles más bajos de aversión al riesgo.

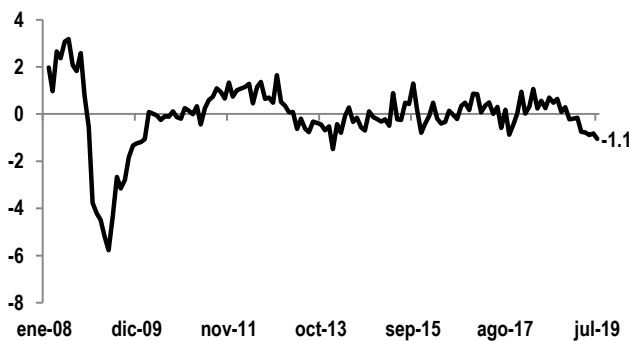
**La Junta de Gobierno está de acuerdo en que los niveles de holgura en la economía se han ampliado.** Aunque algunos miembros consideraron que las condiciones podrían mostrar cierta recuperación en la segunda mitad del año, todavía esperan una brecha de producción negativa. En este contexto, las discusiones sobre el crecimiento se centraron en los bajos niveles de inversión, que eventualmente podrían afectar las tasas de crecimiento en el futuro. En este contexto, un miembro consideró que los riesgos asociados con mantener las tasas altas por más tiempo del necesario no deberían minimizarse. Con respecto al balance de riesgos, a la baja, se consideraron, entre los factores globales, la ratificación del TMEC, así como nuevas reducciones en los ingresos fiscales y otros factores internos que pudieran afectar los niveles de confianza.

**Extensas discusiones sobre la perspectiva de inflación.** En línea con nuestra expectativa, las discusiones se centraron básicamente en las perspectivas de la inflación subyacente, ya que permanece por encima de los niveles objetivo, lo que preocupa a la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno. De acuerdo con las minutas, este fenómeno pudiera explicarse por los efectos indirectos de mayores salarios y precios de energéticos en la segunda mitad del año. Hacia delante, esperan que la inflación converja a los niveles objetivo, pero creen que la incertidumbre que rodea el escenario aún es muy alta. Entre los riesgos de una inflación al alza se mencionó: (1) La persistencia de la inflación subyacente por encima de los niveles objetivo a pesar de una brecha de producción cada vez más amplia; (2) el contagio de la depreciación del tipo de cambio que, a pesar de que reconocen que es bajo, no es cero; (3) riesgos externos relacionados con tarifas más altas; (4) finanzas públicas débiles junto con revisiones salariales por encima de las ganancias de productividad. Por el contrario, mencionaron la posibilidad de una apreciación del peso mexicano y las menores variaciones de los precios no subyacentes como los principales riesgos a la baja para la inflación.

**Riesgos internos han cedido.** La Junta de Gobierno reconoce que las primas de riesgo disminuyeron desde la reunión de política monetaria anterior, en línea con las de otros países emergentes, pero también a raíz de la reducción de los riesgos internos, ya que el presupuesto gubernamental 2020 y las medidas financieras tomadas en Pemex fueron relativamente bien recibidas por los mercados financieros. Sin embargo, todavía ven estos dos últimos como los principales riesgos para los mercados desde un punto de vista interno, mientras que la relación entre México y Estados Unidos también es motivo de preocupación. En este sentido, un miembro destacó que: “... *es particularmente importante que además de seguir una política monetaria prudente y firme, se impulse la adopción de medidas que propicien un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión, una mayor productividad y que se consoliden sosteniblemente las finanzas públicas...*”.

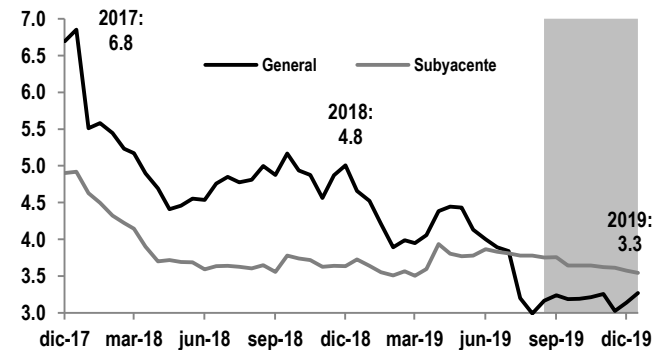
**Mantenemos nuestra opinión de que la autoridad monetaria comenzó un ciclo de baja con dos recortes de tasas más, de 25 pb cada una, en 2019.** Estos movimientos implican una tasa de 7.25% para fin de este año. Asimismo, estimamos que el ciclo continuará en 2020, con 75pb de recortes en 1S20 y otros 50 pb en la segunda mitad, lo que daría como resultado una tasa de referencia de 6% a finales del año que entra. Esta trayectoria implica recortes por 225pb acumulados desde el nivel de 8.25% justo antes de la decisión de agosto. Además de que esperamos que la brecha del producto siga siendo negativa (ver gráfico abajo a la izquierda), nuestra perspectiva es soportada en el hecho de que los bancos centrales globales también están en modo acomodaticio, lo que le da a Banxico flexibilidad adicional para un mayor estímulo sin reducir necesariamente el diferencial a corto plazo (tanto en términos nominales como reales) con EE.UU. de manera tan significativa como sería el caso si Banxico estuviera sólo en el ciclo o en un contexto de condiciones monetarias globales más estrictas. Cabe mencionar que este argumento fue mencionado en las minutas de la autoridad monetaria. Adicionalmente, nuestra expectativa también se basa en el hecho de que esperamos que la inflación se mantenga cerca del objetivo (gráfico abajo a la derecha), aun teniendo en cuenta condiciones monetarias más relajadas, mayores presiones en costos (incluyendo salarios) que pudieran incrementar la resistencia de la inflación subyacente a la baja, así como el efecto sobre las expectativas de inflación.

**Brecha del producto**  
% del PIB potencial



Fuente: Banorte con datos del INEGI

**Pronósticos de inflación**  
% anual, frecuencia quincenal



Fuente: INEGI, Banxico

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

***Las minutas de Banxico confirmaron que los activos locales descuentan de manera adecuada una política monetaria acomodaticia gradual pero prolongada***

Banco de México publicó las minutas de su decisión del 26 de septiembre, en donde redujo su tasa de referencia en 25pb, sin sorpresas para los inversionistas (sesgo *dovish* pero con un sentido de prudencia). En línea con las expectativas del mercado, Jonathan Heath y Gerardo Esquivel fueron los votos disidentes (a favor de un recorte de 50pb en esta ocasión). En general son minutas con un tono *dovish* que dan sustento a la expectativa de mayores recortes en la tasa de Banxico para lo que resta de este año y el siguiente. De tal forma, la curva mexicana descuenta -48pb de recortes implícitos para lo que queda del año (reuniones el 14 de noviembre y el 19 de diciembre), y un total de -176pb de disminuciones esperadas hasta finales de 2020.

La exposición de motivos de ambos miembros que votaron a favor de 50pb sugirió que seguirán empujando por una estrategia de un mayor estímulo monetario y probablemente más agresivo. Sin embargo, estas visiones podrían contrarrestar un poco con el resto de los miembros. En relación a crecimiento destacó una notoria preocupación sobre la dinámica actual. Sobre la inflación, los miembros de la Junta de Gobierno reconocieron la convergencia de la inflación general anual hacia el objetivo de 3%, pero con cautela en términos del desempeño del componente subyacente. Asimismo, resaltaron que existe un panorama global complicado, retos importantes al interior en México, por lo que probablemente continuarán con el ciclo de bajas pero de una manera gradual y prudente, especialmente viendo al resto del mundo bajar tasas. En este contexto, Banxico podría reducir en una mayor magnitud su tasa de referencia respecto a la estrategia del Fed, tomando en cuenta el amplio diferencial que existe entre las tasas reales ex ante de un día, que actualmente se encuentra en 473pb, un máximo no observado desde agosto de 2018, y que ofrece un colchón adicional a Banxico por cerca de 125pb tomando en cuenta el nivel de equilibrio de largo plazo. Los bonos locales observan presiones de 3pb, siguiendo el desempeño de otras tasas de interés en el mundo, y sin ganar tracción de las minutas publicadas hoy. Si bien a nuestro parecer las condiciones actuales siguen aludiendo a un escenario favorable para tasas de interés en el mundo, permeándose hacia el mercado mexicano, consideramos adecuado esperar mejores niveles de entrada para nuevos largos direccionales en la curva de Bonos M, especialmente en el instrumento de 30 años Nov'47. En el mercado cambiario, el peso extiende las ganancias de inicios de la jornada, en un contexto de debilidad generalizada del dólar frente a divisas del G10 y emergentes, operando 0.5% más fuerte respecto al cierre previo en USD/MXN 19.47. Las minutas de hoy dan sustento a la tesis de que el *carry* embebido en la moneda continuará siendo un anclaje importante en el corto plazo, con la expectativa de una erosión gradual en los próximos trimestres. En términos de estrategia, esperamos mejores niveles de entrada (entre 19.35 y 19.40 pesos por dólar) para iniciar una nueva estrategia táctica de corto plazo de compra de dólares.

## 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, Luis Leopoldo López Salinas, 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.

<b>Referencia</b>	
<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.rozco.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.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