

La relevancia del choque financiero debido a la pandemia del COVID-19. En nuestra opinión, destacó la inclusión de varios comentarios sobre la evolución de los mercados financieros. Estos han sido afectados por el choque producto de la pandemia, teniendo también un efecto muy relevante en el panorama para el crecimiento e inflación, resultando en “...*revisiones sin precedentes de las expectativas económicas*...”. Entre otros factores, también resaltó una fuerte caída de los precios de las materias primas, especialmente del petróleo. En consecuencia, varios bancos centrales han recortado sus tasas de interés significativamente y han implementado medidas extraordinarias para promover el buen funcionamiento de sus sistemas financieros. Banxico también ha actuado en este frente, anunciando en la decisión del 21 de abril diez medidas adicionales (ver liga en la tabla de la derecha). Si bien estas medidas han contribuido a un mejor desempeño de los mercados financieros locales, el comunicado deja en claro que las condiciones “...*seguirán sujetas a las perspectivas sobre los efectos de la pandemia*...”. En este sentido, creemos que: (1) Los miembros de la Junta de Gobierno seguirán enfocados en la dinámica global y local, incluyendo la del sector bancario, manteniéndose listos para actuar si se deteriora de nuevo (entre ellas el canal de crédito, la intermediación financiera, liquidez, el proceso de descubrimiento de precios, etc.); y (2) seguirán atentos a las medidas de relajamiento de otros bancos centrales, mismas que proveen de espacio adicional a Banxico para recortar la tasa de referencia.

Aún más *dovish* sobre el crecimiento global y local. En cuanto al primero y consistente con nuestra visión, la Junta de Gobierno reconoció la naturaleza sin precedentes del impacto a la actividad económica, extendiendo sus preocupaciones sobre el panorama para todo el 2020 cuando antes pensaban que la afectación podría ser sólo en la primera mitad. En el frente local, y después de comentar sobre el [fuerte impacto a la economía en el 1T20](#), la atención se tornó al segundo trimestre, donde esperan un desempeño todavía peor. Esto está en línea con nuestra expectativa de una contracción de 17.1% a/a (-11.7% t/t), considerando que la mayor parte del efecto de las medidas de distanciamiento social implementadas como parte de la emergencia sanitaria no entraron en efecto completamente sino hasta abril. Destacamos que mostraron preocupación sobre los niveles de empleo, probablemente relacionados a la [fuerte pérdida de plazas formales en abril](#). En general, el balance de riesgos continúa significativamente sesgado a la baja, con la holgura en la economía ampliándose aún más a terreno negativo.

Menor inflación en el corto plazo, con el balance de riesgos aún incierto. En nuestra opinión, el tono sobre la inflación también se tornó más *dovish*, especialmente [considerando su desempeño reciente](#) y la mención de menores expectativas de inflación en el corto plazo. Esto es relevante ya que no las habían referenciado en los dos últimos comunicados. Sobre los factores influyendo sobre el balance de riesgos, estresaron la ampliación de la brecha del producto como un factor a la baja, mientras que, por el contrario, añadieron formalmente las afectaciones a las cadenas de suministro al alza. Esto último fue discutido en las [últimas minutas](#). No obstante, considerando la dinámica reciente en algunos componentes, tales como las presiones al alza en alimentos procesados, no es sorprendente que hayan generado una mayor atención.

Decisiones de política monetaria de Banxico en 2020

Fecha	Decisión
13 de febrero	-25pb
20 de marzo (no calendarizada)	-50pb
21 de abril (no calendarizada)	-50pb
14 de mayo	-50pb-
25 de junio	--
13 de agosto	--
24 de septiembre	--
12 de noviembre	--
17 de diciembre	--

Fuente: Banxico

Destacamos que, a pesar de la disminución de la inflación en el corto plazo, el balance de riesgos sigue caracterizado como incierto. Creemos que la postura del banco central está mayormente alineada a la nuestra, esperando que la inflación en el corto plazo permanezca debajo del objetivo de 3%. Sin embargo, probablemente está cerca de alcanzar o incluso ya alcanzó su mínimo, volviéndose mucho más incierta hacia finales del año. En este sentido, creemos que será importante analizar los estimados actualizados de Banxico en el *Informe Trimestral* del 1T20, que se publicará el 27 de mayo.

Ahora esperamos dos recortes adicionales de 50pb en las próximas dos decisiones, en junio y agosto. Esto llevaría la tasa de referencia a 4.50%, 25pb por debajo de nuestro estimado previo. Creemos que la principal señal del voto unánime de hoy es que la Junta de Gobierno está cómoda con realizar ajustes de esta magnitud (-50pb). Por otra parte, seguimos creyendo que hay límites para el total de bajas que puede realizar el banco central. Como mencionamos previamente, esto se debe principalmente a un ajuste al alza en las primas de riesgo, así como otros riesgos para la estabilidad financiera. Adicionalmente, reiteramos nuestra visión de que la mayor volatilidad conforme nos acerquemos a la elección en EE.UU. limitará las acciones en la segunda mitad del año, particularmente en el cuarto trimestre. Sobre el momento específico de estos recortes, otra decisión fuera de calendario podría llevarse a cabo, particularmente al tomar en cuenta el entorno actual y mayores preocupaciones sobre los retos para la política monetaria, “...tanto la afectación sin precedentes en la actividad económica, como los asociados al choque financiero...”. En nuestra opinión, sorpresas adicionales en términos de acontecimientos económicos y de mercado podrían detonar una acción antes de lo previsto. Sobre el primero, destacamos publicaciones muy relevantes antes de la decisión del 25 de junio, incluyendo las cifras finales del PIB del 1T20 y la producción industrial y ventas al menudeo de abril (ver tabla abajo para mayores detalles). Datos significativamente más débiles podrían convencer a la mayoría de adelantar lo que creemos son recortes ya planeados. Sobre lo segundo, cabe recordar que los avances en torno a la pandemia siguen siendo inciertos. Por lo tanto, no podemos descartar nuevos episodios de fuerte estrés en los mercados que comprometan las condiciones financieras de nuevo, impactando primas de riesgo y niveles de liquidez, convenciendo al banco central de actuar de manera anticipada.

Datos económicos relevantes publicados antes de la reunión del 25 de junio

Indicador	Periodo	Fecha de publicación	Indicador	Periodo	Fecha de publicación
Ventas al menudeo	marzo	22-may	Venta de vehículos	mayo	3-jun
Inflación	1Q-mayo	22-may	Inversión fija bruta	marzo	5-jun
Balanza comercial	abril	25-may	Producción y exportación de vehículos	mayo	5-jun
Cuenta corriente	1T20	25-may	Inflación	mayo	9-jun
PIB	1T20 (F)	26-may	Ventas de la ANTAD	mayo	10-jun
<i>Informe trimestral de Banxico</i>	1T20	27-may	Producción industrial	abril	11-jun
<i>Minutas de Banxico</i>	14-mayo	28-may	Empleo formal	mayo	12-jun
Crédito bancario	abril	29-may	Oferta y demanda agregada	1T20	19-jun
Finanzas públicas	abril	29-may	Inflación	1Q-junio	24-jun
Remesas familiares	abril	1-jun	Ventas al menudeo	abril	25-jun
PMLs del IMEF	mayo	1-jun	<i>Decisión de política monetaria</i>	25-junio	25-jun

Fuente: INEGI, Banxico, IMEF, Bloomberg

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

Vemos una parte corta de la curva local anclada y valor relativo atractivo en plazos medios/largos en Bonos M. El mercado de renta fija local revirtió ganancias previas a la decisión con la curva de Bonos M ajustando +3pb, habiendo operado con una apreciación de 3pb en promedio previo a Banxico, observando una reacción similar en derivados de TIEE-28. Esta situación es consistente con un comunicado que reflejó un tono de prudencia en la ejecución de mayor estímulo, resultando en sesgo menos *dovish* respecto a las expectativas del mercado. La curva local se ha beneficiado recientemente de la combinación de mayor estabilidad en el apetito por riesgo, bajas condiciones de inflación y expectativas de recesión para México. Esta situación ha provocado un mejor desempeño relativo de bonos mexicanos contra *Treasuries*, reflejándose en una importante compresión de sus diferenciales de tasas. En este sentido, el *spread* entre Bonos M y *Treasuries* de 10 años se ubica en 550pb desde 717pb en su punto más alto en marzo. En nuestra opinión, la expectativa sobre mayores recortes de Banxico conservará la parte corta de la curva mexicana anclada, aunque continuamos viendo una valuación cara en esta región a pesar de ahora estimar una tasa terminal en 4.50% (desde 4.75%). En términos de estrategia vemos valor relativo atractivo en la parte media/larga de la curva, destacando al Bono M May'29. Con ello, esperamos que el fuerte empujamiento observado en meses previos continúe moderándose.

En el mercado cambiario, el peso mostró una reacción inicial positiva a la decisión la cual extendió para finalizar con una apreciación de 1.6% d/d a 23.80 por dólar. Esta reacción es consistente con nuestra visión sobre una expectativa que ya descuenta ampliamente la erosión del *carry* que la divisa observará conforme Banco de México continúe con su estrategia de lasitud monetaria, pero en el margen se moderó en línea con el ajuste en el mercado de tasas. Después de la violenta depreciación iniciada en marzo, el peso ha trazado un canal de mayor estabilidad recientemente bajo un rango entre USD/MXN 23.25 y 25.30 con niveles de volatilidad realizada observando una compresión significativa aunque aún sin recuperar niveles previos a marzo. En este sentido, los rangos semanales también se han comprimido de manera importante a un promedio de 136 centavos en mayo desde 170 en abril y 238 centavos en marzo, aunque aún distantes a los 35 centavos promediados en 2019. En tanto, el peso conserva una depreciación en el año de 21.5%, la tercera más débil en emergentes después de ZAR y BRL. En nuestra opinión el MXN aun conservará niveles elevados, capturando mayores primas asociadas a los efectos estructurales derivados de la pandemia. Con ello continuamos esperando una trayectoria volátil en los siguientes meses con su operación de corto plazo mayormente definida por el apetito por riesgo, grado de reapertura económica global y dinámica en curvas de contagio. Hacia la segunda mitad del año esperamos nuevas presiones asociadas a riesgos geopolíticos centrados en la elección presidencial norteamericana. Conservamos una visión de cautela para la divisa y aguardamos mejores condiciones de mercado para estrategias direccionales.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, Alejandro Padilla Santana, Delia María Paredes Mier, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Tania Abdul Massih Jacobo, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, Santiago Leal Singer, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalía Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo y Eridani Ruibal Ortega, 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	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Cuando 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.
Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Relación con Inversionistas

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Relación con Inversionistas	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados

Alejandro Padilla Santana	Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

Análisis Económico

Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Análisis Económico	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Subdirector Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katía Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707

Estrategia de Mercados

Manuel Jiménez Zaldívar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
-------------------------	---------------------------------	----------------------------	------------------

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Renta Fija y 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

Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Subdirector Análisis Bursátil	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Director 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

Estudios Económicos

Delia María Paredes Mier	Director Ejecutivo Estudios Económicos	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Estudios Económicos	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220

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