

Banxico tendrá que posponer recortes de tasa, preocupado por la falta de certidumbre

- La Junta de Gobierno del Banco de México decidió mantener la tasa de referencia sin cambios en 8.25%, como era ampliamente esperado
- En nuestra opinión, el tono fue más *hawkish* respecto al comunicado previo en lo que se refiere a la inflación, compensando por una perspectiva sobre el crecimiento local más incierta
- Destacamos los comentarios sobre las revisiones salariales y la posibilidad de que una mayor holgura no alivie las presiones inflacionarias
- El banco central también se mostró preocupado por un posible ajuste en los portafolios de inversión ante la incertidumbre global. En el ámbito doméstico, destacan las preocupaciones sobre la perspectiva crediticia de Pemex y del gobierno federal
- Adicionalmente, añadieron las presiones de costos como uno de los principales factores en su proceso de toma de decisiones hacia delante
- En línea con esto, el análisis lingüístico muestra un mayor peso relativo de la palabra “*subyacente*”, con la frecuencia de la palabra “*riesgos*” todavía elevada
- Como resultado de la percepción de mayor preocupación que refleja el comunicado, ahora esperamos un recorte en la tasa de referencia de 25pb en la reunión de noviembre vs. junio previamente
- Sin embargo, no podemos descartar que esta acción pudiera tener lugar más temprano si la incertidumbre que rodea a Pemex se reduce drásticamente
- En este contexto, los siguientes eventos clave en la agenda son:
 - (1) El anuncio sobre nuevas medidas para apoyar a Pemex por parte del gobierno (27 de mayo) y la presentación del plan de negocios de Pemex en su Consejo de Administración (15 de junio); y
 - (2) La publicación del *Informe Trimestral* de Banxico (29 de junio)
- Los participantes del mercado reconocieron un sesgo menos *dovish* de Banxico

16 de mayo 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
dela.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

Nube lingüística del comunicado de mayo 2019



Fuente: Banorte con datos de Banxico

Nube lingüística del comunicado de marzo 2019



Fuente: Banorte con datos de Banxico

Tasa de referencia sin cambios en 8.25% con votación unánime. Esta decisión era ampliamente esperada, aunque no descartábamos la posibilidad de un disidente dado que el subgobernador Gerardo Esquivel votó la última vez en contra del comunicado, argumentando que no estaba de acuerdo con el tono restrictivo ni con el balance de riesgos para la inflación. En nuestra opinión, el tono del comunicado de hoy fue más *hawkish* vs. el anterior, particularmente en referencia al panorama de inflación, compensando por una perspectiva sobre el crecimiento local más incierta. Adicionalmente, consideraron que la incertidumbre global podría resultar en ajustes en los portafolios internacionales. En el ámbito local, los inversionistas permanecen cautelosos sobre la perspectiva crediticia de Pemex y del soberano. Finalmente, añadieron las presiones de costos como uno de sus principales factores a seguir hacia delante, en conjunto con posibles efectos de segundo orden derivado de las variaciones del tipo de cambio, la postura monetaria relativa con EE.UU. y la evolución de las condiciones de holgura. Las minutas de esta reunión estarán disponibles el próximo 30 de mayo, un día después de la publicación del *Informe Trimestral* de Banxico.

Una perspectiva de crecimiento más incierta en un entorno de riesgos a la baja para la economía global. Banxico reconoció que el crecimiento en economías avanzadas mejoró ligeramente en el 1T19, a pesar de que los riesgos continúan sesgados a la baja. Adicionalmente, sin presiones inflacionarias significativas, esperan que los bancos centrales tomen una postura más acomodaticia. En cuanto a la economía nacional, la Junta de Gobierno consideró que las condiciones de holgura se ampliaron en los primeros meses del año como resultado de choques temporales, tanto internos como externos. En general, consideran que el balance de riesgos para el crecimiento es más incierto y continúa sesgado a la baja.

Posibles presiones al alza en la inflación conforme algunos riesgos se han intensificado. La autoridad monetaria mencionó que el reciente repunte en la inflación de servicios se explicó por un efecto calendario. No obstante, e inclusive ajustándola por este efecto, la comparación anual se elevó. Además de los usuales riesgos al alza para la inflación (*e.g.* precios agrícolas y de energéticos, deterioro de finanzas públicas, entre otros), consideraron que el incremento en el salario mínimo podría añadir presiones al resto de las negociaciones salariales. En este sentido, la Junta de Gobierno incluso mencionó que algunos de los incrementos recientes han superado las ganancias en productividad, ayudando a explicar el elevado nivel de la inflación subyacente. Adicionalmente, mencionaron que la posibilidad de que una mayor holgura en la economía pudiera no ser suficiente para aliviar las presiones inflacionarias, tomando en cuenta los elementos del componente subyacente que han experimentado incrementos. Finalmente, Banxico parece preocupado por el hecho de que la persistencia al alza de la inflación subyacente pudiera evitar que las expectativas de mediano y largo plazo converjan al objetivo, tal y como es el caso actualmente.

Incertidumbre en los mercados financieros globales, con los inversionistas cautelosos sobre la perspectiva de Pemex y del soberano. El banco central considera que el entorno global sigue siendo muy incierto, con el riesgo de un escalamiento adicional de las tensiones comerciales, un menor crecimiento económico y otros riesgos geopolíticos. Estos podrían resultar en renovados episodios de alta volatilidad. En el frente doméstico, y a pesar de que el peso se apreció desde la última reunión de política monetaria, este ha presentado mayor volatilidad. En este contexto, Banxico considera que la incertidumbre global podría traducirse en ajustes a los portafolios de inversión internacionales, mientras que los inversionistas siguen de cerca la situación de Pemex, como ya hemos mencionado.

Como resultado de la percepción de la mayor preocupación que refleja el comunicado, ahora esperamos un recorte en la tasa de referencia de 25pb en la reunión de noviembre vs. junio previamente. En nuestra opinión, la atención del banco central permanecerá en tres temas, los cuales ya hemos mencionado a lo largo de nuestras publicaciones: (1) La perspectiva de crecimiento económico; (2) la trayectoria de inflación; y (3) la posición financiera de Pemex y sus implicaciones tanto para su calificación crediticia como para la del gobierno federal.

En el primer caso, seguimos pensando que el crecimiento se moderará en 2019 como resultado del efecto que normalmente tiene la desaceleración del gasto gubernamental asociada al inicio de una nueva administración, así como por los choques transitorios de los primeros meses del año. En este sentido, nuestra expectativa de crecimiento sigue siendo de 1.5% anual, con riesgos a la baja. En cuanto a la inflación, seguimos altamente confiados en nuestro pronóstico de 3.5% anual a pesar del reciente repunte en el INPC, apoyado en parte por la promesa del presidente de que los precios de los energéticos permanecerán constantes en términos reales.

Aunque estos dos factores serían suficientes para comenzar un ciclo de baja de tasas antes de noviembre, aún existe cierta preocupación sobre la perspectiva crediticia de Pemex y del gobierno federal. Pensamos que esto hará que Banxico retrase el momento de recortar la tasa. En particular, dos eventos serán cruciales para juzgar los siguientes pasos de la autoridad monetaria: (1) El anuncio sobre las medidas adicionales de apoyo por parte del gobierno federal para Pemex (próximo 27 de mayo); y (2) la presentación del plan de negocios al Consejo de Administración de la empresa, lo cual debería suceder alrededor del 15 de junio. Anticipamos resultados favorables de ambos eventos, por lo que no podemos descartar que, si se reduce drásticamente la incertidumbre con respecto a Pemex, Banxico podría empezar a relajar las condiciones monetarias inclusive antes de lo que ahora esperamos.

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

Participantes del mercado reconocieron un sesgo menos *dovish* de Banxico.

Las tasas locales registran pérdidas de 3pb después de la decisión de política monetaria de Banxico. Como era ampliamente esperado, el banco central se mantuvo al margen de modificar su postura, dejando sin cambios su tasa de referencia en 8.25%. El aspecto más relevante de la decisión de hoy vino de la exposición de motivos y la aseveración de condiciones sobre la inflación, crecimiento, tipo de cambio y el escenario actual. Banxico mantuvo una visión *dovish* en relación al estado actual de la economía. Sin embargo, esta retórica fue matizada por un balance de riesgos para la inflación con un importante sesgo al alza. Adicionalmente, el organismo central resaltó la relevancia de mantener condiciones monetarias apropiadas para anclar el tipo de cambio (a través de un *carry* atractivo) y las expectativas de inflación. Al día de hoy, la tasa real ex ante de corto plazo opera con un diferencial de 420pb respecto a EE.UU., el cual ha sido extremadamente relevante para el desempeño del peso. Esta situación podría ser un aspecto clave ante diversos riesgos geopolíticos en el panorama global. A nuestro parecer, estos argumentos sustentan la actual valuación de la parte corta de la curva de rendimientos, descontando -27pb de recortes implícitos en la tasa de referencia en 2019 y -61pb en un horizonte de los próximos 12 meses. En términos de estrategia, permanecemos cautelosos respecto a la valuación de la curva de rendimientos, esperando mejores puntos de entrada o condiciones de mercado para nuevos largos direccionales en la parte larga de la curva de Bonos M, observando una mejor valuación relativa en los instrumentos Nov'36 y Nov'38.

En el cambiario, el peso mexicano observó una reacción inicial muy limitada siguiendo el anuncio de política monetaria de Banxico manteniendo operación cercana a 19.08 por dólar (-0.2%), cerrando la sesión en 19.11 (-0.3%). En las últimas dos jornadas la divisa ha mostrado un desempeño más favorable ante cierta atenuación de la tensión comercial en el mercado, siguiendo un panorama estresado la semana anterior que lo llevó a niveles de hasta 19.32. Por otro lado, noticias relacionadas a temas arancelarios específicos a acero y aluminio mexicano han brindado soporte adicional en el intradía. En términos amplios, el *carry* embebido en la divisa ha sido el principal factor de anclaje para el peso, con lo cual ubica el segundo mejor desempeño en el año entre divisas emergentes con una apreciación de 3.1%. En nuestra opinión, la operación se mantendrá relativamente defensiva en el corto plazo, reconociendo un piso relevante en la región de 18.75 donde identificamos poco espacio de apreciación adicional. Hacia delante, vemos un segundo semestre más retador ante lo cual sugerimos aprovechar niveles debajo de USD/MXN 19.00 para compra de dólares manteniendo un estimado de cierre de año en 20.30. Para mayor detalle sobre nuestra trayectoria y perspectiva del peso mexicano ver “*Expectativas de tasas, divisas y commodities para el 2T19*” <[pdf](#)>, publicado el 10 de abril de 2019.

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	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