

## El Copom mantendrá la tasa Selic sin cambios por varios meses y su siguiente movimiento será al alza

28 de octubre 2020

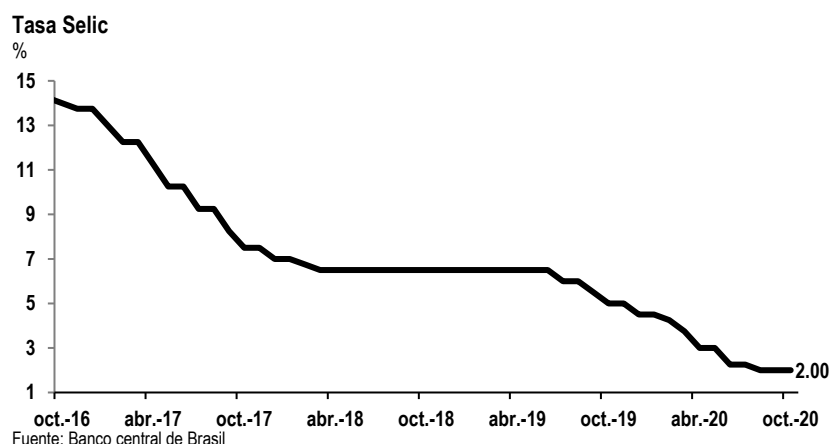
www.banorte.com  
@analisis\_funda

**Katia Goya**  
Subdirector Economía Internacional  
katia.goya@banorte.com

- Como esperábamos, el Copom mantuvo nuevamente la tasa de referencia Selic sin cambios en un mínimo histórico de 2%, y explicó que:
  - (1) La recuperación en las economías avanzadas está cediendo debido al repunte en el número de contagios, con mucha incertidumbre debido a la posibilidad de que los gobiernos reduzcan el estímulo;
  - (2) Los indicadores muestran una recuperación desigual entre sectores en Brasil. Los relacionados más directamente con las medidas de contención siguen afectados a pesar de las transferencias del gobierno;
  - (3) Hacia adelante, las perspectivas sobre el crecimiento permanecen mucho más inciertas de lo normal, especialmente hacia finales del año debido a que terminarán los apoyos del gobierno
  - (4) Las recientes cifras de inflación han mostrado un repunte, especialmente debido al impacto de la depreciación del tipo de cambio sobre los costos de los alimentos. Esto llevó al Copom a hacer ajustes al alza en sus estimados. Considera que el choque en precios es temporal, pero estará muy atento;
  - (5) El Comité considera que las medidas de inflación subyacente están por debajo de los niveles consistentes con el objetivo de inflación;
  - (6) Los estimados de inflación del Copom para 2020, 2021 y 2022 se ubican en 3.1% (previo: 2.1%), 3.1% (previo: 2.9%) y 3.3% (sin cambios), respectivamente
  - (7) Consideran que, los riesgos para su escenario base se inclinan en ambas direcciones
- Reiteraron que, el espacio para mayor estímulo monetario, “*si es que existe*”, debe ser pequeño
- Fueron enfáticos en que no ven reducciones en el estímulo monetario a menos que las expectativas de inflación, o su escenario base de proyecciones para los precios, estén lo suficientemente cerca del objetivo de inflación en el horizonte relevante. Este último incluye actualmente 2021 y en menor medida 2022, lo que consideramos se ve lejano en este momento
- Estimamos que el Copom ya terminó con el ciclo de baja en tasas y la mantendrán en el nivel actual por un tiempo prolongado
- Sin embargo, las presiones sobre la inflación podrían llevar al banco central a apretar la política monetaria en 2021
- Las miradas están puestas ahora en el impacto que tendrá sobre la actividad económica la eliminación de las transferencias que ha hecho el gobierno a los hogares, además de la trayectoria de las cuentas fiscales

Documento destinado al público en general

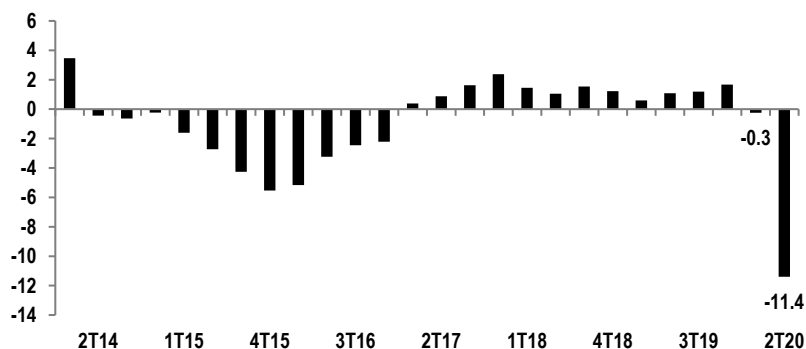
Como era ampliamente esperado, el banco central de Brasil mantuvo nuevamente la tasa de referencia sin cambios en 2.0%. Tras un agresivo ciclo de bajas, el Copom mantuvo la tasa Selic en 2.0% (ver gráfica abajo). En su comunicado, destacó que: (1) La recuperación en las economías avanzadas está cediendo debido al repunte en el número de contagios, con mucha incertidumbre debido a la posibilidad de que los gobiernos reduzcan el estímulo; (2) los indicadores muestran una recuperación desigual entre sectores en Brasil. Los relacionados más directamente con las medidas de contención siguen afectados a pesar de las transferencias del gobierno; (3) hacia adelante, las perspectivas sobre el crecimiento permanecen mucho más inciertas de lo normal, especialmente hacia finales del año debido a que terminarán los apoyos del gobierno; (4) las recientes cifras de inflación han mostrado un repunte, especialmente debido al impacto de la depreciación del tipo de cambio sobre los costos de los alimentos. Esto llevó al Copom a hacer ajustes al alza en sus estimados. Considera que el choque en precios es temporal, pero estará muy atento; (5) el Comité considera que las medidas de inflación subyacente están por debajo de los niveles consistentes con el objetivo de inflación; (6) los estimados de inflación del Copom para 2020, 2021 y 2022 se ubican en 3.1% (previo: 2.1%), 3.1% (previo: 2.9%) y 3.3% (sin cambios), respectivamente; y (7) consideran que, los riesgos para su escenario base se inclinan en ambas direcciones.



**No mandaron señales de una próxima alza en tasas.** Explicaron que las condiciones que introdujeron en su *forward guidance* en agosto para no remover parte del estímulo monetario se mantienen. Dicha guía explica que: “...el Copom no pretende reducir el estímulo monetario a menos que las expectativas de inflación, así como las proyecciones de inflación del escenario base, estén lo suficientemente cerca de la meta de inflación en el horizonte relevante de política monetaria, lo que actualmente incluye 2021 y, en menor medida, 2022. Esta intención está condicionada al mantenimiento del régimen fiscal actual y al anclaje de las expectativas de inflación de largo plazo”.

**Al igual que la gran mayoría de las economías, el 1S20 fue muy complicado en términos de actividad económica...** Cabe resaltar que, a diferencia de otros países, el banco central de Brasil se ha visto apoyado por la política fiscal en su lucha por impulsar la actividad económica –con Brasil ocupando el tercer lugar en el mundo en número de contagios–. En este contexto, el estímulo fiscal implementado hasta ahora es comparable e incluso mayor que en algunos países desarrollados, de alrededor de 11.8% del PIB. Después de que la economía de Brasil se contrajo fuertemente en la primera mitad del año, las señales en 3T20 son positivas. En particular, la economía cayó 0.3% a/a en 1T20 y mostró una contracción de 11.4% a/a en 2T20 (ver gráfica abajo). Con esto, la caída respecto al trimestre anterior en este último periodo fue de 9.7% t/t, después de una contracción de 2.5% t/t en 1T20 (revisada a la baja desde -1.5% t/t). Con dos caídas consecutivas, Brasil ha vuelto a entrar en recesión, sin haberse podido recuperar completamente de la recesión del 2015-2016. A pesar de estas caídas, la proyección para todo 2020 –de acuerdo con la encuesta que levanta el banco central entre analistas– es de una contracción de 4.8%%, menos de lo que se observaría en otras economías de la región. A su vez, se anticipa una recuperación de 3.4% en 2021.

**Producto Interno Bruto**  
% a/a

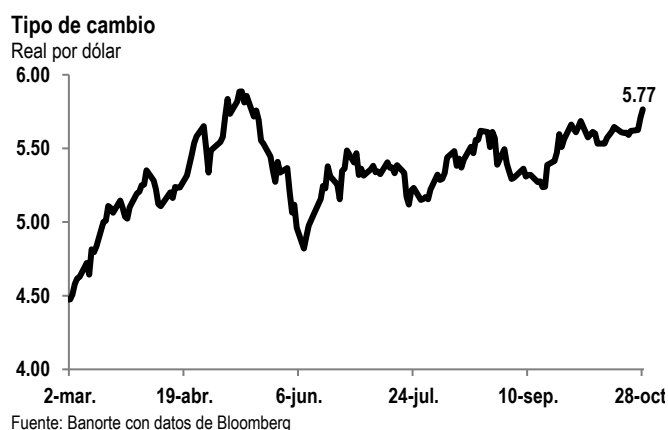
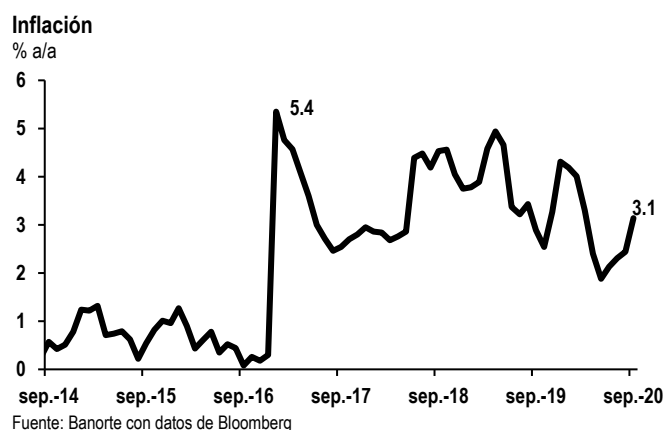


Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

**...aunque con las cifras ya conocidas del tercer trimestre mostrando una recuperación importante.** Por un lado, la producción industrial registró un sólido avance de 8.0% m/m en julio y de 3.2% m/m en agosto, creciendo por cuatro meses consecutivos. A pesar de que el sector se mantiene por debajo de lo observado previo a la pandemia, las cifras apuntan a un fuerte repunte en 3T20. Además de la actividad industrial, cabe resaltar que la recuperación vendrá principalmente del lado del consumo, que ha tenido un impulso directo de las transferencias por parte del gobierno de alrededor de 50,000 millones de reales al mes. De hecho, las ventas al menudeo de junio se ubicaron ya en niveles previos al COVID-19 y los reportes de julio y agosto también resultaron fuertes. En el octavo mes del año se alcanzaron máximos históricos, suficientes no sólo para recuperar los niveles antes de la pandemia, sino también los registrados antes de la recesión de 2015-2016. Con todo lo anterior, el indicador de actividad económica del séptimo y octavo mes del año mostró un avance de 3.7% m/m y 1.0%, respectivamente. Considerando estas cifras, la economía estaría cayendo cerca de 4.5% a/a en el tercer trimestre del año.

**Riesgos a la baja para el cuatro trimestre y 2021.** Sin embargo, vemos riesgos hacia los últimos meses del año, pero hasta ahora mantenemos nuestro estimado de una caída de alrededor de 2.5% a/a en 4T20, con las probabilidades de sorpresas a la baja especialmente enfocadas hacia 2021. Esto, en un contexto en el cual el consumo dejará de recibir impulso paulatinamente ya que las transferencias se han reducido a la mitad y expiran a finales del año, en un escenario donde el empleo y los ingresos seguramente seguirán por debajo de los niveles previos a la pandemia a finales del año.

**Por su parte, se observan presiones al alza en la inflación.** En septiembre, la inflación se ubicó en 3.14% (ver gráfica abajo, izquierda) dentro del rango objetivo del banco central de 4.00% (+/-1.5pp) para este año y de 3.75% (con el mismo rango) para el próximo. Las presiones continúan y el resultado en la primera quincena de octubre fue de 3.52% a/a. Gran parte de los avances en precios se deben al impacto de la deprecación del real (ver gráfica abajo, derecha) sobre los costos de productos como los alimentos. A pesar de lo anterior, la inflación se mantiene dentro del rango objetivo, por lo que los riesgos de posibles alzas en la tasa *Selic* el próximo año están más relacionados con las cuentas fiscales. Se considera que el alza en los precios de los alimentos tiene un impacto negativo sobre la popularidad de Bolsonaro en su intento por reelegirse, debido a la afectación que tiene especialmente en las personas de menores ingresos. De esta manera, los precios altos pueden incentivar al presidente a apoyar que las transferencias a las familias se mantengan el próximo año. Si esto implica brincarse las reglas fiscales actuales, esto podría llevar a una mayor deprecación del real, lo que a su vez llevaría al banco central a incrementar las tasas de interés. Estos temores se reflejan en la expectativa de los analistas, que de acuerdo con la encuesta que levanta el banco central, estiman alzas en la tasa de referencia el próximo año que llevarán la tasa *Selic* a 2.75%.



**Estimamos que el Copom ya terminó el ciclo de bajas y la mantendrán en el nivel actual por un tiempo prolongado, aunque con riesgos al alza en 2021.** Las miradas están puestas ahora en el impacto que tendrá sobre la economía la eliminación de las transferencias del gobierno a los hogares, además del impacto que están teniendo las medidas de estímulo sobre un escenario fiscal de por sí complicado. Esto, en un contexto con pocos incentivos para tomar medidas de austeridad previo a las elecciones municipales que se celebrarán en noviembre y ante la intención de Bolsonaro de reelegirse.

A este entorno se suman las presiones en la inflación, especialmente como consecuencia de la depreciación del tipo de cambio. En este escenario, el banco central parece tener la balanza moviéndose en dos direcciones: (1) La inclinación hacia mayor estímulo para seguir impulsando la recuperación ante los riesgos derivados de la pandemia; y (2) subir la tasa de referencia tras la depreciación del real y las presiones que ha generado sobre la inflación. Creemos que ninguno de estos escenarios llevará al *Copom* a actuar en el muy corto plazo debido a que el nivel actual de la inflación todavía está bastante por debajo de la parte alta del rango alrededor del objetivo (5.50% este año y 5.25% en 2021). No obstante, ante la coyuntura por el COVID-19 y la posibilidad de un aumento gradual en las expectativas de inflación, creemos que el siguiente movimiento en tasas será al alza.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, 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 Thalia Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Eridani Ruibal Ortega y Juan Barbier Arizmendi, 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>	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	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.

**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
Katia 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
Juan Barbier Arizmendi, CFA	Analista	juan.barbier@banorte.com	(55) 1670 - 1746

**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	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
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) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Osvaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	osvaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
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) 1670 - 1899