

## Minutas de Banxico – Prevalece una postura prudente en un escenario muy complejo

- Banxico publicó las minutas de su decisión fuera de calendario que se llevó a cabo el 20 de marzo, en la cual, en un voto por mayoría, el banco central recortó la tasa de referencia en 50pb a 6.50%
- En específico, el Subgobernador Javier Guzmán apoyó una disminución de 25pb, dado que la pandemia de COVID-19 ha incrementado los retos para la política monetaria, demandando que su implementación sea prudente
- En nuestra opinión, el tono no fue particularmente *dovish* relativo al comunicado, ya que el banco central reconoció el escenario complejo y retador en el cual la política monetaria tiene una capacidad limitada para mitigar la caída de la actividad económica debido al impacto del virus
- Sobre el crecimiento, el balance de riesgos está sesgado a la baja, destacando el riesgo de un mayor número al esperado de contagios de COVID-19. En el frente local, argumentaron que a pesar del alto grado de incertidumbre, la economía ya se encontraba en una situación débil y la mayoría cree que la contracción en el PIB de 2020 es muy probable
- En cuanto a la inflación, el panorama es altamente incierto ante diversas fuerzas opuestas. Al alza, el potencial traspaso de la depreciación del tipo de cambio a precios, así como la posible escasez de productos ante disrupciones a las cadenas de suministro. A la baja, el efecto de la holgura en la actividad económica y la caída en los precios de las materias primas, particularmente el petróleo
- Sobre la política monetaria, la mayoría acordó que ante el incremento en las primas de riesgo, la postura monetaria relativa podría no dar suficiente espacio para recortes como el que se percibe
- Mantenemos nuestra visión de dos recortes adicionales y consecutivos de 50pb en mayo y junio, a 5.50%, nivel donde esperamos que cierre el año. No obstante, no descartamos otra reunión fuera de calendario, dependiendo de la dinámica del virus y de los mercados
- Mantenemos largos tácticos en derivados de TIIIE-28 de 1 y 2 años

**Banxico señala una postura prudente.** Banco de México publicó las minutas de la reunión no calendarizada que se llevó a cabo el 20 de marzo, en la cual la Junta de Gobierno recortó la tasa de referencia en 50pb a 6.50% en un voto 4-1. En este sentido, el Subgobernador Javier Guzmán favoreció un recorte de 25pb, explicando que la pandemia del COVID-19 ha incrementado los retos para la política monetaria por lo que su implementación debe ser prudente ante otros retos, tanto internos como externos. Adicionalmente, y en conjunto con la caída en los precios del petróleo, las presiones inflacionarias enfrentan fuerzas opuestas, con la necesidad de ajustes en la política monetaria cuando sea necesario para que el banco central contribuya a un ajuste ordenado en los mercados financieros locales y el tipo de cambio. En nuestra opinión, el tono no fue particularmente *dovish* en comparación con el comunicado, con el banco central reconociendo un escenario complejo y retador, en el que la política monetaria cuenta con capacidad limitada para mitigar la caída de la actividad económica ante el impacto del virus.

3 de abril 2020

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

### Gabriel Casillas

Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas  
gabriel.casillas@banorte.com

### Alejandro Padilla

Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados  
alejandro.padilla@banorte.com

### Juan Carlos Alderete, CFA

Director, Análisis Económico  
juan.alderete.macal@banorte.com

### Francisco Flores

Subdirector, Economía Nacional  
francisco.flores.serrano@banorte.com

### Estrategia de Renta fija y tipo de cambio

#### Manuel Jiménez

Director Estrategia de Mercados  
manuel.jimenez@banorte.com

#### Santiago Leal

Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio  
santiago.leal@banorte.com

#### Leslie Orozco

Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio  
leslie.orozco.velez@banorte.com

**Muy dovish en crecimiento.** Como era esperado, la mayoría de los miembros dijo que la probabilidad de una recesión global en 2020 se ha incrementado significativamente, destacando el riesgo de un mayor número de casos al esperado de contagios del COVID-19. Algunos miembros comentaron que otros riesgos incluyen un incremento en las tensiones comerciales, conflictos geopolíticos y el proceso electoral en EE.UU., argumentando que el balance de riesgos para la economía global está sesgado a la baja, resultando en varios bancos centrales tanto en economías avanzadas como emergentes reduciendo sus tasas de referencia. En el frente local, algunos miembros comentaron que la información más oportuna muestra que [la economía se mantuvo débil](#) incluso antes de la pandemia de COVID-19. Adicionalmente, varias compañías manufactureras detuvieron operaciones en marzo ante la falta de suministros, mientras que otras restricciones representan un impacto relevante a servicios, incluido el turismo. En este sentido, la mayoría argumentó que, aunque no es posible determinar el impacto en la economía, pueden anticipar una contracción del PIB en 2020. El balance de riesgos esta considerablemente sesgado a la baja, con las condiciones de holgura ampliándose aún más de lo anticipado previamente.

**Incertidumbre sobre inflación, con factores opuestos en juego.** La Junta de Gobierno coincide con nuestra evaluación de que el escenario sobre la inflación se ha tornado más incierto, ya que hay distintas fuerzas actúan al mismo momento. A la baja, los miembros destacaron: (1) Menores presiones por el lado de la demanda ante un mayor nivel de holgura en la economía; y (2) una reducción en energía y otros precios de materias primas, particularmente la gasolina. Sin embargo, al alza notaron: (1) El potencial efecto del traspaso de la depreciación del tipo de cambio a precios; y (2) la posible escasez en algunos bienes ante la disrupción en las cadenas de suministro. En este sentido, hubo un acalorado debate entre los miembros en términos del balance de riesgos, incluyendo sus expectativas. Consideramos que prevalece un sentido generalizado de cautela y prudencia, ya que estimar el efecto y la magnitud de dichos factores es muy complicado. En este contexto, creemos que los factores a la baja podrían compensar en gran medida aquellos al alza. En el corto plazo, es probable que la inflación caiga relativamente rápido ante menores precios de la gasolina, mientras que la evidencia del efecto del traspaso es más modesta y no del todo clara. Por lo tanto, la dinámica podría favorecer recortes adicionales, con la posibilidad de detenerse conforme la evidencia de mayores presiones salga más tarde en el año, llevándonos a mantener nuestro estimado para el cierre del año en 3.6%, todavía dentro del intervalo de variabilidad de Banxico alrededor del objetivo.

**El apoyo de la política fiscal es necesario, con la política monetaria limitada.** En nuestra opinión, uno de los debates más interesantes fue acerca del potencial de la política monetaria para mitigar los efectos de la crisis de salud actual. En este sentido, “...*La mayoría destacó que la política más eficiente para responder a la coyuntura actual es la fiscal...*”. Se argumentó que la capacidad de la política monetaria para mitigar la caída de la actividad económica es limitada. Un miembro dijo que la transmisión de la política monetaria por el canal de crédito es modesta en México debido a la baja inclusión financiera y a los choques de oferta.

En este sentido, “...el *perímetro de acción de la política monetaria se centra en la tasa de referencia y en propiciar un funcionamiento ordenado de los mercados financieros, pero no puede por sí sola contrarrestar los efectos reales de los choques observados...*”. Por lo tanto, la mayoría de los miembros mencionó la posibilidad de medidas fiscales que atiendan las necesidades del sector salud y que brinden apoyos a la población, negocios y sectores más afectados por la pandemia. Sin embargo, existen retos en este frente, ya que la mayoría dijo que: “...*la caída en los precios del petróleo y el menor crecimiento aumentan la vulnerabilidad de las cuentas fiscales...*”. En este sentido, varios miembros opinaron sobre potenciales acciones en este frente, con uno de ellos diciendo que: “...*las acciones que fortalezcan la confianza en la capacidad de las autoridades para superar la problemática actual aumentarían el margen de maniobra para la política monetaria...*”.

**La estabilidad financiera será clave en próximas decisiones.** En las minutas, la Junta de Gobierno reconoció la multitud de retos que enfrenta nuestro país en medio de la pandemia del COVID-19 y menores precios del petróleo. En nuestra opinión, las discusiones se centraron en la evolución de los mercados, el panorama de inflación, el rol de la política monetaria, y las finanzas públicas. En el primer caso, notaron los fuertes ajustes en el mercado, el aumento de las primas de riesgo y el deterioro en las condiciones de operación de los mercados financieros domésticos, con mayor enfoque en el tipo de cambio. Consideramos que para atajar estos problemas, el banco central mantendrá –o incluso incrementará– [los mecanismos para reducir la volatilidad](#) y asegurar el buen funcionamiento de los mercados. En este contexto, resaltamos que también mencionaron que: “...*si bien el diferencial de tasas de interés entre México y Estados Unidos se amplió, al ajustar por la volatilidad cambiaria resulta que se ha venido cerrando...*”. Este es uno de los principales factores que nos hacen creer que la Junta de Gobierno favorecerá una estrategia de prudencia.

Respecto a las finanzas públicas, identificamos dos grandes temas en la discusión: (1) [La necesidad de mayores medidas fiscales](#) para apoyar a la economía en medio de la pandemia; y (2) riesgos a las cuentas fiscales, incluido Pemex. Sobre esto último, identificamos bastante cautela debido a la complejidad que representa la caída de los precios del petróleo para las finanzas del país y de Pemex. En términos generales, creemos que el banco central le dará más peso a proteger los fundamentales macroeconómicos, ante el limitado rol que la política monetaria tiene para apoyar el crecimiento y dado que será clave en el contexto de incertidumbre actual, en el que la prudencia ayudará a conseguir este objetivo.

**Mantenemos nuestra expectativa de dos recortes adicionales de manera consecutiva de 50pb cada uno, a 5.50%.** Consideramos que la magnitud de los próximos movimientos de la tasa de referencia dependerán de tres principales factores: (1) Inflación, (2) crecimiento; y (3) estabilidad financiera. Ante las condiciones actuales y el panorama hacia delante, mantenemos nuestra expectativa de dos recortes de la tasa de referencia, cada uno de 50pb, en las próximas dos decisiones (14 de mayo y 25 de junio), llevándola a 5.50%, seguido de una pausa para mantenerse en este nivel hacia el cierre de año.

Sin embargo, no descartamos una decisión intradía, dependiendo de la evolución del virus y del mercado. Por último, creemos que la Junta de Gobierno estará sesgada a un mayor relajamiento ante el débil panorama económico global y local hacia delante. Esto, en conjunto con la posibilidad de que la inflación se mantenga dentro del intervalo alrededor del objetivo ya que el efecto de la depreciación en los precios podría ser relativamente moderado –al estar influenciado también por la holgura de la economía, que se incrementará de manera sustancial en los próximos meses–.

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

**Mantenemos largos tácticos en derivados de TIIIE-28 de 1 y 2 años.** El mercado local ha mostrado poca reacción a las minutas de Banxico, con los inversionistas asimilando los factores analizados en las secciones previas de este documento. Consistente con este balance, la curva de rendimientos mexicana se ha empujado desde mediados de marzo, condición que esperamos prevalezca ante un desempeño más defensivo en instrumentos de corto plazo. En este sentido, el diferencial 2/10 en derivados de TIIIE-28 opera en 145pb, su nivel más alto desde 2016 elevándose desde 22pb al cierre de febrero. En tanto, la curva actualmente descuenta 130pb de recortes acumulados por parte de Banxico para este año. En términos de estrategia mantenemos nuestra recomendación táctica sobre recibir derivados de TIIIE-28 de 1 y 2 años abierta el 20 de marzo, la cual ha resultado en una apreciación de 69pb y 64pb para cada instrumento a este viernes.

## 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, Jorge Antonio Izquierdo Lobato 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
<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.

**GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.**

<b>Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Relación con Inversionistas</b>			
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
<b>Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados</b>			
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
<b>Análisis Económico</b>			
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
<b>Estrategia de Mercados</b>			
Manuel Jiménez Zaldívar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
<b>Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio</b>			
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
<b>Análisis Bursátil</b>			
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
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
<b>Análisis Deuda Corporativa</b>			
Tania Abdul Massih Jacobo	Director 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
<b>Estudios Económicos</b>			
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
<b>Banca Mayorista</b>			
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