

Brasil – El ciclo restrictivo probablemente ha terminado

21 de septiembre 2022

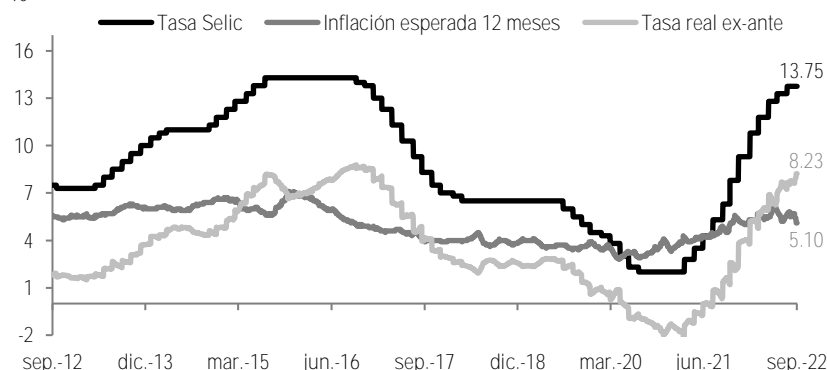
www.banorte.com
@ analisis_fundam

Luis Leopoldo López
Gerente Economía Internacional
luis.lopez.salinas@banorte.com

- Hoy, el *Copom* mantuvo sin cambios la tasa *Selic* en 13.75%, lo que probablemente marca el fin de su agresivo ciclo de alza en tasas que inició en marzo de 2021
- Destacamos que la decisión no fue unánime, ya que 2 de los 9 miembros votaron a favor de un ajuste residual de 25pb
- En su *forward guidance*, el banco central dijo que estará atento y evaluando si la estrategia de mantener la *Selic* sin cambios por un periodo suficientemente largo será suficiente para asegurar la convergencia de la inflación
- Enfatizaron que en el futuro la política monetaria puede ajustarse y no dudarán en reanudar el ciclo alcista si el proceso desinflacionario no avanza como esperan
- No estimamos nuevos incrementos en la tasa *Selic* ya que Brasil ha sido de los más agresivos, con un aumento acumulado 1,175pb. Esto ubica a la tasa en niveles claramente restrictivos y 8.2pp por encima de la expectativa de inflación para los próximos 12 meses
- Por otro lado, consideramos que el mensaje del comunicado deja en claro que un recorte tampoco está cerca, y no esperamos bajas al menos durante lo que resta del 2022 ni en 1T23

El *Copom* señala el fin al ciclo de alzas, pero también deja en claro que un recorte no está cerca. El Banco Central de Brasil (BCB) mantuvo sin cambios su tasa de referencia *Selic* en 13.75%, llevándola a su nivel más alto desde enero de 2017 tras un ciclo de ajuste monetario que acumuló 1,175pb. Las alzas se implementaron en doce reuniones consecutivas desde que inició la reducción del estímulo monetario en marzo de 2021, cuando la tasa se ubicaba en un mínimo histórico de 2.00%. El fin del ciclo se da en un contexto en el que la política monetaria ya es restrictiva, con el nivel de 13.75% y ubicándose 8.2pp por encima de la inflación estimada para los próximos doce meses. Además, la tasa real es más del doble de la estimación del BCB de la tasa real neutral (cercana a 4%).

Tasa *Selic**
%



* Nota: Cifra de inflación esperada a 12 meses extraída de la última encuesta disponible, publicada el 19.-sep
Fuente: Banorte con datos del Banco Central de Brasil y Bloomberg

Documento destinado al público en general

El tono de los miembros del BCB ya había sido ligeramente menos *hawkish* desde [la última reunión de política monetaria](#). Esto comenzó a definir las especulaciones sobre el momento del fin del ciclo que finalmente se materializó hoy. Además de lo anterior, la decisión de mantenerla sin cambios estuvo apoyada por: (1) Dos meses consecutivos de deflación; (2) moderación en la inflación subyacente; y (3) reducción en las expectativas de inflación de 2022 y 2023.

En el comunicado destacaron un persistente deterioro del entorno global.

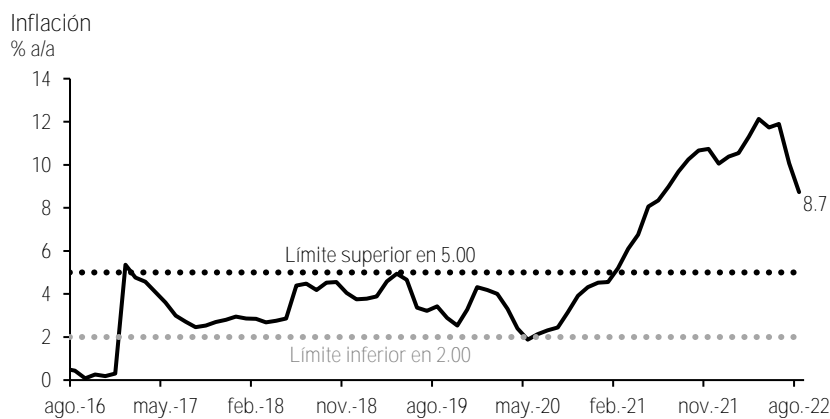
Consideran que el entorno mundial sigue siendo adverso y volátil, con continuas revisiones a la baja de las perspectivas de crecimiento en las principales economías, especialmente China. El entorno inflacionario continúa bajo presión, mientras que el proceso de normalización en las economías avanzadas continúa hacia tasas restrictivas. Reconocieron que, los precios al consumidor siguen siendo elevados a pesar de la reciente reducción de los precios en los artículos más volátiles.

Forward guidance deja en claro que no empezarán a bajar tasas en el corto plazo.

En particular, el Comité enfatizó que los riesgos para sus escenarios se mantienen en ambas direcciones. Entre los riesgos hacia mayores alzas, destacaron: (1) Una mayor persistencia de las presiones inflacionarias globales; (2) la incertidumbre sobre el futuro marco fiscal del país y estímulos fiscales adicionales que apoyen la demanda agregada, parcialmente incorporados en las expectativas de inflación y precios de activos; y (3) una brecha del producto más estrecha que la incorporada por el Comité en su escenario de referencia, especialmente en el mercado laboral. Entre los riesgos a la baja mencionan: (1) Una reducción adicional en los precios de los *commodities* internacionales, medidos en moneda local; (2) una desaceleración mayor a la proyectada de la actividad económica global; y (3) la continuidad de los recortes de impuestos, que se supone serán revertidos en 2023. El Comité evalúa que el escenario actual, aún incierto y volátil, requiere serenidad ante la existencia de diversos riesgos. Por lo tanto, evaluarán si la estrategia de mantener la *Selic* sin cambios por un periodo suficientemente largo será suficiente para asegurar la convergencia de la inflación al objetivo.

La inflación continuó moderándose en agosto, pero se mantiene en niveles elevados.

La inflación del octavo mes del año fue de -0.36% m/m, después de -0.68% en julio, acumulando dos meses al hilo de deflación. Con esto, la inflación anual cayó a 8.73% (ver gráfica abajo), desde el 10.07% previo. En este sentido, cada vez existen señales más claras de que ya se tocó el pico en junio (11.89%). Esta tendencia ya se anticipaba con la acción de limitar los impuestos a nivel estatal en el combustible, transporte público, electricidad y telecomunicaciones, además de la reducción de los impuestos a la gasolina y el etanol. Dichas acciones han reducido las expectativas de inflación para este año, así como los estimados de aumentos de precios en el 2023. A su vez, otorgó mayor espacio al banco central para poder terminar con el agresivo ciclo de alza en tasas.

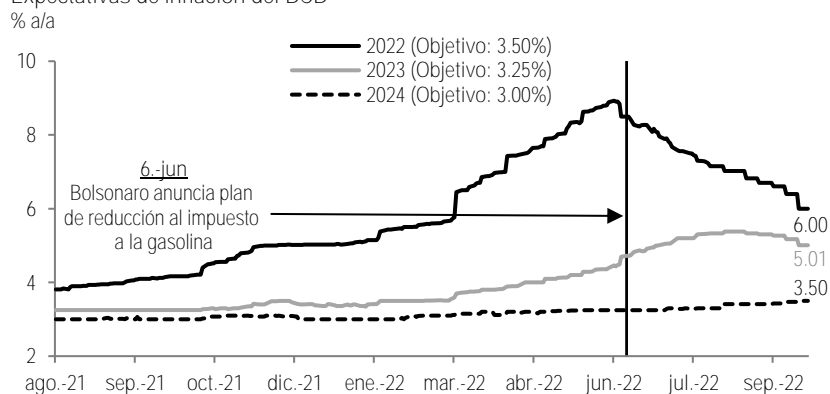


Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Desaceleración en las expectativas de inflación del 2022 y 2023, pero 2024 al alza.

Las últimas encuestas entre analistas han resultado alentadoras, aunque seguimos viendo un panorama mixto. Del lado positivo, redujeron sus estimaciones para este año de 6.82% hace cuatro semanas a 6.00%. Esto se debe en buena medida a: (1) El anuncio ya mencionado del presidente Bolsonaro en junio del plan para reducir el impuesto de la gasolina y etanol (ver gráfica abajo); (2) los dos anuncios en julio de Petrobras sobre reducciones en los precios de la gasolina, primero de 5.0%, y luego una baja adicional de 4.0%; y (3) la caída en la inflación observada. Por su parte, las expectativas para los próximos 12 meses muestran una tendencia a la baja, pero dada la reducción de impuestos –combinada con el plan para impulsar las transferencias de ingresos antes de las elecciones presidenciales de octubre– las expectativas podrían ajustarse en algún momento debido al impacto que puede tener el estímulo fiscal sobre la demanda y, por lo tanto, sobre la inflación. Para 2023 los analistas han estado disminuyendo sus proyecciones desde agosto tras aumentar hasta por 17 semanas consecutivas. Actualmente la ubican en 5.01%, aún por encima de la meta de 3.25% para el próximo año, pero ya más cerca de la parte alta del rango de tolerancia, de 4.75%. Por su parte, están recorriendo la percepción de mayores presiones inflacionarias hacia el 2024 al subir de 3.41% hace cuatro semanas a 3.50%. Ante estos cambios, el consenso para la inflación acumulada de los años 2022 a 2024 pasó de 16.35% a 15.20% actualmente.

Expectativas de inflación del BCB*



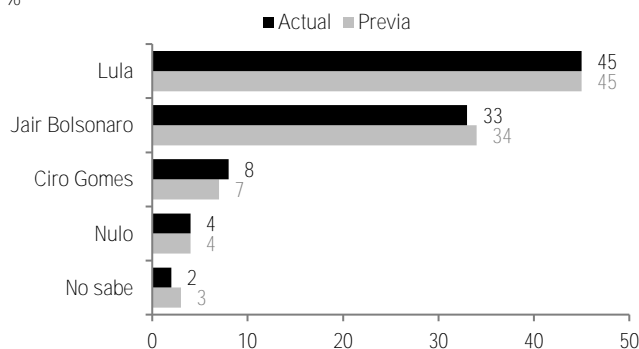
* Nota: Encuesta más reciente publicada el 19 de septiembre

Fuente: Banorte con datos del Banco Central de Brasil

El entorno fiscal se mantiene como uno de los principales retos. Tal como hemos mencionado, el entorno fiscal sigue representando un fuerte reto. Los dos principales candidatos presidenciales han señalado que planean extender el impulso del gasto social al próximo año. Parece que ambos buscan asegurar la presidencia con esta acción, pero en realidad representa un riesgo fiscal. De hecho, el programa social “Auxilio Brasil” que sustituyó al de Lula conocido como “Bolsa Familia” ha venido aumentando. Inicialmente, se duplicó a 400 reales mensuales (cerca de US\$77) y recientemente se ha vuelto a incrementar a 600 reales (cerca de US\$119). La acción ha sido catalogada como propagandista, y negativa, sobre todo por lo que representa para las finanzas públicas.

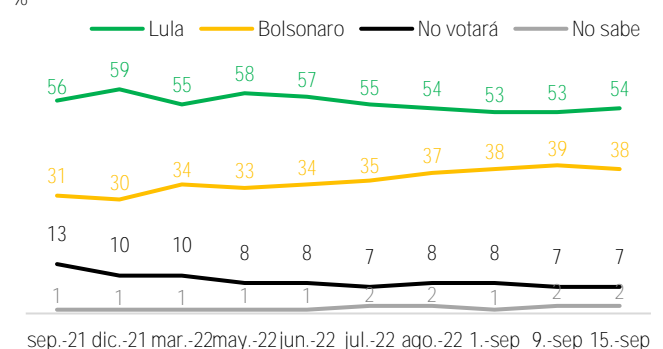
Las encuestas se mantienen a favor de Lula con un amplio margen. En el entorno político, cabe recordar que la primera ronda de las elecciones generales –para presidente, vicepresidente, Congreso Nacional y una diversidad de puestos locales– se llevará a cabo el 2 de octubre. De ser necesario, la segunda vuelta sería el 30 del mismo mes. Con base en la última encuesta de *DataFolha* del 15 de septiembre, el expresidente Lula mantuvo el 45% de las intenciones de voto en la primera vuelta (respecto a la encuesta previa), contra el 33% de Bolsonaro, que bajó 1pp (ver gráfica abajo, izquierda). La encuesta se realizó entre 5,926 personas de 300 ciudades brasileñas. El margen de error es de +/- 2pp. La ventaja de Lula sigue siendo muy marcada considerando que faltan poco más de dos semanas para los comicios. En nuestra opinión, esto indica una alta posibilidad de que sea elegido una vez más para gobernar Brasil. Sin embargo, lo que también parece claro es que los comicios no se definirán en la primera vuelta. Para la segunda ronda, Lula tiene 54% de las intenciones de voto contra solo 38% de Bolsonaro (ver gráfica abajo, derecha).

Intención de voto para presidente (primera vuelta)
%



Fuente: Banorte con datos de *DataFolha* (Encuesta del 13-15 septiembre 2022)

Intención de voto para presidente (segunda vuelta)
%



Fuente: Banorte con datos de *DataFolha* (Encuesta del 13-15 septiembre 2022)

Esperamos que el Copom mantenga sin cambios la tasa de referencia por un periodo prolongado. En nuestra opinión, el banco central mantendrá la tasa de referencia en el nivel actual por un largo periodo, tomando en cuenta que tanto la inflación como las expectativas de inflación se mantienen elevadas. Es decir, se ve lejano el espacio para empezar a bajar tasas. En particular, el banco central ha señalado que quiere ver expectativas de inflación para 2023 debajo del 4%, y si bien la tendencia va en esa dirección, aún falta camino por recorrer.

Además, creemos que no es una pausa, sino el fin del ciclo de alza en tasas, a pesar de que advirtieron que podría ser así si la inflación no responde como esperan y se acerca al objetivo. Lo anterior, recordando que fue de los primeros en iniciar la remoción de la política monetaria laxa y ha sido de los más agresivos en el ciclo restrictivo. Hacia delante, vemos riesgos tanto internos como externos. En los primeros, destacamos el entorno fiscal y las medidas de estímulo. En los segundos, la posibilidad de persistentes presiones en algunos rubros como alimentos, a la vez que el conflicto entre Rusia y Ucrania no deja en claro que la baja en los precios de energéticos se podrá sostener.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, Juan Carlos Alderete Macal, Alejandro Cervantes Llamas, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Katia Celina Goya Ostos, Francisco José Flores Serrano, José Luis García Casales, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Carlos Hernández García, Leslie Thalía Orozco Vélez, Hugo Armando Gómez Solís, Yazmín Selene Pérez Enríquez, Cintia Gisela Nava Roa, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Daniela Olea Suárez, José De Jesús Ramírez Martínez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Isaiás Rodríguez Sobrino, Paola Soto Leal, Oscar Rodolfo Olivos Ortiz, Daniel Sebastián Sosa Aguilar y Salvador Austria Valencia 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.
Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Financiero

Alejandro Padilla Santana	Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Raquel Vázquez Godínez	Asistente DGA AEyF	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Itzel Martínez Rojas	Gerente	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
María Fernanda Vargas Santoyo	Analista	maria.vargas.santoyo@banorte.com	(55) 1103 - 4000

Análisis Económico

Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Ejecutivo de Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Director Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Director Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Yazmín Selene Pérez Enríquez	Subdirector Economía Nacional	yazmin.perez.enriquez@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Cintia Gisela Nava Roa	Subdirector Economía Nacional	cintia.nava.roa@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Luis Leopoldo López Salinas	Gerente 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

Leslie Thalia Orozco Vélez	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Isaías Rodríguez Sobrino	Gerente de Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities	isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com	(55) 1670 - 2144

Análisis Bursátil

Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.esplita@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Carlos Hernández García	Subdirector Análisis Bursátil	carlos.hernandez.garcia@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Paola Soto Leal	Analista Sectorial Análisis Bursátil	paola.soto.leal@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 1746
Oscar Rodolfo Olivos Ortiz	Analista Sectorial Análisis Bursátil	oscar.olivos@banorte.com	(55) 1103 - 4000

Análisis Deuda Corporativa

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

Análisis Cuantitativo

Alejandro Cervantes Llamas	Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
José Luis García Casales	Director Análisis Cuantitativo	jose.garcia.casales@banorte.com	(55) 8510 - 4608
Daniela Olea Suárez	Subdirector Análisis Cuantitativo	daniela.olea.suarez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Análisis Cuantitativo	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
José De Jesús Ramírez Martínez	Subdirector Análisis Cuantitativo	jose.ramirez.martinez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Daniel Sebastián Sosa Aguilar	Gerente Análisis Cuantitativo	daniel.sosa@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Salvador Austria Valencia	Analista Análisis Cuantitativo	salvador.austria.valencia@banorte.com	(55) 1103 - 4000

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.cebaldos@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