

Banxico se une a la ola acomodaticia global

- La Junta de Gobierno del Banco de México decidió de manera sorpresiva recortar la tasa de referencia en 25pb a 8.00%
- La decisión no fue unánime, con un miembro votando a favor de mantener la tasa sin cambio en 8.25%
- En nuestra opinión, el tono fue más *dovish* en comparación al comunicado previo, debido a
 - (1) La ola acomodaticia global, reflejada en la caída reciente de las curvas de rendimientos externas e internas a diferentes plazos;
 - (2) Mayor confianza en el panorama de inflación; y
 - (3) Una brecha del producto más amplia de lo esperado
- Nuestro análisis lingüístico muestra un sesgo similar, con “*inflación*” nuevamente perdiendo peso; “*holgura*” ganando relevancia y la aparición de “*convergencia*” –aludiendo al objetivo de inflación– y “*debilidad*”, sobre el crecimiento económico
- Esperamos ahora 50pb adicionales de recorte en lo que queda del año, con la primera reducción de 25pb llevándose a cabo en la reunión del 26 de septiembre, seguida de una baja de la misma magnitud el 19 de diciembre
- No obstante, el principal riesgo para nuestro estimado es que la autoridad monetaria recorte en una sola ocasión, en lugar de dos, bajo un escenario altamente incierto, en particular sobre la calificación crediticia soberana y de Pemex
- Las minutas de esta reunión se publicarán el 29 de agosto
- Apreciación en activos mexicanos después de que Banxico relajara condiciones monetarias

15 de agosto 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
delia.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 agosto 2019



Fuente: Banorte con datos de Banxico

Nube lingüística del comunicado de junio 2019

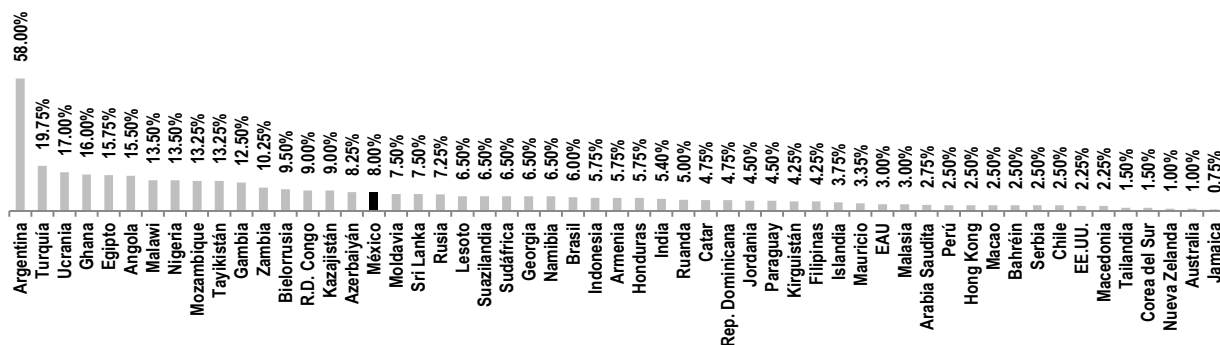


Fuente: Banorte con datos de Banxico

Banxico recortó la tasa de referencia en 25pb, a 8.00%. La decisión no fue unánime con un miembro a favor de mantener la tasa sin cambios en 8.25%. En nuestra opinión, el tono fue más *dovish* que el comunicado previo, con la Junta de Gobierno mencionando: (1) Un panorama más complicado para el crecimiento global, resultando en una ola acomodaticia global; (2) un mayor grado de confianza en el panorama para la inflación (tanto al nivel general como en la subyacente) y sobre su convergencia al objetivo; y (3) riesgos para la actividad doméstica, que continúan sesgados a la baja. A pesar de lo anterior, Banxico reafirmó una postura prudente ante un entorno caracterizado por un alto grado de incertidumbre. En este sentido, creemos que continúan enfocados en algunos riesgos para la estabilidad financiera, tales como la posibilidad de acciones por parte de las agencias crediticias (tanto en el soberano como en Pemex), el panorama para las finanzas públicas en un entorno de crecimiento más moderado, y la ratificación del T-MEC en EE.UU., entre otros factores.

Retos adicionales para la economía global. En línea con lo esperado, el banco central argumentó que el panorama para la economía global se ha deteriorado. Entre las razones resaltaron el escalamiento en las disputas comerciales, una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea y el deterioro en algunos riesgos geopolíticos. Adicionalmente, mencionar algunas tensiones entre EE.UU. y otras economías en el frente comercial, temas migratorios, tecnológicos y de política cambiaria. Esto ha resultado en una gran cantidad de bancos centrales alrededor del mundo con una postura de política monetaria más acomodaticia, lo que se ha llamado como la ola acomodaticia global. En este sentido, 55 bancos centrales han relajado su política en lo que va de 2019, incluyendo Banxico el día de hoy, como se muestra en la tabla siguiente.

Tasa de referencia: Países que han recortado su tasa de referencia en lo que va del año*
%



*Nota: Para EE.UU. se muestra el intervalo superior del rango de la tasa de *Fed Funds*
Fuente: Bloomberg

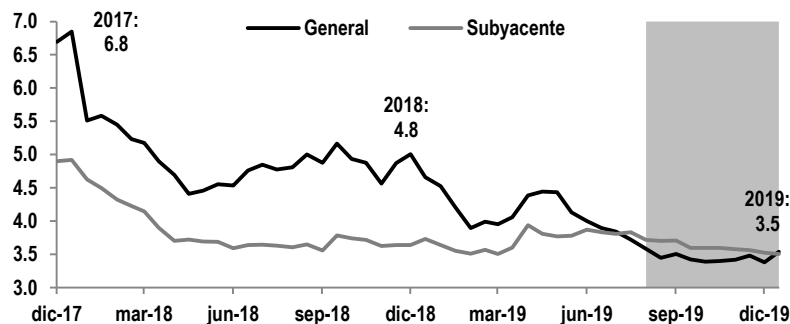
Mayor confianza en el panorama de inflación a pesar de una alta incertidumbre. La Junta de Gobierno notó la reciente baja de la inflación general, misma que ha estado beneficiada por menores presiones en el componente no subyacente. Dentro de este último, mencionaron la mejoría en los precios de energía y frutas y verduras, mientras que los de los bienes pecuarios han estado presionados.

En términos generales, la inflación se ha comportado en línea con los estimados del banco central, recordando que en el 2T19 la inflación promedio fue de 4.2% anual, debajo del estimado de 4.3% en su último *Informe Trimestral* e incluso ubicándose dentro del rango de variabilidad durante los dos últimos meses. Considerando lo anterior, cabe destacar que el comunicado aseguró que una de las razones detrás del recorte de hoy fue que: “...la inflación general ha disminuido conforme a lo previsto por este Instituto Central...”.

Más importante aún, ante las preocupaciones sobre la resistencia a la baja de la inflación subyacente, resaltamos que el comunicado incluyó algunos factores que mitigarían aumentos en este componente en el futuro. En particular, mencionaron la posibilidad de un menor traspaso proveniente de los precios de energéticos y el efecto de un grado de holgura mayor al esperado (ver párrafo siguiente). En nuestra opinión, Banxico está señalizando una mayor confianza sobre el panorama inflacionario, lo que se acerca más a nuestro estimado de inflación para el cierre de este año en 3.5% anual, debajo de lo esperado por el mercado (ver gráfica abajo).

Pronósticos de inflación: 2019

% anual, frecuencia quincenal

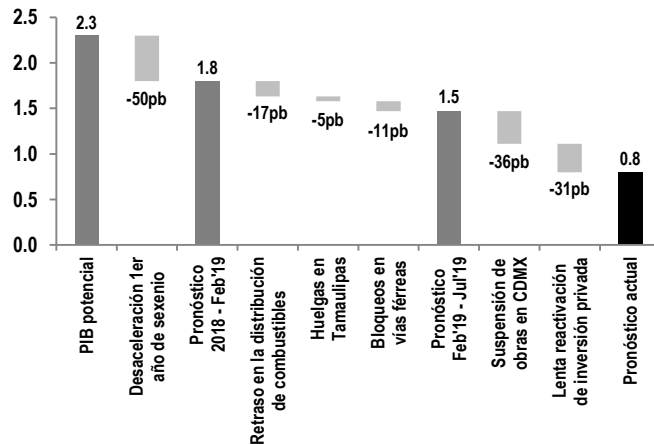


Fuente: INEGI, Banorte

La brecha del producto se amplía más de lo esperado. Si bien Banxico no elaboró con gran detalle la dinámica reciente, sí destacaron que el estimado preliminar del PIB del 2T19 mostró que el estancamiento de la economía continuó. Como resultado, la holgura aumentó más y a un ritmo superior al esperado por el banco central. En particular, los datos más oportunos –como la producción industrial de junio, entre otros– señalizan la posibilidad de una revisión a la baja del PIB del trimestre, pasando de -0.7% a -0.8% anual. Esto todavía es consistente con nuestro estimado de crecimiento de 2019 en 0.8% (ver gráfica inferior izquierda), aunque reconocemos que representa un riesgo adicional a la baja para el pronóstico. En consecuencia, esto podría traducirse en una brecha del producto aún más amplia, la cual de acuerdo a nuestros estimados (utilizando los últimos datos disponibles para el IGAE), se ubica 1.1%-pts por debajo del potencial, situación que creemos podría extenderse al menos por los próximos trimestres. En general, creemos que la información en este frente apoya nuestro pronóstico para recortes adicionales por parte del banco central.

Estimado de crecimiento del PIB 2019

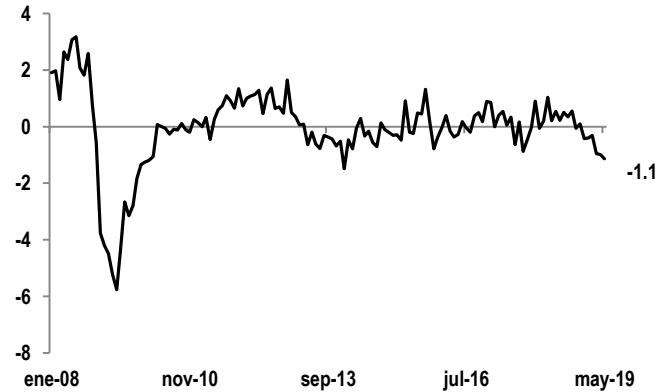
% y contribución en pb



Fuente: Banorte

Brecha del producto

% del PIB potencial



Fuente: Banorte con datos del INEGI

Esperamos recortes adicionales por 50pb el resto de 2019. En nuestra opinión, Banxico recortará la tasa de referencia en 25pb el 26 de septiembre, seguido de una disminución de la misma magnitud el 19 de diciembre. Como resultado, la tasa de referencia terminaría el año en 7.50%, menor a nuestra expectativa previa de 7.75%. Para el 2020, anticipamos una baja acumulada entre 50-75pb dentro de un ciclo de relajamiento monetario que hemos argumentado previamente que podría ser entre 125-200pb.

Por último, consideramos que el principal riesgo a nuestra expectativa es que Banxico únicamente recorte 25pb adicionales el resto de este año. En este sentido, destacamos que el banco central reiteró que es necesario atender el deterioro en la calificación crediticia soberana y de Pemex, así como cumplir las metas fiscales para 2019. También de manera relevante, añadieron que: “...es importante que el Paquete Económico para 2020 genere confianza...”, mismo que debe ser presentado al Congreso a más tardar el 8 de septiembre. Consideramos que este último comentario está relacionado con el potencial efecto negativo en los ingresos tributarios derivados de un entorno de menor crecimiento, lo que también aumentaría el riesgo de acciones adicionales por parte de las principales agencias calificadoras. En este sentido, recientemente *Moody's* afirmó que existe un mayor riesgo de que el Gobierno Federal no alcance su meta de superávit primario para 2019 (1% del PIB). Reconocemos que este riesgo se ha incrementado, en particular ya que también podría impactar la calificación crediticia de Pemex por debajo del grado de inversión por esta agencia. No obstante, nuestro caso base es que el Gobierno Federal mantendrá finanzas públicas sanas, ajustando el nivel de gasto en caso de que se presente una menor recaudación de impuestos.

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

Apreciación en activos mexicanos después de que Banxico relajara condiciones monetarias. Banxico decidió recortar 25pb este día, con un comunicado *dovish*, sugiriendo ajustes adicionales en su postura monetaria en lo que resta del año. Esta decisión no estaba incorporada en los precios de los activos mexicanos, ya que la curva de rendimientos descontaba una probabilidad implícita de recorte este jueves de 29.3% vs 61.6% para la reunión del 26 de septiembre. La autoridad monetaria mexicana reconoció que las condiciones monetarias globales se han relajado recientemente (al día de hoy van 54 bancos centrales que han reducido su tasa de interés objetivo en 2019), poniendo a México en una postura restrictiva en términos relativos (*e.g.* 95pb de premio sobre el diferencial de equilibrio entre las tasas reales de interés de corto plazo de México y EE.UU.). El mundo está adentrándose en un nuevo paradigma en términos de tasas de interés, con rendimientos negativos en Europa en prácticamente todos los plazos y un fuerte aplanamiento de la curva norteamericana (invertida entre varios plazos). Esta situación junto con una mejor dinámica de inflación y una débil economía argumenta a favor de una menor tasa de fondeo hacia delante, como lo incorpora la curva mexicana con -36pb de recortes implícitos para lo que resta de 2019 y -140pb hasta finales de 2020. Banxico relajó condiciones monetarias este jueves a pesar del deterioro en las condiciones globales derivado de diversos riesgos geopolíticos (*e.g.* preocupaciones sobre guerra comercial entre EE.UU. y China, posible contagio de la fuerte corrección argentina, entre otros) y algunos factores idiosincráticos en México que no están completamente incorporados en la prima de riesgo. Como resultado de la decisión de hoy, los Bonos M se apreciaron 16pb en promedio. En términos de estrategia, reconocemos que el ambiente de bajas tasas de interés en el mundo seguirá beneficiando a los bonos mexicanos.

Respecto al mercado cambiario, el peso mexicano observa una jornada ligeramente más positiva tras la fuerte ola de aversión al riesgo que lo llevó a niveles de hasta 19.78 por dólar el lunes y afectó a la clase de activos emergentes en un modo generalizado. Su reacción a la decisión de Banco de México hoy fue inicialmente negativa, presionándose hasta 19.77 pero operando actualmente en 19.65 por dólar, equivalente a una apreciación de 0.1% en relación al cierre de ayer. El reciente desempeño de la divisa ha reflejado una mayor sensibilidad a catalizadores globales. En primera instancia, el debilitamiento del yuan chino como reacción a mayores amenazas proteccionistas por parte de EE.UU. ha provocado un importante ajuste en las divisas emergentes. Reflejando esta situación, y contrastando con periodos de aversión al riesgo previos en el año donde el peso mexicano mostró una dinámica más resiliente, las *betas* del MXN contra el renminbi se han incrementado (*e.g.* hoy en 0.24 desde 0.06 previo al anuncio de aranceles adicionales el 1 de agosto). Por otro lado, como fue comentado previamente, las fracturas en la dinámica de activos argentinos se asemejan a los eventos observados apenas un año atrás, con el mercado evaluando si esta situación se trata de un riesgo sistémico o uno idiosincrático, así como el grado de contagio hacia los activos de mercados emergentes.

Bajo esta óptica, el MXN encuentra un escenario global más complejo que ha sido capturado por fuerte volatilidad a lo largo de agosto. En tanto, si bien la validación de Banxico este jueves sobre una tasa de fondeo más baja sugiere un posible debilitamiento del *carry* implícito de la divisa, no vemos una erosión significativa pronto dado un diferencial de tasas que se mantiene altamente favorable para México. Controlando por este efecto, vemos un peso que cursará un contexto retador para lo que resta de 2019 promediando 19.40 este trimestre para finalizar en 19.68 y promediando 20.14 en el 4T19 para un cierre de año en 20.30 por dólar.

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, Luis Leopoldo López Salinas, 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.

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
Katía 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
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@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	hugo.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.faes@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