

Minutas de Banxico – Una menor incertidumbre es la clave para un recorte de tasas

- Banxico acaba de publicar las minutas de su reunión celebrada el 16 de mayo, en la que la Junta de Gobierno decidió mantener la tasa de referencia sin cambios en 8.25%
- Destacamos que la decisión sobre la tasa de referencia fue unánime. Sin embargo y por segunda ocasión consecutiva, Gerardo Esquivel manifestó no estar de acuerdo con el tono del comunicado
- En nuestra opinión, el tono de las minutas es relativamente *hawkish* respecto a la inflación pero más *dovish* sobre el crecimiento, similar al comunicado y al *Informe Trimestral* publicado ayer
- En este contexto, percibimos una alta incertidumbre y un amplio debate sobre la perspectiva de futuras decisiones de política monetaria
- Continuamos esperando que Banxico recorte la tasa de referencia en 25pb a 8.00% en la reunión del 14 de noviembre
- Presiones en bonos mexicanos siguiendo minutas *hawkish* de Banxico

Decisión unánime, de nuevo con un disidente en el comunicado. Banxico acaba de publicar las minutas de la reunión celebrada el 16 de mayo, en la que la Junta de Gobierno decidió mantener la tasa de referencia sin cambios en 8.25%. Aunque la decisión fue unánime, por segunda ocasión consecutiva el subgobernador Gerardo Esquivel no estuvo de acuerdo con el tono del comunicado. Argumentó de nuevo que difiere tanto del tono restrictivo como de la conclusión alcanzada sobre el balance de riesgos para la inflación, que se mantiene caracterizada al alza. Además de los argumentos que ya había expuesto, agregó que le preocupa el hecho de que las expectativas de inflación y las primas por riesgo inflacionario estén aumentando a pesar de un comportamiento relativamente favorable de la inflación en 2019. En este sentido, recalcó que: “...*No es del todo improbable que estas expectativas estén siendo afectadas por la propia comunicación del banco central...*”. Volvió a comentar que difiere del énfasis en el aumento del salario mínimo como un riesgo al alza para la inflación, añadiendo que a cinco meses de dicho aumento no existe ninguna evidencia convincente de que esto esté ocurriendo en realidad.

Riesgos al crecimiento global a la baja, con mayor afectación de factores geopolíticos. El tono respecto al crecimiento global está muy en línea con en el *Informe Trimestral* publicado ayer (ver: *Informe Trimestral Banxico – Desaceleración, inflación convergente, pero riesgo cambiario*”, [pdf](#)). Sobre las últimas noticias, un miembro mencionó que las recientes medidas proteccionistas entre China y EE.UU. afectaron el ánimo de los inversionistas y que podría provocar una desaceleración más pronunciada. Además, algunos resaltaron como riesgos la posibilidad de una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea y otro las tensiones generadas por Corea del Norte y conflictos en el Golfo Pérsico.

30 de mayo 2019

www.banorte.com
@analisis_fundam

Gabriel Casillas

Director General Adjunto
Análisis Económico y Bursátil
gabriel.casillas@banorte.com

Delia Paredes

Director Ejecutivo Análisis Económico
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

Una de las principales preocupaciones es la posibilidad de que estos eventos induzcan mayor volatilidad en los mercados, con un miembro señalando que los canales financieros podrían amplificar la desaceleración económica. Además, la mayoría señaló que recientemente los mercados se vieron afectados por el agravamiento de las tensiones comerciales, con los inversionistas buscando refugio en activos más seguros y moderación de flujos de capital hacia emergentes.

Para la economía mexicana, el documento está en línea con la reducción de los pronósticos de crecimiento en el *Informe Trimestral*, con la mayoría de los miembros mencionando que las perspectivas se deterioraron tras la contracción de 0.2% t/t del PIB en el 1T19. En términos del balance de riesgos, destacamos que un miembro mencionó riesgos adicionales a los ya conocidos, tales como: (1) Que el programa de austeridad del nuevo gobierno genere mayor inactividad gubernamental a la prevista; (2) que el tipo de cambio real se aprecie y desincentive las exportaciones no petroleras; (3) que empiece a disiparse el crecimiento de las remesas; y (4) de mediano plazo, la posibilidad de una recesión en EE.UU.

Discusión sobre el efecto del alza del salario mínimo... En los comentarios resalta que un miembro comentó que resulta paradójico que en un entorno de mayor debilidad económica se hayan observado alzas en distintos indicadores de presión salarial, lo que se atribuye al resultado de aumentos salariales por encima de la productividad. Como fue mencionado ayer, esta es una de las principales preocupaciones debido a sus potenciales efectos alcistas en la inflación, en particular la subyacente. Dicho miembro argumentó que el resultado natural ha sido una caída del empleo formal, un aumento de la informalidad laboral y un incremento de la tasa de desempleo, probablemente amortiguado por mayor empleo en el sector informal. Además, la contracción del empleo ha sido más marcada en la zona norte, donde se han observado los mayores ajustes salariales, e incluso con un marcado contraste con municipios contiguos donde no afectaron dichos ajustes. Por otra parte, algunos señalaron que una fuente posible de presiones salariales son los compromisos laborales suscritos en el marco del T-MEC.

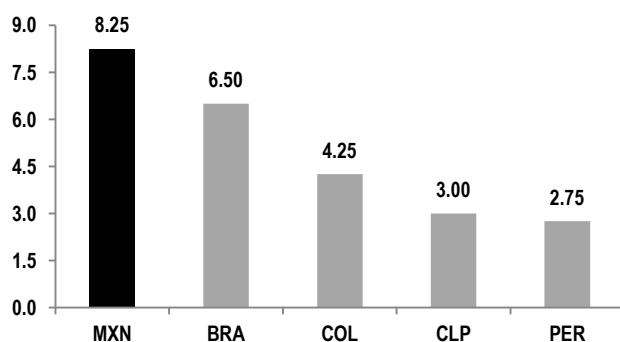
...y de las señales en la dinámica de inflación. En nuestra opinión, el debate sobre la reciente trayectoria de la inflación fue muy interesante. Un miembro argumentó que la inflación general acumulada en el 1T19 fue la más baja para un trimestre desde que existe el INPC, con una cifra muy baja en enero debido a la reducción del IVA en la frontera. Sin embargo, otro dijo que la subyacente en el periodo diciembre-abril registró un mayor crecimiento al del mismo lapso del año anterior y fue la segunda más alta de los últimos cinco años. A pesar de estas diferencias de interpretación, la mayoría destacó que: “...el incremento reciente en la inflación general fue producto de aumentos en sus dos componentes, y puntualizó que el subyacente contribuyó en mayor medida a dicho incremento...”. En nuestra opinión, la incertidumbre sobre los factores detrás del reciente aumento y la dinámica de la inflación anual en ambos componentes, además de las dudas de si se desvanecerá en el futuro cercano, son muy relevantes para justificar la postura más cautelosa y prudente que percibimos sobre los precios en el último comunicado y el *Informe Trimestral*.

Incertidumbre sobre las próximas acciones de política monetaria. En el documento destaca que la mayoría de los miembros alertó sobre los riesgos de relajar la postura de política monetaria prematuramente. En particular, debido a un entorno en el cual: (1) La inflación general y subyacente han aumentado; y (2) la trayectoria futura de ambos indicadores contempla presiones adicionales – como fue confirmado ayer con el ajuste al alza en los pronósticos de inflación para este año y el siguiente– y se ha tornado más incierta. En este sentido, algunos dijeron que bajo estas circunstancias, además de un entorno de choques de oferta y ante las tendencias recientes en salarios, un “...relajamiento de la postura monetaria o un mensaje prematuro en esta dirección validarían las expectativas de inflación antes señaladas, darían lugar a cuestionamientos respecto del compromiso con la meta de inflación y afectarían la credibilidad del banco central...” En este contexto, la mayoría consideró que el instituto central debe estar preparado para responder en la medida que se requiera para alcanzar la convergencia de la inflación a su objetivo y que ante el ambiente de incertidumbre externa e interna, Banxico debe mantener una postura firme y cautelosa.

Del lado contrario, algunos miembros sostuvieron que deben de estar vigilantes de la evolución de la economía para que el mantenimiento de una postura restrictiva no se prolongue demasiado. En particular, un miembro, que asumimos que es el subgobernador Esquivel, argumenta que esto último podría generar mayor holgura, apreciar excesivamente el tipo de cambio real (impactado al sector exportador) y atraer flujos de capital volátiles que podrían aumentar la vulnerabilidad del mercado cambiario. En este sentido, consideró que el ciclo alcista de tasas de interés debería darse por terminado a menos que ocurra algo extraordinario.

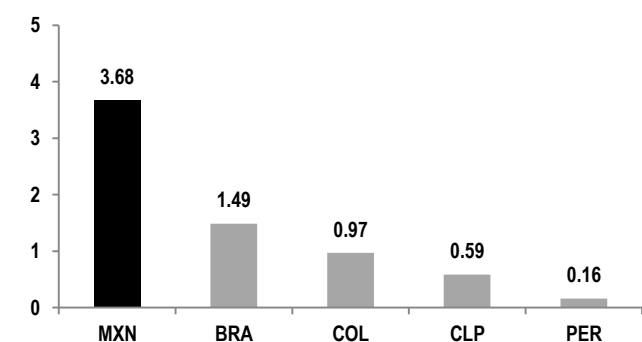
En este sentido, es importante recordar que la tasa de interés se ubica actualmente muy elevada relativo a otros mercados emergentes de la región, tanto en términos nominales como reales (ver gráficas abajo). Adicionalmente, existe consenso entre los miembros de una mayor desaceleración económica y una postura más acomodaticia en la mayoría de los países desarrollados. Derivado de lo anterior, creemos que la postura más restrictiva en nuestro país alude a que el sesgo del banco central en caso de un movimiento de la tasa de referencia es claramente hacia un recorte.

Tasa de referencia nominal de países seleccionados
%



Fuente: Bloomberg

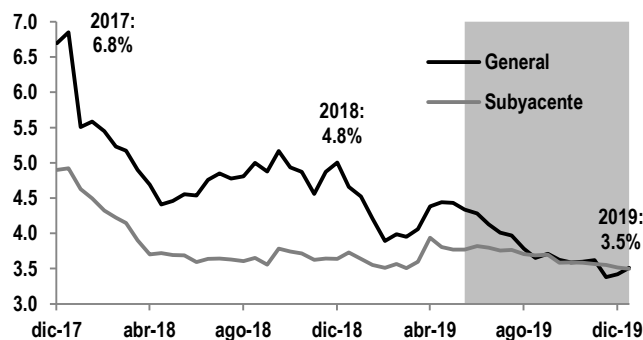
Tasa de referencia 'real' de países seleccionados
%



Fuente: Bloomberg

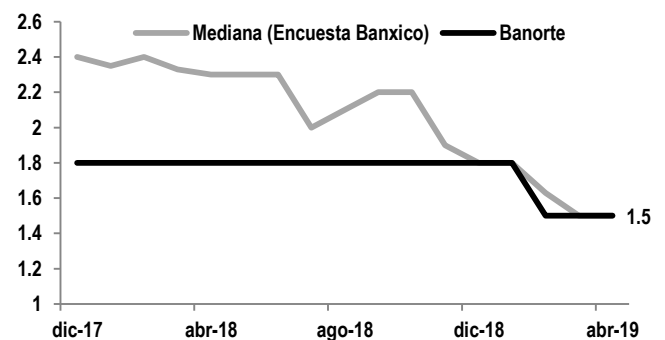
Reiteramos nuestra expectativa de que Banxico recortará en 25pb la tasa de referencia el 14 de noviembre. En nuestra opinión, lo más relevante fue el amplio debate sobre las recientes señales y razones detrás del repunte de la inflación. Consideramos que el banco central mantiene una postura cautelosa principalmente debido a la incertidumbre sobre esta dinámica. En este contexto, reiteramos nuestro estimado de inflación en 3.5% anual, menor al 3.7% de acuerdo a la encuesta de analistas del banco central. Adicionalmente, las perspectivas de crecimiento siguen siendo modestas y no es posible descartar un deterioro adicional (ver gráficas abajo). Considerando lo anterior, continuamos creyendo que Banxico recortará la tasa de referencia en 25pb el próximo 14 de noviembre. Sin embargo, no descartamos que un recorte pueda materializarse antes de lo previsto. Las condiciones específicas para que se materialice dicho escenario incluyen: (1) Un deterioro adicional en la actividad económica; (2) una mejor dinámica de inflación a la estimada por el banco central, lo que seguimos creyendo que sucederá hacia el 4T19; y/o (3) una disminución de la incertidumbre local, en particular la situación financiera de Pemex y su potencial efecto en su propia calificación crediticia y la del soberano.

Trayectoria de inflación
% anual, frecuencia quincenal



Fuente: INEGI, Banorte

Pronóstico de crecimiento 2019
% anual



Fuente: Banxico, Banorte

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

Presiones en bonos mexicanos siguiendo minutas *hawkish* de Banxico. Las tasas locales registran pérdidas de 3pb en promedio después del tono *hawkish* reflejado en las minutas de Banxico en su aseveración sobre la inflación, mientras el sesgo respecto al balance de riesgos para la economía mexicana continúa a la baja, exponiendo un relevante argumento *dovish*. Los inversionistas reconocen que la mayoría de los miembros continúan preocupados por el grado de desaceleración de la economía global. Asimismo, asimilan los comentarios disidentes del subgobernador Esquivel en relación al tono del comunicado, ofreciendo una visión más *dovish* en relación al estado actual de la inflación y difiriendo en considerar el aumento del salario mínimo como un riesgo al alza para este factor. Como resultado, la curva de rendimientos descuenta -28pb de recortes implícitos acumulados para finales de 2019 y -107pb en 2020. A pesar de que reconocemos que los bonos soberanos en México podrían beneficiarse de la inercia *dovish* de varios bancos centrales en el mundo, combinado con un efecto positivo de un *carry* atractivo, mantenemos una postura prudente en relación a posiciones largas direccionales. Continuamos viendo un mejor valor relativo en los Bonos M Nov'36 y Nov'38; sin embargo, preferimos esperar mejores puntos de entrada o condiciones de mercado para nuevos largos direccionales en la parte larga de la curva.

El USD/MXN reaccionó de forma positiva a la publicación de las minutas de este jueves, operando en 19.08 (+0.3%) siguiendo la sesión de ayer donde la entrega del Reporte Trimestral de Banxico contribuyó a una ganancia también de 0.3%. La dinámica del peso aún se mantiene dentro de rangos acotados, como ha sido el caso de las últimas semanas, contexto que en nuestra opinión se mantendrá en el corto plazo. Hacia delante reconocemos una segunda mitad de año más compleja, aunque considerando las recientes comunicaciones de Banxico, el *carry* embebido en la divisa continuará siendo un factor de respaldo clave. Ante esta situación, recomendamos esperar niveles más atractivos para posiciones largas en USD, especialmente al encontrar operación cercana a 18.80 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, Francisco Duarte Alcocer, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Leslie Thalía Orozco Vélez, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo, declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.
Directorio de Análisis

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

Análisis Económico

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector Economía Nacional	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco José Flores Serrano	Gerente Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Francisco Duarte Alcocer	Analista Economía Internacional	francisco.duarte.alcocer@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

Estrategía de Renta Fija y Tipo de Cambio

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategía de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategía de Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategía 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.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