

Banxico – Junta de Gobierno ‘palomea’ recorte de tasas

- La Junta de Gobierno del Banco de México recortó la tasa de referencia en 25pb a 7.75%, en línea con nuestra expectativa y la del mercado
- La decisión no fue unánime, con dos miembros a favor de reducir la tasa en 50pb a 7.50%
- En nuestra opinión, el tono del comunicado fue ligeramente más *dovish*, destacando:
 - (1) El balance de riesgos para el crecimiento, tanto global como local, permanece sesgado a la baja, con la economía local estancada;
 - (2) El reconocimiento de la caída en la inflación anual al objetivo de 3%, a pesar de la resistencia a la baja del componente subyacente; y
 - (3) Condiciones monetarias globales más acomodaticias
- Resaltamos también que el balance de riesgos para el crecimiento y la inflación se mantuvieron sin cambios respecto a la decisión previa
- Sin embargo, nuestro análisis lingüístico mostró que “*inflación*” dejó de ser la palabra más mencionada, reemplazada por “*riesgos*”. Además, “*precios*” perdió relevancia relativa, mientras que “*convergencia*” ganó importancia
- Ahora esperamos que Banxico reduzca la tasa de referencia en 25pb en cada una de las dos reuniones que quedan en el año, con lo que la tasa terminará el año en 7.25%,
- En 2020, esperamos que la tasa de referencia cierre el año en 6.00%, con 75pb de recortes ocurriendo en el primer semestre
- Las minutas de esta reunión se publicarán el 10 de octubre
- Banxico recortó con un tono *dovish*, reafirmando el descuento de la curva de rendimientos. Mantenemos una visión positiva sobre tasas de interés dada la estrategia esperada de Banxico hacia delante y la posibilidad de mayor estímulo en el mundo

26 de septiembre 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
alejandropadilla@banorte.com

Santiago Leal

Subdirector de Estrategia
Tipo de Cambio
santiagoleal@banorte.com

Leslie Orozco

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

Documento destinado al público en general

Votos recientes de la Junta de Gobierno de Banxico

Decisión	sep-19	ago-19	jun-19	may-19
Sin cambios	--	1	4	5
-25pb	3	4	1	--
-50pb	2	--	--	--

Fuente: Banxico

Banxico recortó la tasa de referencia en 25pb a 7.75%. La decisión resultó en línea con nuestra expectativa -y la del mercado-, con sólo unos cuantos analistas esperando un recorte de 50pb. Sin embargo la decisión no fue unánime, con dos miembros a favor de reducir la tasa de referencia en 50pb a 7.50%. En nuestra opinión, el tono fue ligeramente más *dovish* que el comunicado previo, debido a: (1) El hecho de que dos miembros fueron disidentes a favor de un mayor recorte; y (2) la señal otorgada por nuestro análisis lingüístico, que contrasta con la percepción inicial de relativamente pocos cambios ya que la Junta de Gobierno mantuvo el sesgo del balance de riesgos sin cambios tanto para el crecimiento como para la inflación. En particular, este último análisis mostró que “*inflación*” dejó de ser la palabra más mencionada, reemplazada por “*riesgos*”. Además, “*precios*” perdió relevancia relativa, mientras que “*convergencia*” ganó importancia, como se muestra a continuación.

Nube lingüística del comunicado de septiembre 2019



Fuente: Banorte con datos de Banxico

Nube lingüística del comunicado de agosto 2019



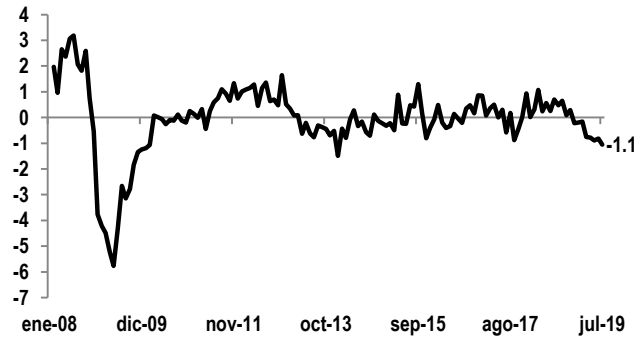
Fuente: Banorte con datos de Banxico

El balance de riesgos, tanto para el crecimiento como para la inflación, se mantuvo sin cambios relativo a la junta pasada. Sobre las condiciones globales, Banxico de nuevo reconoció la baja de tasas por parte de la Reserva Federal, notando también condiciones más acomodaticias en otras regiones, tales como la Eurozona. Además, continúan destacando que las tensiones comerciales han impactado al crecimiento, por lo tanto, dejaron el balance de riesgos para el crecimiento global todavía sesgado a la baja. Pasando a México, notaron el estancamiento de la actividad económica en lo que va del año hasta julio, mencionando por primera vez que esperan una ligera recuperación en lo que resta del año, en línea con nuestras expectativas. Para detalles, ver: “*IGAE – El estancamiento persiste, aunque señales positivas comienzan a aparecer*” <[pdf](#)>). Sin embargo, y contrario a nuestros cálculos, ellos mencionaron que las condiciones de holgura permanecieron relativamente estables con respecto a la decisión pasada. En particular, nuestro último estimado pone la brecha del producto 1.1% debajo del PIB potencial, 20pb menos de donde estaba en la reunión de agosto (ver gráfica inferior izquierda).

En cuanto a la inflación, la Junta de Gobierno reconoció la fuerte caída del índice general, ubicándose en 2.99%. No obstante, continuaron destacando que el componente subyacente sigue mostrando una resistencia a la baja, resultando cerca de 3.8%. No percibimos cambios significativos en los factores considerados dentro del balance de riesgos, tanto al alza como a la baja.

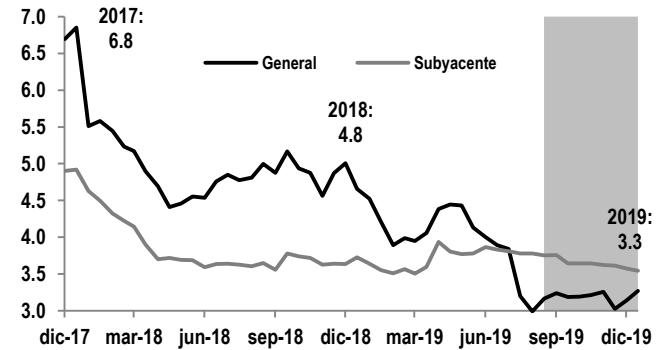
Lo anterior se confirma, en nuestra opinión, por la última oración de dicha sección, la cual se mantuvo igual que en el comunicado de agosto. Esto es consistente con nuestro estimado de inflación de 3.3% para el cierre del año, el cual contempla una ligera moderación en el rubro subyacente acompañado de presiones limitadas de energéticos y agropecuarios (grafica inferior, derecha).

Brecha del producto
% del PIB potencial



Fuente: Banorte con datos del INEGI

Pronósticos de inflación
% anual, frecuencia quincenal



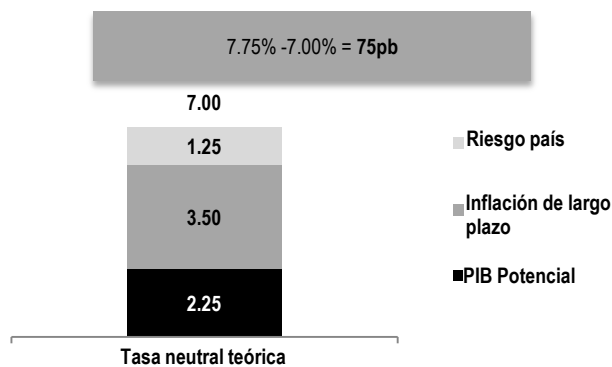
Fuente: INEGI, Banxico

Ahora esperamos que Banxico reduzca la tasa de referencia en 25pb dos ocasiones más este año. En nuestra opinión, el sesgo de la Junta de Gobierno es claramente hacia una menor tasa de referencia, en particular dado el voto disidente de dos miembros en favor de un recorte de 50pb. En este contexto, ahora esperamos dos recortes adicionales de 25pb cada uno para el resto de 2019, el 14 de noviembre y 19 de diciembre. Como resultado, la tasa de referencia finalizaría el año en 7.25%, continuando con el ciclo de relajamiento monetario iniciado en agosto pasado. En nuestra opinión, algunos de los riesgos más inmediatos para la estabilidad financiera se han moderado, lo que fue una de las principales razones detrás de la postura sin cambios de Banxico durante la primera mitad del año. Entre ellos, destacamos el *Paquete Económico 2020*, que en nuestra opinión reafirmó el fuerte compromiso de mantener finanzas públicas sanas, además de las recientes medidas para mejorar la posición financiera y de liquidez de Pemex, misma que fue recibida favorablemente por los participantes de mercado.

El ciclo acomodaticio probablemente continuará en 2020, con la tasa de referencia al cierre de año en 6.00%. En particular, esperamos que 75pb de recortes se lleven a cabo en el primer semestre del año. En este sentido, previamente hemos argumentado que el ciclo de relajamiento de Banxico podría ser de un total de 125-200pb (ver gráficas abajo). La parte alta de este rango sería consistente con una tasa terminal de 6.25%. No obstante, contamos con mayor convicción de que el banco central tendrá más espacio del que estimamos previamente.

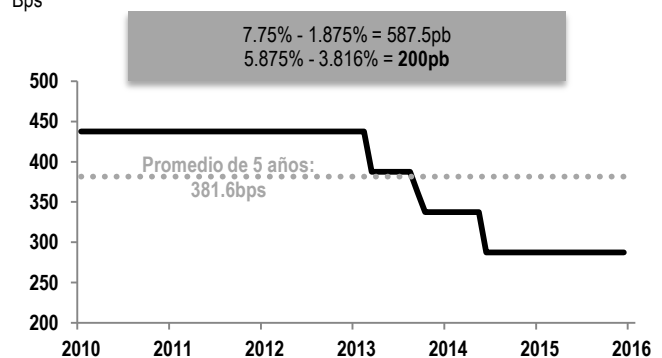
El principal factor detrás de este ajuste es el hecho de que los bancos centrales alrededor del mundo han empezado a recortar sus respectivas tasas de referencia de manera simultánea. Con los riesgos de una recesión global aumentando y un panorama de inflación moderada, creemos que este entorno podría continuar en el futuro previsible. En particular, esta situación permitiría a Banxico mantener una postura prudente (recalcando su importancia nuevamente el día de hoy) y proveer mayor estímulo al mismo tiempo. Lo anterior, dado que el atractivo relativo de los activos mexicanos –medido a través del diferencial de tasas de corto plazo– no se comprimiría tan fuertemente en comparación con un escenario en el que Banxico sea el único banco central relajando su política o en el cual los bancos centrales del mundo aprieten las condiciones monetarias. En este sentido, cabe recordar también que el último estimado de la tasa de interés neutral del banco central se ubica en 2.6% en términos reales (rango: 1.8-3.4%), que con una tasa de inflación del 3% implicaría una tasa nominal neutral de 5.6% (rango: 4.8-6.4%). Por lo tanto, nuestra proyección de la tasa terminal dentro de este ciclo se ubicaría 40pb por encima del punto medio de neutralidad estimado por Banxico.

Tasa de interés nominal “neutral” teórica
%



Fuente: Banorte

Diferencial de la tasa de referencia de Banxico respecto al punto medio del rango de la Fed Funds
Bps



Fuente: Banco de la Reserva Federal, Banco de México

Por último, es necesario tomar en cuenta que los riesgos tanto globales como domésticos podrían resultar en un ciclo de relajamiento más moderado que lo proyectado, en particular si observamos un fuerte repunte en la volatilidad financiera. En el frente externo, algunos de los riesgos más relevantes incluyen el proceso del *Brexit*, la elección presidencial en EE.UU. y un deterioro de la situación geopolítica. Localmente seguiremos enfocados en varios temas, incluyendo la posibilidad de recortes adicionales de la calificación crediticia –tanto de Pemex como del soberano– así como los retos en materia fiscal en un entorno de menor crecimiento que eventualmente podría comprometer los objetivos fiscales, aunque esto último no forma parte actualmente de nuestro escenario base.

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

Banxico recortó con un tono *dovish*, reafirmando el descuento de la curva de rendimientos. Mantenemos una visión positiva sobre tasas de interés dada la estrategia esperada de Banxico hacia delante y la posibilidad de mayor estímulo en el mundo. En línea con nuestras expectativas, Banxico entregó otro recorte de 25pb, acompañado de un comunicado *dovish*, destacando que dos miembros de la Junta de Gobierno disintieron, votando a favor de un recorte de 50pb. La evaluación de Banxico sobre el estado actual de la economía y la inflación, combinado con el ciclo de relajamiento global, sugieren recortes adicionales para este año y el siguiente, como se descuenta en la curva de rendimientos con movimientos implícitos acumulados de -183pb para el cierre de 2020. Esta valuación es consistente con nuestro ajuste al pronóstico referente a la tasa de Banco de México, estimando recortes adicionales de 50pb para este año, así como 125pb para 2020 distribuidos en 75pb en la primera mitad del año y 50pb en el segundo semestre. Siguiendo la decisión, la curva de Bonos M extendió las ganancias observadas a lo largo del día en parte impulsadas por operación favorable en renta fija global, finalizando con un *rally* de 6pb capturando el sesgo acomodaticio del banco central y a pesar de que los instrumentos de menor plazo descontaban la posibilidad de una reducción de 50pb. Reconocemos que el panorama global actual continuará siendo respaldo para los activos de renta fija, especialmente al tomar en consideración las expectativas sobre recortes adicionales por parte de Banxico y otros bancos centrales. Sin embargo, el martes recomendamos tomar utilidades en nuestra estrategia larga en los Bonos M Nov'38 y Nov'42, esperando mejores valuaciones para iniciar nuevas recomendaciones. Para mayores detalles ver: “*Toma de utilidades – Posición larga en Bonos M Nov'38 y Nov'42*”, [pdf](#), publicado el 24 de septiembre.

En el cambiario, el peso mexicano reflejó como reacción inicial a la decisión de Banxico una modesta apreciación que diluyó para retomar operación cerca de la zona de 19.65, extendiendo en ~0.5% presiones de la jornada previa de 0.6%. La operación del MXN ha sido influida en estas últimas sesiones por una nueva fase de fortalecimiento del dólar norteamericano, divisa que ha retomado lecturas próximas a máximos del mes. Si bien la posición relativa del nivel de tasas locales contra otras regiones continúa brindando respaldo al MXN, vemos la potencial estrategia más acomodaticia por parte de Banxico como un factor de presión adicional para el restante del año y en el desempeño del siguiente, conforme una mayor erosión del *carry* se combine con un panorama de riesgos global que se mantiene altamente inestable. En este sentido, reiteramos nuestros estimados para cierre de 2019 y de 2020 en USD/MXN 20.30 y 21.30 respectivamente, conservando la recomendación táctica de posiciones largas en USD con un fuerte piso en la agrupación técnica de 19.30.

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.

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
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	hugoa.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