

A fuego lento se cocina un recorte de tasa

- La Junta de Gobierno del Banco de México decidió mantener la tasa de referencia sin cambios en 8.25%, como era ampliamente esperado
- La decisión no fue unánime, con un miembro votando a favor de un recorte de 25pb
- Creemos que es altamente probable que este voto haya sido del Subgobernador Gerardo Esquivel, dado que ya había votado en contra del tono del comunicado en las dos decisiones previas
- En nuestra opinión, el tono fue ligeramente más *dovish* respecto al comunicado previo dado que el balance de riesgos para el crecimiento se sesgó aún más a la baja mientras que la Junta de Gobierno muestra más convicción de que la inflación convergerá al objetivo
- No obstante, el banco central mantiene una postura cautelosa y prudente dada la incertidumbre sobre riesgos para la estabilidad financiera, particularmente las calificaciones crediticias y la aprobación del T-MEC en EE.UU.
- El análisis lingüístico muestra una disminución significativa en el peso relativo de la palabra “inflación”, aunque todavía siendo la palabra más mencionada dentro del comunicado. Por lo tanto, el resto de las palabras aparecen más grandes en la nube lingüística
- Mantenemos nuestra expectativa de un recorte de 25pb en la reunión de noviembre, con una mayor convicción después de la decisión de hoy. En nuestra opinión, el banco central está aguardando a que la incertidumbre disminuya para tomar acción
- Sin embargo, no podemos descartar que esta acción pudiera tener lugar más temprano si la incertidumbre que rodea a Pemex se reduce drásticamente
- Las minutas de esta reunión se publicarán el 11 de julio
- Banxico validando descuento del mercado sobre una postura más laxa hacia delante

27 de junio 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.vez@banorte.com

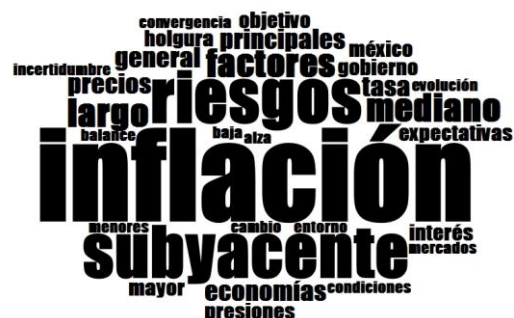
Documento destinado al público en general

Nube lingüística del comunicado de junio 2019



Fuente: Banorte con datos de Banxico

Nube lingüística del comunicado de mayo 2019



Fuente: Banorte con datos de Banxico

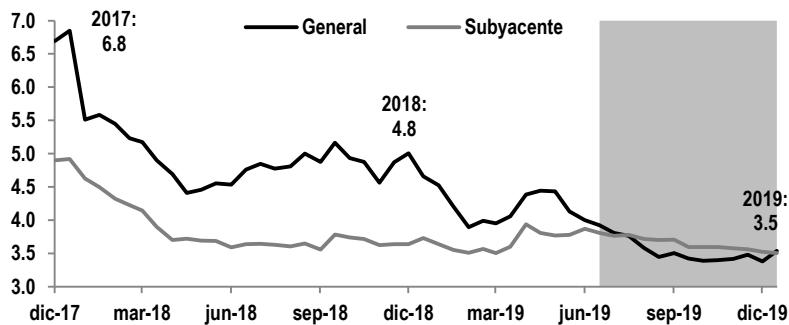
Tasa de referencia sin cambios en 8.25% con votación unánime. La decisión resultó en línea con nuestra expectativa y con la del mercado. No obstante, la no fue unánime, con un miembro votando a favor de un recorte a la tasa de referencia de 25pb. Creemos que es altamente probable que este voto sea del Subgobernador Gerardo Esquivel, considerando que en dos ocasiones previas había votado en contra del tono del comunicado, calificándolo como restrictivo. En nuestra opinión, el tono fue ligeramente *dovish* dado que el balance de riesgos para el crecimiento se sesgó aún más a la baja mientras que la Junta de Gobierno mostró mayor convicción de que la inflación convergerá al objetivo. Sin embargo, el banco central mantiene una postura cauta y prudente sobre los riesgos para la estabilidad financiera. En particular, la autoridad monetaria dio comentarios adicionales sobre las calificaciones crediticias (tanto la soberana como la de Pemex), tensiones comerciales con EE.UU. y la incertidumbre sobre la ratificación del T-MEC en ese país. Las minutas de esta reunión estarán disponibles el próximo 11 de julio.

Deterioro adicional en las perspectivas sobre crecimiento económico. A nivel global, Banxico emitió un mensaje similar al presentado por otros bancos centrales, dado que la inflación permanece baja y la actividad económica continúa desacelerándose. Por lo tanto, el balance de riesgos continúa sesgado a la baja. En el frente doméstico el banco central mencionó que la actividad en abril fue solo ligeramente mayor a la observada en marzo, principalmente por una creciente debilidad en el sector servicios, resultando en una mayor holgura de la brecha del producto. Adicionalmente, y más importante, estresaron que el balance de riesgos se ha vuelto más incierto, sesgándose aún más a la baja.

El panorama para la inflación se ha vuelto más balanceado. Banxico destacó la dinámica reciente del índice general, ubicándose en 4.00% en la primera quincena de junio, principalmente explicado por un mejor desempeño del componente no subyacente. No obstante, dentro del rubro subyacente, notaron un incremento en las mercancías alimenticias, mientras que los servicios cayeron ligeramente. En cuanto al balance de riesgos, añadieron al alza posibles presiones si es que EE.UU. impone aranceles a las importaciones mexicanas y por ende nuestro país implementa medidas retaliatorias. A la baja, y tomando en cuenta la postura más acomodaticia de los bancos centrales, mencionaron la posibilidad de una apreciación adicional de la moneda. En conjunto, la Junta de Gobierno mencionó que algunos de estos riesgos han disminuido mientras otros han ganado relevancia. En este sentido, el comunicado ahora mencionó que “...*persiste un alto grado de incertidumbre en los riesgos que pudieran influir en la inflación...*” pero eliminó la frase de que el balance de riesgos sigue sesgado al alza. Considerando lo anterior, creemos que el banco central se está acercando a nuestra perspectiva sobre la inflación, con nuestro pronóstico para el cierre de año manteniéndose en 3.5% anual (ver gráfica abajo).

Pronósticos de inflación: 2019

% anual, frecuencia quincenal

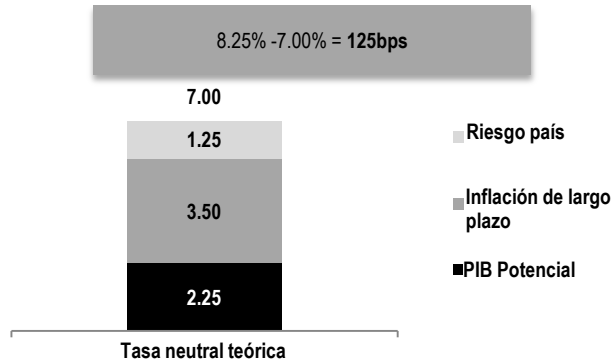


Fuente: INEGI, Banorte

Permanece la cautela ante la alta incertidumbre, enfocada en riesgos para la estabilidad financiera. Destacamos que la Junta de Gobierno añadió la frase de que: “...en este contexto, es necesario atender el deterioro en la calificación crediticia soberana y de Pemex...”, ante el entorno actual que sigue presentando importantes riesgos de mediano y largo plazo que pudieran afectar las condiciones macroeconómicas del país, su capacidad de crecimiento y el proceso de formación de precios en la economía. En este sentido, creemos que las autoridades y los participantes de los mercados están esperando la presentación del plan de negocios de Pemex, que se espera sea publicado en algún momento de las próximas dos semanas. Además, el documento mencionó los riesgos más recientes de una posible imposición de tarifas a todas las exportaciones mexicanas por EE.UU. A pesar de que este último riesgo ha sido mitigado por el reciente acuerdo entre ambos países, no ha sido eliminado por completo. Relacionado a lo anterior, el proceso de aprobación del T-MEC en EE.UU. sigue siendo incierto ante el contexto político en ese país. Por el contrario y como ya fue mencionado, un factor más positivo es el cambio de postura de bancos centrales, en particular el Fed. En conclusión, el banco central continúa viendo riesgos que podrían deteriorar el desempeño de los activos financieros en México.

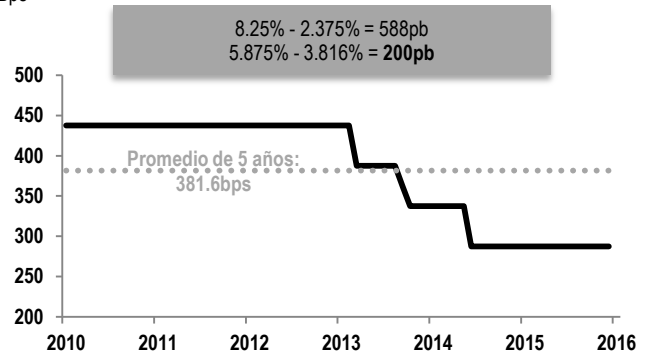
Mantenemos nuestra expectativa de un recorte de la tasa de referencia de 25pb en noviembre, con una convicción ligeramente mayor. Pensamos que Banxico mantendrá una postura cautelosa y prudente por ahora, principalmente debido a la necesidad de mayor información sobre algunos factores de riesgo para la estabilidad financiera. Sin embargo, el tono tanto en el frente de crecimiento como de inflación ha aumentado nuestra convicción de que el banco central está preparando el terreno para un recorte de la tasa de referencia. Como resultado de nuestra expectativa de que algunos de estos riesgos disminuirán gradualmente, además del sesgo más *dovish* del Fed (esperamos un recorte de 25pb en la decisión del 31 de julio), y que la inflación retomará su tendencia a la baja en un contexto de crecimiento moderado, mantenemos nuestra expectativa de un recorte de la tasa de referencia de 25pb el 14 de noviembre. Además, no descartamos que incluso pudiera materializarse antes si estos riesgos caen antes de lo que anticipamos. Por último y no menos importante, reiteramos que este recorte podría dar inicio a un ciclo de relajamiento monetario que podría traducirse en una reducción acumulada de la tasa de entre 125-200pb (ver gráficas bajo para mayor detalle sobre nuestros estimados).

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

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

Banxico validando descuento del mercado sobre una postura más laxa hacia delante. La decisión de Banco de México de este jueves vino en medio de una votación dividida con un miembro inclinándose a favor de un recorte de 25pb a la tasa de referencia, junto a un número de argumentaciones firmes en cuanto a las complejas condiciones locales y externas. El balance del comunicado mostró un sesgo *dovish*, incierto con matiz *hawkish* en inflación pero muy cauteloso por los factores de riesgo entre los que destacan crecimiento global, frentes geopolíticos (*e.g.* incertidumbre comercial con EE.UU.) y el riesgo del perfil crediticio soberano y de Pemex. En consecuencia del tono, las tasas locales ajustaron con una apreciación de 10pb en instrumentos nominales y de hasta 13pb en derivados de TIIIE-28, aunque conservando un descuento de alrededor de 33pb respecto a recortes acumulados para el 4T19 (hasta -123pb para el 4T20). En nuestra opinión, este posicionamiento está alineado al alcance de los movimientos que el banco central ejecutará en el año, reafirmando nuestra expectativa sobre un recorte de 25pb en la reunión de noviembre.

Las tasas locales han sido impulsadas junto a otros activos locales por una visión de riesgos de corto plazo relativamente más favorable (principalmente al alcanzarse un acuerdo migratorio/comercial con EE.UU.) y reflejando el amplio movimiento de apreciación en bonos soberanos en el mundo ante la retórica más *dovish* de bancos centrales desarrollados incluyendo a la Reserva Federal, abriendo la puerta a un recorte de 25pb en la decisión del 31 de julio, como es nuestra expectativa. Si bien los inversionistas reconocen que los bonos locales continuarán beneficiándose de la coyuntura internacional, vemos una prima de riesgo que actualmente no refleja los factores idiosincráticos de México. En este sentido, favorecemos liquidez, especialmente con tasas de corto plazo en México atractivas (al compararlas con otras economías emergentes) y esperando mejores valuaciones, después de la toma de utilidades en nuestra estrategia táctica larga en Bonos M Nov'36 y Nov'38.

En el cambiario, la decisión de Banxico se vio reflejada en una reacción contenida en el peso mexicano, el cual ha mantenido una operación ligeramente más débil en la sesión aunque dentro de un rango muy acotado. La divisa opera cerca de 19.15 por dólar, equivalente a una depreciación marginal de 0.1% respecto al cierre de ayer, alcanzando hasta 19.19 en el interbancario hoy más temprano. Tras las fuertes presiones observadas en el tránsito entre mayo y junio siguiendo las amenazas comerciales de EE.UU., el MXN nuevamente ha retomado operación relativamente lateral, con una banda definida por la región de 19.37 (cercana al PM 200) y 18.89 como su punto más fuerte alcanzado justo una semana atrás.

De la mano con el retiro temporal de la prima asociada a la relación bilateral entre México y EE.UU., el peso también ha sido favorecido por el respaldo que los activos de riesgo han experimentado a través del tono más acomodaticio de los bancos centrales desarrollados. Continuamos pensando que el principal eje de anclaje para la divisa es el fuerte *carry* derivado del nivel de la tasa de Banxico. En este sentido, a pesar del tono relativamente más *dovish* en el comunicado de hoy, creemos que la potencial dilución de este factor, será de corto plazo únicamente en el margen, más aun al sumarse otros bancos centrales emergentes a las posturas más acomodaticias de sus pares desarrollados, resaltando el atractivo nivel de tasas relativas en México. No obstante, conservamos una visión sobre una segunda mitad de año más compleja, combinando factores de riesgo externos y locales, reiterando nuestro estimado para cierre de 2019 en USD/MXN 20.30. En este sentido, seremos activos en buscar niveles sugestivos para recomendaciones largas direccionales en USD, especialmente al perforar la zona de 18.90.

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

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