

El Copom mantuvo la tasa Selic sin cambios y mostró un tono menos *dovish*

9 de diciembre 2020

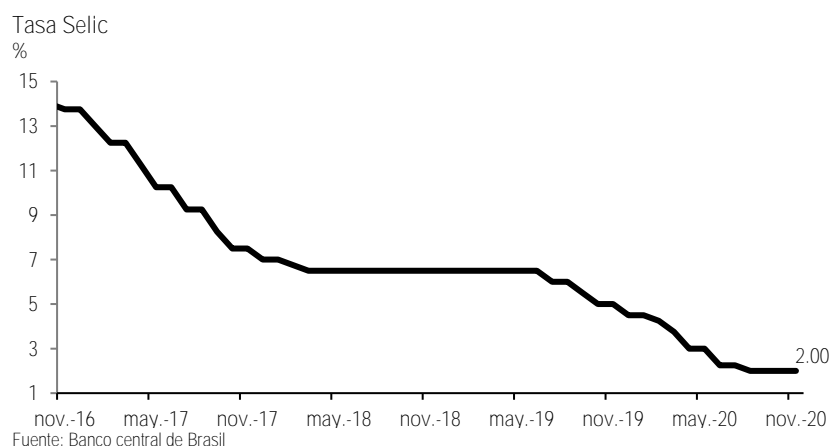
www.banorte.com
@analisis_funda

Katia Goya
Subdirector Economía Internacional
katia.goya@banorte.com

- Como esperábamos, el *Copom* mantuvo nuevamente la tasa de referencia *Selic* sin cambios en un mínimo histórico de 2%, y explicaron que:
 - (1) El repunte en los contagios está echando para atrás la reducción en las medidas de contención y tendrá efectos negativos en el corto plazo. Sin embargo, hay noticias positivas relacionadas con la vacuna, lo que mejorará el crecimiento en el mediano plazo;
 - (2) Los indicadores muestran una recuperación desigual entre sectores. Hacia adelante, la incertidumbre sobre el crecimiento se mantiene más elevada de lo usual, especialmente a principios del próximo año, conforme expiren los programas de transferencias a las familias;
 - (3) Las recientes cifras de inflación han sido más altas de lo esperado, y a pesar de que esperan un regreso en el costo de los alimentos, la inflación de diciembre se mantendrá alta. Si bien ha habido presiones más fuertes en el corto plazo, el Comité mantiene su diagnóstico de que se trata de choques temporales, pero seguirá monitoreando muy de cerca su evolución;
 - (4) Las medidas de inflación subyacente están por debajo de los niveles consistentes con el objetivo;
 - (5) Los estimados de inflación del *Copom* para 2020, 2021 y 2022 se ubican en 4.3%, 3.4% y 3.4%, respectivamente; y
 - (6) Que los riesgos para su escenario base se inclinan en ambas direcciones
- Las condiciones estipuladas en el *forward guidance* para que el Comité decida continuar con el estímulo monetario se mantienen, incluyendo: (1) Que las expectativas de inflación siguen siendo consistentes con el objetivo a pesar del alza para 2021, mientras que las de largo plazo se mantienen bien ancladas; y (2) el régimen fiscal actual no ha cambiado
- El banco central dejó la puerta abierta a la eliminación del *forward guidance*. No obstante, explicó que esto no significaría un incremento mecánico en la tasa de interés, dado que las condiciones económicas todavía apuntan a que se requiere un elevado grado de estímulo
- Reiteraron que, la incertidumbre relacionada con la continuación de la agenda de reformas y los cambios permanentes para el proceso de consolidación fiscal pueden resultar en un incremento de la tasa de interés “estructural”
- Resaltamos que se eliminó la frase donde decían que el espacio para mayor estímulo monetario, “*si es que existe*”, debe ser pequeño, lo que sugiere que este ya se agotó
- En nuestra opinión, el tono del comunicado fue menos *dovish* que el anterior. Consideramos que las presiones inflacionarias y la difícil situación de las cuentas fiscales llevarán al banco central a apretar la política monetaria en algún momento de 2021

Documento destinado al público en general

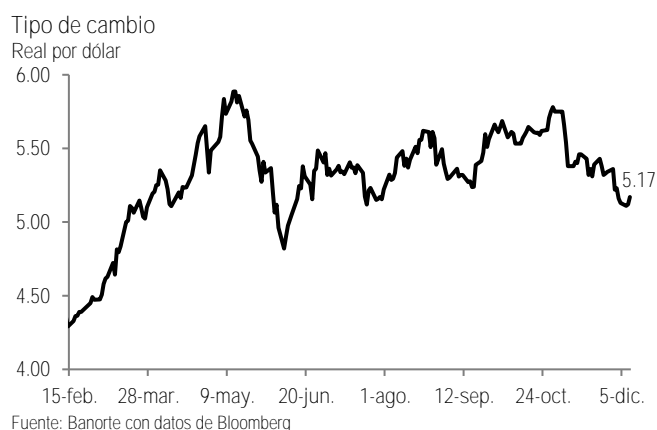
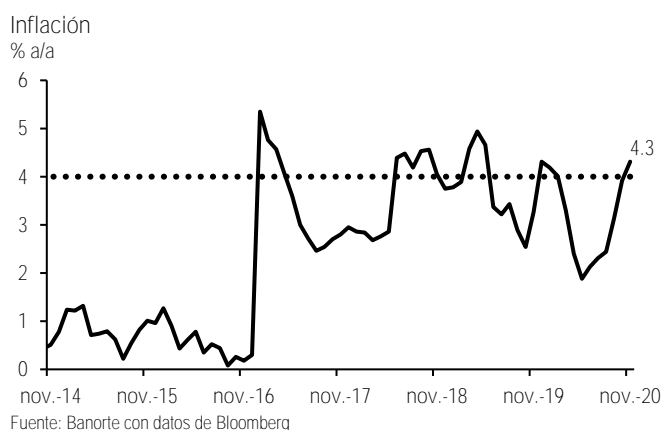
Como era ampliamente esperado, el banco central de Brasil mantuvo nuevamente la tasa de referencia sin cambios en 2.0%. Tras un agresivo ciclo de bajas, el Copom mantuvo nuevamente la tasa Selic en un mínimo histórico de 2.0% (ver gráfica abajo). En su comunicado, destacaron que: (1) El repunte en los contagios está echando para atrás la reducción en las medidas de contención y tendrá efectos negativos en el corto plazo. Sin embargo, hay noticias positivas relacionadas con la vacuna, lo que mejorará el crecimiento en el mediano plazo; (2) los indicadores muestran una recuperación desigual entre sectores. Hacia adelante, la incertidumbre sobre el crecimiento se mantiene más elevada de lo usual, especialmente a principios del próximo año, conforme expiren los programas de transferencias a las familias; (3) las recientes cifras de inflación han sido más altas de lo esperado, y a pesar de que esperan un regreso en el costo de los alimentos, la inflación de diciembre se mantendrá alta. Si bien ha habido presiones más fuertes en el corto plazo, el Comité mantiene su diagnóstico de que se trata de choques temporales, pero seguirá monitoreando muy de cerca su evolución; (4) las medidas de inflación subyacente están por debajo de los niveles consistentes con el objetivo; (5) los estimados de inflación del Copom para 2020, 2021 y 2022 se ubican en 4.3%, 3.4% y 3.4%, respectivamente; y (6) que los riesgos para su escenario base se inclinan en ambas direcciones.



Mantuvieron sin cambios el forward guidance, pero abrieron la puerta para eliminarlo. En específico, explicaron que las condiciones que introdujeron en su forward guidance en agosto para continuar con el estímulo monetario se mantienen. Dicha guía explica que: “...el Copom no pretende reducir el estímulo monetario a menos que las expectativas de inflación, así como las proyecciones de inflación del escenario base, estén lo suficientemente cerca de la meta de inflación en el horizonte relevante de política monetaria, lo que actualmente incluye 2021 y, en menor medida, 2022. Esta intención está condicionada al mantenimiento del régimen fiscal actual y al anclaje de las expectativas de inflación de largo plazo”.

En este sentido, afirmaron que: (1) Las expectativas de inflación siguen siendo consistentes con el objetivo a pesar del alza para 2021, mientras que las de largo plazo se mantienen bien ancladas; y (2) el régimen fiscal actual no ha cambiado. Sin embargo, resaltaron que desde que introdujeron su guía en agosto, las expectativas de inflación sí han revertido su tendencia a la baja relativo al objetivo en el horizonte relevante. Por lo tanto, un escenario donde las expectativas vayan convergiendo con el objetivo significa que las condiciones para mantener la guía ya no aplicarán muy pronto. Esto alude a la posibilidad de que eliminen dicha guía. No obstante, esto no significaría necesariamente un cambio mecánico en la tasa de referencia, ya que las condiciones económicas todavía apuntan a la necesidad de que se mantenga el estímulo monetario. En el caso de que deje de aplicar la guía, la política monetaria seguirá el marco del objetivo de inflación, basado en el análisis de las perspectivas de esta última y su balance de riesgos.

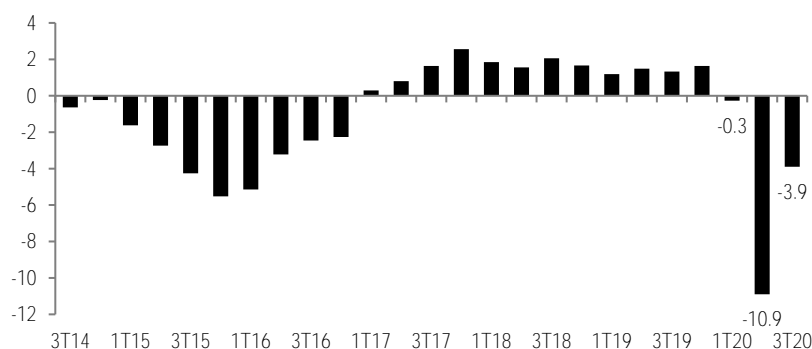
Mayores riesgos derivados de las presiones en la inflación. El índice general ubicó su variación anual en 4.31% a/a en noviembre (ver gráfica abajo, izquierda), superando el centro del rango objetivo para este año de 4.0% por primera vez desde mediados de febrero. Las presiones siguen concentradas principalmente en los costos de los alimentos, mientras que el transporte también aceleró su ritmo de avance en dicho mes. Estas presiones han inducido un alza en las expectativas de inflación desde hace varias semanas, ubicándose en 4.21% para 2020 y 3.34% para 2021. Cabe recordar que, para este último año, el punto medio del rango objetivo se ubica en 3.75%. En este contexto, esperamos la depreciación del real –entre las monedas con peor desempeño entre mercados emergentes– siga afectando a los precios, aunque en menor magnitud dada la apreciación que ha registrado en el último mes (ver gráfica abajo, derecha). En particular, estimamos que la inflación se ubique una buena parte del 2021 arriba del punto medio del rango objetivo para el año.



El escenario luce complejo y puede poner al banco central en una disyuntiva debido a los riesgos para el crecimiento. El aumento de estos últimos se debe en buena medida a que el apoyo a las familias para hacer frente a la pandemia no podrá extenderse más allá de 2020 de forma indefinida. En este entorno, el PIB del 3T20 registró una importante recuperación, creciendo 7.7% t/t (por abajo del consenso de 8.7% t/t), tras la contracción de 9.6% del segundo trimestre. A tasa anual, la caída fue de -3.9% (gráfica abajo). Además, destaca que los buenos resultados estuvieron soportados principalmente por la demanda doméstica.

En particular, el mayor impulso del trimestre vino de la inversión, que avanzó 11.0% t/t (-7.8% a/a), mientras que el consumo también mostró un importante repunte de 7.6% t/t (-6.0% a/a). Las exportaciones cayeron menos que las importaciones (-2.1% t/t vs. -9.6% t/t, en el mismo orden). No obstante, los primeros indicadores del 4T20 muestran una pérdida de dinamismo. Por ejemplo, la producción industrial subió 1.1% m/m en octubre, debajo del 2.8% de septiembre. Tras del nivel récord alcanzado en octubre, el PMI manufacturero mostró la primera desaceleración desde abril, pasando de 66.7pts a 64.0pts. La mayoría de los subíndices, incluidos el de empleo, los nuevos pedidos y la producción, registraron un crecimiento más lento, pero se mantienen en niveles muy altos y en expansión. Por su parte, los indicadores de precios de insumos y productos sugieren que las presiones inflacionarias continúan debido a la debilidad del tipo de cambio. A pesar de esto, creemos que Brasil siguió recuperándose en 4T20, aunque a un menor ritmo. Estimamos que el PIB avance alrededor de 2.0% t/t. De acuerdo con la encuesta más reciente del banco central entre economistas, Brasil se contraerá 4.4% este año y crecerá 3.5% en 2021. Ante el panorama fiscal y la evolución reciente de la economía, es precisamente para el próximo año donde vemos mayores riesgos.

Producto Interno Bruto
% a/a



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Un tono menos *dovish* en el comunicado. Esto se debe principalmente a la explicación de una pronta eliminación del *forward guidance*, después de que las expectativas de inflación han dejado de bajar y están convergiendo a la meta. Al mismo tiempo, eliminaron la frase donde decían que, *el espacio para mayor estímulo monetario, “si es que existe”, debe ser pequeño*. Consideramos que esta es una clara señal de que ven que dicho espacio ya se agotó (y por lo tanto la tasa Selic ha alcanzado el mínimo del ciclo de relajamiento, o su nivel terminal). A su vez, reiteraron que la incertidumbre por la continuación de la agenda de reformas y los cambios permanentes para el proceso de consolidación fiscal pueden resultar en un incremento de la tasa de interés “estructural”. A nuestro parecer, esto es una advertencia del efecto de no lograr un cambio para reducir la trayectoria de altos déficits fiscales y mayores niveles de deuda a través de reformas legislativas. En específico, dicho escenario –y el consecuente aumento en el riesgo de incumplimiento e inflacionario–, resultarían en una tasa de interés real de equilibrio estructuralmente más elevada, limitando el espacio potencial de relajamiento monetario.

Esperamos un alza en la tasa *Selic* en algún momento en el 2021. Si bien la expiración de las transferencias a las familias a finales de este mes es una noticia positiva para las cuentas fiscales, aún hay muchas dudas respecto a la conducción que dará la administración a este tema. Esta situación ha sido reconocida como un riesgo relevante para el banco central y la conducción de la política monetaria hacia adelante. Especialmente, en un difícil contexto político, donde existe mucha incertidumbre en el Congreso ante la lucha por el poder en la Cámara Baja y en el Senado. Si no se logra una mejoría de las cuentas fiscales, las presiones sobre el tipo de cambio, y por lo tanto sobre la inflación, continuarán. Por otro lado, si bien el banco central ha dicho que el reciente aumento de la inflación –debido principalmente a mayores precios de los alimentos– es temporal, hay preocupaciones debido a que también hay presiones en otros artículos y algunos servicios. En este contexto, algunos analistas ya están hablando de que el banco central está detrás de la curva y es posible que deba ajustar la tasa de referencia más rápido y antes de lo que se esperaba. Nosotros consideramos que las presiones sobre la inflación y la comprometida situación fiscal llevarán al banco central a apretar la política monetaria en algún momento de 2021.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Alejandro Padilla Santana, Delia María Paredes Mier, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Tania Abdul Massih Jacobo, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, Santiago Leal Singer, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalia Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Eridani Ruibal Ortega y Juan Barbier Arizmendi, 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	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Cuando 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.

Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Relación con Inversionistas			
Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Relación con Inversionistas	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados			
Alejandro Padilla Santana	Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Análisis Económico			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Análisis Económico	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Subdirector Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Estrategia de Mercados			
Manuel Jiménez Zaldivar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio			
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalia Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Análisis Bursátil			
Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Subdirector Análisis Bursátil	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Juan Barbier Arizmendi, CFA	Analista	juan.barbier@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Análisis Deuda Corporativa			
Tania Abdul Massih Jacobo	Director 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
Estudios Económicos			
Delia María Paredes Mier	Director Ejecutivo Estudios Económicos	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Estudios Económicos	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Banca Mayorista			
Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Osvaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	osvaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899