

Minutas de Banxico – Más recortes en el futuro, aunque la incertidumbre favorece la cautela

- Banxico publicó las minutas de la decisión fuera de calendario del 21 de abril, en la cual, en un voto unánime, el banco central recortó la tasa de referencia en 50pb a 6.00%
- Como anticipamos, identificamos un sesgo *dovish* aunque con un tono prudente. Destacamos que todos los miembros coincidieron en implementar las diez medidas para “promover un comportamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito en la economía y proveer liquidez para el sano desarrollo del sistema financiero”
- El banco central advirtió que la pandemia del COVID-19 es un choque sin precedentes que afectará tanto a la demanda como oferta agregada, esperando que la brecha negativa del producto se amplíe con fuerza
- Consideramos que la discusión sobre la inflación fue muy interesante, identificando un sesgo a la baja en el corto plazo a pesar de que el panorama sigue siendo muy incierto en el mediano y largo plazo
- Creemos que la mayoría de los miembros favorecen mantener una postura prudente ya que las condiciones globales y domésticas, incluyendo aquellas relacionadas con la estabilidad financiera, han cambiado significativamente
- En nuestra opinión, el tono del documento es consistente con nuestras expectativas. Como resultado, continuamos esperando dos recortes adicionales, de -50pb el 14 de mayo y -75pb el 25 de junio, con la tasa de referencia alcanzando 4.75% al cierre del 2T20
- Mantenemos visión sobre una parte corta de la curva anclada e identificamos una valuación atractiva en el Bono M May’29

Banxico mantiene la prudencia a pesar de un tono *dovish*. Banco de México publicó las minutas de la reunión no calendarizada del 21 de abril, en la cual la Junta de Gobierno recortó la tasa de referencia en 50pb a 6.00%, en un voto unánime, en línea con nuestra expectativa pero diferente al consenso. También destacamos que todos los miembros coincidieron en implementar las diez medidas anunciadas para “promover un comportamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito en la economía y proveer liquidez para el sano desarrollo del sistema financiero”. En nuestra opinión no hubo muchas sorpresas en el documento, con un sesgo *dovish* aunque prudente en términos de la mejor trayectoria para la política monetaria hacia adelante. Sobre el crecimiento identificamos un tono claramente acomodaticio, con mayor incertidumbre sobre la inflación a pesar de que algunos miembros argumentaron que se mantendrá contenida, al menos en el corto plazo, ante diversos factores. A pesar de esto, la mayoría sigue favoreciendo prudencia ante el deterioro de las primas de riesgo por factores tanto globales como domésticos y otros riesgos a la estabilidad financiera que limitan el espacio de actuación de la política monetaria. En este sentido, el entorno sigue siendo muy complejo e incierto debido a la pandemia, que representa un choque sin precedentes para la economía.

5 de mayo 2020

www.banorte.com
@analisis_fundam

Gabriel Casillas

Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas
gabriel.casillas@banorte.com

Alejandro Padilla

Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados
alejandro.padilla@banorte.com

Juan Carlos Alderete, CFA

Director, Análisis Económico
juan.alderete.macal@banorte.com

Francisco Flores

Subdirector, Economía Nacional
francisco.flores.serrano@banorte.com

Estrategia de Renta fija y tipo de cambio

Manuel Jiménez

Director Estrategia de Mercados
manuel.jimenez@banorte.com

Santiago Leal

Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio
santiago.leal@banorte.com

Leslie Orozco

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

Ganadores del premio a los mejores pronosticadores económicos de México en 2019, otorgado por *Refinitiv*



**STARMINE AWARDS
FOR REUTERS POLLS
FROM REFINITIV**

Documento destinado al público en general

Sentimiento *dovish* permea sobre el crecimiento. Destacando un deterioro adicional en la actividad económica global ante el COVID-19, el panorama es altamente negativo, posiblemente alcanzando nuevos mínimos no observados desde la Gran Depresión. En este contexto, mencionaron medidas adicionales por parte de los bancos centrales globales, incluyendo un relajamiento adicional y acciones específicas para incrementar la liquidez. En el frente doméstico, aunque no se contaba con datos del 1T20, la perspectiva era de una fuerte desaceleración en la primera mitad del año, como se mencionó en el comunicado. En nuestra opinión, esto fue validado por las cifras del [PIB del primer trimestre](#), así como [otros indicadores más oportunos](#). En este sentido, la mayoría de los miembros mencionaron que el choque se verá tanto en la oferta como en la demanda agregada, con diferentes factores influyendo en cada uno. Además, se mantienen inciertos sobre la duración de la pandemia, lo cual a su vez añade riesgos relevantes dado que su posible impacto sobre el empleo y la potencial recuperación. En este sentido, el balance de riesgos está significativamente sesgado a la baja. Sobre la brecha del producto, el consenso es que la holgura se está ampliando considerablemente, impulsándola aún más a terreno negativo.

El panorama para la inflación sigue incierto, aunque tornándose *dovish* en el corto plazo. Los datos más recientes muestran que la inflación [ha disminuido significativamente](#) ante menores precios de energía, destacado en el documento y que se espera que continúe en el corto plazo. En este sentido, el debate continúa sobre las fuerzas que actúan sobre la inflación. A la baja, destacan los bajos precios de materias primas –especialmente energía–, así como menores presiones por el lado de la demanda ante una mayor holgura. Sin embargo, al alza la mayoría continúa mencionando la posibilidad del traspaso de la depreciación del tipo de cambio a precios –dependiendo altamente de la duración y magnitud del choque, así como si la depreciación es permanente–, mientras que algunos consideran que podría haber impactos de las disrupciones a las cadenas de suministro. En este sentido, la incertidumbre en torno al balance de riesgos ha aumentado con fuerza. No obstante, identificamos al menos tres miembros sesgándose con un tono ligeramente más *dovish*, al menos sobre el corto plazo. En particular, uno consideró que la posibilidad de que los factores a la baja sean los que prevalezcan. Otro mencionó que el “...*el balance de riesgos para la inflación en México está claramente sesgado a la baja...*”. Finalmente, y más alineado a nuestra visión, uno ve un sesgo a la baja en el corto plazo, con incertidumbre hacia delante ya que existe un gran número de variables desconocidas. En este sentido, creemos que las condiciones en los próximos meses continuarán apoyando un mayor relajamiento. No obstante, más adelante en el año esperamos una combinación de efectos de base más retadores, renovadas presiones conforme la actividad reinicie y el impacto de la depreciación del tipo de cambio a precios impulsen la inflación al alza, terminando el año en 3.2% a/a.

Mayores primas de riesgo apoyan la prudencia. A pesar del tono *dovish* en crecimiento e inflación, la mayoría recalcó con énfasis adicional la importancia de actuar con prudencia. En específico, notaron que las primas de riesgo aumentaron con fuerza, mientras que “...*algunos consideraron que el ajuste al alza en los indicadores de riesgo país muestran que la posición monetaria relativa no cuenta con un margen amplio como comúnmente se cree...*”.

Un miembro también dijo que la mayor salida de flujos de capital también sugiere que el margen no es amplio. Entre los temas discutidos, resaltamos: (1) La fuerte depreciación del tipo de cambio; (2) el deterioro de los mercados financieros domésticos; (3) la importancia de medidas fiscales aunque no debe ponerse en riesgo la sostenibilidad fiscal; y (4) que “...*el entorno adverso que enfrenta la economía nacional derivado de la pandemia y de los menores precios del petróleo se ha visto agravado por factores idiosincráticos...*”. Sobre esto último, y también como se mencionó en el comunicado, Banxico destacó los recientes recortes a la calificación soberana y de Pemex por las tres principales agencias, con mayores retos para la sostenibilidad financiera de la compañía. Solo identificamos a un miembro que claramente favorece acciones para recortar la tasa de referencia debajo del estimado de neutralidad del banco central, argumentando incluso a favor de una tasa real de cero o negativa.

Como resultado, por sí sola la política monetaria no es capaz de resolver las dificultades generadas por los choques que afectan a la economía, necesitando una mezcla de políticas para enfrentar la pandemia, incluyendo el comentario de un miembro de que “...*para impulsar el crecimiento económico se requiere de un conjunto de políticas enfocadas a fomentar un ambiente propicio para la inversión privada y el crecimiento de la productividad...*”. En nuestra opinión, la discusión es consistente con la mayoría manteniendo un sesgo de cautela ante la combinación de una mayor prima de riesgo, riesgos a la estabilidad financiera y volatilidad, incluso si el panorama sugiere un menor crecimiento e inflación, al menos en el corto plazo, lo que apoya una menor tasa.

Consenso sobre la necesidad de medidas adicionales. Además del recorte de 50pb, la autoridad anunció [diez medidas](#) para “promover un comportamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito en la economía y proveer liquidez para el sano desarrollo del sistema financiero”. También identificamos comentarios de la necesidad de aumentar el crédito a MiPyMEs en tiempos de paros obligatorios de actividades, mientras que las medidas de liquidez deberían ayudar a un mejor funcionamiento de los intermediarios financieros. Otros aludieron a que las medidas son necesarias en medio de la alta volatilidad, con un miembro asegurando que “...*esta situación extraordinaria requiere que se actúe de una manera más audaz y más allá de los esquemas tradicionales...*”. En este sentido, creemos que estas acciones serán una pieza clave para reducir la incertidumbre y asentar las bases para una recuperación económica después de que la pandemia empiece a disminuir y las medidas de distanciamiento social comiencen a ser levantadas.

Seguimos esperando que Banxico continúe recortando la tasa de referencia en los próximos meses. Reiteramos nuestro pronóstico de otro recorte de 50pb en la reunión que está agendada para la próxima semana (14 de mayo), seguida de una -75pb en la decisión del 25 de junio. No obstante, considerando el panorama altamente cambiante, no descartamos otra reunión fuera de calendario, adelantando el recorte de 75pb. En cualquiera de estos escenarios, esto llevaría la tasa de referencia a 4.75%, nivel donde esperamos que cierre el año.

Adicionalmente, podríamos ver una expansión de las medidas actuales de liquidez y crédito si la situación sigue deteriorándose, dado que creemos que el banco central continúa altamente comprometido en asegurar un funcionamiento adecuado, así como la solidez del mercado financiero y la economía. En este sentido, creemos que las diferencias de opinión en este punto fueron prácticamente inexistentes, en contraste con otras tales como la inflación y el potencial efecto de disminuciones adicionales en la tasa de referencia para la estabilidad financiera.

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

Mantenemos visión sobre una parte corta de la curva anclada e identificamos una valuación atractiva en el Bono M May'29. El sesgo de las minutas confirma nuestra visión respecto a una parte corta de la curva de rendimientos mexicana que se mantendrá anclada dada la expectativa de acciones de lasitud monetaria futuras por parte de Banxico. Sin embargo, reconocemos una valuación encarecida conforme el mercado actualmente incorpora 152pb de recortes implícitos acumulados a la tasa de referencia para fin de 2020, descuento más agresivo que los -125pb totales que nosotros estimamos con una tasa terminal en 4.75%. Esta situación motivó nuestra [reciente toma de utilidades](#) en la estrategia de recibir los derivados de TIIE-28 de 1 año (13x1) y 2 años (26x1). Por otra parte, ante la prevaleciente volatilidad en mercados y alto nivel de incertidumbre sugerimos esperar mejores condiciones para nuevas posiciones direccionales. En este contexto identificamos una valuación relativa más atractiva en el Bono M May'29, tomando en cuenta una regresión ajustada por duración contra el resto de la curva, así como el análisis de la prima de riesgo incorporada en otros plazos. En particular, los diferenciales contra *Treasuries* norteamericanos muestran mayor espacio para contracción adicional cruzando duraciones medias, considerando niveles en la zona de 2 a 5 años que ya operan debajo de su media de 12 meses e incluso se aproximan a la cota inferior de su rango en este periodo. Finalmente, continuamos viendo condiciones a favor de una inflación relativamente baja en los próximos meses, situación que se ha visto reflejada en el fuerte abaratamiento de los *breakevens* de inflación en lo que va del año. Con ello, la lectura de 3 años marca niveles de 1.98%, 104pb por debajo de su cierre en 2019. Esperamos que los Udibonos mantengan la misma dinámica en lo que queda del trimestre, excepto en los plazos más cortos los cuales observan una apreciación importante desde la semana pasada.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, 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 Thalía Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo y Eridani Ruibal Ortega, 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.

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 Zaldívar	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 Thalía 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
Análisis Deuda Corporativa			
Tania Abdul Massih Jacobo	Director 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
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	(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. Estruc.	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