

Banxico – Tono más *hawkish* alude a que continuará el ciclo alcista

- La Junta de Gobierno de Banxico decidió hoy, por mayoría (4-1), incrementar la tasa de referencia en 25pb a 4.75%, en línea con nuestra expectativa y el consenso
- En nuestra opinión, el comunicado tuvo un tono más *hawkish* debido al sentido de los votos de la Junta de Gobierno –con Gerardo Esquivel como el único disidente– y cambios al panorama de la inflación, incluyendo sobre la convergencia al objetivo y las expectativas
- Respecto a esto último, resaltamos:
 - (1) Revisiones importantes al alza en los pronósticos de inflación para este y el próximo año, tanto en la general como la subyacente;
 - (2) La convergencia de la inflación a su objetivo se retrasó “...*hacia finales del horizonte del pronóstico...*” (3T23) desde el 1T23 previo; y
 - (3) Se incluyeron comentarios más precisos sobre riesgos de aumentos en las expectativas de inflación, con el balance aún al alza
- Reiteramos la expectativa de dos alzas más de 25pb el resto de 2021, a 5.25%. Para 2022 seguimos viendo dos más de la misma magnitud al inicio del año y una adicional al cierre, finalizando en 6.00%. Además, creemos que los riesgos de que Banxico tenga que incrementar el ritmo de alzas en alguna reunión han aumentado
- Las tasas moderaron presiones tras la decisión, aunque aún descuenta un escenario restrictivo

Banxico sube 25pb, con un tono más *hawkish*. La tasa de referencia subió a 4.75%, en línea con nuestra expectativa y la del mercado. En nuestra opinión el tono del comunicado fue más *hawkish* que en la decisión previa. En específico, resaltamos: (1) La votación de 4-1, con Gerardo Esquivel como el único disidente y Galia Borja ahora a favor del aumento; (2) los ajustes al alza en los pronósticos de inflación y la señal sobre un retraso adicional de la convergencia al objetivo, a pesar de que siguen considerando los choques como transitorios (ver tabla abajo); y (3) comentarios más precisos sobre los riesgos de aumentos en las expectativas de inflación, con el balance aún al alza. Debido a este panorama y una situación financiera y de política monetaria global más compleja, entre otros factores, reiteramos la expectativa de dos alzas más de 25pb el resto de 2021, a 5.25%. Para 2022 seguimos viendo dos más de la misma magnitud al inicio del año y una adicional al cierre, finalizando en 6.00%. Por último, creemos que los riesgos de que tenga que incrementar el ritmo de alzas en alguna reunión han aumentado.

Pronósticos de inflación
% a/a, promedio trimestral

	3T21	4T21	1T22	2T22	3T22	4T22	1T23	2T23	3T23
General									
Actual	5.8	6.2	5.6	4.3	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1
Previo	5.6	5.7	5.2	3.9	3.2	3.4	3.1	3.1	--
Diferencia (pb)	+20	+50	+40	+40	+30	0	+20	+10	--
Subyacente									
Actual	4.8	5.3	5.4	4.8	4.0	3.4	3.1	2.9	2.8
Previo	4.7	5.0	5.1	4.4	3.6	3.3	3.1	3.0	--
Diferencia (pb)	+10	+30	+30	+40	+40	+10	0	-10	--

Fuente: Banco de México. * Datos observados

30 de septiembre 2021

Alejandro Padilla
Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero
alejandro.padilla@banorte.com

Juan Carlos Alderete, CFA
Director, Análisis Económico
juan.alderete.magal@banorte.com

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

Estrategia de Renta fija y FX

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

Decisiones de política monetaria de Banxico en 2021

Fecha	Decisión
11 de febrero	-25pb
25 de marzo	0pb
13 de mayo	0pb
24 de junio	+25pb
12 de agosto	+25pb
30 de septiembre	+25pb
11 de noviembre	--
16 de diciembre	--

Fuente: Banxico

Documento destinado al público en general

Importantes cambios al panorama de inflación... Al igual que en recientes decisiones, pensamos que los ajustes más relevantes fueron en este frente. Además de lo ya mencionado sobre los pronósticos de inflación y la convergencia al objetivo, resaltamos otros comentarios. Del lado global, reconocen que esta ha seguido aumentando, aunque removieron la palabra “considerablemente”, además de añadir como factor detrás de ello “...*los apoyos al gasto y su recomposición hacia mercancías...*”. Localmente, notamos mayor preocupación del posible efecto de los altos y persistentes niveles de inflación actual. En este frente: (1) Añadieron que las expectativas para la general y subyacente volvieron a aumentar, no solo para 2021, sino también para los próximos doce meses y para 2022; y (2) agregaron que la magnitud y naturaleza de los choques de inflación, así como el tiempo que la han afectado, podrían impactar no solo en el proceso de formación de precios sino también las expectativas, aunque sean transitorios. Por último, los factores que podrían influir en la trayectoria de la inflación tanto al alza como a la baja se mantuvieron sin cambios; sin embargo, el balance de riesgos continúa al alza a pesar de los nuevos ajustes a los pronósticos. En nuestra opinión, todo esto alude a que el ciclo alcista todavía está en una etapa temprana y podría extenderse más de lo anticipado antes de esta decisión.

...pero pocos sobre el crecimiento. La Junta de Gobierno mencionó que la economía global continúa recuperándose, aunque “...*a un menor ritmo...*”, lo cual no se mencionó en la decisión previa. En general, los riesgos globales permanecen sin cambios. Sobre México, comentaron que continuó recuperándose en el 3T21 y se espera que se extienda a 2022. Aunque esto último es nuevo, es consistente con los estimados del último [Informe Trimestral](#) y no apunta a cambios en sus expectativas. De manera relevante, también eliminaron como riesgo el aumento en los contagios y siguen previendo holgura y diferencias a nivel sectorial.

Mantenemos visión de que se extenderá el ciclo de alzas. Pensamos que las condiciones locales y globales se han tornado más complejas para una pausa en el ciclo restrictivo actual del banco central. El principal factor es el panorama de inflación –como se refleja en las revisiones a los estimados–, sin descartar más choques adversos. También, el margen de maniobra se ha reducido por: (1) La fuerte señal del Fed de que el *tapering* iniciará este año y que el ritmo de reducción podría ser más rápido al anticipado, llevando las compras a ‘cero’ a mediados del 2022; (2) alzas adicionales de otros emergentes (*e.g.* Brasil, Rusia, Chile, Colombia, etc.) que reduce el espacio relativo para pausas; y (3) posible inestabilidad financiera debido a China (*e.g.* situación de [Evergrande](#)), reflejado en una mayor volatilidad en activos (incluyendo el MXN, situación reconocida por Banxico), lo que podría afectar las perspectivas de crecimiento e inducir mayor salidas de flujos. Así, mantenemos nuestra visión de alzas de 25pb en las dos reuniones restantes del año, llevando la tasa a 5.25%. Además, creemos que el cambio en el sentido de la votación de Galia Borja apoya nuestro estimado para 2022, anticipando aumentos de la misma magnitud en las primeras dos decisiones del año, las cuales ya serán con una nueva Junta de Gobierno, liderada por Arturo Herrera. Tras esto, todavía vemos un alza final hacia finales dicho año, con la tasa cerrando diciembre en 6.00%. Por último, y aunque no es nuestro caso base, este entorno y el tono más *hawkish* sugieren mayores riesgos de que Banxico tenga que acelerar el ritmo de alzas en alguna reunión, sobre todo si vemos un deterioro adicional en la inflación, el peso o las condiciones de los mercados financieros.

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

Las tasas moderaron presiones tras la decisión, aunque aún descuenta un escenario restrictivo. Siguiendo la decisión observamos un movimiento de apreciación de las tasas locales, sugiriendo que el mercado, aunque con una convicción ligera, anticipaba un ajuste más agresivo a la tasa de referencia. Asimismo, es probable que el movimiento refleje cierta toma de utilidades a un posicionamiento capitalizando las presiones recientes en tasas locales. En este sentido, la decisión de hoy tuvo lugar en medio de una sesión que ha extendido la volatilidad de los últimos días donde hemos observado fuertes presiones que han resultado en un empinamiento de las curvas nominales en paralelo a los *Treasuries*. La curva de Bonos M concluyó la jornada con una apreciación de 2pb, en promedio, con ganancias de hasta 5pb en la parte media. En específico, la referencia de 10 años, el Bono M May'31, cerró en 7.35% (-3pb) tras haber alcanzado niveles de hasta 7.40% ayer, máximos desde abril de 2020. En cuanto a los derivados de TIIIE-28 se observó una mayor reacción en los nodos de corto plazo con ganancias de 7pb, mientras que la parte larga ajustó -4pb. Estos últimos instrumentos acumulan desde el jueves de la semana pasada un ajuste de +26pb, en promedio. El mercado recibió la decisión de Banxico con un descuento acumulado para sus siguientes movimientos en este año por 87pb (incluyendo el alza de 25pb hoy totalmente descontada) y actualmente conserva 56pb adicionales para este año y 84pb para mediados del siguiente año. Por lo pronto esta expectativa está en mayormente en línea con nuestro estimado para 2021 y es ligeramente más agresiva a nuestra visión para 2022, por lo que reconocemos que las condiciones en el mercado y la compleja dinámica de inflación mantendrán muy activas las discusiones en torno al esfuerzo restrictivo del banco central. En términos de estrategia, las valuaciones actuales en Bonos M lucen atractivas para considerar iniciar largos tácticos de corto plazo en instrumentos de larga duración; sin embargo, la coyuntura en *Treasuries* y otras primas de riesgo integrándose nos sesgan a mantener una postura cautelosa y optar por esperar mejores niveles de entrada. Asimismo, el mercado probablemente calibrará su expectativa para el banco central al conocer los detalles de esta votación en la publicación de las minutas.

En el mercado cambiario, el USD/MXN se debilitó en la medida que las tasas moderaron las presiones recientes pasando de 20.54 a 20.68, su nivel más débil desde junio. Posteriormente, la moneda se estabilizó en 20.63, equivalente a una depreciación de 0.5% hilando cinco sesiones negativas y ubicándose entre las más débiles en el universo de divisas emergentes. Su desempeño reciente ha sido afectado por un fortalecimiento generalizado del USD, siguiendo la postura más restrictiva del Fed. En nuestra opinión, el atractivo por *carry* del MXN jugará un papel de equilibrio parcial, aunque consideramos que el fortalecimiento del USD se extenderá de forma estructural ante la postura monetaria relativa de EE.UU. frente a otros países desarrollados. Ante esta situación, continuamos favoreciendo compras de USD en bajas, donde de corto plazo la región de 20.35 luce atractiva.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, Delia María Paredes Mier, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, Santiago Leal Singer, José Itzamna Espitia Hernández, Alik Daniel García Álvarez, 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 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	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.
Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Financiero

Alejandro Padilla Santana	Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Raquel Vázquez Godínez	Asistente DGAE	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

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
Katía 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 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
Alik Daniel García Álvarez	Subdirector Análisis Bursátil	alik.garcia.alvarez@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Juan Barbier Arizmendi, CFA	Analista	juan.barbier@banorte.com	(55) 1670 - 1746

Análisis Deuda Corporativa

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.cebaldos@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
Oswaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	oswaldo.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