

Banxico – Mantiene ritmo de alza en 25pb y un tono hawkish

- La Junta de Gobierno de Banxico decidió hoy, por mayoría (4-1), incrementar la tasa de referencia en 25pb a 5.00%, en línea con nuestra visión y el consenso de analistas, pero menor a la expectativa de mercado
- En nuestra opinión, el comunicado mantiene un tono hawkish. Como ha sido recientemente, el Subgobernador Gerardo Esquivel no estuvo de acuerdo con el alza, favoreciendo mantenerla sin cambios
- También destacamos que:
 - (1) Banxico ajustó al alza sus estimados de inflación de nuevo, tanto para la general como la subyacente, sobre todo los de corto plazo;
 - (2) No obstante, la estimación de la convergencia de la inflación a su objetivo se mantuvo “...hacia finales del horizonte del pronóstico...”, lo que corresponde al 3T23; y
 - (3) El comunicado continúa reflejando preocupación por la persistencia de la inflación, aunque se considera que los choques son transitorios. También notaron la menor lasitud monetaria en otros países
- Tras la decisión, ajustamos nuestra trayectoria esperada para la tasa de referencia. Mantenemos la visión de un alza de 25pb en diciembre, cerrando este año en 5.25%. Para 2022 esperamos alzas acumuladas de 125pb, llevándola a 6.50% (previo: 6.00%)
- El rally post Banxico pudiera extenderse en tasas, agudizando pendientes más empinadas de corto plazo

Banxico sube 25pb, en una decisión complicada. La tasa de referencia subió a 5.00%, en línea con nuestra visión y el consenso, pero menor a lo incorporado por el mercado. En nuestra opinión, el tono sigue siendo hawkish, centrado sobre todo en el panorama de inflación y sus expectativas. Al igual que en la decisión previa, la votación fue de 4-1, con Gerardo Esquivel como el único disidente. También destacamos la revisión de los pronósticos de inflación al alza (sobre todo los de corto plazo), aunque la Junta de Gobierno sigue considerando que los choques que han incidido en ella son principalmente transitorios. En este sentido, la convergencia estimada al objetivo de inflación se mantuvo en el 3T23. Sobre el crecimiento, anticipan que la recuperación se retome en el cuarto trimestre de este año. Además, reconocieron una coyuntural global de política monetaria con un sesgo más restrictivo. Tomando en cuenta todos estos factores, mantenemos la visión de un alza de 25pb en diciembre, cerrando este año en 5.25%. Para 2022 esperamos alzas acumuladas de 125pb, llevándola a 6.50% (previo: 6.00%).

Pronósticos de inflación
% a/a, promedio trimestral

| | 3T21 | 4T21 | 1T22 | 2T22 | 3T22 | 4T22 | 1T23 | 2T23 | 3T23 |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| General | | | | | | | | | |
| Actual | 5.8* | 6.8 | 6.3 | 4.8 | 3.9 | 3.3 | 3.2 | 3.2 | 3.1 |
| Previo | 5.8 | 6.2 | 5.6 | 4.3 | 3.5 | 3.4 | 3.3 | 3.2 | 3.1 |
| Diferencia (pb) | | 60 | 70 | 50 | 40 | -10 | -10 | 0 | 0 |
| Subyacente | | | | | | | | | |
| Actual | 4.8* | 5.5 | 5.8 | 5.3 | 4.3 | 3.5 | 3.0 | 2.7 | 2.6 |
| Previo | 4.8 | 5.3 | 5.4 | 4.8 | 4.0 | 3.4 | 3.1 | 2.9 | 2.8 |
| Diferencia (pb) | | 20 | 40 | 50 | 30 | 10 | -10 | -20 | -20 |

Fuente: Banco de México. * Datos observados

11 de noviembre 2021

Alejandro Padilla
Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero
alejandropadilla@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 | +25pb |
| 16 de diciembre | -- |

Fuente: Banxico

Documento destinado al público en general

La vigilancia permanece en la inflación. Nuevamente, los mayores ajustes fueron en este frente. Añadieron que las presiones inflacionarias locales, y no solo globales, continúan afectando la inflación anual general y subyacente. Las expectativas para este año, 2022 y los próximos doce meses siguieron aumentando. Sin embargo, las de mediano plazo se han mantenido en niveles superiores a la meta. Entre los riesgos al alza, notamos que añadieron también los precios de los energéticos, además de los agropecuarios. Se observan mayores dudas sobre la transitoriedad de la inflación al agregar la palabra “principalmente” y que el horizonte en que podrían afectarla es incierto, pero sigue siendo su caso base. Respecto a la guía hacia delante, consideramos que lo más importante fue que mencionaron que la Junta de Gobierno “...*evaluará estrechamente el comportamiento de las presiones inflacionarias...*”, consistente con las revisiones al alza en la trayectoria. Como mencionamos en la decisión pasada, todo esto alude a que el ciclo alcista todavía está en una etapa temprana. En este sentido, pensamos que podría extenderse inclusive más de lo anticipado antes de esta decisión.

Enfoque en condiciones monetarias relativas. Sobre el crecimiento económico, reconocieron la caída del PIB en el 3T21, pero afirman que la recuperación continuará en el cuarto trimestre. Esto está en línea con nuestra expectativa, a pesar de que nuestro estimado para este año de 5.7% es menor al 6.0% actual del banco central. De manera más importante, mencionan el inicio del *tapering* del Fed y que en países desarrollados se anticipa que comenzarán a retirar el estímulo. También destaca que “...*un amplio número de economías emergentes lo han seguido reduciendo...*”. En nuestra opinión, esto apunta a que el espacio de maniobra para pausar el ciclo alcista es cada vez más reducido, inclusive si algunos miembros ponderan esta posibilidad por la debilidad económica.

El ciclo de alzas continuará y la tasa terminal probablemente será más elevada. En nuestra opinión, los detalles y tono del comunicado, los ajustes a los pronósticos de inflación, la coyuntura económica y de precios confirman que esta fue una decisión complicada. No obstante, también señalaron que están cómodos con el ritmo actual, sobre todo porque no hubo ningún voto de 50pb. A pesar de lo anterior, estos factores sugieren que se extenderá el ciclo alcista por más tiempo al estimado previamente. Como resultado, mantenemos nuestra expectativa de que subirá la tasa 25pb en diciembre, llevándola a 5.25%. Sin embargo, para 2022 ahora anticipamos alzas acumuladas de 125pb, cerrando dicho año en 6.50% (previo: 6.00%), como se muestra en la gráfica de abajo a la izquierda. Si bien no contamos todavía con la información detallada de las fechas en que se llevarán a cabo las decisiones en 2022, estimamos que todas serán de 25pb y ocurrirán en febrero, marzo, mayo, octubre y diciembre. En general, el panorama es más difícil en varios frentes, sobresaliendo: (1) Una coyuntura de precios con riesgos que permanecen al alza, con los problemas de las cadenas de suministro extendiéndose por más tiempo y manteniendo la inflación anual elevada, sobre todo la subyacente; (2) mayor probabilidad de que el Fed inicie su propio ciclo alcista más pronto de lo anticipado, por lo que la semana pasada ajustamos nuestra expectativa y ahora vemos dos aumentos de 25pb cada uno en 2022, en septiembre y diciembre; y (3) posturas menos acomodaticias en una serie de países emergentes, además de señales en este sentido en varios países desarrollados, reduciendo el espacio en términos de la postura monetaria relativa.

Si bien el ciclo alcista sería más rápido, pensamos que Banxico seguirá buscando la mayor gradualidad posible en los ajustes ante una difícil coyuntura de crecimiento (como mostraron las [sorpresas negativas del PIB preliminar del 3T21](#) y la [producción industrial de septiembre](#), entre otras). En este sentido, estimamos que Banco de México llevará la tasa de interés real *ex ante* a 2.6% hacia el cierre del próximo año, dentro de su rango estimado de neutralidad (con base en nuestros estimados de inflación a 12 meses, ver gráfica abajo al centro). Por último, dicho nivel sería consistente con un diferencial de tasas con el Fed de 5.75% (gráfica abajo, derecha), lo que coincide con el máximo registrado durante el último ciclo alcista –sin considerar desviaciones muy breves por las diferencias en las decisiones de Banxico y el Fed, así como las acciones durante la pandemia–.



* Área sombreada denota pronósticos
Fuente: Banorte con datos de Banxico



* Área sombreada denota pronósticos. Con base en nuestros estimados de inflación a 12 meses
Fuente: Banorte con datos de Banxico

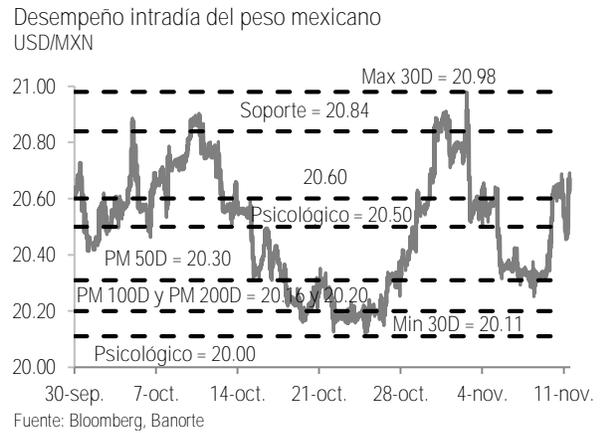
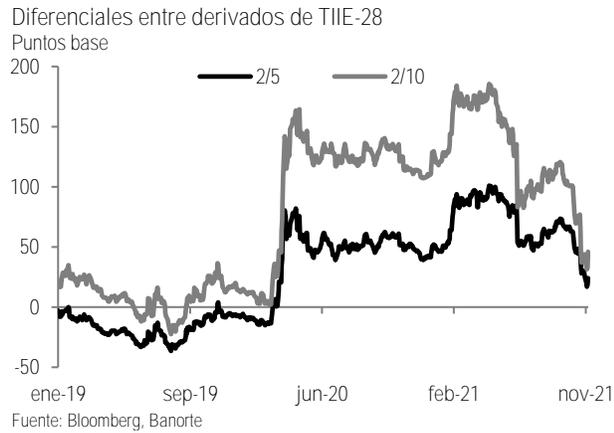


* Área sombreada denota pronósticos. Con base en nuestros estimados de la Fed Funds
Fuente: Banorte con datos de Banxico y la Reserva Federal

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

El rally post Banxico pudiera extenderse en tasas, agudizando pendientes más empinadas de corto plazo. Tras la decisión, las curvas nominales observaron un movimiento de apreciación sustancial resultado de una corrección de las agresivas expectativas que el mercado descontaba para Banxico, resultando en un empinamiento de la curva. Vale la pena señalar que este movimiento tuvo lugar en medio de escasa liquidez en el mercado de bonos ante la conmemoración del día de los Veteranos en EE.UU. En este sentido, la curva de Bono M registró un *rally* en los nodos de menor duración de 21pb en promedio, mientras el extremo largo se apreció 12pb. En tanto, los derivados de TIIE-28 marcaron una apreciación cercana a 25pb derivado del descuento que esperaba un alza de 50pb. Durante el trimestre, las curvas nominales han marcado un notorio aplanamiento, como se observa en la gráfica de abajo a la izquierda. En este sentido, reconocemos que el *rally* post Banxico pudiera extenderse en las siguientes sesiones conforme el mercado continúe digiriendo la decisión y se reintegre la operación en EE.UU., agudizando el sesgo de *bull-steepener*. No obstante, en una visión de mayor duración conservamos la preferencia por estrategias que se beneficien de curvas más planas ante el condicionamiento de política monetaria más restrictiva.

En el cambiario, el ajuste a la tasa menor a lo incorporado por el mercado resultó en una depreciación del USD/MXN de 20.48 hasta 20.68, finalizando la sesión con una pérdida de 0.1%. Mantenemos un sesgo a favor de compra de dólares en bajas considerando un dólar norteamericano que esperamos se mantenga fuerte ante la postura del Fed. Para el MXN las presiones pudieran extenderse hacia la siguiente región técnica cercana a 20.80 conforme se integre cierta dilución en el *carry* implícito, si bien conservamos nuestro estimado para cierre de año en 20.50. Adicionalmente, la región de 20.30 se mantiene como una zona de resistencia importante.



Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, 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, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalía Orozco Vélez y Gerardo Daniel Valle Trujillo, 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 |
| Víctor Hugo Cortes Castro | Subdirector Análisis Técnico | victorh.cortes@banorte.com | (55) 1670 - 1800 |

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

| | | | |
|----------------------------------|---------------------------------|--------------------------|------------------|
| 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 |
| 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 |