

## Minutas Banxico – Consenso sobre la necesidad de un mayor apretamiento

- Banxico publicó las minutas de la decisión del 16 de diciembre, en la cual aumentaron la tasa de referencia en 50pb, a 5.50%, en línea con nuestra expectativa
- En nuestra opinión, el documento refuerza el tono más *hawkish* del comunicado, con la mayoría de los miembros enfatizando en la necesidad de acelerar el apretamiento de las condiciones monetarias
- La discusión sobre la inflación sigue siendo muy importante, destacando:
  - (1) Un mayor consenso sobre la tendencia generalizada de los precios al alza, especialmente en la subyacente, además de una percepción más débil sobre su transitoriedad;
  - (2) El balance de riesgos se deterioró y sigue sesgado al alza, con incertidumbre sobre la posible extensión de algunos choques; y
  - (3) La evaluación de que las expectativas del mercado continúan ajustándose al alza en el corto plazo, representando riesgos para un posible desanclaje
- También sobresalen comentarios en torno a las recientes acciones del Fed, constituyendo un factor relevante para una mayor restricción a nivel local
- Considerando esto, en conjunto con un panorama de inflación aún complicado y otros factores, reiteramos nuestra expectativa de un alza de 50pb en febrero, seguida de incrementos de 25pb en junio, septiembre y diciembre. Así, la tasa cerraría el año en 6.75%
- El mercado continúa descontando un escenario restrictivo para Banxico en 2022

**Minutas de Banxico corroboran factores detrás de la necesidad de un alza de mayor magnitud.** Banco de México publicó las minutas de la reunión del 16 de diciembre, en la cual subieron la tasa de referencia en 50pb, a 5.50% en línea con nuestra expectativa. Al igual que en la decisión anterior y como ya sabíamos, el único disidente fue el Subgobernador Gerardo Esquivel, aunque en esta ocasión apoyando un alza de 25pb. En nuestra opinión, el documento respalda la visión más *hawkish* percibida en el comunicado, incluso sugiriendo que la decisión fue menos complicada de lo que pensábamos en su momento. En específico, la mayoría continúa citando entre los factores para su voto la difícil coyuntura inflacionaria –con especial atención en el rubro subyacente–, así como su posible efecto en las expectativas. Otro factor determinante –incluso sesgando al propio Esquivel– fue la decisión del Fed de incrementar el ritmo de reducción en su programa de compra de activos y la señal de una postura menos acomodaticia hacia delante. Considerando esto y nuestras expectativas de que la inflación mantendrá una dinámica complicada, reiteramos nuestra visión de un alza de 50pb en la decisión del 10 de febrero, seguida de incrementos de 25pb en junio, septiembre y diciembre, a la par de ajustes de la misma magnitud por el Fed. Con ello, la tasa de referencia cerraría este año en 6.75%.

6 de enero 2022

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

### Alejandro Padilla

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

### Juan Carlos Alderete, CFA

Director Ejecutivo de Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados  
juan.alderete.macal@banorte.com

### Francisco Flores

Director de Economía Nacional  
francisco.flores.serrano@banorte.com

### Estrategia de Renta fija y FX

### Manuel Jiménez

Director de Estrategia de Mercados  
manuel.jimenez@banorte.com

### Leslie Orozco

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

#### Decisiones de política monetaria de Banxico en 2021

Fecha	Decisión
<a href="#">11 de febrero</a>	-25pb
<a href="#">25 de marzo</a>	0pb
<a href="#">13 de mayo</a>	0pb
<a href="#">24 de junio</a>	+25pb
<a href="#">12 de agosto</a>	+25pb
<a href="#">30 de septiembre</a>	+25pb
<a href="#">11 de noviembre</a>	+25pb
<a href="#">16 de diciembre</a>	+50pb

Fuente: Banxico

#### Decisiones de política monetaria de Banxico en 2022

Fecha	Decisión
10 de febrero	--
24 de marzo	--
12 de mayo	--
23 de junio	--
11 de agosto	--
29 de septiembre	--
10 de noviembre	--
15 de diciembre	--

Fuente: Banxico

Documento destinado al público en general

**Actuar es necesario ante los riesgos para las expectativas y credibilidad de Banxico.** Creemos que, para la mayoría de los miembros, los argumentos para acelerar el ritmo de alza se sustentan en: (1) La elevada inflación, que podría afectar el anclaje de expectativas; (2) la necesidad de una actuación más decidida para proteger la credibilidad del banco central; y (3) que las expectativas han subido más de lo esperado, limitando su efecto en la tasa real ex ante. Estos parecen tener un peso importante, aunque heterogéneo, entre los votantes a favor de +50pb. En nuestra visión, los comentarios más relevantes que atribuimos a cada uno son, en orden de aparición:

- Gerardo Esquivel: “...es necesario reforzar moderadamente la postura monetaria. Sin embargo, advirtió que esto debe hacerse con prudencia ya que una postura demasiado restrictiva podría afectar el crecimiento económico y, eventualmente, a los flujos de capital y a la paridad cambiaria...”. El Subgobernador sigue mostrando el tono más *dovish*, preocupado por el efecto de alzas de la tasa en el crecimiento y consistente con su voto a favor de un alza de solo 25pb.
- Galia Borja: “...Señaló que el sentido de su voto está orientado a propiciar una formación adecuada de las expectativas de inflación y buscar su firme anclaje (...) el reforzamiento monetario no debería requerir incrementos semejantes a los observados en otras economías...”. La Subgobernadora se muestra más preocupada por la dinámica de precios –y su efecto en las expectativas–, así como por el *tapering* más rápido del Fed, aunque enfatiza de nuevo el “reforzamiento”, en vez de una postura más restrictiva.
- Jonathan Heath: “...Se debe encontrar un balance entre una recuperación económica débil, presiones inflacionarias persistentes y el comienzo de un nuevo ciclo de apretamiento monetario de la Reserva Federal (...) Destacó que la respuesta de política monetaria debe ser proporcional al panorama inflacionario para preservar la credibilidad y el anclaje de largo plazo de las expectativas...”. Resaltamos de nuevo el llamado a fortalecer el esquema de objetivos de inflación con base en pronósticos. Los comentarios nos parecen más en el centro del espectro, balanceando los efectos de las decisiones en el crecimiento, en la inflación y sus expectativas.
- Irene Espinosa: “...Destacó que en ausencia de una acción más decidida y contundente que ratifique el compromiso con el objetivo prioritario, se corre el riesgo de la pérdida de credibilidad y el desanclaje de las expectativas de inflación...”. En nuestra opinión, este comentario muestra el sesgo más *hawkish* al resaltar también la necesidad de congruencia entre los comunicados y las acciones tomadas y que los riesgos se deben atender de forma oportuna y contundente.
- Alejandro Díaz de León: “...que la política monetaria debe mantener ancladas las expectativas de inflación, inducir condiciones ordenadas en el mercado cambiario, contener las primas de riesgo a lo largo de la curva de rendimientos y propiciar la convergencia de la inflación a la meta de 3%...”. Pensamos que el Gobernador ha hecho hincapié en repetidas ocasiones sobre la necesidad de gestionar oportunamente los riesgos económicos y financieros derivados de una elevada inflación en aras de asegurar la convergencia hacia la meta.

**Deterioro adicional en la dinámica inflacionaria impulsa revisión al alza en los estimados.** La Junta de Gobierno reconoció que parte del comportamiento inflacionario se explica por factores externos. Así, explican que la fuerte relación con EE.UU. ha “...contribuido al repunte de inflación en México...”. No obstante, admiten determinantes internos que complican el escenario. En este contexto, la mayoría sugiere que el problema parece ser generalizado, con claras tendencias al alza en varios componentes. Las preocupaciones se centran en la subyacente, citando la fuerte alza de noviembre y tendencias desfavorables principalmente en bienes, aunque con los servicios también acelerándose. Relacionado a estos aumentos, algunos comentaron que “...el fenómeno de reajuste en precios relativos y los argumentos sobre la transitoriedad de las presiones inflacionarias ya no parecen apropiados para explicar la situación actual...”. De hecho, uno fue más enfático al decir que el debate sobre la transitoriedad ha quedado atrás, aunque otro argumentó que sigue siendo válida.

**Balance de riesgos deteriorado y aún al alza.** Las revisiones a la trayectoria de inflación fueron al alza para la general como la subyacente. Los miembros expresan dudas sobre la posibilidad de calcular la duración de los choques actuales. Las expectativas de corto plazo continuaron aumentando, tanto así que un miembro comentó que “...los analistas no esperan que la inflación se reduzca tan rápido como lo prevé el Banco Central y que hay una discrepancia significativa con respecto al ritmo de reducción del componente subyacente...”. Esto último es consistente con nuestra visión y apoya una mayor restricción monetaria. Sobre las expectativas, las de mediano y largo plazo se mantienen estables, aunque las de instrumentos de mercado más elevadas que las que provienen de encuestas.

**Mantenemos expectativa de política monetaria sin cambios.** Reiteramos nuestra expectativa de alzas acumuladas de 125pb este año, en las decisiones de febrero (+50pb), junio (+25pb), septiembre (+25pb) y diciembre (+25pb). En nuestra opinión, los factores clave para un ritmo más acelerado de alzas se mantienen vigentes. En inflación, notamos que prevalece una alta preocupación por la dinámica de la subyacente, que sorprendió de nuevo al alza en la 1ª quincena de diciembre. No obstante, la general se benefició con fuerza de caídas en agropecuarios y energéticos (sobre todo el gas LP). Los datos de los primeros meses del año serán muy importantes de cara a febrero, aunque creemos que las dificultades persistirán ante nuevas restricciones por Ómicron, entre otros factores. Del lado externo, las minutas del Fed publicadas ayer muestran la posibilidad de una normalización inclusive más rápida, en particular alzas de tasas y reducción del balance. Consideramos que esto apoya una postura más restrictiva ante el efecto que podría tener sobre los flujos de capital y el mercado cambiario, que a su vez constituyen riesgos para los precios.

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

**El mercado continúa descontando un escenario restrictivo para Banxico en 2022.** Las tasas locales se depreciaron tras las minutas en medio de una sesión caracterizada por presiones generalizadas en bonos globales, liderada por *Treasuries* que continúan digiriendo el tono *hawkish* de las minutas del Fed.

En específico, los Bonos M de corta y mediana duración perdieron 5pb, en promedio, extendiendo el ajuste de +50pb desde la última decisión de política monetaria de Banxico. Los instrumentos de larga duración se presionaron 3pb, con ajustes de +34pb en el mismo periodo. Además, la curva de swaps de TIE-28 se empinó, con el extremo largo depreciándose hasta 9pb y la parte corta con pocos cambios. Sin embargo, este último segmento de la curva ha acumulado ~+45pb desde el 16 de diciembre. En este sentido, el mercado sigue descontando una postura restrictiva para Banxico, incorporando alzas implícitas de +47pb para la decisión de febrero y +218pb acumulados para fin de año. El primero está en línea con nuestra visión, pero el segundo es más agresivo relativo a nuestro estimado de una tasa de cierre en 6.75% (equivalente a +125pb). Nos mantenemos a la espera de mejores niveles en los Bonos M considerando un inicio de año con presiones relevantes. Anticipamos un mayor sesgo de aplanamiento, en un marco de elevada volatilidad y presiones inflacionarias.

En el cambiario, el MXN se fortaleció tras las minutas. La divisa opera debajo del psicológico de 20.50 por dólar (0.7% d/d), la segunda más fuerte relativo a emergentes, solo después de ZAR (+1.3%). Desde que inició el año, el peso ha mantenido un rango de operación de 41 centavos, oscilando entre 20.34 y 20.75 por dólar, ligeramente menor al promedio semanal de 2021 de 50 centavos. Continuamos esperando que el dólar extienda su fortalecimiento estructural ante la normalización del Fed y una recuperación desigual entre regiones. Por lo tanto, recomendamos compra de USD en bajas para la operación. De corto plazo, vemos atractivo empezar a armar posiciones largas en USD/MXN a partir de niveles cercanos a 20.40.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, Juan Carlos Alderete Macal, Alejandro Cervantes Llamas, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, 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
<b>COMPRA</b>	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	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.**

<b>Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Financiero</b>			
Alejandro Padilla Santana	Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero	alejandropadilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Raquel Vázquez Godínez	Asistente DGA AEyF	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Itzel Martínez Rojas	Gerente	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
<b>Análisis Económico</b>			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Ejecutivo de Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Director Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Director 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
<b>Estrategia de Mercados</b>			
Manuel Jiménez Zaldivar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
<b>Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio</b>			
Leslie Thalía Orozco Vélez	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
<b>Análisis Bursátil</b>			
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
<b>Análisis Deuda Corporativa</b>			
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
<b>Análisis Cuantitativo</b>			
Alejandro Cervantes Llamas	Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo	alejandrocervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Análisis Cuantitativo	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
<b>Banca Mayorista</b>			
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.faes@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	raul.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