

## Minutas Banxico – Ciclo de alza de tasas no ha terminado debido a mayores riesgos

- Banxico publicó las minutas de la reunión del pasado 15 de noviembre, en la que la Junta de Gobierno decidió incrementar la tasa de referencia en 25pb para ubicarla en 8.00%
- En nuestra opinión, la información publicada hoy apoya nuestra expectativa de un alza más de 25pb en la tasa de referencia en la reunión del 20 de diciembre, para que finalice el año en 8.25%
- Irene Espinosa votó a favor de un aumento de 50pb, argumentando a favor de una señal determinante para dar cumplimiento cabal al mandato constitucional de Banxico
- Adicionalmente, el Dr. Ramos Francia sugirió que las decisiones sobre tasas deberían ir acompañadas de una guía futura
- Consideramos que el tono de las minutas reafirma el tono *hawkish* del comunicado y del *Informe Trimestral*, destacando la discusión sobre los riesgos al alza para la inflación, tanto cíclicos como estructurales
- La Junta de Gobierno también discutió acerca de la incertidumbre alrededor de la economía mexicana, derivados de factores externos e internos tanto en el corto como largo plazo
- El banco central argumentó que en un contexto de menor crecimiento y persistencia en presiones de inflación, la política monetaria debe de responder si la incertidumbre aumenta de manera considerable
- Los participantes del mercado reconocen el sesgo *hawkish* de Banxico y una postura cautelosa ante un panorama todavía muy retador

En nuestra opinión, el tono de las minutas reafirma el tono *hawkish* del comunicado y del *Informe Trimestral*. Consideramos que la discusión se centró principalmente en los riesgos al alza para la inflación, tanto en el corto como el mediano plazo, explicados por posibles cambios en los factores cíclicos y estructurales en la economía. En este sentido, mucha de esta discusión se abordó en el *Informe Trimestral* publicado ayer. Para mayores detalles consultar “*Informe Trimestral – El ciclo de alza no ha terminado*” <[pdf](#)>”.

**Desafíos estructurales para la economía mexicana.** En la discusión de los riesgos estructurales para la inflación, la mayoría coincidió que la economía enfrenta riesgos importantes relacionados con la adopción de políticas que afecten el proceso de formación de precios. En este sentido, un miembro destacó que si bien algunos de ellos han existido por varios años, se han gestado de manera más rápida en los últimos meses, pudiendo tener un efecto adverso y profundo en la inflación y la economía en general. En específico estos son “...i) un choque adverso al PIB potencial; ii) un fuerte y rápido deterioro en las condiciones de acceso al financiamiento en los mercados financieros internacionales; y iii) el posible desanclaje de las expectativas de inflación que, incluso, podría derivar en una situación de dominancia fiscal...”. En este contexto, este miembro expresó su preocupación sobre la materialización de estos riesgos y como esto conduciría a una operación de la economía con un mayor sesgo inflacionario al alza y un menor crecimiento de manera indefinida.

29 de noviembre 2018

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

**Gabriel Casillas**  
Director General Adjunto  
Análisis Económico y Bursátil  
gabriel.casillas@banorte.com

**Delia Paredes**  
Director Ejecutivo Análisis Económico  
delia.paredes@banorte.com

**Juan Carlos Alderete, CFA**  
Economista Senior, México  
juan.alderete.macal@banorte.com

**Francisco Flores**  
Economista, México  
francisco.flores.serrano@banorte.com

**Estrategia de Renta fija y tipo de cambio**

**Alejandro Padilla**  
Director de Estrategia  
Renta Fija y Tipo de Cambio  
alejandro.padilla@banorte.com

**Santiago Leal**  
Subdirector de Estrategia  
Tipo de Cambio  
santiago.leal@banorte.com

**Leslie Orozco**  
Gerente de Estrategia  
Renta Fija y Tipo de Cambio  
leslie.orozco.vezel@banorte.com

Documento destinado al público en general

### **Comentarios sobre el comportamiento reciente de los mercados financieros.**

La mayoría de la Junta consideró que estos mercados se han visto sujetos a presiones significativas por factores externos e internos desde la última decisión de política monetaria (4 de octubre). Algunos miembros consideraron que los factores internos fueron primordiales en la evolución reciente de los mercados, incluyendo el tipo de cambio y las tasas de mediano y largo plazo. Si bien algunos consideraron que las condiciones de operación del mercado cambiario se mantuvieron estables, un miembro señaló que esto no ocurrió en el mercado de renta fija, donde se dieron ajustes abruptos con poca liquidez.

**”Incertidumbre” es la palabra clave dentro de la publicación.** A lo largo del documento, se presentan diversos comentarios sobre el entorno más retador que enfrenta la economía mexicana. En particular, la mayoría de los miembros aludieron a que “...se ha generado un entorno de mayor incertidumbre para el marco macroeconómico del país...”, con lo cual “...el entorno actual de incertidumbre presenta riesgos para el funcionamiento nominal de la economía...”. En este sentido, gran parte de los miembros sostuvieron que la política monetaria debe responder con prudencia ante situaciones como esta. Particularmente, un miembro añadió que la política monetaria juega un papel importante en la administración de la incertidumbre, lo que implica que Banxico podría actuar con mayor prudencia de lo que lo ha venido haciendo.

**Un voto disidente y varias llamadas a tomar acciones.** Irene Espinosa votó a favor de un incremento de 50pb. Ella argumentó que el banco central tenía que enviar una señal inequívoca, oportuna y suficiente para cumplir con su mandato constitucional, particularmente para asegurar la convergencia de la inflación al objetivo. Adicionalmente, destacan comentarios de otros miembros en torno a la decisión. Uno argumentó que “...si bien es conveniente modificar el objetivo para la tasa de referencia, actualmente un solo movimiento al alza de 25 puntos base está lejos de ser suficiente para realinear la trayectoria esperada de la inflación a su meta de 3% en general, no únicamente en el horizonte previsto...”. Finalmente, otro miembro comentó que incluso considerando el mayor riesgo de que se presenten efectos de segundo orden, un balance de riesgos deteriorado, y la dinámica de los mercados que justificarían un alza de 50pb, concluyó que un aumento de 25pb era más conveniente al considerar la disminución reciente de la inflación y que aún están pendientes anuncios en materia fiscal y salarial, entre otros.

**Esperamos que Banxico suba la tasa de referencia 25pb a 8.25% el 20 de diciembre.** Como mencionamos, creemos que un alza adicional de la tasa de referencia está justificada por la revisión al alza en los pronósticos de inflación para el corto y mediano plazo, en particular al ubicarse encima del objetivo de Banxico en todo 2019, acompañado de un deterioro en el balance de riesgos para la inflación en el corto y mediano plazo. En este sentido, las minutas confirman nuestra visión de que Banxico mantendrá una postura prudente ante un panorama más incierto. Pasando a 2019, consideramos que Banxico continuará renuente de seguir subiendo la tasa de referencia. Sin embargo, reconocemos que los riesgos continúan sesgados al alza en términos de la tasa de referencia terminal del ciclo.

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

**Los participantes del mercado reconocen el sesgo *hawkish* de Banxico y una postura cautelosa ante un panorama todavía muy retador.** Las condiciones actuales apuntan hacia un alza de tasa de 25pb el 20 de diciembre por parte del banco central mexicano. La aseveración de Banxico en las minutas publicadas hoy sobre el panorama global, junto con la compleja dinámica para el tipo de cambio y otros factores internos discutidos previamente, es consistente con el mensaje *hawkish* previamente mostrado en el *Informe Trimestral* de ayer. Adicionalmente, los miembros de la junta de gobierno han reconocido el efecto adverso de este panorama sobre las condiciones del mercado financiero, incrementando la probabilidad de mayores primas de término, inflacionaria y de riesgo embebidas en activos locales para lo que resta del año. En este contexto, las tasas *forward* de 2 y 5 años operando actualmente en México en niveles de 8.89% y 9.74% respectivamente, con un incremento de 137pb en el año, incorporan ya un elevado grado de incertidumbre. Al mismo tiempo, los *breakevens* de inflación operando en 4.1% para los instrumentos de corto plazo (20pb por arriba del valor justo) y en 4.7% en aquellos de mayor duración (+70pb) reflejan un deterioro de las expectativas de inflación. De igual forma, los diferenciales de tasa entre los Bonos M y los *Treasuries* norteamericanos operan 120pb por arriba de los promedios de los últimos 12 meses, acercándose a niveles observados en 2009, mientras que el peso se ha depreciado 8% este trimestre, después de romper 3 desviaciones estándar al alza el mes pasado. Bajo este escenario esperamos que el sesgo *hawkish* se mantenga por más tiempo. La reacción del mercado fue moderada tanto en el mercado de renta fija gubernamental como en el cambiario, toda vez que los inversionistas ya descuentan un alza en la tasa de referencia en diciembre y condiciones monetarias más restrictivas en 2019 (+51pb en un horizonte de 6 meses). A pesar de ello, esperamos que este escenario tan retador continúe afectando la prima de riesgo. De esta manera, mantenemos nuestras ideas de inversión de posiciones largas en instrumentos a tasa revisable y en dólares.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Marissa Garza Ostos, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Francisco Duarte Alcocer, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Leslie Thalía Orozco Vélez, 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>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	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.**
**Directorio de Análisis**

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

**Análisis Económico**

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector Economía Nacional	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco José Flores Serrano	Gerente Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

**Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio**

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.rozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698

**Análisis Bursátil**

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Francisco Duarte Alcocer	Analista	francisco.duarte.alcocer@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

**Análisis Deuda Corporativa**

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora 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	Analista Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248

**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. Estruct.	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