

## La semana en cifras

9 de noviembre 2018

**Esperamos un alza de 25pb a 8% de la tasa de referencia por parte de Banxico ante mayores riesgos al alza para la inflación**

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

**Decisión de política monetaria (15 de noviembre).** Esperamos un alza de 25pb en la tasa de referencia a 8%. Nuestra expectativa se basa en los siguientes factores: (1) Mayores riesgos al alza para la inflación y sus expectativas a pesar de algunas sorpresas a la baja en recientes datos quincenales, además de la probable desviación de la inflación promedio del 4T18 respecto al pronóstico de Banxico; (2) el reciente deterioro en términos del desempeño de los mercados, en un contexto de mayor volatilidad, con el banco central reafirmando una postura prudente; y (3) el sesgo *hawkish* del Fed y expectativa de que continuará con la estrategia de alzas graduales de la tasa de referencia, con la mayoría de los miembros de Banxico destacando el riesgo de una normalización más rápida de lo esperado en EE.UU. en caso de sorpresas inflacionarias

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

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

Hacia adelante, creemos que Banxico seguirá renuente a continuar con el ciclo alcista, con la tasa de referencia ya en terreno restrictivo lo que podría impactar al crecimiento. En este contexto, las recientes pérdidas de la divisa mexicana no necesariamente tendrán que estar acompañadas de alzas adicionales, con la posibilidad de que el banco central permita una depreciación del tipo de cambio real en caso de choques adicionales para la economía y con otros mecanismos de las autoridades para hacer frente a la volatilidad en el mercado

Documento destinado al público en general

### Calendario de eventos económicos

FECHA	HORA	INDICADOR	PERIODO	UNIDAD	BANORTE	CONSENSO	PREVIO
mar 13-nov	9:00am	Reservas internacionales	9-nov	mmd	--	--	173.6
mar 13-nov	11:30am	Subasta de valores gubernamentales: CETES 1, 3 y 6 meses; Bonos M 3 años (Dic'21); Udibonos 3 años (Jun'22)					
jue 15-nov	1:00pm	Anuncio de política monetaria de Banxico	15-nov		8.00	8.00	7.75

Fuente: Banorte; Bloomberg

Procediendo en orden cronológico...

**MARTES – Reservas internacionales (1 de noviembre); anterior: US\$173,582 millones.** La semana pasada, las reservas internacionales aumentaron en US\$50 millones, explicado principalmente por un incremento en la valuación de los activos del Banco Central. Con ello, las reservas internacionales alcanzaron un saldo neto de US\$173,633 millones, con un avance de US\$831 millones en lo que va del año (como se aprecia en la siguiente tabla).

**Reservas internacionales**

Millones de dólares

	2017	01-nov-18	01-nov-18	Acumulado en el año
	Saldos		Flujos	
Reserva Internacional (B)-(C)	172,802	173,633	50	831
(B) Reserva Bruta	175,450	176,585	604	1,135
Pemex	--	--	291	-322
Gobierno Federal	--	--	228	483
Operaciones de mercado	--	--	0	0
Otros	--	--	84	974
(C) Pasivos a menos de 6 meses	2,648	2,952	553	304

Fuente: Banco de México

**MARTES – Subasta de valores gubernamentales.** La Secretaría de Hacienda y Crédito Público –vía el Banco de México como agente colocador– subastará Bonos M a 3 años (Dic'21), Udibonos a 3 años (Jun'22), así como Cetes de 1, 3 y 6 meses (ver el siguiente recuadro). Como siempre, los resultados de la subasta se publicarán a las 11:30am.

**Subastas de valores gubernamentales (13 de noviembre de 2018)**

	Fecha de Vto.	Tasa cupón	Monto a subastar <sup>1</sup>	Tasa previa <sup>2</sup>
<b>Cetes</b>				
1m	13-dic-18	--	7,000	7.71
3m	14-feb-19	--	11,000	8.19
6m	09-may-19	--	11,000	8.16
<b>Bono M</b>				
3 años	09-dic-21	7.25	9,000	7.91
<b>Udibonos</b>				
3 años	09-jun-22	2.00	UDIS 1,000	3.67

Fuente: Banorte con cifras de Banxico 1. Cifras expresadas en millones de pesos a excepción de los Udibonos, que están en millones de UDIS. Los montos de la subasta de Cetes son anunciados con una semana de anticipación al día de la subasta. 2. Rendimiento al vencimiento en el caso de Cetes, Bonos M y Udibonos, sobretasa en BondesD

**JUEVES – Decisión de política monetaria. Banorte: 8.00%, previo: 7.75%.**

Esperamos un alza de 25pb en la tasa de referencia a 8%. Adicionalmente, el riesgo de un incremento adicional en diciembre sigue latente, lo que no descartamos. Nuestra expectativa se basa en los siguientes factores:

(1) *Mayores riesgos al alza para la inflación.* En nuestra opinión, estos riesgos han aumentado desde la decisión del 4 de octubre, cuando Banxico mantuvo la tasa sin cambios y el Dr. Manuel Ramos Francia votó por un incremento de 25pb. En primer lugar, es altamente probable que la inflación promedio del 4T18 sea significativamente mayor al estimado de Banxico de 4.2% anual en su último *Informe Trimestral*. En este sentido, realizamos un ejercicio simple asumiendo que la tasa mensual de inflación promedio de los últimos cinco años en noviembre (0.82% m/m) y diciembre (0.5%) se materializa, con octubre ya conocido en 0.52%. Incorporando los efectos de base, esto resultaría en una inflación trimestral promedio de +4.73% anual, 53pb mayor al pronóstico del banco central. Con base en nuestros estimados, esta misma cifra sería de 4.8%, un diferencial de +60pb (ver gráfica abajo a la izquierda). En nuestra opinión, esto es más relevante que algunas recientes sorpresas a la baja en la inflación, con 2 de los últimos 4 datos quincenales significativamente por debajo del consenso (ver gráfica abajo a la derecha) debido en gran medida a la moderación en las presiones en precios de bienes agrícolas y energéticos. Consideramos que esta probable desviación es suficiente para justificar por lo menos un alza más, sobre todo tras ya haber retrasado el tiempo estimado para la convergencia al objetivo del 2T19 al 2T20.

**Pronósticos de inflación**

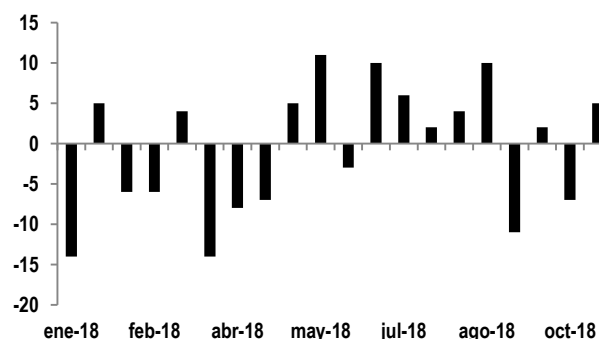
% anual, promedio simple del trimestre

	2018		2019	
	III	IV	I	II
<b>General</b>				
Banxico	4.8	4.2	3.8	3.6
Banorte	4.9	4.7	4.4	3.9
<b>Subyacente</b>				
Banxico	3.6	3.5	3.3	3.2
Banorte	3.6	3.5	3.5	3.4

Fuente: Banorte con información de Banxico

**Sorpresas en la inflación general**

Pb con base en datos quincenales<sup>4</sup>, diferencia entre inflación actual y estimada



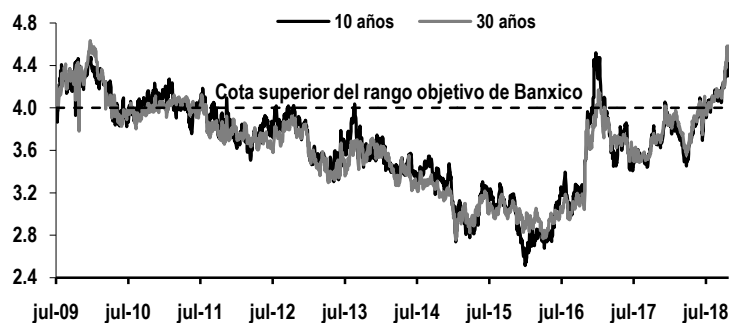
Fuente: Banorte con información de Bloomberg

Incluso asumiendo un relajamiento de la restricción implícita del régimen de objetivos con base en pronósticos, el riesgo para las expectativas de inflación también ha aumentado. De acuerdo con la encuesta de analistas del sector privado, el estimado de inflación general para el cierre de 2018 ha pasado de 3.94% al momento de la última alza de la tasa de referencia (21 de junio) a 4.61% actualmente. Para 2019 el incremento ha sido más moderado, de 3.55% a 3.71%. En el caso de la subyacente, las alzas han sido muy moderadas.

Más importante aún, las expectativas del mercado se han presionado con fuerza, sobre todo las de largo plazo. Los *breakevens* de inflación en todos los plazos (3, 5, 10 y 30 años) se ubicaban muy cerca de 4% a finales de junio. Al cierre de ayer, los primeros dos acumulan un incremento de 21pb en promedio, oscilando alrededor de 4.2%. En 10 y 30 años el ajuste ha sido de +54pb, con el primero pasando de 3.96% a 4.23% y el segundo de 3.97% a 4.58%, ambos por encima de la cota superior del rango de variabilidad de Banxico y muy cercanos a máximos desde la crisis (ver gráfica abajo a la izquierda). Si bien la operación ha estado contaminada por los ajustes generalizados en el mercado de tasas locales, sobre todo en instrumentos a tasa nominal, consideramos que este es un factor adicional que podría ser de mayor preocupación para la Junta de Gobierno en términos del anclaje de las expectativas.

**Breakevens de inflación de largo plazo**

% anual



Fuente: Banorte con información de VALMER

(2) *Desempeño de los mercados.* La dinámica de los activos locales se ha deteriorado fuertemente, en particular en el peso mexicano que ha caído 6.2% desde la última decisión de política monetaria (ver gráfica abajo, izquierda). En este contexto, en el último comunicado y las minutas la Junta de Gobierno reiteró que: “...continuará dando un seguimiento especial al traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, a la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos en un contexto externo adverso, así como a la evolución de las condiciones de holgura en la economía...”. Por otra parte, revisamos al alza nuestros pronósticos del tipo de cambio peso-dólar para el resto de este año y 2019. Para detalles, ver: “Ajustando proyecciones del USD/MXN ante un contexto más retador”, 7 de noviembre de 2018, <[pdf](#)>.

En las tasas de interés, el mercado ya descuenta un alza acumulada de 27pb hacia el cierre del 4T18 y hasta 61pb a mediados de 2019 (ver gráfica abajo, derecha) como resultado de un deterioro de las perspectivas locales y externas. Consideramos que en un contexto de mayor volatilidad, Banxico reafirmará su estrategia de mantener una postura prudente. En particular, en dichas minutas un miembro afirmó que: “...la postura monetaria ha permitido mantener en niveles elevados los diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos, que considera es una de las principales razones que explican el mejor desempeño de los precios de los activos mexicanos...”.

### USD/MXN

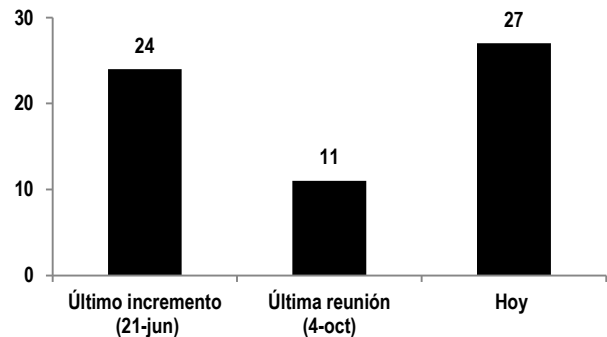
Pesos por dólar, frecuencia diaria



Fuente: Bloomberg

### Aumentos implícitos acumulados en la tasa de referencia

Pb, utilizando futuros de tasas



Fuente: Banorte con información de Bloomberg

(3) *El Fed continúa hawkish.* El jueves, el Fed mantuvo el rango de la tasa de referencia sin cambios entre 2-2.5%, en línea con el mercado. A pesar de pocos cambios en el comunicado, el tono se mantuvo *hawkish*, reafirmando que continuará con la estrategia de alzas graduales. El mercado asigna una probabilidad de 74.9% a un alza adicional de 25pb el 18-19 de diciembre, lo que también esperamos. En nuestra opinión, Banxico se muestra más atento al Fed ante la posibilidad de un ritmo más acelerado de alzas en la tasa de interés. En este sentido, en las últimas minutas la mayoría de los miembros destacó: “...*el riesgo de una normalización de la política monetaria más rápida de lo esperado en Estados Unidos, en caso de que se observen sorpresas inflacionarias...*”. Una señal tentativa de esta posibilidad provino de la nómina no agrícola de octubre, con una sorpresa positiva en los salarios al crecer 3.1% anual, un máximo en el periodo post-crisis. A pesar de que la perspectiva para los precios sigue muy incierta, creemos que el Fed está convencido de continuar con su estrategia por lo menos el resto de este año y en 2019. En conjunto con un entorno local y externo más complicado, creemos que Banxico mantendrá una postura prudente y aumentará la tasa de referencia al menos una vez más este año (en esta decisión), sin descartar un movimiento adicional en diciembre.

En conclusión, ante mayores riesgos de inflación y un entorno local y externo más complicado, Banxico subirá la tasa de referencia 25pb a 8%. Hacia adelante, creemos que la Junta de Gobierno seguirá renuente a continuar con el ciclo alcista, considerando que la tasa de referencia ya se ubica en terreno restrictivo y pudiera tener un impacto sobre el crecimiento. En este contexto, las recientes pérdidas de la divisa mexicana no necesariamente tendrán que estar acompañadas de alzas adicionales. En primer lugar, es probable que la Junta de Gobierno permita una depreciación del tipo de cambio real como mecanismo de ajuste en caso de choques adicionales para la economía. Por último, recordemos que las autoridades cuentan con otros mecanismos para hacer frente a la volatilidad y reducción de la liquidez en el mercado cambiario, lo que podrían utilizar en caso de un ajuste desordenado en la divisa.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, 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 Thalia 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.orozco.velez@banorte.com	(55) 1670 - 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) 1670 - 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