

## Minutas Banxico – Un tono ligeramente menos *hawkish* ante riesgos al panorama económico

- Banxico publicó las minutas de la reunión del pasado 20 de diciembre, en la que la Junta de Gobierno decidió incrementar la tasa de referencia en 25pb para ubicarla en 8.25%
- Reiteramos nuestra expectativa de que el banco central mantendrá la tasa de referencia sin cambios al menos durante la primera mitad de 2019.
- Sin embargo, la información publicada sugiere que Banxico mantiene la puerta abierta para alzas adicionales de la tasa de referencia de ser necesario
- Consideramos que el tono de las minutas es ligeramente menos *hawkish* respecto al comunicado, en particular ante mayores riesgos al crecimiento global y local
- Respecto a la inflación, aún vemos preocupación respecto al desempeño de la inflación subyacente, en particular por el mayor traspaso a ésta de las presiones en la no subyacente
- En particular, el balance de riesgos para la inflación continúa sesgado al alza debido a factores tanto cíclicos como estructurales, destacando dentro de los primeros la reciente alza al salario mínimo
- En conclusión, Banxico mantiene una postura prudente ante los riesgos al panorama de inflación, aunque reconociendo el potencial efecto de una probable desaceleración en la actividad económica
- Los mercados compensan el mensaje *hawkish* de las minutas de Banxico con diversos factores *dovish* para el Fed

En nuestra opinión, el tono de las minutas fue ligeramente menos *hawkish* al del comunicado. La discusión se centró principalmente en los riesgos para la inflación, tanto cíclicos como estructurales. La principal preocupación fue el efecto de traspaso de la inflación no subyacente a la subyacente y la materialización de algunos riesgos. Por otro lado, el documento elaboró con mayor detalle sobre los crecientes riesgos al crecimiento local y global, así como sus implicaciones sobre la política monetaria en avanzados y emergentes.

**La economía global se está desacelerando.** La Junta de Gobierno destacó entre los principales riesgos para el crecimiento global las tensiones comerciales, un apretamiento de las condiciones financieras, diversos riesgos geopolíticos y la volatilidad en los precios del petróleo. En este contexto, la mayoría notó la desaceleración económica en China y que persistan los riesgos para los emergentes. En desarrollados, destacaron la revisión a la baja en los pronósticos de crecimiento. Por otra parte, reconocieron que la inflación global ha moderado su tendencia ascendente, destacando en este reciente la caída de los precios de los precios del petróleo en los últimos meses, con un miembro afirmando que: “...esta parecería ya haber alcanzado sus niveles máximos en este ciclo...”.

3 de enero 2019

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.velez@banorte.com

Documento destinado al público en general

Sobre la economía de EE.UU., destacamos que este panorama ha impactado las expectativas de mercado respecto al ritmo de normalización de la política monetaria del Fed, el cual podría ahora ser más gradual. En este sentido, la Junta de Gobierno está de acuerdo con este ajuste, a su vez que nosotros revisamos recientemente nuestra expectativa sobre la tasa de los *Fed Funds*, esperando ahora únicamente dos alzas de 25pb durante 2019 (previo: 3 alzas de 25pb).

**En México, la perspectiva de crecimiento también es más débil.** La Junta de Gobierno resaltó que los pronósticos de crecimiento para el 4T18 y el 2019 han sido revisados a la baja de manera generalizada. En este sentido, continúan considerando que el balance de riesgos está sesgado a la baja y se ha deteriorado. Entre estos, destacaron: (1) Obstáculos en la aprobación del T-MEC; (2) un deterioro en la confianza sobre las perspectivas de la economía mexicana; y (3) un retraso en la ejecución del gasto público ante la entrada de la nueva administración. Adicionalmente, para el mediano y largo plazo recalcaron *“...aquellos de carácter estructural derivados de la posible adopción de políticas que pudieran conducir a cambios profundos en la economía y la capacidad de crecimiento...”*.

**Atención centrada en la inflación subyacente y las expectativas.** En nuestra opinión, Banxico continúa preocupado por la alta resistencia a disminuir de la inflación subyacente. En este contexto, algunos miembros advirtieron que ésta se ha desviado (al alza) respecto a la trayectoria prevista en sus pronósticos y que continúa con un alto grado de incertidumbre. Todos los miembros reconocieron que esta dinámica se explica por dos factores: (1) El efecto de traspaso de los elevados niveles de inflación no subyacente a la subyacente a través de mayores costos de producción; y (2) factores estructurales, tales como los bajos niveles de competencia en algunos sectores clave de la economía mexicana. Respecto a las expectativas de inflación, la Junta resaltó el ajuste al alza en los pronósticos de corto plazo de los analistas, además del incremento en las expectativas de mediano y largo plazo de acuerdo con instrumentos de mercado.

**Balance de riesgos para la inflación continúa sesgado al alza.** El principal factor cíclico mencionado en términos del balance de riesgos al alza fue el reciente aumento al salario mínimo, que como fue mencionado en el comunicado, podría resultar en distorsiones del mercado laboral. Entre los riesgos estructurales mencionaron la posible adopción de políticas públicas que pudieran conducir a cambios profundos en el proceso de formación de precios. Sobre estos últimos, algunos detallaron que: *“...podría observarse un debilitamiento estructural de las finanzas públicas, agregando uno que, a su parecer, este es uno de los principales riesgos para la inflación...”*.

**Banxico mantiene una postura prudente ante los riesgos al panorama de inflación.** Consideramos que ante los riesgos de mediano y largo plazo para la inflación y sus expectativas, el banco central mantiene la puerta abierta para un incremento adicional de la tasa de referencia si las condiciones lo ameritan. No obstante y ante la coyuntura actual, reiteramos nuestra expectativa de que Banxico mantendrá la tasa de referencia sin cambios en 8.25% al menos durante el 1S19. Esta expectativa se basa en tres principales factores. En primer lugar, estimamos que la economía se desacelerará en 2019, con nuestro estimado de crecimiento del PIB en 1.8% anual desde 2.1% para 2018, lo que podría resultar en menores presiones de demanda ante una brecha del producto ligeramente en terreno negativo y que incluso podría ampliarse. En este contexto, los indicadores económicos del 4T18 publicados hasta ahora sugieren una desaceleración relativa, en línea con lo comentado por el propio banco central. En segundo lugar, la caída acumulada de los precios del petróleo durante los últimos meses podría resultar en menores presiones de inflación en el corto plazo. Por último, es probable que la normalización de la política monetaria del Fed sea más lenta a lo previsto apenas hace unos meses, lo que otorgaría a Banxico espacio adicional en términos de la postura monetaria relativa.

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

**Los mercados compensan el mensaje *hawkish* de las minutas de Banxico con diversos factores *dovish* para el Fed.** Las tasas locales continúan apreciándose (-3pb esta mañana) el peso opera estable alrededor de USD/MXN 19.61 a pesar del persistente lenguaje *hawkish* por parte de Banxico mostrado en las minutas de su última decisión publicadas hoy. La reacción del mercado se explica principalmente por los comentarios *dovish* por parte de Robert Kaplan, Presidente del Fed de Dallas, así como por la aversión al riesgo derivada de noticias corporativas (*e.g. Apple*) y una débil lectura del ISM manufacturero en EE.UU. En términos generales, las condiciones actuales sugieren un mayor aplanamiento de las curvas de rendimientos en EE.UU y México, así como una debilidad temporal del USD frente a divisas del G10 y emergentes. En términos de estrategia, optamos por mantener nuestra estrategia táctica de corto plazo de posiciones largas en instrumentos a tasa revisable ante la postura actual de Banxico, mientras que decidimos tomar utilidades en las posiciones largas en USD abiertas desde el 16 de octubre de 2019 con un nivel de entrada de USD/MXN 18.70. Más detalles en nuestra última publicación semanal “Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio” [<pdf>](#), publicada el 17 de diciembre de 2018.

## 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.orozco.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