

## Análisis Económico

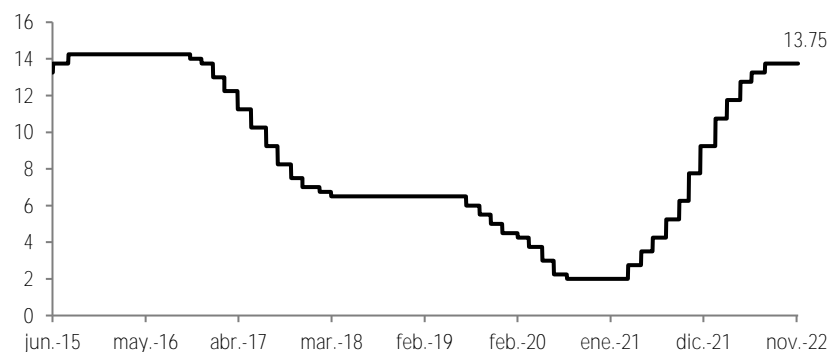
Brasil

## Brasil – El Copom mostró un tono menos hawkish de lo esperado

- Como era ampliamente esperado, el *Copom* mantuvo sin cambios la tasa *Selic* en 13.75%
- Nuevamente, la decisión fue unánime, con los 9 miembros a favor de mantener la tasa sin cambios
- En su *forward guidance*, el banco central reafirmó que estará atento y evaluando si la estrategia de mantener la *Selic* sin cambios por un periodo suficientemente largo será suficiente para asegurar la convergencia de la inflación
- Reiteraron que no dudarán en reanudar el ciclo alcista en el futuro si el proceso des-inflacionario no avanza como esperan
- No estimamos nuevos incrementos en la tasa *Selic*. Sin embargo, tampoco vemos espacio en el corto plazo para recortes en tasas
- Esperamos que la tasa *Selic* se mantenga sin cambios al menos hasta finales del 2S23

**El Copom mantuvo sin cambios la tasa *Selic*, mientras un recorte luce cada vez más lejano.** El Banco Central de Brasil (BCB) mantuvo sin cambios su tasa de referencia en 13.75% (ver gráfica abajo), permaneciendo en su nivel más alto desde enero de 2017 tras un ciclo de ajuste monetario que acumuló 1,175pb. Tras este agresivo ciclo de alza en tasas y algunas iniciativas sobre los precios de los energéticos, la inflación ha seguido una clara tendencia a la baja. A pesar de lo anterior, se mantiene por encima del objetivo del banco central. En específico, los precios de los servicios siguen muy presionados. Considerando este escenario, pero sobre todo la política fiscal expansiva que implementará el presidente electo Lula da Silva a partir del próximo año, el inicio del ciclo de relajamiento no se ve cerca y probablemente será menor a lo que se anticipaba apenas hace unos meses.

Tasa *Selic*\*  
%



Fuente: Banorte con datos del Banco Central de Brasil

7 de diciembre 2022

www.banorte.com  
@ analisis\_fundam

Katia Goya  
Director Economía Internacional  
katia.goya@banorte.com

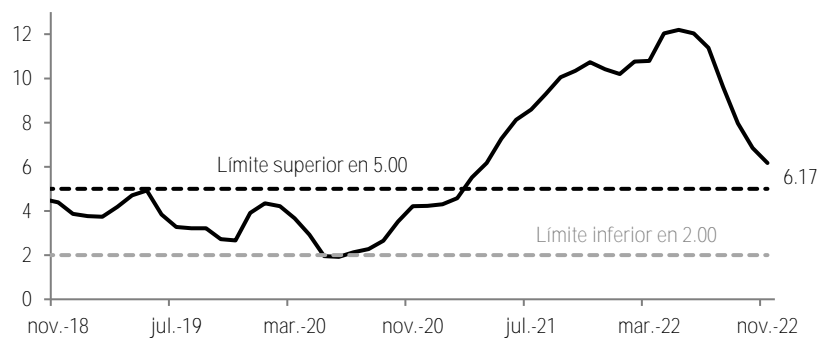
**El comunicado advierte sobre un panorama adverso y volátil en el entorno global.** Destacaron la expectativa de un crecimiento global debajo de potencial, la elevada volatilidad en los activos financieros y un entorno inflacionario que se mantiene bajo presión. Asimismo, enfatizaron que el proceso de restricción monetaria en las economías avanzadas y una mayor sensibilidad de los mercados a los fundamentales fiscales requieren mayor cautela en las economías emergentes.

**El *forward guidance* no apunta a que se reanudará el ciclo alcista, a pesar de una política fiscal expansiva.** El Comité mantuvo el mismo balance de riesgos que en el comunicado previo. Entre los riesgos al alza, reiteraron: (1) Una mayor persistencia de las presiones inflacionarias globales; (2) incertidumbre sobre el futuro marco fiscal del país y estímulos fiscales adicionales que apoyen la demanda agregada, incorporados en las expectativas de inflación y precios de activos; y (3) una brecha del producto más estrecha que la incorporada por el Comité en su escenario base, especialmente en el mercado laboral. Entre los riesgos a la baja mencionan: (1) Una reducción adicional en los precios de los *commodities* internacionales, medidos en moneda local; (2) una desaceleración mayor a la proyectada de la actividad económica global; y (3) la continuidad de los recortes de impuestos, que se supone serán revertidos en 2023. El Comité evalúa que el escenario actual, aún incierto y volátil, requiere serenidad ante la existencia de diversos riesgos.

**Crecen los temores sobre el efecto de la política fiscal en la inflación.** Ante los temores de la política fiscal expansiva que busca implementar el presidente electo Lula, el Copom adicionó en el comunicado que estará observando muy de cerca el desarrollo de la política fiscal. En particular, sus efectos sobre los precios de los activos y las expectativas de inflación, con impactos potenciales sobre la dinámica de precios en el futuro. Consideramos que este párrafo fue menos contundente de lo que se anticipaba con respecto a este tema. En este contexto, el banco central no pareció señalar un alza en tasas. Esto a pesar de que hizo ajustes al alza en sus estimados de inflación ubicando la de 2022 en 6.0% (previo 5.8%); la de 2023 en 5.0% (previo 4.8%) y 3.0% en el 2024 (previo: 2.9%).

**La inflación anual continuó moderándose, pero aún se mantiene elevada.** Si bien la inflación en octubre sorprendió al alza y rompió con una racha de tres meses consecutivos de deflación, el resultado confirmó seis meses al hilo de baja en la variación anual. La inflación fue de 6.47% a/a, su menor nivel desde marzo del 2021, después de haber tocado un pico en abril de 12.13%. Sin embargo, sigue muy por encima del objetivo del banco central para este año de 3.5% +/- 1.5pp. Al mismo tiempo, la subyacente sigue muy elevada en 10.6% a/a, mientras que los precios de los servicios, que son clave para las decisiones de política monetaria, se ubicaron en 8.1%. En tanto, en la primera quincena de noviembre la inflación se moderó a 6.17% (ver gráfica abajo).

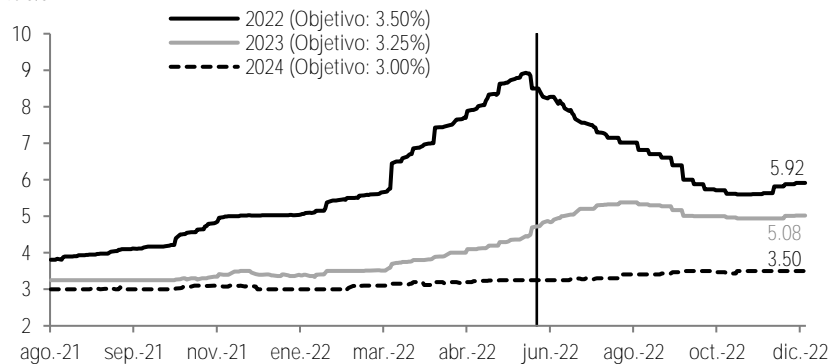
Inflación quincenal  
% a/a



Fuente: Datos a la primera quincena de octubre  
Banorte con datos de Bloomberg

De la mano del inicio del debate en el Congreso sobre los fuertes planes de gasto del presidente electo Lula da Silva, las expectativas de inflación para el 2022 y el 2023 han ido al alza. De acuerdo con la última encuesta del banco central entre analistas, la estimación para este año subió ligeramente de 5.91% a 5.92%, mientras que la de 2023 pasó de 5.02% a 5.08%.

Expectativas de inflación del BCB\*  
% a/a



\* Nota: Encuesta más reciente publicada el 19 de septiembre  
Fuente: Banorte con datos del Banco Central de Brasil

**El entorno fiscal se mantiene como uno de los principales retos.** El crecimiento económico se debería ver impulsado en 2023 si se mantienen los beneficios sociales que el presidente Bolsonaro incrementó pronunciadamente antes de las elecciones. Sin embargo, hay vientos en contra, como se pudo ver en el PIB de 3T22 que avanzó sólo 0.4% t/t. Entre los factores negativos están las condiciones de crédito que son limitadas y la desaceleración global. Especialmente en países como China, de la que Brasil es un importante proveedor. En este contexto, Lula busca ampliar el gasto. El Senado podría votar tan pronto como esta semana sobre la propuesta del presidente electo. El proyecto de ley busca dejar 175,000 millones de reales para un programa social fuera del tope del gasto y hasta 23,000 millones extra para invertir cuando aumenta la recaudación de impuestos. Eso significa una brecha fiscal potencial de 198,000 millones al mismo tiempo en que libera 105,000 millones del presupuesto original de 2023 que pueden ser utilizados en otros gastos. Recordemos que el tope del gasto es la regla clave de austeridad fiscal en Brasil y limita su crecimiento a la inflación del año previo.

**El IIF destacó que el plan de gasto de Lula es una señal verdaderamente problemática.** El Instituto Internacional de Finanzas dijo que, si el paquete propuesto por el presidente electo es aprobado por el Congreso, el país enfrentará el próximo año el mayor incremento en el déficit fiscal comparado con los niveles pre-pandemia observados en el 2019, respecto a un grupo de mercados emergentes que evaluó el instituto. El incremento que propone Lula sobre la regla del techo de gasto equivale a 1.9% del PIB.

**El BCB y los mercados ven riesgos de nuevas alzas debido al estímulo fiscal.** Ante las altas probabilidades de una política fiscal laxa, el presidente del banco central, Roberto Campos Neto, ha dicho que una perspectiva fiscal erosionada puede provocar nuevas alzas en tasas por parte del Copom. Sin embargo, las señales en el comunicado no son de un incremento inminente. Asimismo, ha explicado que la tasa neutral será mayor si hay importantes préstamos subsidiados por los bancos estatales. En tanto, los mercados han venido apostando a más incrementos en tasas a principios del próximo año y ven el inicio del ciclo de bajas en la segunda mitad del 2023. Los analistas esperan la primera baja en agosto del próximo año, desde un previo ubicado en junio.

**Mantenemos nuestra expectativa de que el Copom mantendrá sin cambios la tasa de referencia por un periodo prolongado.** A pesar del aumento en el gasto impulsado por Lula, será clave si el presidente electo se compromete a ajustar gradualmente el presupuesto a lo largo de su mandato. Esto será primordial para definir la trayectoria del crecimiento económico y de las tasas de interés. Por ahora, y especialmente tras el comunicado del Copom de hoy, seguimos esperando que las tasas se mantengan sin cambios al menos hasta que termine la primera mitad del 2023. Sin embargo, los riesgos se han empezado a incrementar de nuevo en el margen. En caso de que la postura fiscal muestre señales de fuerte deterioro, esperaríamos una reacción del banco central con nuevos incrementos en tasas a principios del próximo año.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, Juan Carlos Alderete Macal, Alejandro Cervantes Llamas, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Katia Celina Goya Ostos, Francisco José Flores Serrano, José Luis García Casales, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Carlos Hernández García, Leslie Thalía Orozco Vélez, Hugo Armando Gómez Solís, Yazmín Selene Pérez Enriquez, Cintia Gisela Nava Roa, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Daniela Olea Suárez, José De Jesús Ramírez Martínez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Isaiás Rodríguez Sobrino, Paola Soto Leal y Daniel Sebastián Sosa Aguilar 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, ni 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.**
**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 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
María Fernanda Vargas Santoyo	Analista	maria.vargas.santoyo@banorte.com	(55) 1103 - 4000

**Análisis Económico**

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
Yazmín Selene Pérez Enríquez	Subdirector Economía Nacional	yazmin.perez.enriquez@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Cintia Gisela Nava Roa	Subdirector Economía Nacional	cintia.nava.roa@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Luis Leopoldo López Salinas	Gerente Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707

**Estrategia de Mercados**

Manuel Jiménez Zaldívar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
-------------------------	---------------------------------	----------------------------	------------------

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

Leslie Thalia Orozco Vélez	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Isaías Rodríguez Sobrino	Gerente de Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities	isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com	(55) 1670 - 2144

**Análisis Bursátil**

Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.esplita@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Carlos Hernández García	Subdirector Análisis Bursátil	carlos.hernandez.garcia@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Paola Soto Leal	Analista Sectorial Análisis Bursátil	paola.soto.leal@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 1746

**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

**Análisis Cuantitativo**

Alejandro Cervantes Llamas	Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
José Luis García Casales	Director Análisis Cuantitativo	jose.garcia.casales@banorte.com	(55) 8510 - 4608
Daniela Olea Suárez	Subdirector Análisis Cuantitativo	daniela.olea.suarez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Análisis Cuantitativo	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
José De Jesús Ramírez Martínez	Subdirector Análisis Cuantitativo	jose.ramirez.martinez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Daniel Sebastián Sosa Aguilar	Gerente Análisis Cuantitativo	daniel.sosa@banorte.com	(55) 1103 - 4000

**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