

Minutas de Banxico corroboran sesgo a tasa de referencia más alta

- Banxico acaba de publicar las minutas de la reunión que tuvo lugar el pasado 4 de octubre, en la que la Junta de Gobierno decidió mantener la tasa de referencia sin cambios en 7.75%
- Consideramos que el tono de las minutas reafirma el tono *hawkish* del comunicado, destacando la discusión sobre los riesgos al alza para la inflación, particularmente en el índice subyacente, así como por las presiones en precios de los energéticos
- En nuestra opinión, la información publicada apoya nuestra expectativa de un alza más de 25pb en la tasa de referencia en lo que resta del año para finalizar en 8.00%, seguido de una pausa al menos durante la primera mitad de 2019
- La Junta de Gobierno de Banxico también discutió acerca de la posibilidad de una postura más restrictiva del Fed y el impacto, en caso de materializarse, de algunas de las propuestas de política pública del nuevo gobierno
- Adicionalmente, se mencionó el efecto favorable del anuncio de la culminación de las negociaciones del TLCAN 2.0 (o USMCA), lo que consideramos que fue muy relevante para mantener la tasa de referencia sin cambios
- Los participantes del mercado están preparados para un alza adicional en la tasa de Banxico en el 4T18

En nuestra opinión, el tono de las minutas reafirma el tono *hawkish* del comunicado. Entre los principales factores discutidos por la Junta de Gobierno en las minutas se incluyen: (1) Los riesgos al alza para la inflación debido a mayores precios de energéticos y la expectativa de que continúen subiendo, lo que podría generar efectos de segundo orden sobre la inflación subyacente; (2) el efecto favorable del anuncio de la culminación de las negociaciones del TLCAN 2.0 (o USMCA); (3) la posibilidad de sorpresas positivas de inflación en EE.UU. y una postura más restrictiva del Fed; (4) los riesgos derivados de algunas políticas públicas del nuevo gobierno; y (5) el voto disidente del Dr. Manuel Ramos Francia ante la persistencia de elevados niveles de la inflación subyacente y una baja probabilidad de que se cumpla la previsión actual sobre la inflación general. Derivado de lo anterior, ante un entorno local y externo que continua siendo altamente complejo, consideramos que la información publicada soporta nuestra expectativa de un alza más de 25pb en la tasa de referencia en lo que resta del año para finalizar en 8.00%, seguido de una pausa al menos durante la primera mitad de 2019.

18 de octubre 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
alejandropadilla@banorte.com

Santiago Leal
Subdirector de Estrategia
Tipo de Cambio
santiagoleal@banorte.com

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

El desempeño de la inflación subyacente será el indicador a seguir en los próximos meses. Destacamos que una buena parte de la discusión se centró en los riesgos al alza para la inflación, entre los que destacan los mayores precios de los energéticos y su impacto no solo en la trayectoria de la inflación general, sino en el posible efecto de segundo orden que pudiera ejercer sobre la inflación subyacente. La mayoría consideró que, ante un entorno complejo en que persisten riesgos externos e internos, la Junta de Gobierno deberá de mantenerse atenta a la evolución de los factores que pudieran significar presiones adicionales sobre la inflación y su convergencia a la meta, lo que en nuestra opinión reafirma el tono más *hawkish* que percibimos en el comunicado. En particular, “...la mayoría resaltó que la inflación subyacente, que es el componente que responde de manera más clara a la postura monetaria, ha evolucionado, en general, conforme a lo anticipado y se prevé que continúe disminuyendo, si bien algunos puntualizaron que a un ritmo menor y sujeto a riesgos. Al respecto, uno enfatizó que esta ha mostrado un grado importante de persistencia...”. Entre los otros riesgos mencionados por la Junta de Gobierno sobresalen también la posibilidad de que el peso mexicano se vea presionado por factores tanto externos como internos, como sería el caso de un escalamiento de las medidas proteccionistas a nivel global y que las negociaciones salariales no sean congruentes con las ganancias en productividad, entre otros.

Postura restrictiva del Fed y posibles sorpresas positivas de la inflación en EE.UU. apoyan una postura prudente del banco central. En particular, mencionaron el riesgo de una normalización de la política monetaria más rápido de lo esperado en EE.UU en caso de que se observen sorpresas inflacionarias. Entre los principales riesgos mencionaron un potencial traspaso a los precios finales de aranceles a las importaciones y el bajo grado de holgura de la economía, lo que pudiera traducirse en presiones de demanda. En este contexto, esperamos un alza de 25pb de la *Fed funds* en diciembre, seguido de un aumento acumulado de 75pb en 2019 ante una evaluación optimista de las condiciones económicas e inflación ligeramente por arriba de 2%. Por último, un miembro comentó que la postura monetaria actual, prudente y defensiva, tanto interna como relativa a EE.UU., ha contribuido a la evolución favorable de los mercados financieros locales.

El efecto favorable del anuncio de la culminación de las negociaciones del TLCAN 2.0 (o USMCA) fue muy relevante para no subir la tasa de referencia el 4 de octubre pasado. En específico, la mayoría de los miembros coincidieron en que la menor incertidumbre tras el acuerdo comercial ha coadyuvado a una mayor resiliencia del peso mexicano, sobre todo en un entorno más difícil para mercados emergentes. En opinión de un miembro, esto mitiga algunos de los riesgos para la inflación, mientras que otro argumentó que abre ciertos márgenes de maniobra para la política monetaria en México ante las alzas previstas para la *fed funds* en EE.UU. En general, los miembros aludieron al beneficio del acuerdo, considerando que un riesgo a la baja para la inflación es que podría tener consecuencias favorables sobre los mercados y la cotización del peso.

Interesante discusión sobre algunas propuestas legislativas de la nueva administración. Destacamos la que tuvo lugar con respecto a la postura fiscal y sus implicaciones sobre la autonomía del banco central y la inflación. Entre ellas, la reciente propuesta sobre utilizar las reservas internacionales para financiar el gasto público, por ejemplo, en inversión u otro tipo de gasto, al no ser una fuente de riqueza neta ya que estas tienen que financiarse con la emisión de pasivos por parte del Instituto Central. En particular, “...*un miembro destacó que la implementación de propuestas atentaría directamente contra la autonomía y el mandato prioritario del Banco Central, conduciéndolo a una situación de dominancia fiscal sobre la política monetaria. Comentó que en el mejor de los casos, la implementación de algunas de estas propuestas conduciría a un mayor sesgo inflacionario, adicional al que considera de por sí ya tiene la economía mexicana actualmente;...*”. Adicionalmente, algunos advirtieron sobre el riesgo de un gasto público mayor al anticipado, y uno de ellos recalcó que esto podría reducir la velocidad a la que viene disminuyendo la inflación subyacente.

El voto disidente del Dr. Manuel Ramos Francia. Esta es la primera decisión dividida desde que se anunciaron los cambios a la estrategia de comunicación de Banxico del pasado 30 de abril. En particular, el Dr. Ramos Francia argumentó que “...*la inflación enfrenta un panorama complejo, en donde confluyen factores de carácter cíclico y estructural. Lo anterior es evidente al situarse ya por varios años las expectativas de inflación de largo plazo en alrededor de 3.5 por ciento, independientemente de la fase del ciclo de negocios por la que se atraviesa...*” Asimismo, advirtió que el banco central ya ha cambiado, recientemente en repetidas ocasiones, su estimación sobre el horizonte de convergencia de la inflación general a su meta. En conjunto con el actual esquema de operación de la política monetaria basado en pronósticos y los factores que están afectando a la inflación subyacente (además de su alto grado de persistencia), consideró que no actuar con un alza de 25pb en la tasa de referencia podría ser muy costoso para la credibilidad de la institución.

Creemos que Banxico no ha acabado con el ciclo restrictivo y sigue “con el dedo en el gatillo”. Como ya mencionamos, seguimos pronosticando un alza adicional de 25pb en la tasa de referencia para finalizar el año en 8.00%. Seguido de esto, anticipamos estabilidad en la tasa de referencia por lo menos durante la primera mitad de 2019. En este contexto, coincidimos con la evaluación del banco central sobre los riesgos al alza en los precios, estimando que la inflación general cerrará el año en 4.8% anual, mayor a la mediana del consenso de analistas en 4.5%. Adicionalmente, existen algunos riesgos hacia adelante que pudieran tener un impacto en los mercados y perspectivas locales. En el frente local, sobresalen la consulta pública sobre el Nuevo Aeropuerto de la Ciudad de México y la presentación del paquete fiscal para el próximo año (que esperamos que mostrará el compromiso de la nueva administración con finanzas públicas sanas). Del lado externo, las elecciones de medio término en EE.UU., las próximas decisiones de política monetaria del Fed ante un tono más *hawkish* en sus últimas comunicaciones, las tensiones comerciales entre EE.UU. y China y la volatilidad en mercados emergentes, entre otros.

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

Los participantes del mercado están preparados para un alza adicional en la tasa de Banxico en el 4T18. Banco de México dio a conocer las minutas de su última reunión de política monetaria el 4 de octubre, en donde la Junta de Gobierno decidió mantener sin cambios su tasa de referencia en 7.75% con una decisión dividida y un mensaje *hawkish*. Las preocupaciones sobre un panorama global altamente complejo, en conjunto con un Fed más restrictivo y un escenario retador para la inflación fueron los mensajes principales de las minutas de hoy. Este último punto es congruente con los comentarios realizados esta mañana por parte del Gobernador Díaz de León en entrevista con *Reuters* sobre una compleja dinámica en los precios de energéticos y los riesgos para la trayectoria esperada de inflación. La reacción del mercado fue modestamente negativa (+3pb), confirmando el reciente ajuste. Al día de hoy, la curva de rendimientos descuenta +10pb de movimientos implícitos en la tasa de fondeo de Banxico a finales de este año, mientras que solo considera +1pb para 2019. En términos generales los riesgos externados por el banco central son congruentes con el sentimiento de aversión al riesgo observado en los mercados internacionales, apoyando nuestras ideas de inversión defensivas de posiciones largas en el Udibono Jun'22 y compra de dólares en bajas considerando un punto de entrada en USD/MXN 18.70. Más detalles sobre la valuación actual de los mercados locales y nuestras recomendaciones tácticas de corto plazo en nuestra publicación semanal “*Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio*” [<pdf>](#), dada a conocer el pasado lunes.

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 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
COMPRA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	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) 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
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	hugo.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