

En línea con lo esperado, Banxico incrementó la tasa de referencia en 25pb, con una decisión dividida por segunda reunión consecutiva. El banco central anunció su decisión de aumentar la tasa de referencia en 25pb para dejarla en un nivel de 8.00%, en línea con nuestras expectativas y las del mercado. A diferencia de la decisión previa, en esta ocasión hubo un acuerdo de aumentar la tasa, incluso con un miembro votando a favor de un incremento de 50pb. Sin embargo, mantenemos nuestro estimado de que la tasa de referencia cerrará el año en el nivel actual de 8.00%. A pesar de lo anterior, reconocemos que dada la complejidad del panorama, existe un riesgo a que continúe el ciclo restrictivo.

Permanece un tono más hawkish ante un panorama más desafiante, derivado tanto de factores internos como externos. Percibimos un tono más hawkish en el comunicado, con Banxico mostrando preocupación por eventos recientes. En particular, destacaron que la cotización del peso mexicano se vio afectada por factores externos, así como por *"...el anuncio acerca de la intención de cancelar el Proyecto del Nuevo Aeropuerto de la Ciudad de México y, en general, por la preocupación de los mercados por las políticas de la nueva administración y algunas iniciativas legislativas..."*. En este sentido, la autoridad monetaria mencionó que esto resultó en un incremento en la prima de riesgo que demandan los inversionistas en activos nacionales. Más aún, comentaron que esto significa riesgos para el panorama en el mediano y largo plazo en términos de las condiciones macroeconómicas del país, así como para el crecimiento potencial y la formación de precios.

Mayor preocupación sobre la inflación. En nuestra opinión, varios enunciados sugieren que la Junta de Gobierno está más preocupada por el panorama inflacionario, no solamente en el corto plazo. En primer lugar, mencionaron que la inflación *"...enfrenta riesgos importantes relacionados con la posible adopción de políticas que afecten estructuralmente el proceso de formación de precios en la economía..."*. Adicionalmente, *"...el balance de riesgos respecto a la trayectoria esperada para la inflación se ha deteriorado y muestra un importante sesgo al alza..."*, inclusive después de este incremento y más en línea con nuestra expectativa. Finalmente, destacamos que a diferencia de comunicados previos, en éste no se incluyó una referencia explícita a los riesgos a la baja para la inflación. En este sentido, será muy importante la actualización a los estimados de inflación dentro del *Informe Trimestral* (a publicarse el próximo 28 de noviembre).

Un crecimiento más sólido, aunque con un deterioro en el balance de riesgos. Banxico destacó que la economía presentó una expansión en el 3T18 después de la ligera contracción del trimestre previo. A pesar de que las condiciones de holgura presentaron un ligero apretamiento como resultado de esto, la Junta de Gobierno comentó que desde una perspectiva cíclica el balance de riesgos sigue sesgado a la baja y que se deterioró en el margen. En particular, la autoridad monetaria resaltó que los pronósticos de crecimiento global se revisaron a la baja y que las condiciones financieras se tornaron más astringentes, además de la incertidumbre ocasionada por factores domésticos.

A pesar del tono más hawkish, mantenemos nuestra expectativa de que la tasa de referencia se mantendrá en 8.00%. Adicionalmente, creemos que está se mantendrá en este nivel por lo menos hasta el fin de la primera mitad del año, aunque reconociendo mayores riesgos de alzas adicionales. Nuestra expectativa se basa en:

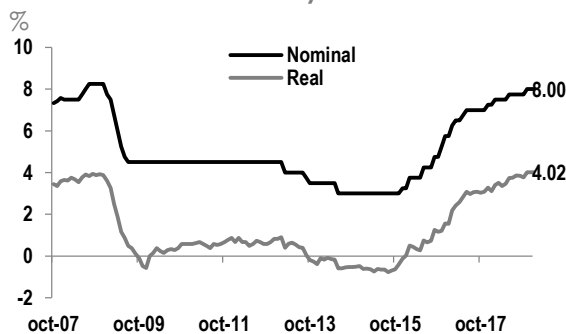


(1) *Un paquete económico responsable para 2019.* En nuestra opinión, la nueva administración continuara con el esfuerzo de consolidación fiscal, proponiendo un superávit primario de entre 0.5% y 0.8% del PIB así como un déficit general de alrededor de 2.5% del PIB. En este sentido, la publicación del presupuesto confirmará a los inversionistas el compromiso de la nueva administración de mantener finanzas públicas sanas así como la estrategia de reducir la deuda pública como porcentaje del PIB. En nuestra opinión, la volatilidad en los mercados podría reducirse tras la publicación.

(2) *Fundamentos macroeconómicos sólidos.* Cabe recordar que la economía mexicana se encuentra en una posición de fortaleza para hacer frente a choques adversos. Si bien el balance de riesgos a nivel local se ha deteriorado, los fundamentos macroeconómicos se encuentran en una mejor posición en comparación con el periodo más reciente en el cual la tasa de referencia se encontraba en un nivel similar al de ahora. En este sentido, ciertos indicadores clave, tales como el CDS de 5 años actualmente en 149pb, está considerablemente por debajo del promedio observado en el 4T08 de 357pb, cuando la tasa de referencia se ubicaba en 8.25%. Adicionalmente, la dependencia fiscal a los ingresos petroleros dejaba al país en una posición más vulnerable, ya que representaban 44% de los ingresos de la federación, mientras que ahora solamente contribuyen con un 17% (al cierre del 2017). En cuanto a la deuda del gobierno, la duración promedio se ha incrementado al pasar de 3.5 a 5 años en el mismo periodo. Finalmente, las reservas internacionales, incluyendo la línea de crédito flexible aprobada por el FMI, se encontraban significativamente por debajo de su nivel actual (Actual: 260mmd vs. 152.5mmd promedio en el 4Q08). Esto contrasta con los niveles del EMBI+ México, que parecerían mostrar una situación más deteriorada, considerando que este se ubica en 227pb, muy cercano al máximo de 231pb observado en junio del 2008 (consultar la tabla siguiente).

(3) *Una tasa real en terreno restrictivo.* De acuerdo a Banxico, la tasa real de equilibrio de corto plazo se ubica cerca de 1%, mientras que la de largo plazo oscila en un rango entre 1.7% y 3.3% (punto medio: 2.5%). Después de este incremento, la tasa de interés real ex-ante ha alcanzado un nivel de 4%, considerablemente por arriba del equilibrio. Adicionalmente, la tasa de interés nominal actual en 8.00% se ubica solamente 25pb por debajo del máximo alcanzado desde que se implementó una política monetaria basada en la tasa de referencia objetivo como principal herramienta (referirse a la siguiente gráfica).

Tasa de interés nominal y real ex ante




Fuente INEGI, SHCP, Banxico, Bloomberg

Indicadores macroeconómicos

| Indicador | 4T08 | Actual |
|---|-------|--------|
| CDS 5 años (pb) | 357 | 149 |
| EMBI+ Mexico (pb) | 231 | 227 |
| Reservas internacionales (Mmd)* | 152.5 | 260.0 |
| Duración deuda gubernamental (años) | 3.5 | 5.0 |
| Ingresos petroleros federales (% del total) | 44 | 17 |

* Incluye la línea de crédito flexible del FMI

Fuente: Bloomberg, Banxico y JPM,



Para 2019 esperamos que la tasa de referencia permanezca en 8.00% al menos durante la primera mitad del año, aunque reconocemos que el balance de riesgos para mayores alzas ha aumentado ante la combinación de factores tanto externos como internos. En este sentido y en lo que va del año, Banxico ha destacado que mantendrá una postura monetaria prudente considerando un entorno más retador. Más aún, y a pesar del incremento de hoy, mencionaron que “...la Junta de Gobierno tomará las acciones que considere necesarias, en particular el mantenimiento o un posible reforzamiento de la postura monetaria actual a fin de que la inflación general converja a la meta del Banco de México en el horizonte en el que opera la política monetaria...”.

A pesar de lo anterior, creemos que la Junta de Gobierno parecería estar poco dispuesta a continuar incrementando la tasa dado que el crecimiento económico en 2019 probablemente se modere (como lo sugiere el comportamiento histórico del PIB en el primer año de una nueva administración) y que la inflación subyacente continuará con su tendencia a la baja y mantendrá su convergencia al objetivo durante la segunda mitad del año, así como a los factores antes mencionados.

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

Alza en tasas y tono hawkish de Banco de México positivo para nuestras recomendaciones en tasas revisables y compra de dólares en bajas.

Este jueves Banco de México anunció, en una decisión dividida (un miembro votando por alza de 50pb), aumentar la tasa de referencia en 25pb a un nivel de 8.00%, en línea con nuestra expectativa y la del consenso. Al juzgar por el tono del comunicado, el sesgo de la autoridad monetaria se mantuvo del lado restrictivo, citando un balance de riesgos para la inflación que “se ha deteriorado y muestra un importante sesgo al alza, en un entorno de marcada incertidumbre.” Al cierre de la sesión y tras la decisión, las partes corta y media de la curva registraron ganancias entre 4-7pb, mientras que la parte más larga observó presiones de entre 2-6pb. La referencia local de 10 años, el Bono M Jun'27 cerró en 8.99% -3pb respecto al cierre de ayer. Vale la pena mencionar que este instrumento se ubica 12pb por arriba del cierre de octubre, mes durante el cual acumuló presiones de 95pb al pasar de 7.92% a 8.87%. Como resultado de la decisión de hoy, la curva mantiene un descuento de 28pb de alzas acumuladas para 4T18, 60pb para el 1T19 y 71pb para el 2T19, mostrando variaciones marginales respecto a las lecturas observadas antes de la decisión. En este sentido, el sesgo hawkish ya incorporado por el mercado se mantuvo sin cambios. Asimismo, enfatizamos la importancia que tendrá el siguiente Informe Trimestral a presentarse el 28 de noviembre, el cual probablemente presente ajustes a los estimados del banco central.

Ante este escenario, reiteramos nuestra recomendación de inversión a favor de posiciones defensivas en tasas revisables. En el mercado cambiario, el peso mexicano mostró una reacción positiva a la decisión de Banxico, operando en USD/MXN 20.28 equivalente a una apreciación de 0.64% respecto al cierre de ayer. Creemos que el espacio técnico más relevante encontrará un rango de corto plazo definido entre los 19.90 y 20.60 por dólar. Adicionalmente, la semana pasada modificamos nuestros estimados para el cruce esperando un cierre de 2018 en 20.50 y de 22.50 en 2019. Para detalles consultar: “Ajustando proyecciones del USD/MXN ante un contexto más retador”, <[pdf](#)>, publicado el 7 de noviembre. De este modo, en términos de estrategia consideramos prudente mantener la compra de USD en bajas.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia Maria Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldivar, 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, Leslie Thalia Orozco Vélez y Jorge Antonio Izquierdo Lobato, 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 | Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC. |
| MANTENER | Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC. |
| VENTA | 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.

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) 11034 - 00 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 |