

Minutas del FOMC – El ciclo alcista continuará a un ritmo más moderado

- El FOMC publicó hoy las minutas de su decisión de política monetaria del pasado 14 de diciembre
- Consideramos que el tono del documento permaneció *hawkish*. En particular, resaltó: (1) La preocupación sobre un relajamiento injustificado de las condiciones monetarias –como se observó sobre todo en noviembre; y (2) que ningún miembro anticipa bajas de la *Fed funds* en 2023
- Dejaron en claro que una moderación en el ritmo de alza en tasas no es una señal de un menor compromiso con su objetivo de estabilidad de precios y/o de que consideran que la inflación sigue ya una tendencia sostenible a la baja
- Destacaron que enfrentan dos riesgos: (1) Una política monetaria insuficientemente restrictiva podría llevar a una inflación por arriba de la meta por más tiempo; y (2) por el contrario, un efecto acumulado más restrictivo de lo necesario que lleve a una reducción innecesaria de la actividad económica, lo que afectaría sobre todo a grupos vulnerables
- Mantenemos nuestro estimado de un alza de 50pb en la reunión de febrero y la tasa terminal en 5.25%. Sin embargo, el documento reafirmó que las próximas decisiones se harán reunión por reunión dependiendo de los datos
- Limitada reacción de los activos financieros a las minutas del FOMC

El FOMC publicó las minutas de [su última reunión](#), en la que moderó el ritmo de alza en tasas a 50pb. Con esto, el rango de la tasa se ubicó en 4.25% - 4.50%, acumulando +425pb desde que inició el ciclo en marzo pasado. El comunicado que acompañó la decisión tuvo muy pocos cambios, mientras que el *forward guidance* reafirmó que “*el Comité anticipa que será apropiado seguir subiendo el rango de la tasa de referencia*”. En este contexto, lo más importante fueron los cambios en el *dot plot* y la conferencia de prensa de Powell. Por su parte, las minutas mostraron que los miembros del Fed consideraron que una desaceleración en el ritmo de alza en tasas permitiría al Comité evaluar mejor el progreso de la economía hacia los objetivos de máximo empleo y estabilidad de precios, ya que la política monetaria se acercó a una postura lo suficientemente restrictiva para lograr estas metas.

El ciclo alcista continuará a un ritmo más moderado. Los participantes continuaron anticipando que aumentar más el rango objetivo para la tasa *Fed funds* sería apropiado para lograr los objetivos del Comité. Al determinar el ritmo de dichos aumentos, consideraron apropiado tener en cuenta el endurecimiento ya acumulado, los retrasos con los que la política monetaria afecta la actividad económica y la inflación, y la evolución económica y financiera. Con la inflación persistentemente encima de la meta del 2% y el mercado laboral muy apretado, *todos* elevaron su trayectoria del camino que consideran apropiado para la tasa de referencia en relación con su evaluación en el momento de la reunión de septiembre. Adicionalmente, *ningún* participante anticipó que sería apropiado comenzar a recortar la tasa durante 2023. Ambas consideraciones nos parecen más *hawkish*, sobre todo el segundo tema. En general, existe consenso de que será necesario mantener una postura restrictiva hasta que los datos económicos dejen en claro que la inflación está en un camino descendente sostenido hacia el 2%, lo que probablemente llevará algún tiempo.

4 de enero 2023

www.banorte.com
@analisis_fundam

Juan Carlos Alderete, CFA
Director Ejecutivo de Análisis Económico y
Estrategia Financiera de Mercados
juan.alderete.macal@banorte.com

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

Luis Leopoldo López
Gerente Economía Internacional
luis.lopez.salinas@banorte.com

Estrategia de Renta fija y tipo de cambio

Manuel Jiménez
Director Estrategia de Mercados
manuel.jimenez@banorte.com

Leslie Orozco
Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de
Cambio
leslie.orozco.velez@banorte.com

Isaías Rodríguez
Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de
Cambio
Isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com

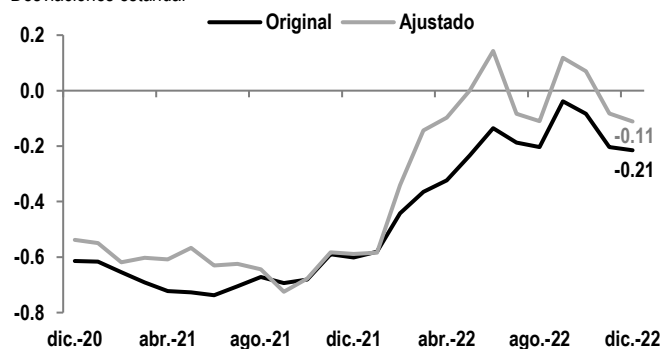
Documento destinado al público en general

Las decisiones se tomarán reunión por reunión, dependientes de los datos. Ante la mayor incertidumbre respecto a las perspectivas de la inflación y la actividad, *la mayoría* enfatizó la necesidad de mantener la ‘flexibilidad y opcionalidad’ al cambiar la política a una postura más restrictiva. Esto alude a que los datos que se vayan publicando serán críticos para determinar el ritmo de alzas en el futuro, sobre todo en lo que respecta al mercado laboral y la inflación. A su vez, esto significa que el Comité tomará sus decisiones reunión por reunión.

Es importante que las condiciones financieras no se relajen de manera injustificada. Varios participantes enfatizaron que sería importante comunicar con claridad el significado de una desaceleración en el ritmo de aumento de tasas. En particular, que no implica un menor compromiso del Comité respecto a lograr su objetivo de estabilidad de precios o una evaluación de que la inflación ya va en un camino descendente sostenible. Debido a que la política monetaria funcionó de manera importante a través de los mercados financieros a través del canal de expectativas, una relajación injustificada de las condiciones financieras complicaría el esfuerzo para restaurar la estabilidad de precios. Especialmente, si dicho relajamiento está impulsado por una percepción errónea del público sobre la función de reacción del Comité. En nuestra opinión, esta sección del documento es muy importante al tomar en cuenta que varios índices de condiciones monetarias registraron su pico en octubre y descendieron consistentemente a lo largo de noviembre (ver gráficas abajo). Inclusive, alude a que el Fed podría reaccionar con un mayor apretamiento monetario en caso de un relajamiento adicional en dichas condiciones, lo que constituye un riesgo para los mercados.

Índice de condiciones financieras del Fed de Chicago

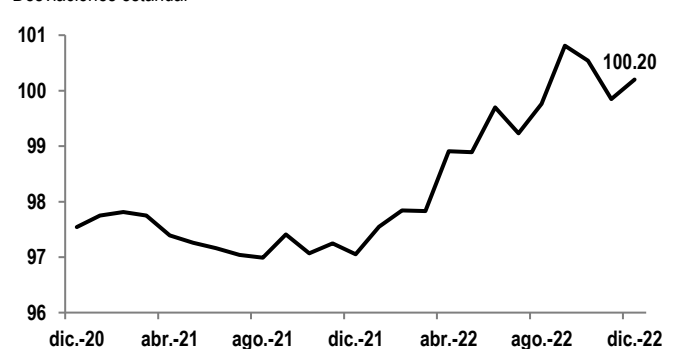
Desviaciones estándar



Fuente: Banorte con datos de la Reserva Federal de Chicago

Índice de condiciones financieras de Goldman Sachs

Desviaciones estándar



Fuente: Banorte con datos de Goldman Sachs

Dos riesgos en direcciones contrarias. Se discutieron una serie de consideraciones sobre el manejo de riesgos relacionadas con la conducción de la política monetaria. Muchos advirtieron sobre la necesidad de equilibrar dos de ellos: (1) Por un lado, una política monetaria insuficientemente restrictiva podría llevar a una inflación por encima de la meta del Comité por más tiempo de lo previsto, lo que llevaría a que las expectativas de inflación no estén bien ancladas afectando el poder adquisitivo de los hogares; y (2) por el contrario, el efecto acumulado del endurecimiento de la política puede terminar siendo más restrictivo de lo necesario para reducir la inflación al 2% y llevar a una reducción innecesaria de la actividad económica, lo que afectaría sobre todo a grupos vulnerables.

En general, la evaluación sigue siendo que los riesgos al alza para la inflación siguen siendo claves para el panorama de la política monetaria. Sin embargo, un par de miembros señalaron que los riesgos para los precios se estaban volviendo más equilibrados. Además, percibimos consenso de que una política restrictiva por un periodo prolongado es lo más apropiado en términos de la gestión de riesgos, asegurando así que la inflación se dirigirá claramente hacia la meta de 2%

El tono de las minutas fue *hawkish* y mantenemos nuestro estimado de una tasa terminal en 5.25%. En nuestra opinión, el banco central ha sido claro en que la reducción del ritmo de alzas no significa un menor compromiso con la estabilidad de precios. Asimismo, han sido enfáticos en que deben ser claros en su comunicación para evitar un relajamiento injustificado de las condiciones financieras. Esto se vio reflejado claramente en el *dot plot*. En particular, las señales de: (1) Una tasa terminal más alta de lo anticipado previamente; y (2) que la política monetaria debe mantenerse restrictiva por un periodo prolongado y que no existe espacio para recortes de tasas en el corto plazo. Por lo tanto, es claro que el ciclo alcista aún no ha terminado, aunque hay incertidumbre mayor respecto a la magnitud de los próximos movimientos. Lo anterior, ya que el Fed fue muy claro en señalar que las próximas decisiones dependerán de los datos que se vayan publicando. En consecuencia, las miradas están en los reportes de empleo e inflación de diciembre. Para el mercado laboral, a publicarse este viernes, estimamos una creación de 215 mil plazas (previo 263 mil) con la tasa de desempleo subiendo de 3.7% a 3.8%. Consideramos que esto confirmará que la fortaleza del empleo continuó al cierre del año pasado. Mientras tanto, para la inflación –que se dará a conocer el 12 de enero– anticipamos que continúe la tendencia a la baja, con la general en 6.9% desde 7.1% a/a previo. Considerando estos datos y tras analizar las minutas, mantenemos nuestra expectativa de un alza de 50pb en febrero y una más de 25pb en marzo. Con esto, la tasa terminal sería de 5.25% (parte alta del rango).

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

Limitada reacción de los activos financieros a las minutas del FOMC. Los *Treasuries* reflejaron pocos cambios tras las minutas. Con ello, los instrumentos de mayor duración conservaron las ganancias de 3pb. Además, la nota de 10 años registró un *rally* de 14pb ayer desde un nivel de 3.87% al cierre del 2022, cotizando ahora en 3.69% (-5pb). Por su parte, las expectativas del mercado sobre las futuras alzas del Fed permanecen ancladas, asignando una mayor probabilidad a un escenario de dos alzas de 25pb en las siguientes dos decisiones de febrero y marzo. Las alzas implícitas acumuladas para concluir el ciclo restrictivo son de 65pb, aun debajo de lo que señala el *dot plot* (+75pb) y nuestro estimado (+50pb en febrero y +25pb en marzo).

A nivel local, la reacción fue prácticamente nula. Los Bonos M ganan 8pb en promedio y la curva de derivados de TIIIE-28 registra un mayor aplanamiento ante un *rally* de 14pb del extremo largo. El mercado mantiene firme sus apuestas sobre un alza de 50pb en febrero para alcanzar una tasa terminal de 11.00%, en línea con nuestras expectativas. Además, empieza a reconocer que las tasas permanecerán altas por más tiempo. La curva descuenta un recorte acumulado a partir del 2S23 de -142pb desde -205pb en diciembre.

Reconocemos que la volatilidad en renta fija seguirá latente, por lo que reiteramos nuestra preferencia por posiciones de valor relativo. En el cambiario, el dólar se mantuvo en terreno negativo con los índices DXY y BBDXY perdiendo 0.3% y 0.4%, respectivamente. El peso mexicano conservó una ligera apreciación de 0.1%, cotizando alrededor de 19.38 por dólar. La divisa inició el año con un desempeño positivo, posicionándose como la cuarta más fuerte en emergentes. No obstante, consideramos que el espacio de apreciación adicional es limitado. De acuerdo con nuestros modelos, el MXN cotiza con una sobrevaluación de 9.5%. Vemos atractiva la zona cercana a 19.25 para la compra de dólares, aunque solo para fines tácticos.

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
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.
Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Financiero

Alejandro Padilla Santana	Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero	alejandropadilla@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	manueljimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
-------------------------	---------------------------------	---------------------------	------------------

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Leslie Thalía 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.espitia@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	hugoa.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	alejandrocervantes@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