

Ajustamos ligeramente al alza nuestra trayectoria estimada para el Fed y Banxico

- La economía ha alcanzado niveles que consideramos consistentes con el doble mandato del Fed, con la inflación en 7.0% y la tasa de desempleo en 3.9%. Esto le permitirá modificar su tasa de interés muy pronto y ha tornado su retórica más *hawkish*
- En este contexto, modificamos nuestra expectativa de alzas de la tasa *Fed funds* para 2022. Ahora estimamos 4 aumentos de 25pb, en las reuniones de marzo, junio, septiembre y diciembre. Con esto, la tasa cerraría este año en un rango entre 1.00%-1.25%
- Además, para 2023 vemos cuatro incrementos más de la misma magnitud, ubicando la tasa entre 2.00-2.25%, consistente con el estimado del banco central del terreno de neutralidad
- Derivado de lo anterior, ajustamos también nuestra expectativa para Banxico, incorporando un alza adicional de 25pb en la reunión de marzo
- Así, anticipamos un incremento acumulado en el 2022 de 150pb, dividido en un alza de 50pb en febrero y cuatro subidas de 25pb en marzo, junio, septiembre y diciembre. Con esto, la tasa alcanzaría 7.00% en diciembre. Además, para 2023 estimamos una tasa terminal de 8.00%
- Además de los retos en el frente de inflación, la respuesta de la autoridad local estaría influenciada por la necesidad de cuidar la postura monetaria relativa con EE.UU. por su impacto potencial en los flujos de capital y el tipo de cambio

Economía en niveles consistentes con el doble mandato del Fed... Tras la implementación de una política monetaria muy acomodaticia ante la pandemia, la economía parece haber logrado condiciones consistentes con su doble mandato. Por un lado, claramente ha superado el objetivo de inflación de 2% en promedio. Las presiones alcistas se han extendido más de lo esperado, con [la inflación cerrando el año pasado en 7.0%](#). Recientemente, eliminaron la palabra ‘transitorios’ al describir la naturaleza de los factores que han afectado a los precios. Ante los problemas en cadenas de suministro y la extensión de la pandemia, creemos que la elevada inflación se mantendrá sobre todo en el primer semestre (ver gráfica abajo a la izquierda), con la inflación de todo 2022 en 4.3% (consenso: 4.4%). Por otro lado, la economía ya está prácticamente en máximo empleo. En este sentido, [el reporte del mercado laboral de diciembre](#) mostró una baja de la tasa de desempleo más agresiva de lo anticipado, de 4.2% a 3.9%. Esta caída resulta clave ya que la tasa natural de desempleo se estima en 4.0%.

...por lo que los miembros del Fed han sido cada vez más *hawkish*. Ante esta situación, la retórica de varios de los miembros del banco central se ha vuelto cada vez más *hawkish*. Destacamos la comparecencia de Powell ayer ante el Comité de Banca del Senado con motivo de su confirmación para un segundo periodo al frente del banco central. En ella explicó que están tratando de llevar la política monetaria a neutral y quizás hasta terreno restrictivo. Asimismo, dijo que subirán las tasas de interés más agresivamente si es necesario para frenar la inflación.

12 de enero 2022

www.banorte.com
@analisis_fundam

Alejandro Padilla
Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero
alejandropadilla@banorte.com

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

Francisco Flores
Director de Economía Nacional
francisco.flores.serrano@banorte.com

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

Decisiones de política monetaria de la Reserva Federal en 2022

Fecha	Decisión
26 de enero	--
16 de marzo	--
4 de mayo	--
15 de junio	--
27 de julio	--
21 de septiembre	--
2 de noviembre	--
14 de diciembre	--

Fuente: Reserva Federal

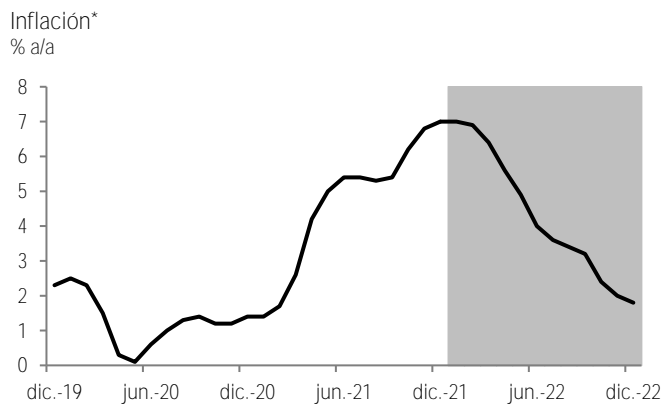
Decisiones de política monetaria de Banxico en 2022

Fecha	Decisión
10 de febrero	--
24 de marzo	--
12 de mayo	--
23 de junio	--
11 de agosto	--
29 de septiembre	--
10 de noviembre	--
15 de diciembre	--

Fuente: Banxico

Además, consideramos muy relevante el comentario de que es muy probable que el banco central iniciaría la reducción del tamaño de la hoja de balance hacia finales del 2022. Todos estos comentarios refuerzan el mensaje de [las minutas de la última reunión del FOMC](#), donde se explicó que este proceso empezaría una vez iniciado el ciclo de alza en tasas. No obstante, Powell fue más específico al otorgar una señal clara sobre el momento en que este proceso podría empezar. A esto se suman los últimos comentarios de otros miembros con derecho a voto dentro FOMC este año, como Mester (Cleveland) y George (Kansas City). La primera dijo que, si las condiciones económicas actuales se mantienen, apoyará un alza de la tasa en marzo y que anticipa tres incrementos este año. Con un tono muy *hawkish*, la segunda afirmó que una postura tan acomodaticia no es adecuada para la situación económica.

Mercados ya anticipan el inicio del ciclo de alzas. Derivado de lo anterior, los mercados ya están incorporando un Fed relativamente más agresivo en su ciclo restrictivo. En particular, en un horizonte de 24 meses ya se anticipan un poco más de 6 alzas de 25pb cada una (gráfica abajo, derecha), llevando la tasa a un rango entre 1.50%-1.75% hacia enero 2024. Esto implicaría que la postura seguiría siendo modestamente acomodaticia, ya que la tasa neutral de 2.0% a 2.5% equivale a un rango entre 8 y 10 aumentos.



* Nota: Las cifras para todo 2022 corresponden a los estimados de Banorte
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg



* Nota: Total de alzas, asumiendo que cada una es de 25pb. Tasa neutral de 2% a 2.5% equivale a un rango entre 8-10 aumentos.
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg y Morgan Stanley

Para el Fed, esperamos 4 alzas por año en 2022 y 2023. Debido al desempeño de la inflación y el mercado laboral y ante la postura más *hawkish* de los miembros del Fed, modificamos ligeramente nuestra expectativa de la *Fed funds* este año. En particular, ahora vemos 4 alzas de 25pb (previo: 3 aumentos). Estimamos serían en las reuniones que están acompañadas de actualización del marco macroeconómico y *dot plot* (marzo, junio, septiembre y diciembre), Con esto, la tasa se ubicaría entre 1.00%-1.25% al cierre del año. Adicionalmente, para 2023 vemos cuatro incrementos más en los mismos meses, llevando la tasa a un rango entre 2.00%-2.25%, es decir en terreno neutral. En consecuencia, nuestra expectativa es de una postura ligeramente más *hawkish* de lo que actualmente incorpora el mercado. Respecto a la hoja de balance, esperamos que el *tapering* termine en marzo y que el inicio de la reducción del balance sea en 4T22, es decir, mucho antes de lo que ocurrió el ciclo pasado, cuando esperaron un año y medio tras haber iniciado el ciclo alcista.

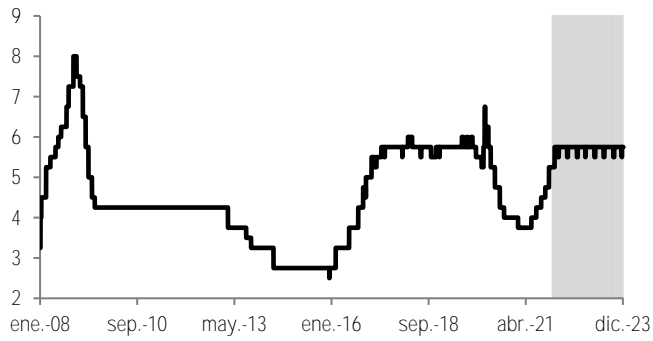
En consecuencia, ajustamos marginalmente nuestro estimado para Banxico.

En el muy corto plazo, creemos que la política monetaria local seguirá atada a un panorama de inflación adverso, con la subyacente extendiéndose al alza. Por lo tanto, mantenemos nuestra previsión de un incremento de 50pb en febrero. Tras esto, y considerando que el panorama para los precios sigue sin ser del todo favorable, Banxico tendrá que sumarse al proceso restrictivo del Fed, siguiendo las cuatro alzas de 25pb con ajustes de la misma magnitud en 2022. Con ello, la tasa de referencia cerraría el año en 7.00%. Para 2023 esperamos algo similar, con Banxico aun siguiendo al Fed con un alza acumulada de 100pb a 8.00%. Nuestros estimados son un poco más agresivos que el consenso de analistas, que contempla alzas totales en 2022 entre 100 a 125pb (vs. nuestros 150pb) y de solo 25pb a 50pb en 2023 (vs. nuestros 100pb). Por su parte, el mercado ve un ciclo alcista más rápido pero una tasa terminal ligeramente menor, con +213pb en 2022, pero sin cambios en 2023.

La importancia de la postura monetaria relativa. Uno de los puntos que siempre ha enfatizado Banxico como clave en su proceso de toma de decisiones es la postura monetaria relativa, especialmente con EE.UU. Esto se debe a varios factores, destacando el *carry* relativo de la moneda, lo que a su vez influye en los flujos de capital, sobre todo de corto plazo. A su vez, esto último puede influir en el tipo de cambio y la inflación. En este sentido, solamente en una ocasión (septiembre de 2018) Banxico no correspondió con un ajuste (ya sea de 25pb o 50pb) en los periodos de restricción monetaria del Fed desde que se introdujo la tasa de referencia en 2008. No obstante, una reunión después corrigió e igualó el movimiento. Al anticipar un ajuste más de la autoridad monetaria en EE.UU., esperamos un alza más a nivel local. En cuanto a la magnitud, el *spread* promedio de las tasas de referencia desde 2008 ha sido de alrededor de 450pb (máximo: 800pb; mínimo: 275pb), con el nivel actual en 525pb. Si bien este último parecería alto, en el ciclo alcista previo el diferencial se estabilizó en 575pb (gráfica abajo, izquierda), justo donde lo anticipamos hasta el cierre de 2023.

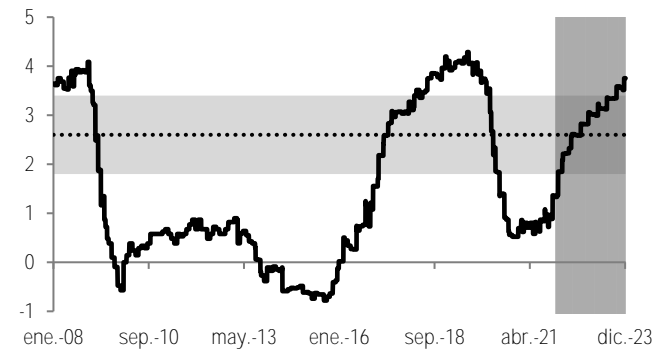
La tasa real entraría a terreno restrictivo en 2023. De acuerdo con nuestros estimados, la tasa real *ex-ante* se ubica alrededor de 1.4% (gráfica abajo, derecha). Este nivel aún es considerado como laxo de acuerdo a los últimos estimados del banco central. Con las alzas que proyectamos y una trayectoria descendente de manera gradual de la inflación, esperamos que la tasa entre a la zona de neutralidad tan pronto como en febrero 2022. Creemos que esto es un factor muy importante para la conducción de la política monetaria y las expectativas de inflación, [sobre lo que percibimos mayor preocupación](#). Con base en el resto de nuestros pronósticos, la tasa llegaría a terreno restrictivo a finales del 3T23. Por último, al cierre de ese año se ubicaría alrededor de 50pb debajo del máximo en el ciclo restrictivo anterior, que fue de 4.29% en agosto de 2019.

Diferencial entre la tasa de referencia entre México y EE.UU.*
%



* Nota: Tasa objetivo en México menos la parte alta del rango de los *Fed funds* en EE.UU.
Fuente: Banxico, Reserva Federal, Banorte

Tasa de interés real ex-ante y rango estimado para la tasa neutral de corto plazo*
%



* Nota: Incorpora nuestros estimados de inflación para el cálculo de la tasa a partir de enero 2022
Fuente: Banxico, INEGI, Banorte

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, Juan Carlos Alderete Macal, Alejandro Cervantes Llamas, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, José Itzamna Espitia Hernández, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalía Orozco Vélez y Gerardo Daniel Valle Trujillo, 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.

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
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
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Estrategia de Mercados			
Manuel Jiménez Zaldivar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@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
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
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
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
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Análisis Cuantitativo	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
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.faesil@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