

---

## Banxico's Minutes: High interest rate levels for longer.

February 21st 2019

This morning, Banco de México published the minutes corresponding to its monetary policy decision announced on February 7th. Our main takeaway of them is that despite: i) growing concerns for domestic growth; and ii) a more benign external environment, all of which would signal less worries for inflation, it is still too early to cry victory over latent upward risks. As results, we continue expecting high interest rate levels for longer.

Two things worth noting to put in context the discussion this time around are that: i) the communiqué under examination pointed towards a slightly less restrictive stance after a rather hawkish previous one; and ii) this document summarizes the first discussion of a Board with 2 (out of 5) –presumably dovish–, new members.

- With respect to the first point, as expected, there were general arguments reflecting more concerns for growth, e.g. the majority highlighting a slowdown in economic activity, consumption and investment in 2018-Q4; a decrease in the 2019 output forecast coming from surveys; and a balance of risks for output growth tilted downwards.
- With respect to the second point, we saw new but isolated contrasting arguments which reflect that the discussion involved a wider spectrum of views. For instance, comments about the presence of upward risks to economic activity; as well as latest inflation readings signaling a fastest convergence of inflation towards its target and core inflation beginning a downward trend. In our view, these comments could be attributed to the new Board members, which would hint that they indeed positioned themselves on the more dovish side of the field.

Notwithstanding, the majority of the Board and most of the comments attributed to one or some of its members still consider that high risks for inflation prevail and that latent medium- and long-term risks for the current economic environment –both external and domestic–, may affect the country's macroeconomic conditions.

Among the topics worth emphasizing in the discussion are the following:

- Core-inflation and its long-term expectations will remain key variables Banxico will keep an eye on, due to the persistent high levels that the latter and the upward trend and large volatility that the former have shown.
- Inflationary effects or second round effects of recent cost-push shocks, such as the increase in the minimum wage and in the costs of other inputs of production cannot be ruled out yet.
- More benign external conditions, supported by relatively high interest rate spreads, have contributed to a better performance of domestic financial markets. However, high level of uncertainty remains, posing important risks for inflation.

### Economic Research & Strategy

Jessica Roldán Peña  
Chief Economist  
[jroldan@finamex.com.mx](mailto:jroldan@finamex.com.mx)  
+ 52 (55) 5209 2056

Víctor Gómez Ayala  
Senior Economist  
[vgomez@finamex.com.mx](mailto:vgomez@finamex.com.mx)  
+ 52 (55) 5209 2151

Jose Arnulfo Quintero  
Fixed Income  
[jquintero@finamex.com.mx](mailto:jquintero@finamex.com.mx)  
+ 52 (55) 5209 2141

February 21st 2019

- Deceleration in economic activity by the end of 2018, along with lower growth expectations for 2019 from private sector analysts, reflect downward demand-side risks arising from the slowdown in consumption and deterioration in investment.
- Persistence in domestic uncertainty, particularly arising from Pemex's financial position, might impact macroeconomic conditions and public finances. Any support to the company can alleviate those risks but should not deviate the adherence to government's fiscal targets. On top of that, transitory shocks resulting from fuels shortage, block to railways, and US government shutdown, increase uncertainty.

As we mentioned in our previous note "Banxico's first monetary policy decision of 2019: No change expected for the moment" of February, 6th, going forward there will be opposing forces playing in the evolution of the outlook for inflation:

- On the one hand, either a change in the risk appetite of foreign investors or a further increase in the perception of risks coming from idiosyncratic factors (mainly due to Pemex and its interconnectedness with the public finances at this point in time) could reverse the favorable environment that has been observed in domestic financial assets, which could ultimately exert inflationary pressures and/or pose microfinancial risks. In our view, this, combined with worries from the Central Bank about the persistence of core inflation and the risk of unanchoring inflation expectations, are almost a textbook recipe for keeping interest rate at current levels.
- On the other hand, a faster deceleration in economic activity coming from the materialization of downward risks to its outlook could give leeway for inflation to converge to its target with lower interest rates.
- Worst case scenario could be one where deceleration in economic activity is observed, but at the same time inflation does not reduce or even goes up.

We expect that as data unfolds, and with a new Board reflecting opinions across a wider range of preferences, discussions regarding this tradeoff will become dominant and evolve over time.

In terms of our expectation about the future path for the policy rate, we continue thinking that the baseline scenario is one in which Banxico will continue to preserve a strong macro framework by remaining on hold for the rest of the year to only start gradually decreasing its reference rate, around the first months of next year, finishing 2020 at a level of 7.75%.

February 21st 2019

**Table 1. Key takeaways from changes in Banxico's Minutes.**

December 2018 Minutes	February 2019 Minutes
<p>En cuanto a la <b>actividad económica</b> en México, la <b>mayoría</b> de los integrantes de la Junta estimó que en el <b>cuarto trimestre</b> de 2018 se <b>ha presentado</b> una <b>desaceleración</b> respecto al repunte observado en el trimestre previo.</p>	<p>En cuanto a la <b>actividad económica</b> en México, la <b>mayoría</b> destacó que en el <b>cuarto trimestre de 2018</b>, esta <b>exhibió una desaceleración importante</b> respecto del trimestre anterior.</p>
<p><b>Our take:</b> Majority of the Board noted that Q4 2018 showed a significant deceleration q/q.</p>	
<p>Por el lado de la <b>producción</b>, un integrante agregó que, si bien se ha mantenido el dinamismo de los servicios, <b>en el margen se debilitó la actividad industrial, especialmente las manufacturas</b> y la minería, la cual mostró un <b>mercado deterioro</b> asociado a la <b>extracción de crudo</b>.</p>	<p>Por el lado de la <b>demanda</b>, la mayoría coincidió en que el <b>consumo</b> mostró <b>indicios de desaceleración</b> en el cuarto trimestre de 2018. No obstante, uno señaló que, en general, el <b>consumo</b> ha mantenido una <b>tendencia positiva apoyada</b> en la recuperación de la <b>masa salarial</b> y el vigor de los <b>ingresos por remesas</b>, que en 2018 registraron un máximo, superior a los 33 mil millones de dólares.</p>
<p><b>Our take:</b> Concerns on growth change its tone from supply side concerns to demand side, particularly regarding consumption. Consumption dynamics have been positive, supported both by wage bill and remittances performance.</p>	
<p>La mayoría coincidió en que <b>persiste la tendencia negativa</b> de la <b>inversión</b>, destacando uno el menor gasto en construcción y en maquinaria y equipo nacional. <b>Otro señaló</b> que la <b>trayectoria</b> de la <b>inversión continúa</b> siendo un <b>motivo de preocupación</b> y notó que la <b>inversión fija bruta</b> mostró, hasta el mes de septiembre, una tendencia a la baja desde niveles muy reducidos. Añadió que <b>parece poco probable que</b> este indicador se <b>fortalezca</b> en el <b>corto plazo</b>.</p>	<p>Por su parte, la <b>mayoría mencionó que la inversión privada continuó con una trayectoria negativa</b> y uno aseveró que ello obedece tanto al <b>menor gasto en construcción</b>, como en <b>maquinaria y equipo</b>. [...] Otro señaló que se espera que a finales de 2018, el sector público haya seguido siendo un freno para la demanda agregada.</p>
<p><b>Our take:</b> Banxico confirmed that the negative trend in gross fixed investment persists. One member noted public sector is expected to have contributed to stop aggregate demand by the end of 2018.</p>	

February 21st 2019

**Table 1. Key takeaways from changes in Banxico's Minutes.**

December 2018 Minutes	February 2019 Minutes
<p>La mayoría señaló que se <b>han revisado a la baja</b> las <b>perspectivas de crecimiento económico</b> para el <b>cierre de este año y el siguiente</b>, tanto por organismos internacionales, como por dependencias públicas y organizaciones del sector privado.</p>	<p>La mayoría destacó que los <b>especialistas del sector privado han revisado a la baja sus perspectivas de crecimiento para 2019</b>. Uno ahondó en que la <b>dispersión de los pronósticos</b> de estos especialistas <b>aumentó</b> entre diciembre de 2018 y enero de 2019, reflejando <b>mayor incertidumbre</b>. [...] Otro mencionó que el <b>deterioro en las perspectivas de crecimiento es lo que más preocupa</b>, ya que llevamos tres años seguidos con una inversión fija bruta estancada y sin el dinamismo suficiente en el consumo y exportaciones para fomentar mayor crecimiento.</p>
<p><b>Our take:</b> GDP growth estimates for 2019 were revised downwards by private sector analysts. Worth noting larger variance in the estimates reflects greater uncertainty. One board member pointed out concerns on growth estimates deterioration, given the stagnation in gross fixed investment.</p>	
<p>La mayoría señaló que de octubre a noviembre la <b>inflación general disminuyó de 4.90% a 4.72%</b>, <b>exhibiendo reducciones</b> tanto en el <b>componente subyacente</b>, como en el <b>no subyacente</b>. Un miembro puntualizó que la <b>inflación general</b>, tras haber alcanzado un nivel máximo de 6.77% en diciembre de 2017, ha <b>mostrado una lenta tendencia descendente</b>. Otro detalló que la inflación <b>presentó</b> de octubre a noviembre una disminución por segundo mes consecutivo, si bien <b>otro alertó que es prematuro concluir</b> que la tendencia inflacionaria ya ha retomado una <b>trayectoria a la baja</b>.</p>	<p>La mayoría destacó que <b>de noviembre a enero la inflación general disminuyó</b>, precisando algunos que pasó <b>de 4.72% a 4.37%</b> en dicho periodo. Señaló que este descenso fue <b>producto, principalmente, de la reducción de la no subyacente</b>. Con respecto a los componentes de la inflación general, <b>todos los miembros resaltaron que la subyacente continúa presentando resistencia a la baja</b> y algunos puntualizaron que pasó de 3.63% en noviembre a 3.60% en enero. La mayoría comentó que <b>dicho subíndice ha permanecido alrededor de 3.6% en los últimos 10 meses</b>.</p>
<p><b>Our take:</b> Notwithstanding inflation has continue to decelerate, this time was due to the non-core component only and core inflation is stagnated.</p>	
<p>La mayoría mencionó que las <b>expectativas de inflación general</b> a diferentes plazos <b>han aumentado</b>. En particular, destacó que <b>para el cierre de 2019</b> se incrementaron <b>de 3.71% a 3.89%</b> entre octubre y diciembre, mientras que las correspondientes <b>al cierre de 2020 aumentaron de 3.50% a 3.79%</b> en el mismo periodo. Asimismo, indicó que entre octubre y diciembre las <b>expectativas de inflación subyacente</b> para el <b>cierre de 2019 se ajustaron de 3.45% a 3.50%</b>, mientras que las del <b>cierre de 2020 aumentaron de 3.33% a 3.37%</b>.</p>	<p>La mayoría mencionó que las <b>expectativas de inflación general para 2019 y 2020</b> mostraron un claro <b>deterioro en diciembre</b> y <b>cierta mejoría en enero</b>. Destacó que las correspondientes al <b>cierre de 2019 pasaron de 3.71% en octubre a 3.89% en diciembre</b>, y <b>luego disminuyeron a 3.80% en enero</b>. Algunos notaron que las correspondientes al <b>cierre de 2020 aumentaron de 3.5% a 3.79%</b> y <b>después disminuyeron a 3.71%</b> en los mismos periodos de comparación.</p>
<p><b>Our take:</b> It's important to note that only headline inflation expectations have been revised to the downside marginally.</p>	

February 21st 2019

**Table 1. Key takeaways from changes in Banxico's Minutes.**

December 2018 Minutes	February 2019 Minutes
<p>En cuanto a la información derivada de instrumentos de mercado, la <b>mayoría</b> recalcó que la <b>prima por riesgos inflacionarios de mediano y largo plazos continúa en niveles elevados.</b></p>	<p>En cuanto a la información derivada de instrumentos de mercado, <b>algunos</b> recalcaron que la <b>prima por riesgo inflacionario de mediano y largo plazos</b> presentó un deterioro hacia finales de 2018 y posteriormente disminuyó, si bien <b>continúa en niveles elevados.</b> Uno puntualizó que dichos niveles continúan sugiriendo riesgos significativos al alza para la inflación en el mediano y largo plazos.</p>
<p><b>Our take:</b> Although there are no changes in this message, it is worrying that it is still an issue.</p>	
<p>La <b>inflación enfrenta riesgos de carácter estructural</b> derivados de la posible adopción de políticas que pudieran conducir a cambios profundos en el proceso de formación de precios en la economía. Al respecto, <b>algunos detallaron que podría observarse un debilitamiento estructural de las finanzas públicas,</b> agregando uno que, a su parecer, este es <b>uno</b> de los <b>principales riesgos</b> para la <b>inflación.</b></p>	<p>En cuanto a los <b>riesgos a la baja,</b> algunos integrantes mencionaron la <b>posibilidad</b> de que se <b>presenten menores variaciones</b> en los <b>precios de algunos bienes</b> incluidos en el <b>subíndice no subyacente,</b> o que las <b>condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto.</b></p>
<p><b>Our take:</b> We had not seen downside risks for a while. Countering upside risks, as weakening of public finances, now seems to worry lower volatility in non-core prices or even a more than expected slack conditions.</p>	
<p>La mayoría indicó que tanto las tasas de interés, principalmente de mediano y largo plazos, como las <b>primas de riesgo soberano,</b> se mantienen en <b>niveles elevados.</b> Puntualizó que las <b>tasas de interés de mediano y largo plazos alcanzaron sus niveles más altos</b> en los <b>últimos diez años</b> y que las <b>condiciones de operación</b> en dicho mercado <b>se han deteriorado significativamente.</b> En este sentido, uno comentó que las <b>subastas primarias han mostrado una menor participación de inversionistas,</b> tanto <b>nacionales como extranjeros,</b> especialmente en los <b>instrumentos de mayor duración y plazo.</b></p>	<p>Todos señalaron que la <b>cotización de la moneda nacional registró una apreciación</b> y una <b>disminución en su volatilidad,</b> añadiendo uno que las <b>condiciones de operación del mercado cambiario mostraron una mejoría</b> y que las expectativas de tipo de cambio de los analistas se han revisado a la baja. La mayoría indicó que las <b>primas de riesgo</b> y las <b>tasas de interés de mediano y largo plazos se redujeron,</b> y algunos apuntaron que las <b>condiciones de operación del mercado de deuda gubernamental también mejoraron.</b></p>
<p><b>Our take:</b> Fixed income markets operating conditions and interest rate levels have improved lately.</p>	

February 21st 2019

**Table 1. Key takeaways from changes in Banxico's Minutes.**

December 2018 Minutes	February 2019 Minutes
<p>Con respecto a la consolidación de las finanzas públicas, <b>la mayoría destacó</b> que el <b>paquete económico</b> para 2019 presentado por la SHCP ante el H. Congreso de la Unión es consistente con el fortalecimiento requerido en este rubro y que fue <b>elaborado</b> con base en un <b>escenario macroeconómico con supuestos realistas</b>. Sostuvo que, como parte de las medidas para fortalecer los fundamentos macroeconómicos del país, es <b>particularmente relevante</b> que <b>se cumplan</b> las <b>metas fiscales</b> incluidas en dicho paquete económico.</p>	<p><b>La mayoría</b> de los miembros consideró que el entorno actual continúa presentando <b>riesgos de mediano y largo plazos</b> que pudieran afectar las condiciones macroeconómicas del país. Mencionó dentro de estos riesgos la <b>fragilidad financiera y el futuro de Pemex</b> y, en particular, el <b>riesgo de un deterioro adicional en su calificación crediticia</b>, ya que ello podría impactar el costo financiero del gobierno federal y, en general, a las condiciones de acceso a financiamiento externo del país. [...] <b>La mayoría</b> sostuvo que un potencial <b>apoyo financiero a Pemex</b> por parte del gobierno federal o una reducción de su carga fiscal que atienda sus problemas estructurales <b>podrían mitigar los riesgos mencionados, siempre y cuando dichas medidas sean compatibles con el cumplimiento de las metas fiscales ya establecidas</b>.</p>
<p><b>Our take:</b> Banxico signaled the relevance of Pemex's financial position both for macroeconomic conditions and public finances. Any support to the company can alleviate those risks but should not deviate the adherence to government's fiscal targets.</p>	
<p>La mayoría señaló que entre los <b>factores</b> a considerar para la <b>decisión de política monetaria</b> figuran que el componente <b>no subyacente continúa en niveles elevados, afectando a la inflación general y presionando a la subyacente</b>; que esta última ha mostrado resistencia a disminuir; que las <b>expectativas de inflación de corto plazo se han incrementado</b>; y que la <b>prima por riesgo inflacionario</b> ha llegado a <b>ubicarse en niveles altos</b>.</p>	<p>[Un miembro] apuntó que se observa una <b>convergencia de las expectativas de largo plazo para la inflación subyacente hacia los niveles de la general</b>. En cuanto a la información derivada de instrumentos de mercado, algunos recalcaron que la <b>prima por riesgo inflacionario de mediano y largo plazos presentó un deterioro hacia finales de 2018</b> y posteriormente disminuyó, si bien continúa en niveles elevados. Uno puntualizó que dichos niveles continúan sugiriendo <b>riesgos significativos al alza para la inflación</b> en el mediano y largo plazos.</p>
<p><b>Our take:</b> Core inflation has exhibited convergence in its long-term expectations toward head inflation level, increasing concerns on upside risks for medium- and long-term inflation.</p>	

February 21st 2019

**Table 1. Key takeaways from changes in Banxico's Minutes.**

December 2018 Minutes	February 2019 Minutes
<p>Algunos advirtieron que la evolución de la <b>inflación subyacente</b> se ha <b>desviado</b> de la <b>trayectoria prevista</b> en los <b>pronósticos</b> y <b>continúa mostrando</b> una <b>elevada incertidumbre</b>, lo que <b>constituye un riesgo</b> para la <b>política monetaria</b>.</p> <p><b>Our take:</b> Convergence of inflation to its 3% target will guide the policy stance. Persistence of risks for inflation and its expectations will unveil future adjustments in monetary policy.</p>	<p>Ante la <b>presencia y posible persistencia</b> de factores que, por su naturaleza, impliquen un <b>riesgo para la inflación</b> y sus expectativas, la <b>política monetaria</b> se <b>ajustará</b> de manera <b>oportuna</b> y firme para lograr la <b>convergencia</b> de esta a su <b>objetivo de 3%</b>, así como para fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo <b>plazos</b> para que alcancen dicha meta.</p> <p><b>Our take:</b> High rates for longer will face opposite forces within the board. Hawkish members will rely on inflation trend, as well as anchoring inflation expectations, to keep the restrictive stance, yet dovish members will follow slack conditions to ease monetary policy.</p>
<p>Uno añadió que es importante comunicar una guía futura de política monetaria que transmita que, dada la inercia mostrada por la inflación subyacente, así como por la incertidumbre prevaleciente, <b>es probable</b> que la <b>tasa de interés de referencia</b> deba <b>mantenerse en niveles elevados</b> por un <b>periodo prolongado</b>.</p> <p><b>Our take:</b> High rates for longer will face opposite forces within the board. Hawkish members will rely on inflation trend, as well as anchoring inflation expectations, to keep the restrictive stance, yet dovish members will follow slack conditions to ease monetary policy.</p>	<p>Un [miembro] agregó que el panorama que enfrenta la inflación, aunado a que <b>persiste el riesgo de que se desanclen las expectativas de inflación</b>, sugieren que se <b>mantenga por un periodo prolongado la restricción</b> de política monetaria que se ha implementado. Otro sostuvo que el Instituto Central debería estar <b>atento a las condiciones imperantes en la economía mexicana</b> para que el atenuamiento de una <b>postura monetaria muy restrictiva no se prolongue demasiado</b>, en caso de que las condiciones de <b>holgura de la economía continúen ampliándose</b> de manera significativa.</p>
<p>[Un miembro] subrayó que la convergencia a la meta durante 2020 puede requerir de <b>incrementos adicionales de la tasa</b> de referencia. Si bien, precisó que para definir lo anterior, será <b>necesario evaluar cuidadosamente la información más reciente sobre las perspectivas para la inflación y sus determinantes</b>, incluyendo los elementos de incertidumbre externos e internos que puedan afectarla, con miras a lograr dicha convergencia <b>al menor costo posible para la actividad económica</b>.</p>	<p>[Un miembro] indicó que [...] <b>no pueden descartarse ajustes adicionales al alza</b> de la tasa de interés de política monetaria. Uno <b>enfatizó</b> que la <b>comunicación</b> del Instituto Central <b>no debería reflejar un relajamiento</b> de la postura monetaria <b>ante el debilitamiento de la actividad económica, sino la persistencia de los riesgos para la inflación</b>, reforzando así la credibilidad de la política monetaria.</p> <p><b>Our take:</b> There remains a board member considering further increases to overnight rate, supported by another member suggesting it is too early to anticipate the easing in monetary policy stance given upside risks for inflation.</p>

February 21st 2019

**Table 2. Banco de México's Board Members Profile**

Position	Governor	Deputy Governor	Deputy Governor	Deputy Governor	Deputy Governor
<b>Name</b>	<b>Alejandro Díaz de León Carrillo</b>	Javier Eduardo Guzmán Calafell	Gerardo Esquivel Hernández	Irene Espinosa Cantellano	Jonathan Ernest Heath Constable
<b>Former Position</b>	CEO at Bancomext	Director General at Center for Latin America Monetary Studies (CEMLA)	Professor in the Department of Economics at El Colegio de México	Federal Government Treasurer	Independent Economic Consultant
<b>Term</b>	December 2017 - December 2021	February 2013 - December 2020	January 2019 - December 2022	January 2018 - December 2024	January 2019 - December 2026
<b>Education</b>	BA in Economics (ITAM), MBA (Yale)	BA in Economics (UNAM), MA in Economics (Yale & Leuven)	BA in Economics (UNAM), PhD in Economics (Harvard)	BA in Economics (ITAM), MPP (ITAM)	BA in Economics (Anáhuac University), MA in Economics (UPenn)
<b>Last 5 rate decisions*</b>	Hold; Hike; Hold; Hold; Hike	Hold; Hike; Hold; Hold; Hike	Hold	Hold; Hike; Hold; Hold; Hike	Hold

\* Monetary policy decisions follow a top-down order from the most recent to the oldest one.



---

February 21st 2019

### Disclaimer

The information included in this document should not be considered as a complete and detailed description of the terms and conditions of a particular operation. The terms and conditions applicable to a particular operation will be included in the documents that, if applicable, the parties sign. The information included in this document is based on reliable sources; however, it does not represent, imply or guarantee accuracy or fidelity and is subject to changes, amendments, additions, clarifications or substitutions at any time and without prior notice. In the same way, this document is for informational and guidance purposes and therefore should not be considered as an investment recommendation or advisory or as an offering of investment instruments or securities for sale, purchase or subscription. Past returns do not guarantee future returns. This document does not constitute a recommendation, advice or opinion on accounting, tax, legal or any other aspects; these aspects must be evaluated by each party with the support of the advisors it deems necessary. Casa de Bolsa Finamex, S.A.B. de C.V. (including its shareholders, officers and employees) will not be liable for damages or losses of any kind that are intended to be based on the use of this document or its content.

The information contained in this document is strictly confidential for its addressee and its total or partial reproduction is prohibited without the prior written authorization of Casa de Bolsa Finamex, S.A.B. de C.V.