

Informe Trimestral de Banxico – Menor crecimiento y baja inflación no detendrán alza de tasas

12 de agosto 2015

www.banorte.com
www.ixe.com.mx
@analisis_fundam

Gabriel Casillas

Director General Análisis Económico
gabriel.casillas@banorte.com

Delia Paredes

Director Ejecutivo Análisis y Estrategia
delia.paredes@banorte.com

Alejandro Cervantes

Economista Senior, México
alejandro.cervantes@banorte.com

Estrategia de renta fija y tipo de cambio

Alejandro Padilla

Estratega en Jefe, Renta Fija y FX
alejandro.padilla@banorte.com

Juan Carlos Alderete, CFA

Subdirector, Mercado Cambiario
juan.alderete.macal@banorte.com

- Banxico publicó hoy su *Informe Trimestral* correspondiente al segundo trimestre de 2015
- En nuestra opinión, los puntos más destacables del informe son los siguientes:
 - (1) La revisión a la baja del rango de crecimiento pronosticado del PIB de México para 2015; y
 - (2) La confianza que tiene la Junta de Gobierno en que la inflación se ubicará por debajo de 3%, inclusive tomando en cuenta la depreciación de la divisa mexicana
- En nuestra opinión, el *Informe Trimestral* –así como los comentarios en la conferencia de prensa-, mantuvieron el mismo tono que percibimos en el comunicado de la última reunión de política monetaria en el sentido de que Banxico está “atado” a las acciones del Fed
- Mantenemos nuestra expectativa de que el próximo movimiento de Banxico será un alza en la tasa de referencia (21 de septiembre), inmediatamente después de que el Fed empiece a subir la tasa de *Fed funds* (17 de septiembre)
- Sin reacción importante después del *Informe Trimestral* de Banxico conforme los mercados continúan descontando el inicio del alza de tasas en septiembre

Atados al Fed. El Banco de México publicó hoy su *Informe Trimestral* correspondiente al segundo trimestre del año. La publicación estuvo acompañada por una conferencia de prensa del Gobernador Carstens. En nuestra opinión, los temas más relevantes dentro de este informe se pueden resumir en: (1) La revisión a la baja del rango de crecimiento pronosticado del PIB de México para 2015; y (2) la confianza que tiene la Junta de Gobierno en que la inflación se ubicará por debajo del objetivo de 3% a pesar de la fuerte depreciación de la divisa mexicana. En nuestra opinión, el *Informe Trimestral* mantuvo el tono que habíamos percibido en el comunicado de la última reunión de política monetaria, en el sentido de que un entorno externo adverso está siendo determinante para el escenario de la economía mexicana en 2015. En particular, destaca el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, cuya expectativa ha incrementado la incertidumbre en los mercados internacionales.

Pesimismo de corto plazo... El informe destaca, entre otros asuntos, que el desempeño de la economía mexicana ha sido menor a lo anticipado inicialmente por el banco central. En particular, Banxico comentó que la producción industrial continuó mostrando señales de debilidad generada en parte por la desaceleración de la industria manufacturera norteamericana, la cual tuvo un impacto negativo sobre las exportaciones manufactureras no automotrices mexicanas. Por su parte, la autoridad monetaria también hizo referencia al menor dinamismo de la construcción residencial, al estancamiento de la construcción no residencial, a la debilidad de la confianza del consumidor, y al moderado crecimiento del consumo privado. En este contexto, el banco central modificó a la baja su rango estimado de crecimiento para la economía mexicana durante el 2015 de entre 2% a 3%, a un rango entre 1.7% y 2.5% (referirse al siguiente recuadro).

Principales pronósticos Banxico (Actual)

	2015	2016
PIB (%)	1.7 - 2.5	2.5 - 3.5
Empleo (miles)	560 - 660	600 - 700
Balanza comercial (mmd)	-6.0	-6.3
Cuenta corriente (mmd)	-30.6	-31.8
Inflación general		
General	debajo de 3%	niveles de 3%
Subyacente	debajo de 3%	niveles de 3%

Fuente: Banxico

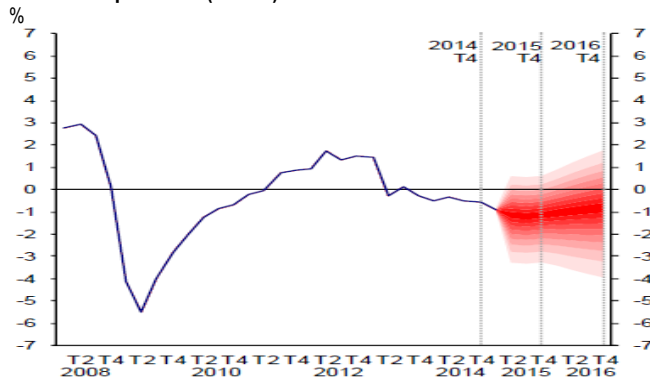
Principales Pronósticos Banxico (Anterior)

	2015	2016
PIB (%)	2.0 - 3.0	2.5 - 3.5
Empleo (miles)	580 - 680	600 - 700
Balanza comercial (mmd)	-5.2	-6.9
Cuenta corriente (mmd)	-27.7	-29.7
Inflación general		
General	debajo de 3%	niveles de 3%
Subyacente	debajo de 3%	niveles de 3%

Fuente: Banxico

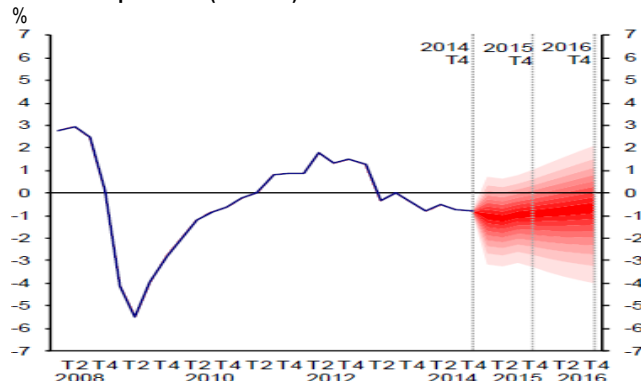
...pero mayor dinamismo de largo plazo. Banxico no modificó su rango objetivo de crecimiento para 2016, que actualmente se ubica entre 2.5% y 3.5%. En este contexto, en su tradicional gráfica de la brecha del producto, la Junta de Gobierno claramente muestra que ésta permanecerá abierta hasta finales de 2016, aunque el Dr. Carstens comentó que la brecha del producto mantendrá una tendencia gradual a cerrarse. Entre los factores que podrían afectar el dinamismo económico de México, el banco central destaca: (1) Las exportaciones manufactureras sigan registrando un bajo dinamismo en caso de que el sector industrial en Estados Unidos mantenga un débil desempeño; (2) un deterioro en las perspectivas de los inversionistas ante la incorrecta implementación de la reforma energética y un debilitamiento adicional en la percepción sobre el estado de derecho; (3) una disminución adicional en la plataforma de producción de petróleo; y (4) nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros. Del lado positivo, destaca la posibilidad de un mayor dinamismo de la economía derivado de una recuperación de la demanda externa mayor a la prevista; y avances más significativos en la implementación de las reformas estructurales y en el fortalecimiento del estado de derecho.

Brecha del producto (Actual)



Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 2T15

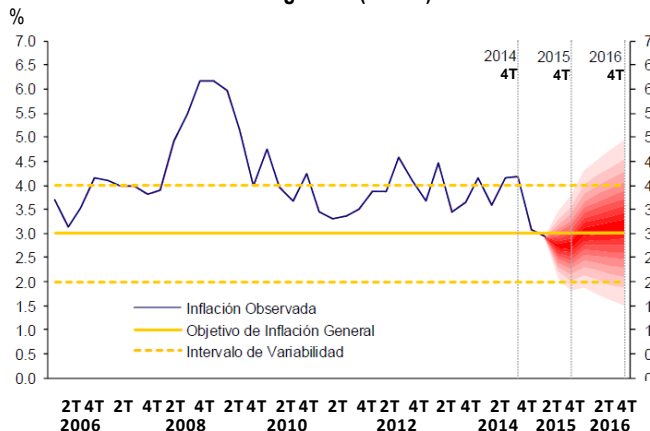
Brecha del producto (Anterior)



Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 1T15

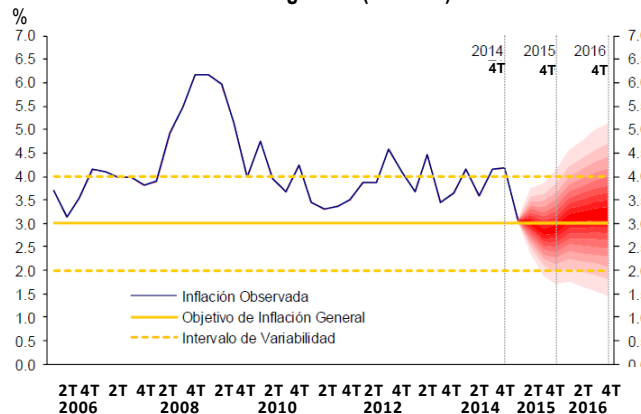
Banxico considera que la inflación se ubicará por debajo del 3% este año a pesar de la fuerte depreciación del tipo de cambio. La autoridad monetaria sigue confiada en la convergencia del objetivo de inflación al objetivo de 3% durante 2015, dado el efecto base favorable de la ausencia de una reforma hacendaria, así como los beneficios que ha representado la reforma en telecomunicaciones sobre la inflación. Del mismo modo, el banco central detalló que a pesar de la fuerte depreciación que ha presentado la divisa mexicana, no se ha traspasado a un incremento en el índice general de precios, sino que sólo se ha observado un incremento en el precio de los bienes duraderos, los cuales representan menos del 6% del índice total de precios. A pesar de lo anterior, el Gobernador Carstens destacó que la depreciación del tipo de cambio es un riesgo significativo para la inflación, mientras que dada la reducción esperada en las condiciones de holgura de la economía, nuevos cambios en precios relativos pudieran también ser un factor que contamine las expectativas de inflación.

Gráfica de abanico: Inflación general (Actual)



Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 2T15

Gráfica de abanico: Inflación general (Anterior)



Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 1T15

Recuadros de investigación en torno a la inflación de mediano plazo y el uso de los medios de pagos. Como ya es tradición, el Banco de México incluyó dos recuadros de investigación dentro de su informe trimestral. El primero se refiere a la sincronización de la producción manufacturera mexicana con la de Estados Unidos. Si bien este recuadro sólo incluye la actualización de un trabajo realizado por el banco central en el *Informe Trimestral* del primer trimestre de 2014, modifica las conclusiones del ensayo anterior, al comentar que con el cambio en el año base de las cifras del sector manufacturero en EE.UU., la relación de largo plazo entre las industrias manufactureras de México y EE.UU. se fortaleció, y que los ciclos económicos de estos sectores tienden a sincronizarse. En el caso del segundo recuadro, Banxico hizo un análisis muy detallado de la asimetría al alza en el traspaso a precios al consumidor, lo cual se refiere a que incrementos en el INPP (índice de precios del productor) típicamente son seguidos por aumentos en sus respectivos precios al consumidor. En el caso contrario, disminuciones en el INPP, éstas no necesariamente se reflejan en el precio al consumidor. Dentro del recuadro, Banxico concluye lo siguiente: (1) Si las asimetrías identificadas no se hubiesen presentado, la inflación anual habría sido en promedio 13pb menor a la observada cada año; (2) los efectos en consumo alimenticio de una eliminación de las asimetrías al alza en la transmisión de precios serían potencialmente mayores para los hogares urbanos de ingresos más bajos; (3) el hogar promedio del primer quintil de ingreso habría tenido un incremento en el poder adquisitivo de su ingreso disponible de alrededor de 686 pesos, equivalente al 1.6% de su ingreso anual total; (4) el costo mensual de esta canasta alimentaria urbana habría sido 5.1% menor; y (5) el menor costo de la canasta alimentaria de *CONVAL* hubiese implicado aproximadamente 1.7 millones de personas menos en condición de pobreza alimentaria.

Mantenemos nuestra expectativa de que el próximo movimiento de Banxico será de alza, inmediatamente después del Fed. Si bien la autoridad monetaria todavía percibe un escenario de debilidad en la actividad económica y espera que la inflación se mantenga por debajo del objetivo en lo que resta del 2015, la perspectiva de mayores tasas en Estados Unidos supone un riesgo significativo para el tipo de cambio y la inflación en México. Es por esto que pensamos que el próximo movimiento de Banxico será de alza, inmediatamente después de que el Fed inicie su proceso de normalización de la política monetaria en septiembre. Esto implica que Banxico podría estar subiendo tasas en su reunión del 21 de septiembre. Consideramos que las recientes medidas tomadas por la *Comisión de Cambios* dan a Banxico un margen de maniobra para esperar las acciones del Fed.

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

Sin reacción importante después del Informe Trimestral de Banxico conforme los mercados continúan descontando el inicio del alza de tasas en septiembre. La dinámica de los mercados de renta fija y divisas en México han estado determinadas este día por las preocupaciones globales en relación a China, mostrando una reacción limitada al *Informe Trimestral* de Banxico, a pesar de los ajustes en los estimados de crecimiento e inflación en el año. La curva de rendimientos local continúa mostrando un aplanamiento ante una combinación de pérdidas en instrumentos de corto plazo y ganancias en aquellos de larga duración. La parte corta de la curva ha estado afectada por la incertidumbre sobre el Fed en EE.UU, así como la reacción de Banxico ante las condiciones actuales en el mercado cambiario (*i.e.* el peso). Las tasas continúan descontando un incremento acumulado de poco más de 50pb para finales del año en México, mayor a lo observado en el mes anterior y mostrando una tendencia hacia un escenario más agresivo (posibilidad de mayores alzas implícitas). Por otra parte, los bonos de largo plazo continúan mostrando un buen desempeño ante una valuación favorable en el mercado mexicano respecto a lo que se observa en otras economías emergentes, especialmente si los inversionistas toman en consideración la pendiente de la curva de Bonos M (2a10a @ 173pb), un diferencial *vs Treasuries* en EE.UU. (10 años @ 387pb) y la tasa *forward* de 5 años en 5 años (5a5a @ 7.5%). Tomando todos estos factores en cuenta, reconocemos que la curva de rendimientos pudiera continuar aplanándose en las próximas semanas, a pesar de una valuación que se ha encarecido recientemente.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Alejandro Cervantes Llamas, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, Marisol Huerta Mondragón; Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández; Valentín III Mendoza Balderas, Rey Saúl Torres Olivares, Santiago Leal Singer, María de la Paz Orozco, 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 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 Ixe 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 Ixe, 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 Ixe, 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.
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
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Juan Carlos García Viejo	Gerente Economía Internacional	juan.garcia.viejo@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Rey Saúl Torres Olivares	Analista Economía Nacional	saul.torres@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
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector de Estrategia de Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

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
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 1670 - 1746
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
María de la Paz Orozco García	Analista	maripaz.orozco@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	Gerente Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@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
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	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9879
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	vrolدان@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454