

Informe Trimestral de Banxico – Menor inflación hacia delante

30 de agosto 2017

- Banxico publicó hoy su *Informe Trimestral* correspondiente al segundo trimestre de 2017
- En nuestra opinión, los puntos más destacables del informe son los siguientes:
 - (1) Revisión marginal al alza de los pronósticos de inflación de 2017, donde cerrará alrededor de 6%,
 - (2) Sin embargo, las gráficas de abanico muestran que la inflación al cierre de 2018 se ubicará por debajo de 3%;
 - (3) El panorama para la economía mexicana mejoró, por lo que Banxico incrementó su pronóstico para 2017 a un rango entre 2% y 2.5% (rango anterior: 1.5 – 2.5%);
- En los tradicionales recuadros de investigación se tocan los siguientes temas:
 - (1) La evolución del traspaso del tipo de cambio a la inflación; y
 - (2) El traspaso de los choques recientes sobre el proceso inflacionario en México
- Mantenemos nuestra expectativa de que Banxico iniciará un ciclo de baja de tasas en agosto de 2018, dado que la inflación ya se encontrará convergiendo hacia el objetivo de 3%

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

Gabriel Casillas

Director General Adjunto
Análisis Económico y Bursátil
gabriel.casillas@banorte.com

Delia Paredes

Director Ejecutivo Análisis Económico
delia.paredes@banorte.com

Alejandro Cervantes

Economista Senior, México
alejandro.cervantes@banorte.com

Francisco Flores

Analista Economía Nacional
francisco.flores.serrano@banorte.com

Estrategia de Renta fija y tipo de cambio

Alejandro Padilla

Director de Estrategia
Renta Fija y Tipo de Cambio
alejandro.padilla@banorte.com

Juan Carlos Alderete, CFA

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

Santiago Leal

Estratega
Renta Fija y Tipo de Cambio
santiago.leal@banorte.com

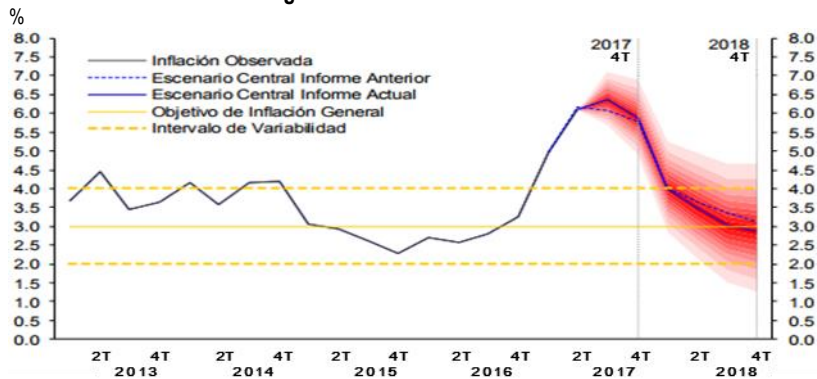
Mayor crecimiento y menor inflación hacia delante. El Banco de México publicó hoy su *Informe Trimestral* correspondiente al segundo trimestre del año. La publicación estuvo acompañada por una conferencia de prensa del Gobernador Carstens. En nuestra opinión, los temas más relevantes dentro de este informe se pueden resumir en: (1) Revisión marginal al alza de los pronósticos de inflación de 2017, donde cerrará alrededor de 6%, (2) sin embargo, las gráficas de abanico muestran que la inflación al cierre de 2018 se ubicará por debajo de 3%; y (3) el panorama para la economía mexicana mejoró, por lo que Banxico incrementó su pronóstico para 2017 a un rango entre 2% y 2.5% (rango anterior: 1.5 – 2.5%).

Inflación por debajo de 3% en 2018. La autoridad monetaria afirmó que el balance de riesgos de la inflación es neutral y que continuará por encima de 6% durante los próximos meses. Sin embargo, el Gobernador Carstens también destacó que ésta se encuentra cerca de su techo. En términos de la inflación general, el banco central denotó dentro del reporte trimestral que se espera que ésta retome una tendencia hacia la baja y empiece a converger al objetivo de 3% a partir del tercer trimestre del próximo año. Sin embargo, las gráficas de abanico presentadas dentro del documento muestran que la inflación probablemente cerrará el 2017 marginalmente por debajo de 6%. Para 2018, el banco central estima que la inflación se ubicará por debajo de 3% al cierre del año.

Documento destinado al público en general

Entre los riesgos al alza, el banco central destacó como los principales: (1) La probabilidad de efectos de segundo orden ante un incremento en el número y de la magnitud de los choques observados; (2) la probabilidad de que un choque incida sobre el comportamiento del tipo de cambio; (3) mayores presiones a las esperadas en los precios de los bienes agropecuarios; y (4) presiones inflacionarias provenientes de la tendencia al alza de los costos unitarios de la mano de obra.

Gráfica de abanico: Inflación general



Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 2T17

El traspaso del tipo de cambio a la inflación no ha mostrado un incremento con respecto a otros episodios de depreciación. El primer cuadro de investigación analiza el impacto del tipo de cambio sobre el proceso inflacionario. El análisis contempla dos periodos, uno de junio del 2001 a mayo de 2016, mientras que el otro fue hasta mayo del 2017. El resultado del modelo base, en el cual se utilizan variables significativas para la economía mexicana, muestra que no hay un cambio considerable en el grado de traspaso. Adicionalmente se realizaron análisis donde se intentó comprobar el impacto del ciclo económico sobre el traspaso, el impacto dependiendo si el cambio en el tipo de cambio es positivo o negativo y la asimetría de una depreciación baja contra una depreciación alta. En el primer caso, los resultados no fueron significativos, mientras que en el segundo se observa un mayor impacto cuando se deprecia la moneda nacional que cuando ésta se aprecia. Finalmente, en el tercer análisis se encontró que si hay una diferencia, pero no es relevante en términos económicos.

El comportamiento reciente de los choques inflacionarios se ha moderado en los últimos meses. En el segundo recuadro de investigación, el banco central realizó un análisis sobre los diversos choques al proceso inflacionario. Se realizaron cuatro diferentes estudios, uno muestra la variación de los precios de los genéricos, mientras que el segundo hace un análisis de media truncada –en el cual se excluyen las observaciones con mayores variaciones–, el tercero muestra la frecuencia de los incrementos en los precios en el tiempo, aludiendo a un mayor impacto al haber un incremento en la frecuencia, y el cuarto muestra la correlación entre las variaciones de los genéricos con el índice general.

En el primero se observa que la distribución de la variación de los genéricos se ha comprimido, con un retroceso en el punto medio de la distribución. Por su parte, el segundo estudio muestra que tanto en el índice general, como el no subyacente mostraron un mayor impacto de incrementos de unos cuantos bienes, lo que representaría la ausencia de un incremento generalizado de los precios. Para el tercero, se observó una mayor frecuencia de cambios, consistente con una mayor inflación. Finalmente, el cuarto estudio muestra que la correlación entre la variación de los genéricos y el índice general aumentó a principios del año, pero ha disminuido en los últimos meses.

Revisión al alza al estimado de crecimiento. El informe destaca que el panorama para el crecimiento de la economía mexicana ha mejorado. Dentro del informe, la autoridad monetaria destacó que si bien persiste la incertidumbre en torno al futuro de la relación comercial entre México y EE.UU., la probabilidad de que se materialice un escenario adverso que afecte la dinámica de crecimiento de la economía mexicana ha disminuido. Por lo anterior, el banco central revisó al alza su rango estimado de crecimiento para este año entre 2 y 2.5% (anterior: 1.5 y 2.5%; Banorte-Ixe: 1.9%). Para el próximo año, Banxico también revisó su estimado de crecimiento al alza a un rango entre 2 y 3% (anterior: 1.7% y 2.7%; referirse a las tablas de la siguiente página).

En lo que respecta a la brecha del producto publicada hoy por el banco central, claramente se muestra que se mantendrá en terreno negativo durante este y el próximo año. Sin embargo, la trayectoria central de la brecha del producto se revisó marginalmente al alza, para reflejar la revisión al estimado de crecimiento antes mencionada.

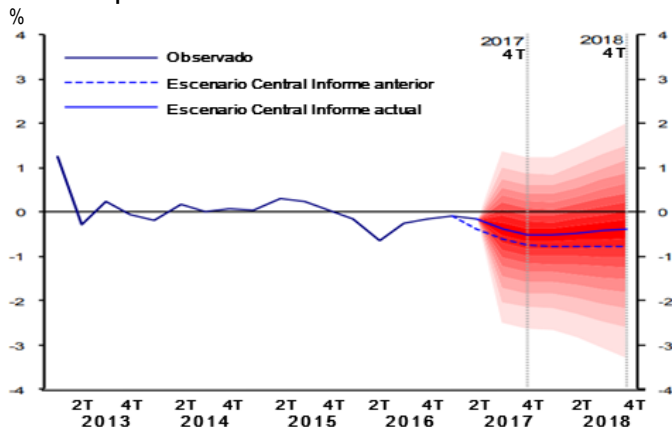
Principales pronósticos Banxico Informe trimestral actual		
	2017	2018
PIB (%)	2.0 – 2.5	2.0 – 3.0
Empleo (miles)	660 – 760	670 – 770
Balanza comercial (mmd)	-13.2 (1.2% del PIB)	-12.5 (1% del PIB)
Cuenta corriente (mmd)	-25.0 (2.2% del PIB)	-27.1 (2.2% del PIB)
Inflación		
General	Retome una tendencia hacia la baja Se mantenga por encima de 4%, si bien	Convergencia hacia el objetivo de 3%
Subyacente	significativamente por debajo de la inflación general	Niveles cercanos al 3%

Fuente: Banxico

Principales pronósticos Banxico Informe trimestral anterior		
	2017	2018
PIB (%)	1.5 – 2.5	1.7 – 2.7
Empleo (miles)	650 – 750	640 – 740
Balanza comercial (mmd)	-12.8 (1.2% del PIB)	-12.1 (1.1% del PIB)
Cuenta corriente (mmd)	-24.7 (2.3% del PIB)	-25.8 (2.3% del PIB)
Inflación		
General	Considerablemente por arriba del objetivo permanente de inflación	Niveles cercanos al 3%
Subyacente	Arriba del objetivo permanente de inflación	Niveles cercanos al 3%

Fuente: Banxico

Brecha del producto



Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 2t17

Esperamos una postura monetaria más laxa en el segundo semestre del próximo año. En nuestra opinión, Banxico mantendrá la tasa de referencia sin cambios por lo que resta del año, dado que estimamos que la inflación llegará a su máximo del año en 6.7% durante la segunda quincena de agosto para luego converger a nuestro estimado de 6.2% anual. Hacia delante, consideramos que Banxico iniciará un ciclo de baja de tasas en agosto de 2018, dado que la inflación ya se encontrará convergiendo hacia el objetivo de 3%. Por lo anterior, pensamos que Banxico tiene espacio para un ciclo de baja de tasas entre 150-200pbs, de los cuales 100pb tendrían lugar en 2018.

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

Modesta reacción del mercado al Informe Trimestral de Inflación de Banxico este día. La inflación continúa sorprendiendo al alza al mercado, manteniendo una dinámica relativamente negativa. Destacamos que los analistas continúan subestimando la inflación, lo que sugiere la posibilidad de modificaciones al alza en los pronósticos en el futuro cercano. Adicionalmente, el *breakeven* de inflación de tres años se encuentra en 3.61%, debajo del promedio de los últimos doce meses en 3.70%, y -0.3σ de su promedio móvil de los últimos tres meses, sugiriendo una valuación atractiva. Con base en nuestros pronósticos de inflación, el *carry* de las UDIS en los próximos doce meses se encuentra en 4.76%, significativamente mayor a la mediana del consenso para la inflación de los próximos doce meses de 3.92% en la última encuesta de Banxico. Por otra parte, la disrupción en los mercados de petróleo, gasolina y otros energéticos ante los efectos del Huracán Harvey pudieran resultar en mayores presiones adicionales en precios hacia delante, siendo un factor favorable para esta idea de inversión. Tomando en cuenta este escenario, recomendamos mantener la recomendación de inversión de posiciones largas en el Udibono de 3 años Dic'20 con entrada en 3.05%, objetivo en 2.90%, *stop-loss* en 3.15% y nivel actual de 3.04%. Más detalles en nuestra nota "*Posiciones largas en el Udibono Dic'20 para tomar ventaja de una dinámica de inflación más deteriorada*" [<pdf>](#), publicada el 9 de agosto de 2017.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, 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, Marissa Garza Ostos, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano 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 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	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.
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 - 2252
Francisco José Flores Serrano	Analista Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector de Estrategia de Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Gerente 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
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Analista Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248

Banca Mayorista

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454