

Política monetaria – La suma de todos los miedos (inflacionarios). Ahora esperamos un incremento de 25pbs en la tasa de referencia

- La inflación en noviembre alcanzó una variación de 1.03% m/m superando otra vez las expectativas del mercado (consenso: 1.01%; Banorte: 1.01%; intervalo de estimados: 0.99% a 1.1%)
- La inflación subyacente aumentó 0.34% m/m (consenso: 0.32% m/m; Banorte-Ixe: 0.3% m/m; intervalo de estimados: 0.26% a 0.36%)
- De hecho, la inflación de la segunda quincena de noviembre resultó de 6.67%, justo por debajo del máximo de 6.74% observado en la segunda quincena de agosto
- Si bien la inflación no resultó muy por encima de nuestro estimado, si ha superado en 17 de 22 ocasiones el pronóstico del consenso
- De igual forma, los futuros de la TIIE 28 ya descuentan un alza de 25pbs en diciembre con 64% de probabilidad
- Dado que es claro para nosotros que: (1) La inflación actual se explica principalmente por factores de oferta; (2) Banxico ya ha aumentado 400 puntos básicos desde diciembre de 2015; y (3) en menos de dos meses la variación anual de la inflación estará entre 130 y 160 puntos bases por debajo; creemos que la autoridad monetaria no debería incrementar la tasa, más aún con la reciente debilidad del crecimiento económico, del consumo privado y la caída de la inversión
- No obstante, la reciente y rápida depreciación del peso se agrega a los comentarios más *hawkish* que ha realizado el actual Gobernador de Banxico Alejandro Díaz de León y a los comentarios más *hawkish* que han realizado varios miembros del Fed
- Como resultado, ahora esperamos un incremento de 25pb en la tasa de referencia durante la reunión de política monetaria de la próxima semana
- Hacia delante, mantenemos nuestro pronóstico de que Banxico recortará en 25pbs la tasa de referencia en la reunión del 2 de agosto

Inflación cercana al nivel máximo de los últimos dos años. De acuerdo al reporte del *INEGI* publicado el día de hoy, los precios al consumidor avanzaron 1.03% mes a mes durante noviembre, marginalmente por arriba de nuestro estimado y del consenso de 1.01% m/m). Por su parte, la inflación subyacente tuvo una variación de 0.34% mes a mes, por arriba de nuestro estimado de 0.3% m/m y del consenso de 0.32% m/m. De hecho, la inflación anual medida con el índice quincenal resultó de 6.67% marginalmente por debajo del máximo de 6.74% alcanzado en la segunda quincena de agosto. La principal desviación con respecto a nuestro estimado vino por: (1) Una mayor contribución de los precios de otros servicios (5pb vs. nuestro 3pb); (2) un menor impacto del precio de pecuarios (0pb vs. nuestro 2pb); y (3) un mayor impacto de los precios de bienes (12pb vs. nuestro 10pb), como se muestra en la tabla de la siguiente página.

7 de diciembre 2017

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 y Estrategia
delia.paredes@banorte.com

Alejandro Cervantes
Economista Senior, México
alejandro.cervantes@banorte.com

Francisco Flores
Economista, México
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
Estratega Senior, Tipo de Cambio
juan.alderete.macal@banorte.com

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

Inflación por componentes durante noviembre

% incidencia mensual

	Observado	Pronóstico	Diferencia
Total	1.03	1.01	0.03
Subyacente	0.26	0.23	0.03
Mercancías	0.12	0.10	0.01
Alimentos procesados	0.06	0.06	0.01
Otros bienes	0.05	0.05	0.01
Servicios	0.14	0.12	0.02
Vivienda	0.04	0.04	0.00
Educación	0.00	0.00	0.00
Otros servicios	0.10	0.09	0.02
No subyacente	0.77	0.78	-0.01
Agricultura	0.11	0.12	-0.01
Frutas y verduras	0.11	0.10	0.01
Pecuarios	0.00	0.02	-0.02
Energéticos y tarifas	0.66	0.66	0.00
Energéticos	0.64	0.64	0.00
Tarifas del gobierno	0.01	0.01	0.00

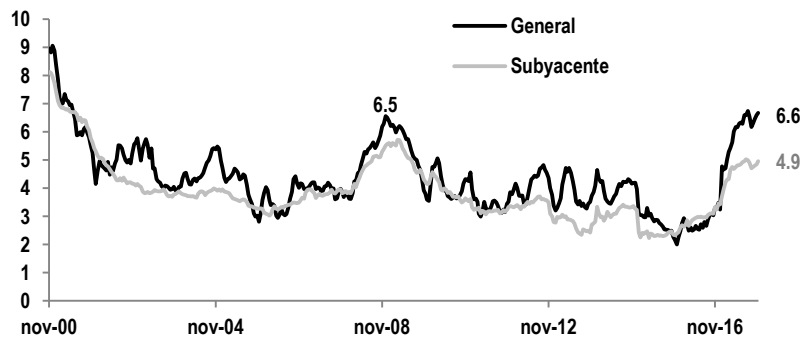
Fuente: Banorte con datos del INEGI y Banxico

Nota: las contribuciones pueden no sumar debido al número de decimales en la tabla.

Las correspondientes a 2011 pueden no sumar el total por el cambio en la metodología de cálculo del IPC.

Inflación quincenal

% a/a

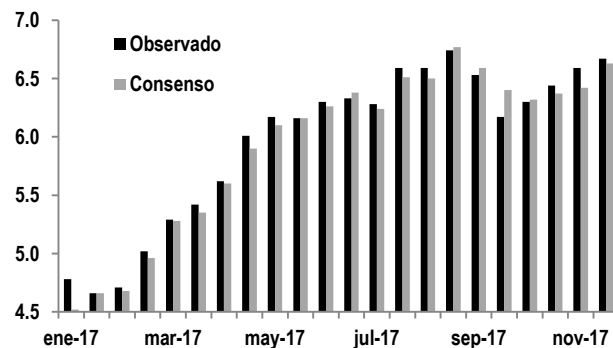


Fuente: INEGI

Inflación superior a las expectativas. Si bien la inflación no fue significativamente superior a nuestro estimado y al del consenso, ésta ha superado en 17 de 22 ocasiones al estimado del consenso. En este sentido, el consenso ya espera un alza de 25pb y los futuros de TIEE 28 también ya descuentan un alza con 64% de probabilidad.

Inflación quincenal vs. consenso de los pronósticos

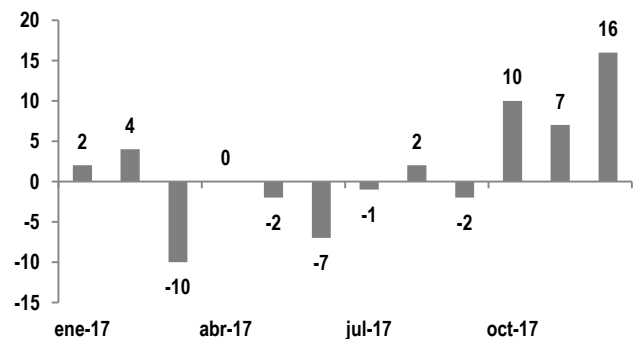
% a/a, inflación quincenal



Fuente: INEGI y Bloomberg

Movimientos implícitos descontados para la tasa de Banxico en diciembre

Puntos base, utilizando futuros de TIEE-28

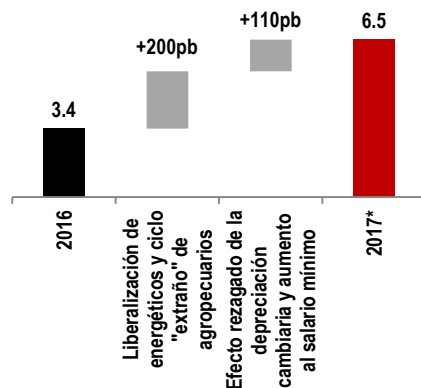


Fuente: MexDer

Choces de oferta, una tasa de referencia alta y debilidad en la actividad económica: Un caso de no alza. Para nosotros está claro que la alta inflación actual se explica principalmente por factores de oferta. Casi dos tercios del aumento de este año en la inflación se debe a la liberalización de los precios de la gasolina y el gas LP, así como a un ciclo agrícola adverso. El resto refleja los efectos rezagados de la depreciación significativa del peso con respecto al dólar estadounidense desde el año 2014, que parece haber decidido mostrar “su cara fea” recientemente (consulte la tabla de inferior izquierda). Además, Banxico ya ha subido 400 puntos bases desde diciembre de 2015.

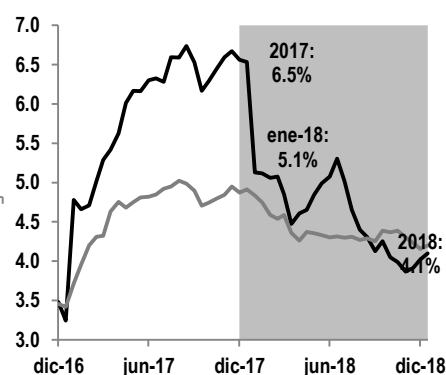
De igual forma, consideramos que, en ausencia de shocks extremos, la inflación anual estará entre 130 y 160 pb menos en menos de dos meses (referirse a la siguiente gráfica). Como resultado, creemos que Banxico no debería subir tasas. Más aun considerando la debilidad del crecimiento económico, del consumo privado y la inversión (referirse a la gráfica inferior derecha). En este contraste, aunque la debilidad del tercer trimestre podría haber reflejado las secuelas de los terremotos que enfrentaron la Ciudad de México y los estados colindantes en septiembre, las recientes cifras de consumidores de “*El Buen Fin*” podrían respaldar razones subyacentes más estructurales por la desaceleración observada en la actividad económica.

Contribución a la inflación de 2017
% a/a, contribución en pb



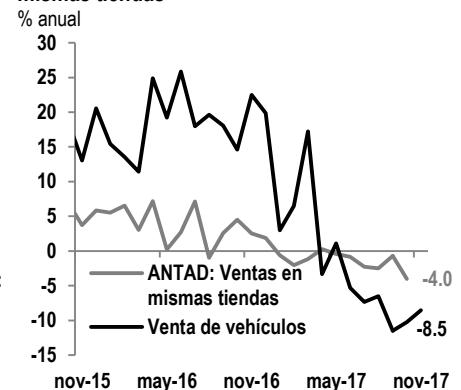
Fuente: INEGI

Pronóstico de inflación
% a/a



Fuente: INEGI; Banorte

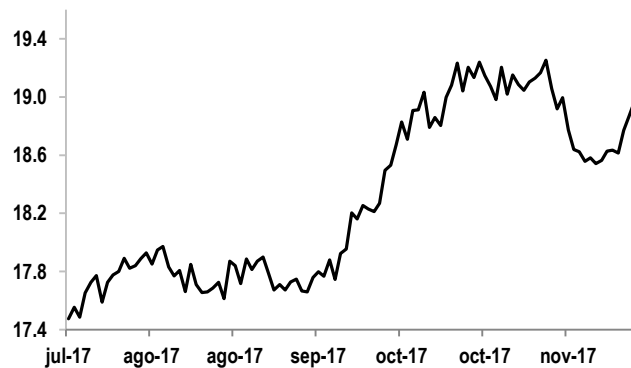
Venta de vehículos y ANTAD: Ventas en mismas tiendas
% anual



Fuente: AMIA y ANTAD

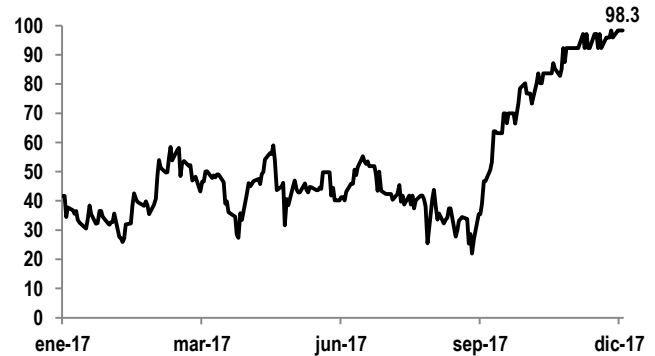
El caso de un alza de 25pbs, que ahora creemos que sucederá. La reciente y rápida depreciación del peso frente al dólar estadounidense (referirse a la gráfica inferior izquierda) y la inflación actual, se suman al tono más agresivo que hemos percibido del nuevo gobernador del banco central Alejandro Díaz de León, así como el hecho de que también se ha percibido que la Reserva Federal de los EE. UU. ha adoptado un discurso más *hawkish* (referirse a la gráfica inferior derecha). Como resultado, cambiamos nuestro pronóstico de política monetaria a un incremento de 25pbs de tasas durante la reunión de la próxima semana (14 de diciembre). De cara al futuro, seguimos esperando que el próximo movimiento de Banxico sea un recorte de tasas en la segunda mitad del año 2018 (25pbs en Agosto 2).

Peso mexicano
USD/MXN



Fuente: Bloomberg

Probabilidad de que la tasa de Fed funds alcance un intervalo entre 1.25%-1.5% en diciembre
%



Fuente: Bloomberg

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

La inflación continúa sorprendiendo al alza, poniendo presiones adicionales a Banxico, e incrementando el atractivo por estrategias defensivas de cara a la decisión de política monetaria la próxima semana. Una vez más, el dato de inflación estuvo por arriba de lo previsto por el mercado, incrementando las presiones sobre el banco central, quien ha observado un deterioro importante en la dinámica de inflación que podría poner en riesgo las expectativas del mercado. Los *breakevens* se encuentran alrededor de 3.65% en los plazos de 3, 5 y 10 años, mientras que la métrica con mayor duración (30 años) se encuentra en 3.76%. Esto sugiere que los efectos de segundo orden no han contaminado todavía las expectativas de inflación de mediano plazo todavía, aunque con un mercado que ya descuenta 16pb de alza implícita acumulada por parte de Banxico la próxima semana que pudiera anclar este escenario. Con la cifra dada a conocer este día, los analistas han subestimado la inflación quincenal en 17 de las 22 lecturas de este año, poniendo en entredicho los pronósticos para los próximos 12 meses o para finales de 2018, los cuales tienen un riesgo significativo al alza. El reporte de hoy es especialmente relevante al considerarse que Banxico tendrá su última reunión de política monetaria de este año la próxima semana (14 de diciembre), con un nuevo gobernador y sólo un día después de que la Reserva Federal en EE.UU. posiblemente aumente su tasa en 25pb (el mercado descontado una probabilidad implícita de 98.3% para este escenario). Toda vez que la probabilidad de un alza en la tasa de referencia de Banco de México se ha incrementado de manera importante, recomendamos estrategias defensivas anticipando la próxima semana, destacando una valuación todavía favorable en Bondes D con tasa revisable y UMS en moneda extranjera de largo plazo. Por otra parte, sugerimos deshacer la estrategia de corto plazo en *steepeners* en la curva de TIIE-IRS esperando la decisión de Banxico, la cual podría ofrecer mejores niveles de entrada. Se observó una modesta reacción del mercado este día, tomando en cuenta que muchos inversionistas ya se han preparado para los eventos relevantes de la próxima semana descritos previamente.

En el mercado cambiario, el peso se ha presionado en los últimos días en un contexto de mayor soporte para el dólar, pasando de 18.50 al cierre de noviembre a casi 19.00 actualmente. En el margen, esta es otra razón para que Banxico suba la tasa de referencia la próxima semana en vez de mantenerla sin cambios. Esto ayudaría a mantener el atractivo relativo del *carry* del peso (sobre todo dada la alta probabilidad de un alza de 25pb del Fed), con la tasa anualizada de tres meses con base en los *forwards* en 5.90%. Esto es más relevante al considerar otros países de la región que han recortado tasas, tal y como la baja de 50bp del BRL ayer. A pesar de lo anterior, continuamos recomendando largos en el USD/MXN para el corto plazo, ya que consideramos que la prima de riesgo podría aumentar ante elevados riesgos idiosincráticos, en particular las negociaciones del TLCAN y la elección presidencial.

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, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, José Itzamna Espitia Hernández, 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	hugoa.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