

Informe Trimestral de Banxico – El panorama económico y político en EE.UU. es un riesgo para la perspectiva en México

31 de agosto 2016

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

Equipo de estrategia de renta fija y tipo de cambio

Alejandro Padilla

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

Juan Carlos Alderete

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

Santiago Leal

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

- Banxico publicó hoy su *Informe Trimestral* correspondiente al segundo trimestre de 2016
- En nuestra opinión, los puntos más destacables del informe son los siguientes:
 - (1) Las medidas adoptadas durante el trimestre –que incluyeron el alza de tasas el 30 de junio-, se tomaron con toda flexibilidad;
 - (2) Se reducen los estimados de crecimiento para el crecimiento tanto en 2016 (a un rango entre 1.7% y 2.5%) como el de 2017 se revisa a la baja de un rango de 2.3%-3.3% a un rango entre 2% y 3%;
 - (3) La brecha del producto se mantendrá en terreno negativo hasta finales de 2017; y
 - (4) La inflación en los próximos meses aumentará de manera gradual a 3%, aunque a finales del año cerrará ligeramente por debajo de este nivel; y
 - (5) Dada la naturaleza de los choques que han ocasionado el aumento en el déficit de cuenta corriente, parece más eficiente que su contención se lleve a cabo a través de la política fiscal
- En los tradicionales recuadros de investigación se tocan los siguientes temas:
 - (1) La relación entre el índice de precios al productor y del consumidor;
 - (2) La importancia del desempeño del sector exportador estadounidense como determinante de las exportaciones manufactureras no automotrices de México a Estados Unidos; y
 - (3) La evolución reciente de la cuenta corriente
- Mantenemos nuestra expectativa de que Banxico subirá la tasa de referencia en 50pbs en septiembre, y en la misma magnitud en diciembre
- Pérdidas en Udibonos ante un tono marginalmente menos *hawkish*

Menor crecimiento e inflación bajo control 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) Las medidas adoptadas durante el trimestre –que incluyeron el alza de tasas el 30 de junio-, se tomaron con toda flexibilidad; (2) se reducen los estimados de crecimiento para el crecimiento tanto en 2016 (a un rango 1.7% y 2.5%) como el de 2017 se revisa a la baja de un rango de 2.3%-3.3% a un rango entre 2% y 3%; (3) la brecha del producto se mantendrá en terreno negativo hasta finales de 2017; (4) la inflación en los próximos meses aumentará de manera gradual a 3%, aunque a finales del año cerrará ligeramente por debajo de este nivel; y

(5) dada la naturaleza de los choques que han ocasionado el aumento en el déficit de cuenta corriente, parece más eficiente que su contención se lleve a cabo a través de la política fiscal. En nuestra opinión, el *Informe Trimestral* –así como los comentarios del Gobernador Carstens–, continúan sugiriendo que el próximo movimiento de Banxico será de alza, 50pb en septiembre y en la misma magnitud en diciembre.

La actividad económica se contrajo en 2T16, con respecto al trimestre anterior. El informe destaca que el desempeño de la economía mexicana durante el segundo trimestre de 2016 fue menos favorable, dado que el sector industrial continuó mostrando un estancamiento –ante la persistente caída del sector minero–, mientras que la actividad de servicios detuvo su expansión. Mientras tanto, algunos indicadores sugieren que el consumo privado disminuyó su ritmo de crecimiento, después del dinamismo que venía presentando. Finalmente, la inversión fija bruta sigue mostrando una tendencia descendente. De esta manera, en lo que va del año han prevalecido condiciones de holgura y esperan que la brecha del producto continúe siendo negativa hasta finales de 2017.

Banxico revisó a la baja su estimado de crecimiento para 2016 y 2017. Dado que la desaceleración en 2T16 fue mayor a la esperada, la autoridad monetaria consideró necesario revisar a la baja los intervalos de pronóstico de crecimiento en 2016 de 2%-3% a entre 1.7% y 2.5%. Mientras tanto, para 2017 se modifica el estimado de 2.3%-3.3% a 2%-3%. Banxico considera que las reformas estructurales contribuyan a la recuperación del gasto interno y generen un entorno de crecimiento más favorable (referirse al siguiente recuadro).

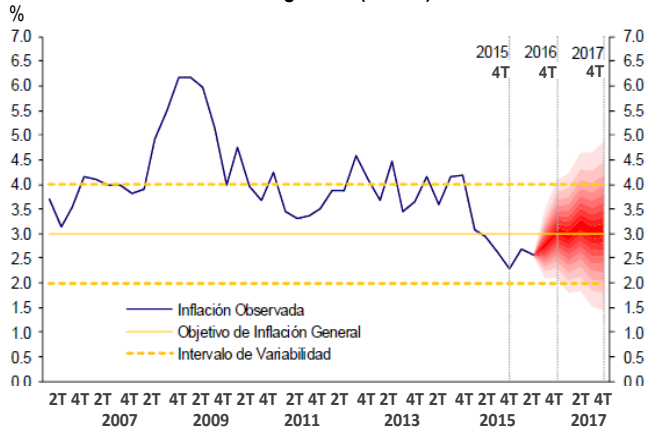
Principales pronósticos Banxico Informe trimestral actual			Principales pronósticos Banxico Informe trimestral anterior		
	2016	2017		2016	2017
PIB (%)	1.7 – 2.5	2.0 - 3.0	PIB (%)	2.0 - 3.0	2.3 - 3.3
Empleo (miles)	590 - 690	610 - 710	Empleo (miles)	590 - 690	630 - 730
Balanza comercial (mmd)	-16.0 (1.5% del PIB)	-16.0 (1.4% del PIB)	Balanza comercial (mmd)	-15.4 (1.4, %PIB)	-15.1 (1.3, %PIB)
Cuenta corriente (mmd)	-32.4 (3.1% del PIB)	-35.6 (3.2% del PIB)	Cuenta corriente (mmd)	-34.4 (3.1, %PIB)	-36.7 (3.1, %PIB)
Inflación			Inflación general		
General	Muy cerca del 3%	Alrededor del objetivo permanente de inflación	General	Últimos meses supere transitoriamente el 3%	Alrededor del objetivo permanente de inflación
Subyacente	Niveles cercanos al 3%	Alrededor del objetivo permanente de inflación	Subyacente	Niveles cercanos de 3%	Alrededor del objetivo permanente de inflación

Fuente: Banxico

Fuente: Banxico

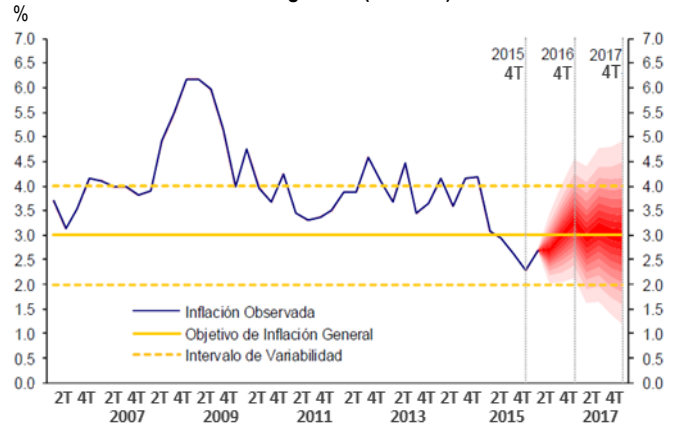
Banxico considera que la inflación se ubicará cerca de 3% este año. La autoridad monetaria afirmó que la inflación general aumentará de manera gradual a niveles cercanos al objetivo, cerrando el año ligeramente por debajo de este nivel. Por su parte, la inflación subyacente aumentará gradualmente finalizando el año alrededor de 3%. Para 2017, Banxico anticipa que los niveles de inflación se mantendrán alrededor de la meta. Con respecto a los riesgos, la autoridad monetaria considera que las reformas estructurales continuarán disminuyendo los precios de los servicios de telecomunicación mientras que el dinamismo de la actividad económica podría ser menor a lo anticipado. En contraste, es posible que el peso mexicano se siga depreciando derivado de la incertidumbre asociada al resultado del proceso electoral de Estados Unidos y sus implicaciones, la posibilidad de precios del petróleo más débiles, un deterioro del déficit de la cuenta corriente, y el reinicio de la normalización de la postura monetaria del Fed. Esto podría afectar las expectativas de inflación.

Gráfica de abanico: Inflación general (Actual)



Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 2T16

Gráfica de abanico: Inflación general (Anterior)



Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 2T16

No hay evidencia de que existan presiones inflacionarias sobre los precios al consumidor provenientes del INPP. El primer cuadro de investigación analiza el poder predictivo de los distintos subíndices de mercancías del INPP vs. el índice subyacente de mercancías del INPC. El resultado muestra que existe una relación de equilibrio de largo plazo entre los precios de las mercancías al productor y los correspondientes precios al consumidor, siendo estos últimos los que se ajustan ante los diferentes choques. En este contexto, el desempeño del índice de precios subyacente de mercancías se ha ubicado ligeramente por arriba de su relación de equilibrio de largo plazo con el subíndice de consumo interno del INPP en los últimos meses, lo que sugiere que no hay presiones inflacionarias sobre los precios al consumidor de mercancías provenientes de los precios al productor.

La debilidad de la actividad económica en países distintos de Estados Unidos ha tenido efectos adversos sobre el sector exportador mexicano. Este efecto es tanto directo como indirecto, a través del impacto sobre las exportaciones estadounidenses y la compra de bienes intermedios por parte de otros países. Otro canal que ha influido negativamente en las exportaciones de EE.UU. es la apreciación del dólar ya que un bajo crecimiento en países distintos de EE.UU. se ha traducido en menores exportaciones de México dirigidas a esas economías. Adicionalmente, también implica un menor dinamismo de las exportaciones mexicanas a Estados Unidos. Es posible que el hecho de que la debilidad de la actividad económica global se transfiera tanto directa como indirectamente sobre las exportaciones mexicanas haya significado que el ajuste del tipo de cambio real haya tenido que ser de mayor magnitud que si su impacto se hubiera acotado sólo al efecto directo proveniente de una menor demanda interna de Estados Unidos.

En términos de PIB, la cuenta corriente se venido ampliando gradualmente. Este tema es relevante pues dimensiona el financiamiento que se obtiene del exterior con relación a los ingresos de la economía. En este contexto, la depreciación del tipo de cambio ha afectado adversamente el PIB de México en dólares, lo cual ha contribuido de manera parcial al comportamiento de la medición de la cuenta corriente como proporción del PIB. Adicionalmente, el aumento en la cuenta corriente se explica por un deterioro en el saldo de la balanza petrolera mientras que el resto de los componentes se mantuvieron en niveles inferiores a los observados en años anteriores. Esto podría dar lugar a ciertas preocupaciones ya que no pareciera que el fenómeno del deterioro de los términos de intercambio petroleros sea transitorio. Adicionalmente, la composición de absorción interna parecería estar sesgada hacia un mayor gasto en consumo respecto al de inversión. Finalmente, las condiciones de financiamiento externo se han tornado más astringentes y se prevé que continúen dificultándose. Estas consideraciones sugieren que es necesario que tenga lugar un ajuste en la absorción interna, particularmente desde el lado de la política fiscal, que se considera que sería más eficiente que la política monetaria.

Continuamos esperando un incremento de 50pbs en la tasa de referencia en la reunión de septiembre. Consideramos que el informe trimestral confirma nuestra percepción de que la autoridad monetaria volverá a incrementar en 50pbs la tasa de referencia en septiembre y en diciembre. Particularmente tomando en cuenta que la reunión de septiembre es la última previa a las elecciones en Estados Unidos, evento que podría ser particularmente volátil para el mercado cambiario mexicano.

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

Pérdidas en Udibonos ante un tono marginalmente menos *hawkish*.

Consideramos que el tono fue marginalmente menos *hawkish* comparado con el último comunicado y minutas, sobre todo ante el recorte de expectativas del PIB y una ligera mejoría en la perspectiva de la inflación para este año. La mayoría de activos no reaccionó al reporte. Los bonos M muestran un ligero sesgo positivo desde inicio de la sesión, con ganancias de alrededor de 1-2pb a lo largo de la curva y con el Dic'24 y Mar'26 ubicándose en 5.74% y 5.83%, respectivamente, ambos 2pb debajo del último cierre. En contraste, los instrumentos a tasa real registran fuertes presiones de hasta 10pb cortos plazos y en menor magnitud en duraciones más largas. Incluso tras estos cambios, seguimos pensando que existen riesgos de una corrección en los extremos de las curvas de bonos M y derivados de TIIIE. En específico, creemos que las tasas de corto plazo podrían presionarse tras el reciente ajuste a la baja en el alza implícita acumulada de la tasa de referencia para este año (35pb) y hacia el cierre del 1S17 (72pb). En Udibonos seguimos considerando que los más atractivos en valuación son aquellos de 5 y 10 años. En términos direccionales, seguimos aguardando mejores condiciones para entrar nuevamente al mercado. Pasando al cambiario, el peso se deprecia 0.2% en la sesión a 18.85 por dólar, con pocos cambios antes y después del evento. Resaltamos el recuadro sobre la evolución reciente de la cuenta corriente (más deficitaria), argumentando que la forma más eficiente para su corrección sea a través de un ajuste fiscal y no monetario. Si bien reconocemos los esfuerzos por reducir el déficit fiscal, creemos que los riesgos para la cuenta corriente podrían mantener a la divisa al menos el resto del año y en 2017, lo que detallamos en nuestro documento: "*Peso mexicano: Reflejando una nueva realidad*", 29 de agosto de 2016, [pdf](#). En un horizonte de más corto plazo seguimos sugiriendo compras del USD/MXN en bajas, creyendo que el cruce podría romper encima del psicológico de 19.00 si el estimado de empleo de nuestros economistas en 205,000 plazas se materializa. En caso de alcanzar o romper dicho nivel, optaríamos por tomar utilidades de largos en dólares.

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, 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, 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 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 múltiples, 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
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	alejandra.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	hugo.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	alejandra.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandra.aguilar.cebaldos@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