

Decisión de Banxico – Discurso *dovish* acciones *hawkish*

18 de mayo 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, Renta Fija y FX
alejandro.padilla@banorte.com

Juan Carlos Alderete, CFA

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

Santiago Leal

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

- Banco de México incrementó la tasa de referencia en 25pb a 6.75% (Banorte-Ixe: 6.5%; consenso: 6.5%)
- Si bien Banxico había mantenido una retórica *dovish* en sus discursos señalando la posibilidad de ajustar su postura monetaria a la par del Fed, el comunicado del día de hoy muestra claramente un tono *hawkish*
- En nuestra opinión, el incremento responde principalmente a los siguientes factores:
 - (1) La trayectoria ascendente de la inflación como resultado del contagio del incremento de los precios de los energéticos y de la depreciación de la divisa mexicana;
 - (2) La ausencia de holgura en el mercado laboral y la menor probabilidad de materializarse riesgos extremos a la economía mexicana; y
 - (3) Las condiciones en los mercados financieros nacionales continuaron mejorando
- En consecuencia, ahora esperamos incrementos adicionales en la tasa de referencia en 75pb en lo que resta del año para finalizar en 7.5%
- Cabe mencionar que nuestra perspectiva está sujeta a la evaluación que haga el banco central de la inflación en su próximo *Informe Trimestral* a publicarse el próximo 31 de mayo, así como a las acciones y la retórica que presente el Fed, tanto en lo que respecta a las tasas como a la administración de su balance
- Por lo pronto, pensamos que el próximo movimiento de Banxico será de 25pb en su reunión del próximo 22 de junio.
- Las minutas de esta reunión se publicarán el 1º de junio
- Vemos poco valor en tasas de interés y un tipo de cambio altamente volátil por los acontecimientos geopolíticos recientes en EE.UU. y Brasil, aunados al comunicado de Banxico de hoy

Incremento de 25pbs. El día de hoy, Banco de México dio a conocer su decisión de política monetaria, en la que la Junta de Gobierno decidió incrementar en 25pbs la tasa de referencia a 6.75%, en contraste con nuestra expectativa –y la del mercado–, de que mantendría la tasa sin cambios. Si bien Banxico había mantenido una retórica *dovish* -i.e. sesgo a mantener la postura monetaria sin cambio–, el comunicado publicado el día de hoy muestra claramente un tono *hawkish* -sesgo a subir tasas–, destacando los principales factores que explicaron su decisión: (1) La trayectoria ascendente de la inflación como resultado del contagio del incremento de los precios de los energéticos y de la depreciación de la divisa mexicana; (2) la ausencia de holgura en el mercado laboral y la menor probabilidad de materializarse riesgos extremos a la economía mexicana; y (3) las condiciones en los mercados financieros nacionales continuaron mejorando.

El balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado. Lo anterior como resultado de la simultaneidad y la magnitud de los choques temporales que ha venido experimentando la inflación, como son el incremento en los precios de los energéticos y así como los aumentos recientes en algunos productos agropecuarios. No obstante, destacan que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se han mantenido relativamente estables. Si bien prevén que durante 2017 la inflación se ubicará “...considerablemente por encima de la cota superior del intervalo de variación del Banco de México...”, se anticipa que en 2018 retome una trayectoria de convergencia hacia el objetivo de 3%. Como riesgos al alza mencionan: (1) Mayor probabilidad de efectos de segundo orden sobre la inflación; (2) como consecuencia de lo anterior, se podrían incrementar las expectativas de inflación; (3) una depreciación adicional del tipo de cambio; (4) presiones sobre los bienes agropecuarios; y (5) presiones sobre los costos laborales unitarios provenientes de un menor margen de holgura en las condiciones del mercado laboral. Entre los riesgos a la baja destacan: (1) Una apreciación de la moneda nacional; (2) una disminución de los precios de los energéticos; y (3) una desaceleración mayor a la anticipada de la actividad económica.

Crecimiento estable, aunque con riesgos sesgados a la baja. La Junta de Gobierno destacó dentro del comunicado que la economía mexicana continuó creciendo a un ritmo similar al del último trimestre del año anterior. En este contexto, Banxico mencionó que el mercado laboral parece que ya no tener holgura. Adicionalmente si bien considera que persisten los riesgos a la baja, Banxico considera que “...existe la percepción de que la probabilidad de que se materialicen los riesgos más extremos ha disminuido...”.

Mejoría en las condiciones financieras. El banco central comentó que los mercados nacionales registraron una mejoría, donde destacaron la apreciación de la divisa mexicana ante la reducción en la volatilidad. Por lo que respecta al *spread* de tasas entre México y EE.UU., la autoridad monetaria comentó que se mantuvo relativamente estable.

En consecuencia, ahora esperamos incrementos adicionales en la tasa de referencia en 75pb en lo que resta del año para finalizar en 7.5%. Banxico volvió a reiterar en su comunicado que entre los factores a los que está atento son: (1) El traspaso de las variaciones del tipo de cambio y de los incrementos en los precios de los energéticos; (2) la postura monetaria relativa vs. Estados Unidos, en particular; y (3) la evolución de la brecha del producto. En el primer caso, si bien pensamos que existe la probabilidad de nuevas olas de alta volatilidad en los mercados financieros internacionales, estimamos que los movimientos del tipo de cambio estarán relativamente acotados en lo que resta del año dado el ciclo de alzas que ha tenido el banco central (375pb desde diciembre de 2015 y 100pb en lo que va de 2017), así como los mecanismos de subastas de opciones de tipo de cambio y otras herramientas con las que se cuentan.

No obstante lo anterior, no podemos descartar movimientos abruptos de la moneda en caso de eventos no anticipados, particularmente en lo que respecta los temas geopolíticos, tanto nacionales como a nivel global. Adicionalmente, esperamos que el Fed suba el rango de los Fed funds en al menos 50pb en lo que resta de 2017. Cabe mencionar que nuestra perspectiva está sujeta a la evaluación que haga el banco central de la inflación en su próximo *Informe Trimestral* a publicarse el próximo 31 de mayo, así como a las acciones y la retórica que presente el Fed, tanto en lo que respecta a las tasas como a la administración de su balance. Por lo pronto, pensamos que el próximo movimiento de Banxico será de 25pb en su reunión del próximo 22 de junio.

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

Vemos poco valor en tasas de interés y un tipo de cambio altamente volátil por los acontecimientos geopolíticos recientes en EE.UU. y Brasil, aunados al comunicado de Banxico de hoy. Banco de México dio a conocer este día su tercera decisión de política monetaria de 2017. Después de que decidiera subir su tasa en 50pb el 9 de febrero y 25pb el 30 de marzo, en esta ocasión el banco central optó por incrementar en 25pb su tasa de referencia con un comunicado *hawkish*, haciendo alusión a la fuerte preocupación sobre la inflación. El mercado descontaba únicamente 11pb de probabilidad implícita para este evento, por lo que se observó un ajuste al alza en tasas de interés de corto plazo de 12pb, mientras que la parte media y larga de la curva registraron pérdidas de 8pb en promedio. Seguimos manteniendo una visión negativa en tasas de interés, principalmente en instrumentos de corta duración, en un contexto en el cual el mercado pudiera ajustar su expectativa de mediano y largo plazo sobre el instrumento de política monetaria. Para más detalles favor de referirse a nuestra publicación “*Perspectiva Semanal de Renta Fija y Tipo de Cambio*” <[pdf](#)>, publicada el 15 de mayo de 2017. Adicionalmente, existen otros riesgos en el ámbito global que sugieren la posibilidad de un incremento en la prima de riesgo embebida en activos locales (*e.g.* tasas de interés y el peso), como es el caso de los escándalos de corrupción en Brasil o la incertidumbre en torno al accionar de la Presidencia de Donald Trump. En términos de estrategia, aunque reconocemos que todavía existe valor en las curvas en México, principalmente en instrumentos de 5 a 10 años, preferimos esperar mejores condiciones de entrada para posiciones largas direccionales, principalmente en Bonos M.

En el mercado cambiario, el peso ganó de 18.90 hasta 18.76 como mejor nivel intradía, estabilizándose en 18.85. A pesar de la decisión mantenemos la cautela y recomendación de compra de dólares en bajas debido a la difícil coyuntura de corto plazo ya mencionada y una posición técnica menos favorable. Bajo las condiciones actuales, seguimos creyendo que la zona de 18.45-18.50 por dólar sigue siendo atractiva para estrategias largas de *trading*. No obstante, el cambio en nuestra expectativa sobre la trayectoria de Banxico inserta riesgos a la baja al pronóstico de cierre de año en 19.50. De materializarse, esto resultaría en una ventaja adicional para nuestra moneda a la ya obtenida debido a la fuerte alza acumulada de tasas del banco central desde 2015 en términos del *carry trade* y relativo a otras emergentes, lo que se traduciría en un diferencial de tasas de corto plazo aún mayor al actual respecto a la Reserva Federal.

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 y Francisco José Flores Serrano 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 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 | 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 / Química | 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 | Gerente Deuda Corporativa | hugo.gomez@banorte.com | (55) 1670 - 2247 |

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 |
| Victor Antonio Roldan Ferrer | Director General Adjunto Banca Empresarial | victor.rolan.ferrer@banorte.com | (55) 5004 - 1454 |