

Banxico – Postura ligeramente más *hawkish*, preocupado por el contagio del tipo de cambio a la inflación

18 de marzo 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

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.mactal@banorte.com

- Banco de México dejó la tasa de referencia sin cambio en 3.75%, en línea con el consenso de analistas del mercado
- Destacamos que esta es la primera reunión de política monetaria después de que la Junta de Gobierno de Banxico decidió incrementar en 50pbs la tasa de referencia en una reunión extraordinaria celebrada el 17 de febrero pasado
- En nuestra opinión, el tono del comunicado fue ligeramente más *hawkish* con respecto a la versión del 4 de febrero, por las siguientes razones:
 - (1) A pesar de que Banxico reconoció el impacto favorable que su decisión de subir tasas –el pasado 17 de febrero-, ha tenido en los mercados nacionales, no pueden descartar otros episodios de alta volatilidad;
 - (2) Consideran que el balance de riesgos para la inflación en el corto plazo se ha deteriorado, particularmente ante el riesgo que existe de un mayor contagio de la depreciación a los precios; sin embargo
 - (3) A pesar de que consideran que el balance de riesgos para el crecimiento se mantuvo sin cambios, perciben algunas señales de desaceleración, en particular, en el consumo privado
- Mantenemos nuestra perspectiva de que Banxico probablemente suba tasas en tándem con el Fed, que esperamos suba la tasa de *Fed funds* dos veces este año (25 pb en junio, y otros 25pbs en septiembre o diciembre)
- No obstante lo anterior, no descartamos la posibilidad de que Banxico incremente la tasa de referencia más de dos veces este año
- Las minutas de esta reunión serán publicadas el 1 de abril mientras que el siguiente anuncio de política monetaria tendrá lugar el 5 de mayo
- Vemos mayor potencial de aplanamiento en la curva mexicana

Una postura un poco más *hawkish*. Banxico acaba de publicar su decisión de política monetaria, en la que la Junta de Gobierno decidió dejar la tasa de referencia sin cambios en 3.75%, como se esperaba ampliamente. En nuestra opinión, el tono del comunicado fue ligeramente más *hawkish* con respecto a la versión del 4 de febrero, por las siguientes razones: (1) A pesar de que Banxico reconoció el impacto favorable que su decisión de subir tasas –el pasado 17 de febrero-, ha tenido en los mercados nacionales, no pueden descartar otros episodios de alta volatilidad; (2) consideran que el balance de riesgos para la inflación en el corto plazo se ha deteriorado, particularmente ante el riesgo que existe de un mayor contagio de la depreciación a los precios; sin embargo (3) a pesar de que consideran que el balance de riesgos para el crecimiento se

mantuvo sin cambios, perciben algunas señales de desaceleración, en particular, en el consumo privado.

El balance de riesgos para el crecimiento se mantuvo sin cambios. De acuerdo con el comunicado de Banxico, el balance de riesgos para el crecimiento mundial se mantuvo sin cambios, con una ligera recuperación en los niveles de actividad económica en Estados Unidos durante el primer trimestre del año, mientras que el ECB y el Banco de Japón continúan instrumentando medidas de estímulo monetario. La actividad en los mercados emergentes sigue siendo débil, mientras que China sigue planteando un riesgo para el crecimiento global y la estabilidad financiera. En México, la actividad económica se ha moderado, sobre todo en términos del consumo privado, mientras que las exportaciones se han estancado. Sin embargo, el banco central "... *no espera que las presiones de la demanda sobre los precios...*" y considera que todavía hay holgura en la economía.

Tipo de cambio y la volatilidad, claves para la inflación. Banxico explicó que la inflación alcanzó recientemente un 2.8% anual -después de tocar mínimos históricos en 2.1% a finales de 2015-, explicado por un aumento en los precios agrícolas, así como aumentos en los precios de las mercancías, ante la depreciación del tipo de cambio. La autoridad monetaria espera que la inflación termine el año en torno al 3% anual. Sin embargo, mencionan el contagio del tipo de cambio entre los principales riesgos para la inflación no sólo en el corto plazo, sino también para el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo.

Mantenemos nuestra perspectiva de que Banxico seguirá la Fed, pero con riesgo de que suba más de 50pbs en 2016. El último mensaje del FOMC fue ligeramente más *dovish* de lo esperado, entre otros, debido a que el *dot plot* –o gráfico en el que cada miembro del FOMC revela en qué nivel cree que sería apropiado que termine la tasa de *Fed funds*-, sugiere sólo dos incrementos de 25pbs en 2016 vs. a cuatro alzas estimadas en diciembre de 2015. Coincidimos con que el Fed subirá tasas dos veces este año, 25pbs en junio y otros 25pbs, en septiembre o diciembre dependiendo de las condiciones económicas. En este contexto, consideramos que el próximo movimiento del Banco de México será de alza: 25pbs el próximo 30 de junio, después de que el Fed haga lo propio en su reunión del 15 de junio. No obstante, no descartamos la posibilidad de que Banxico suba más de 50pbs este año, en el caso de que hubiera fuerte evidencia de traspaso del tipo de cambio a la inflación y/o haya un nuevo episodio de alta volatilidad en los mercados financieros internacionales.

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

Vemos mayor potencial de aplanamiento en la curva mexicana. Las tasas mexicanas mostraron una modesta reacción al comunicado de Banxico, con ligera presiones al alza antes de una semana de menor liquidez. Sin embargo, en la semana el balance ha sido positivo, principalmente en instrumentos de mediana y larga duración. Los inversionistas han asimilado un tono relativamente dovish por parte del Fed el miércoles y las condiciones de mayor lasitud monetaria por parte de otros bancos centrales como el ECB, BoJ y PBoC. El mercado descuenta 50pb de alzas implícitas acumuladas en la curva de rendimientos mexicana para finales de este año, una expectativa que consideramos adecuada. No obstante, no descartamos que el mercado pudiera situarse en un nivel intermedio entre 25pb y 50pb en caso de que los bancos centrales a nivel global continúen manteniendo condiciones laxas y el peso extienda el reciente rally. Por otra parte, la tasa forward 5a/5a se ubica en 6.62% de 7.02% hace un mes, limitando las ganancias en este segmento de la curva y sugiriendo un mayor valor en la zona de 10 y 20 años, especialmente por la pendiente. Tomando en cuenta el estado actual del mercado y el posicionamiento técnico, consideramos que hay valor en la zona de 10 y 20 años en Bonos M, principalmente en los plazos Jun'22, Dic'24, Mar'26 y May'31. Por otra parte, pensamos que los instrumentos udizados pudieran tener un buen desempeño hacia delante, especialmente si tomamos en cuenta que la dinámica de inflación actual pudiera implicar una mejoría en el *carry* de este tipo de bonos en el 2S16, así como una valuación que se ve atractiva para posiciones largas si tomamos en cuenta los niveles de *breakevens* actuales en 2.8% en casi todos los plazos, por debajo del objetivo de Banxico de 3%. Sin embargo, el mercado será cauteloso al momento de incrementar posiciones en este tipo de instrumentos, como se ha visto reflejado en la subasta del Udibono Dic'25 este día. Tomando en cuenta nuestros pronósticos de inflación, el *carry* anualizado de las UDIS hasta finales del 2T16 será de -2.7%. No obstante, para la segunda mitad del año pudiera ser cercano a 5.1%. Consideramos que el plazo de 10 años es el que tiene un mayor valor, principalmente los plazos Jun'22 y Dic'25, pero sugerimos esperar a mejores condiciones para entrar al mercado de manera direccional.

En el mercado cambiario, el peso no reaccionó significativamente al reporte, con una moderada pérdida de 0.2% en el día y en 17.34 por dólar pero tras ganar 3.2% en los dos días después de la decisión del Fed. Consideramos que lo más relevante para el cambiario es la señal más fuerte de que otra depreciación desordenada es un factor “especial” que Banxico seguirá muy de cerca por el riesgo de un efecto de traspaso mayor al observado a la inflación. Esto sugiere un tono ligeramente más hawkish, aunque balanceado por el comentario explícito de que un riesgo a la baja para los precios es que “se acentúe la apreciación reciente de la moneda”. Como hemos mencionado, pensamos que al menos dos condiciones son necesarias para una potencial respuesta adicional de las autoridades (ya sea vendiendo dólares o subiendo tasas): (1) Un rápido y fuerte debilitamiento del peso no solo en términos absolutos, sino respecto a otros EM; (2) que esta situación se dé en conjunto con señales de menor liquidez, como una ampliación en los diferenciales de compra y venta.

En términos de estrategia, hemos mejorado nuestra perspectiva de corto plazo para el peso tras la decisión del Fed (con un sesgo más dovish al esperado) que podría impactar al dólar al menos a través de tres vías: (1) La caída de las tasas de corto plazo en EE.UU. y de las probabilidades implícitas de un alza de la tasa de referencia en junio –que sigue siendo nuestro caso base- le restan soporte en términos de mayores diferenciales de tasas de interés; (2) la señal más dovish se dio en un contexto de cifras relativamente más fuertes en EE.UU., lo que pone a los activos de riesgo en una buena coyuntura dada una menor probabilidad de una recesión pero con el estímulo del Fed aún muy elevado, al menos el corto plazo; y (3) aparte del estímulo adicional y señales de otros bancos centrales en las últimas semanas (e.g. PBoC, ECB, BoJ, RBNZ, BoE), la volatilidad de mercado ha caído tras la decisión, apoyando la confianza añadir riesgo a los portafolios y en carry trades. Como resultado, ahora favorecemos cortos en el USD/MXN para la operación –aunque manteniendo una postura direccional neutral- y creemos que el peso podría intentar su soporte inmediato de 17.20 (cierre del año pasado), seguido de 17.10 (Fibonacci) e incluso el psicológico de 17.00 en las próximas semanas).

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 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
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	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	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