

## Minutas Banxico – Tono *hawkish* resaltando posibles presiones de demanda

- Banxico publicó hoy las minutas de la reunión que sostuvo el pasado 11 de agosto, en la que la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener la tasa de referencia en 4.25%
- Las discusiones de la Junta de Gobierno giraron en torno a los siguientes temas:
  - (1) Si bien el balance de riesgos para el crecimiento se deterioró respecto a la decisión anterior, varios miembros de la Junta de Gobierno aludieron a la posibilidad de mayores presiones por la demanda
  - (2) La inflación subyacente continúa mostrando una trayectoria ascendente, sin embargo el balance de riesgos se mantuvo sin cambios gracias al incremento de 50pbs que realizó la Junta de Gobierno en la reunión del 30 de junio;
  - (3) El ajuste en la política monetaria del pasado 30 de junio ayudó a estabilizar las expectativas de inflación de largo plazo, lo que se vio reflejado en el aplanamiento de la curva de rendimientos
  - (4) Existe la posibilidad de que la volatilidad financiera se acentúe ante nuevos riesgos geopolíticos como las elecciones en EE.UU.
- Hacia delante, continuamos pronosticando un mercado cambiario altamente volátil, debido a una gran cantidad de riesgos geopolíticos, por lo que anticipamos que Banxico volverá a subir 50pbs en septiembre, y nuevamente en diciembre, ubicando la tasa de referencia en 5.25% a final del año

**Minutas más sesgadas a adoptar una postura más restrictiva en los próximos meses.** El Banco de México publicó hoy las minutas de la reunión de política monetaria que sostuvo hace dos semanas (11 de agosto), en la que la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener la tasa de referencia sin cambios en 4.25%. Las discusiones de la Junta de Gobierno giraron en torno a los siguientes temas: (1) Si bien el balance de riesgos para el crecimiento se deterioró respecto a la decisión anterior, varios miembros de la Junta de Gobierno aludieron a la posibilidad de mayores presiones por la demanda; (2) si bien la inflación subyacente continúa mostrando una trayectoria ascendente, el balance de riesgos para la inflación se mantuvo sin cambios gracias al incremento de 50pbs que realizó la Junta de Gobierno en la reunión del 30 de junio; (3) el ajuste en la política monetaria del pasado 30 de junio ayudó a estabilizar las expectativas de inflación de largo plazo, lo que se vio reflejado en el aplanamiento de la curva de rendimientos; (4) existe la posibilidad de que la volatilidad financiera se acentúe ante nuevos riesgos geopolíticos como las elecciones en EE.UU.

25 de agosto 2016

www.banorte.com  
www.ixe.com.mx  
@analisis\_fundam

### Gabriel Casillas

Director General Análisis Económico  
gabriel.casillas@banorte.com

### Delia Paredes

Director Ejecutivo Análisis y Estrategia  
delia.paredes@banorte.com

### Alejandro Cervantes

Economista Senior, México  
alejandro.cervantes@banorte.com

### Renta fija y tipo de cambio

#### Alejandro Padilla

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

#### Juan Carlos Alderete, CFA

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

**Posibilidad de mayores presiones de demanda.** Dentro de las minutas, la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno destacaron que el balance de riesgos para el crecimiento económico se deterioró respecto a la decisión anterior. En particular, los miembros aludieron al menor dinamismo económico global explicado por la atonía de crecimiento tanto para economías emergentes como avanzadas. Respecto al desempeño económico de México, varios miembros señalaron la reducción que presentó la actividad económica derivado de la contracción en la minería y el menor dinamismo de la producción manufacturera, lo que a su vez se vio reflejado en un menor dinamismo de los servicios asociados a dicho sector como el comercio y el transporte. Respecto a este último punto, un miembro comentó que: *“...la información disponible es insuficiente para evaluar con precisión en qué medida la evolución reciente del PIB responde a factores de naturaleza estadística o a un debilitamiento de la actividad. En particular, explicó que las cifras del crecimiento en el segundo trimestre se vieron afectadas por factores de naturaleza estacional difíciles de corregir.”*

**Incertidumbre respecto al nivel de holgura de la economía.** Si bien la mayoría de los miembros comentaron que la brecha del producto se mantiene negativa, algunos se refirieron a la incertidumbre que persiste en evaluarla. Al respecto un miembro comentó que: *“...además de contar con posibles errores de medición del PIB potencial, las señales de holgura proporcionadas por diferentes mercados de insumos, incluyendo el laboral, tales como la reducida tasa de desempleo, así como la reciente tendencia de los costos unitarios de la mano de obra, no son actualmente claras, por lo que manifestó dudas respecto al grado de holgura que efectivamente prevalece en la economía.”* Por su parte, este miembro también hizo referencia al déficit de la cuenta corriente como *“un indicador adicional para la detección de presiones sobre los precios en la economía”*. Respecto a éste, dicho miembro explicó que: *“...a pesar de la desaceleración del producto, el desbalance entre el gasto y el ingreso nacional podría haberse incrementado de tal forma que, indirectamente a través del tipo de cambio, su evolución ya esté representando una presión de demanda sobre los precios.”*

**Balance de inflación sin cambios.** La mayoría de los miembros destacó que el balance de riesgos para la inflación se mantuvo sin cambios respecto a la reunión anterior. En este sentido la mayoría de la Junta de Gobierno comentó que: *“...tomando en cuenta el incremento del Objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día de 50 puntos base determinado en junio pasado, el balance de riesgos para la inflación en el horizonte de tiempo en el que tiene efecto la política monetaria es neutral. No obstante, algunos integrantes consideraron que este balance continúa siendo al alza, a lo que otro agregó que dicho balance se ha deteriorado, si bien aclaró que, en este sentido, fueron favorables tanto la decisión de política monetaria de junio pasado, como la percepción que vendrán ajustes adicionales en las finanzas públicas.”*

Sobre los riesgos al alza, la mayoría alertó que no se pueden descartar depreciaciones adicionales de la divisa mexicana, mientras que un miembro comentó que: *“... de revertirse la tendencia de la inflación no subyacente, podrían presentarse efectos de segunda vuelta. Asimismo, sostuvo que otro factor de riesgo es el surgimiento de posibles presiones de demanda agregada, considerando la ya mencionada incertidumbre sobre el nivel de holgura en la economía.”*

**Tipo de cambio, volatilidad y política monetaria.** La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno coincidieron en: *“...la cotización de la moneda nacional mostró una gran volatilidad, depreciándose primero al conocerse la decisión del Brexit, y apreciándose posteriormente, incluso a niveles inferiores a los del cierre de junio.”* Respecto a la respuesta del banco central ante estos eventos, un miembro comentó que: *“...la decisión de política monetaria adoptada por el Banco de México en días inmediatos posteriores a la decisión de la salida del Reino Unido de la Unión Europea contribuyó a la apreciación que el peso registró en el margen.”* En este sentido, la mayoría de los miembros comentaron el aplanamiento que presentó la curva de rendimientos ante el incremento de 50pbs en la tasa de referencia, lo que refleja una estabilización de las expectativas de inflación. Hacia delante, los miembros de la Junta de Gobierno comentaron que *“...el resurgimiento en la volatilidad podría derivarse principalmente de los riesgos externos asociados a factores geopolíticos y, en particular, a las posibles consecuencias del proceso electoral de Estados Unidos, medidas previsibles de normalización de la postura monetaria de la Reserva Federal, así como reducciones potenciales en el precio del petróleo. Incluso uno de los integrantes apuntó que la agudización de estos riesgos podría generar episodios de considerable aversión al riesgo que pudieran traducirse en salidas de capital del país.”*

**Continuamos esperando un incremento de 50pbs en la tasa de referencia en la reunión de septiembre.** Consideramos que las minutas confirman nuestra percepción de que el comunicado de Banxico muestra la complacencia de la Junta de Gobierno por las acciones preventivas –como podría considerarse la del pasado junio–, las cuales han sido efectivas para mejorar el balance de riesgos para la inflación. En este sentido, las discusiones estuvieron en línea con nuestra expectativa de que hacia delante, ante un panorama de un mercado cambiario altamente volátil –que pudiera eventualmente incidir de manera negativa en el desempeño de la inflación en el horizonte de la política monetaria–, Banxico 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. Las minutas de esta reunión se publicarán el 25 de agosto y el siguiente anuncio de política monetaria será el 29 de septiembre.

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

**El tono *hawkish* de Banxico señala valor limitado en la parte corta de la curva de Bonos M, con particular atención a la dinámica cambiaria en los siguientes meses.** Similar a la respuesta del miércoles tras el reporte de inflación, tanto los Bonos M como los Udibonos no mostraron una reacción importante después de la publicación de las minutas de Banxico. Consideramos que esto se debe más a un tema de baja liquidez estacional y convicción previo al discurso de Yellen mañana. Los Bonos M han operado hoy con ganancias de alrededor de 3pb a lo largo de la curva, mientras los Udibonos se ubican en su mayoría sin cambios. En base a esto y en línea con nuestras expectativas, pensamos que las minutas mostraron un tono ligeramente más *hawkish* en relación al del comunicado, particularmente ante la opinión de algunos miembros sobre riesgos de inflación al alza incluso después del aumento de 50pb a la tasa de referencia en junio. Consideramos que el valor en la parte corta es limitado, con alzas implícitas acumuladas para fin de este año en 28pb para diciembre y 66pb al 2T17. No descartamos posibles presiones en esta sección de la curva, en particular si el peso se deprecia de manera significativa nuevamente. Pasando al cambiario, mantenemos una postura defensiva en la moneda. Si bien hemos recomendado esperar al discurso de Yellen mañana para evaluar el atractivo de nuevos largos en el USD/MXN, seguimos considerando que el cruce respetará un fuerte soporte técnico en la zona de 18.00-17.95, donde esperamos un fuerte apetito por dólares. Esperamos renovadas presiones en el peso en la medida en que nos acercamos a la elección de EE.UU., además de otros eventos de riesgo (*e.g.* reunión de productores de petróleo en Argelia, referéndum en Italia en octubre, proceso de aprobación del presupuesto gubernamental en nuestro país y la reunión del Fed en septiembre, entre los más relevantes).

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldivar, 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 y Santiago Leal Singer, 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
<b>COMPRA</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	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
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 / Comercio Especializado	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 / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Eugenia Ivonne Arias Medina	Analista	eugenia.arias.medina@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	hugoa.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