

## Banxico – Mayor preocupación por el cambiario, pero sin detonar un alza preventiva

- Banco de México dejó la tasa de referencia sin cambio en 3.25%, en línea con el consenso de analistas del mercado
- Si bien Banxico enfatizó que el balance de riesgos para el crecimiento ha mostrado cierto deterioro respecto a la decisión anterior...
- ...percibimos una mayor preocupación por parte de la Junta de Gobierno por el comportamiento de la divisa ante la reciente ola de volatilidad en los mercados internacionales
- En nuestra opinión, a pesar de una mayor preocupación por el tipo de cambio, Banxico continuará “atado” a las acciones de política monetaria de la Reserva Federal
- En este contexto, esperamos que el próximo movimiento de Banxico tenga lugar en junio
- Las minutas de esta reunión se publicarán el próximo 18 de febrero, mientras que la próxima reunión tendrá lugar el 30 de marzo
- Desempeño mixto en tasas locales, con Udibonos beneficiados por asveración sobre inflación.

**Postura monetaria sin cambios y con ajustes al balance de riesgos.** El día de hoy, Banco de México anunció su decisión de dejar la tasa de referencia sin cambio en 3.25%, en línea con el consenso de los analistas del mercado. En nuestra opinión, si bien Banxico considera que el balance de crecimiento –tanto externo como interno-, se ha deteriorado, percibimos una mayor preocupación por el desempeño reciente del tipo de cambio y las consecuencias que podría tener eventualmente no sólo sobre la inflación en el corto plazo, sino sobre las expectativas inflacionarias, dadas las condiciones de volatilidad en los mercados financieros globales. No obstante, no pensamos que esta preocupación vaya a detonar necesariamente una acción por parte de la autoridad monetaria mexicana antes de que el Fed vuelva a subir tasas en junio. En este contexto, coincidimos que el balance de riesgos para el crecimiento se ha deteriorado, mientras que seguimos pensando que el contagio a los precios por parte del tipo de cambio será limitado, con la inflación terminando el año por debajo de la meta objetivo de Banxico en 3%.

4 de febrero 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

**El balance de riesgos del crecimiento se deterioró con respecto a la reunión anterior.** En nuestra opinión, el tono del comunicado con respecto al crecimiento fue más negativo. Si bien Banxico confirmó la fortaleza que ha mostrado el consumo privado apoyado por el mayor empleo y los bajos niveles de inflación, el banco central fue muy enfático al considerar que las exportaciones han perdido dinamismo dada la desaceleración de la demanda externa. Al mismo tiempo, Banxico reconoció que la inversión se ha desacelerado. Dado lo anterior, Banxico considera que: *“...no se anticipan durante los próximos trimestres presiones generalizadas sobre los precios provenientes de la demanda agregada. Se considera que el balance de riesgos para el crecimiento ha mostrado cierto deterioro respecto de la decisión previa de política monetaria...”*.

**Tipo de cambio y volatilidad serán factores claves para el comportamiento de la inflación.** La autoridad monetaria concluye que las condiciones cíclicas de la economía mexicana muestran debilidad mientras que el panorama de inflación en el corto plazo se ha deteriorado gracias a los efectos de base de comparación. No obstante lo anterior, como ya se comentó, la Junta de Gobierno advirtió que entre los riesgos al alza para la inflación está el hecho de que: *“... dadas las consecuencias que el entorno internacional ha tenido sobre el comportamiento del tipo de cambio, persista la depreciación reciente de la moneda nacional o se acentúe, lo cual pudiera llegar a contaminar las expectativas de inflación y conducir a aumentos de precios de los bienes no comerciables...”*.

**Sin embargo, Banxico seguirá al Fed.** En una entrevista realizada por *Bloomberg* dentro del marco del *World Economic Forum* en Davos, el Gobernador Agustín Carstens fue cuestionado en torno a si el banco central podría adoptar una postura monetaria distinta respecto al Fed. Al respecto, Carstens comentó la relevancia de distinguir entre los factores externos e internos de nuestra economía. En el primer caso, el movimiento cambiario puede desestabilizar las expectativas inflacionarias y ello podría forzar un incremento en las tasas de interés. Sin embargo, la dinámica actual de la economía mexicana, la cual se ha caracterizado por un moderado crecimiento, es congruente con la postura monetaria que ha adoptado Banxico. En este contexto, y considerando que parte de la volatilidad del tipo de cambio es generada por el diferencial de tasas entre México y EE.UU., Carstens comentó que *“es indispensable seguir al Fed”*.

**Consideramos que el próximo movimiento de Banxico será de alza, inmediatamente después del Fed en junio.** Si bien la autoridad monetaria todavía percibe un escenario de debilidad en la actividad económica y espera que la inflación se mantenga por debajo del objetivo en lo que resta del 2016, la perspectiva de mayores tasas en Estados Unidos supone un riesgo significativo para el tipo de cambio y la inflación en México. Es por esto que pensamos que Banxico iniciará un ciclo de política monetaria restrictiva el 30 de junio, luego de que el Fed haga lo propio en su reunión del 15 de junio.

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

**Desempeño mixto en tasas locales, con Udibonos beneficiados por aseveración sobre inflación.** Los bonos locales finalizaron con un desempeño mixto, toda vez que los inversionistas asimilaron un escenario complejo para Banxico hacia delante. Las mayores preocupaciones sobre el traspaso de las pérdidas cambiarias sobre los precios así como los riesgos potenciales sobre el entorno internacional pesaron más en el comunicado que la visión menos favorable sobre crecimiento local. Como resultado, los instrumentos a tasa nominal (Bonos M) registraron pérdidas de 3pb, mientras que aquellos a tasa real (Udibonos) ganaron entre 5 y 15pb, con aquellos de menor plazo siendo los más beneficiados. A nuestro parecer, las condiciones actuales y la valuación de la curva continúan siendo favorables para nuestras estrategias de inversión, a pesar del comunicado de hoy. Vemos un mayor premio en los instrumentos Jun'21 y Jun'22 respecto al Dic'24. De igual manera seguimos viendo más atractivos el Dic'18 y el Dic'19 al interior del *belly* de la curva de Bonos M, segmento que consideramos tiene el mayor valor relativo. En este sentido, los inversionistas extranjeros mantienen una elevada exposición en Bonos M, pero han reducido duración. Asimismo, consideramos que recibir la parte corta de la curva de derivados de TIIIE-28 continúa sugiriendo una estrategia defensiva apropiada, con ganancias por *carry* y *roll-down* muy atractivas de 7pb por cada mes en el instrumento de 1 año (13x1), y una valuación de alzas implícitas acumuladas por parte de Banxico todavía asequibles a pesar del fuerte ajuste del tipo de cambio a inicios de este año. Para mayores detalles sobre esta recomendación referirse a “México: Recomendamos recibir el derivado de TIIIE-28 de 1 año (13x1)”, publicado el 12 de noviembre de 2015, <[pdf](#)>.

En el cambiario, el peso pasó de 18.28 a 18.33 por dólar tras el comunicado y en un mínimo de la sesión. En nuestra opinión, este sí muestra una mayor preocupación por el potencial efecto de traspaso de la depreciación acumulada del peso sobre la inflación, manteniendo a este factor como clave para decisiones futuras. No obstante, cabe destacar: (1) La afirmación de que no se han observado efectos de segundo orden en precios de bienes no-comerciables; y (2) que si bien ya anticipan un impacto en el precio de algunos bienes, no pronostican un deterioro generalizado en el proceso de formación de precios. Derivado de lo anterior e inclusive al considerar esta creciente preocupación, seguimos creyendo que las condiciones locales no auguran un posible alza preventiva de la tasa de referencia para hacer frente a la debilidad de la divisa. En este contexto, mantenemos nuestra recomendación de compra del USD/MXN ante la fuerte volatilidad externa, con primer soporte en 18.15-18.20 (que intentó romper hoy) y atractivo direccional (dadas las condiciones actuales) en el psicológico de 18.00 por dólar.

## 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
<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
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 / Química	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