

Informe Trimestral de Banxico – Explicando la temporalidad de la inflación

1 de marzo 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 Económico
delia.paredes@banorte.com

Alejandro Cervantes

Economista Senior, México
alejandro.cervantes@banorte.com

Francisco Flores

Analista Economía Nacional
francisco.flores.serrano@banorte.com

- Banxico publicó hoy su *Informe Trimestral* correspondiente al cuarto trimestre de 2016
- En nuestra opinión, los puntos más destacables del informe son los siguientes:
 - (1) La inflación en 2017 cerrará alrededor del 5%, aunque a finales de 2018 convergerá a la meta de Banxico;
 - (2) El panorama para la economía mexicana se tornó más complejo, ya probablemente se obstaculizará la relación comercial entre México y EE.UU.;
 - (3) Con ello, el balance de crecimiento para la economía mexicana se ha deteriorado, por lo cual Banxico redujo su pronóstico para 2017 a un rango entre 1.3% y 2.3% (rango anterior: 1.5-2.5%); y
 - (4) La brecha del producto se mantendrá en terreno negativo hacia finales de 2018;
- En los tradicionales recuadros de investigación se tocan los siguientes temas:
 - (1) Los efectos de los incrementos de los precios de los energéticos en la formación de precios no han ocurrido de manera desordenada y se han comportado de acuerdo a lo anticipado;
 - (2) La importancia de las cadenas globales de valor entre México y Estados Unidos; y
 - (3) El mercado laboral mexicano parecería aún presentar holgura dadas las condiciones particulares sobre la informalidad
- Mantenemos nuestra expectativa de que Banxico incrementará en 100pb la tasa de referencia en lo que resta del año

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.macal@banorte.com

Santiago Leal

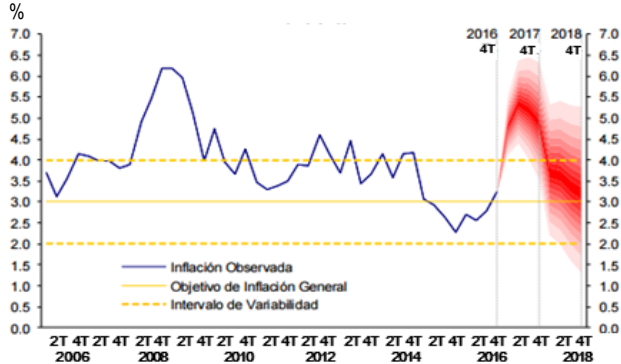
Analista
Renta Fija y Tipo de Cambio
santiago.leal@banorte.com

Menor crecimiento y mayor inflación. El Banco de México publicó hoy su *Informe Trimestral* correspondiente al cuarto 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) La inflación en 2017 cerrará el año alrededor de 5%, aunque a finales de 2018 convergerá a la meta del banco central; (2) el panorama para la economía mexicana se tornó más complejo, ya que probablemente se obstaculizará la relación comercial entre México y EE.UU.; (3) con ello, el balance de crecimiento para la economía mexicana se ha deteriorado, por lo cual Banxico redujo su pronóstico para 2017 a un rango entre 1.3% y 2.3% (rango anterior: 1.5-2.5%); y (4) la brecha del producto se mantendrá en terreno negativo hacia finales de 2018.

Documento destinado al público en general

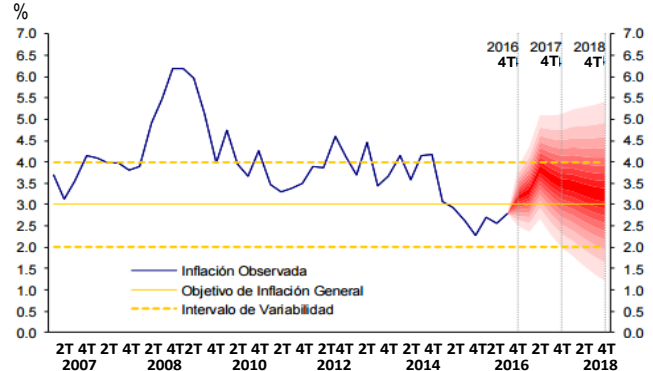
Inflación alrededor de 5% en 2017. La autoridad monetaria afirmó que el balance de riesgos de la inflación se ha deteriorado y la reciente trayectoria ascendente de la inflación se ha explicado por: (1) cambios en precios relativos de las mercancías respecto de los correspondientes a los servicios derivados de la depreciación que ha tenido el tipo de cambio real; y (2) el impacto transitorio de la liberalización de los precios de la gasolina. En el agregado, y analizando las gráficas de abanico, el banco central espera que la inflación se sitúe por encima del 5% durante el año. Sin embargo, Banxico reconoció que la trayectoria de la inflación para el próximo año convergerá a su meta hacia finales del 2018. Entre los riesgos al alza, el banco central destacó como los principales que la frecuencia de los choques antes mencionados incremente la probabilidad de efectos de segundo orden sobre la inflación y un deterioro adicional en las expectativas de inflación ante depreciaciones futuras de la divisa mexicana como consecuencia de la incertidumbre respecto al entorno externo.

Gráfica de abanico: Inflación general (Actual)



Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 3T16

Gráfica de abanico: Inflación general (Anterior)



Fuente: Banco de México, Informe Trimestral 2T16

Revisión a la baja a los estimados de crecimiento. El informe destaca que la economía mexicana continuó creciendo, pero a un menor ritmo durante el cuarto trimestre de 2016, como resultado del dinamismo del consumo privado, al mismo tiempo que la demanda externa continuó recuperándose. Sin embargo la inversión registró un débil desempeño. En este contexto, el banco central también detalló que “...si bien aún prevalece incertidumbre sobre las medidas concretas, las propuestas de política económica mencionadas por ese gobierno [EE.UU.] con relación a México ya tienden a apuntar a que en cierto grado tomará acciones que obstaculicen las relaciones entre los dos países. Este entorno ha influido ya en la confianza de los consumidores y empresas, en la inversión extranjera directa y en los flujos de remesas hacia el país.” Con ello, el banco central revisó a la baja su rango estimado de crecimiento para este año entre 1.3 y 2.3% (anterior: 1.5 y 2.5%; Banorte-Ixe: 1.1%). Para el próximo año, Banxico también revisó a la baja su estimado de crecimiento a un rango entre 1.7% y 2.7% (anterior: 2.2% y 3.2%; referirse a las tablas de la siguiente página). En este sentido, la brecha del producto publicada hoy por el banco central también muestra que se mantendrá en terreno negativo durante el año.

Principales pronósticos Banxico
Informe trimestral actual

	2017	2018
PIB (%)	1.3 – 2.3	1.7 – 2.7
Empleo (miles)	580 – 680	620 – 720
Balanza comercial (mmd)	-10.1 (1% del PIB)	-9.0 (0.9% del PIB)
Cuenta corriente (mmd)	-26.5 (2.7% del PIB)	-27.8 (2.7% del PIB)
Inflación		
General	Por encima de la cota superior de inflación	Niveles cercanos al 3%
Subyacente	Niveles superiores del objetivo permanente de inflación	Niveles cercanos al 3%

Fuente: Banxico

Principales pronósticos Banxico
Informe trimestral anterior

	2017	2018
PIB (%)	1.5 – 2.5	2.2 – 3.2
Empleo (miles)	600 – 700	650 – 750
Balanza comercial (mmd)	-12.6 (1.2% del PIB)	-12.3 (1.1% del PIB)
Cuenta corriente (mmd)	-30.9 (3.0% del PIB)	-33.9 (3.0% del PIB)
Inflación		
General	Arriba del objetivo permanente de inflación	Niveles cercanos al 3%
Subyacente	Niveles superiores del objetivo permanente de inflación	Niveles cercanos al 3%

Fuente: Banxico

El incremento en los precios de los energéticos no ha provocado graves distorsiones en el proceso de la formación de precios. El primer cuadro de investigación analiza el impacto del incremento en los precios de la gasolina y gas LP sobre los precios de la economía. El resultado de la investigación muestra que el ajuste en precios ha sido ordenado hasta el momento, ya que los efectos indirectos observados no han tenido una afectación mayor a la esperada sobre los bienes y servicios que utilizan a los energéticos como insumos, por lo que no se han generado efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios.

Cadenas Globales de Valor entre México y Estados Unidos. En el segundo recuadro de investigación, el banco central realizó un análisis sobre la importancia de las cadenas globales de valor (CGV) entre México y EE.UU. El recuadro concluye que las restricciones al comercio internacional de un país afecta tanto al país de origen de los bienes que importa, como al mismo país que impone dichas restricciones, ya que pierde competitividad derivado de un mayor costo de sus insumos productivos. Por su parte, ello también tiene un impacto negativo sobre el proceso productivo, al mismo tiempo que distorsiona los patrones de consumo y de comercio.

El mercado laboral mexicano se encuentra cercano a la tasa de desempleo congruente con un entorno de inflación estable. El último recuadro de investigación analiza la *NAIRU* (*Non-accelerating rate of inflation* por sus siglas en inglés) en el mercado laboral mexicano y su nivel de holgura. El resultado de la investigación sugiere que al incorporar la particularidad del mercado laboral mexicano, en el cual el empleo formal actúa como amortiguador ante choques agregados, la tasa de desempleo se encuentra en su nivel de largo plazo, por lo que no se esperaría que se generen presiones inflacionarias por el lado de la demanda.

Esperamos un incremento de 100pbs en la tasa de referencia en lo que resta del año. Hacia delante, anticipamos que Banxico incrementará en 100pb la tasa de referencia en lo que resta del 2017. Con el anuncio de la Comisión de Cambios, el banco central ahora cuenta con un mayor margen de ejecución de política monetaria, ya que las presiones inflacionarias derivadas de la volatilidad del tipo de cambio serán menores, esto incluye también la trayectoria de los precios de los energéticos, particularmente las gasolinas. De igual forma, los incrementos preventivos implementados por el banco central desde diciembre de 2015, Banxico también cuenta con más grados de libertad para ejecutar la política monetaria en relación al Fed. En este contexto, creemos que esto implica que Banxico ya tiene espacio para no tener que subir la tasa necesariamente en 50pb –como ocurrió en diciembre pasado-, cuando lo haga el Fed.

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

Mantenemos recomendaciones en renta fija y el cambiario tras la confirmación de Banxico sobre un posible escenario complicado hacia adelante. Las tasas locales limitan pérdidas e incluso registran ganancias en la parte larga de la curva tras reportes en prensa sobre la posibilidad de implementación de mecanismos adicionales por parte de Banxico para enfrentar condiciones adversas para mercados locales en el futuro (*e.g.* línea de *swaps* con el Fed y/o *swaps* de tasas de interés reportada por *Bloomberg*). No obstante, destacamos que el Gobernador Carstens dijo que el banco central no está en proceso de solicitar una línea con el Fed, lo que indujo una reversión parcial del movimiento previo.

Las tasas locales aún operan con una dinámica negativa en instrumentos de menor plazo conforme el *Reporte Trimestral de Inflación* (RTI) confirmó las preocupaciones sobre la compleja situación para la inflación en los siguientes meses y una fuerte posibilidad de mayores alzas en la tasa de referencia durante 2017, incluso tras considerar la revisión a la baja en las expectativas de crecimiento para este y el próximo año. La curva de rendimientos descuentan 76pb de alzas (Banorte-Ixe +100pb) para el resto del año. Los Udibonos ya descuentan este escenario e incluso operan con un premio inflacionario excesivo para mayores plazos, conforme los *breakevens* de corto plazo se ubican actualmente en 4.07% y los de mayor duración en 3.93%. En este contexto, mantenemos nuestra recomendación de inversión sobre el *steepener* 5/10 en derivados de TIIIE-28 con un nivel de entrada de 28pb, objetivo de 43pb, *stop-loss* de 18pb, operando en 29pb. Los argumentos detrás de esta estrategia de valor relativo pueden consultarse en nuestra nota: “*Recomendación de Inversión: Steepener 5/10 en derivados de TIIIE-28*” <[pdf](#)>, publicada el 15 de febrero.

En el cambiario, el peso gana 1.3% y opera en 19.85 por dólar, la mejor de la sesión en EM. Similar a las tasas, la mayor ganancia no se observó con el reporte, aunque pasó de 19.73 hasta 19.90 tras los comentarios del *swap* con el Fed de Carstens. Nos mantenemos con un sesgo positivo para el peso en el intradía, sin descartar un nuevo intento de la zona de 19.50-19.55 como adecuado para toma de utilidades. Del lado contrario, sugerimos recortar la exposición de subir nuevamente a 20.10, aunque destacando que hemos sugerido esta postura desde poco más de dos semanas, cuando el USD/MXN operaba cercano a 20.35 por dólar.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, 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, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, 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 / Químico	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

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