

## Vemos más alzas de tasas de Banxico que el mercado: nos preocupa la inflación

El mercado de renta fija y el consenso de analistas de mercado anticipa una trayectoria para la tasa de referencia del Banco de México menos agresiva para los próximos dos años de lo que consideramos será necesario para contrarrestar las presiones inflacionarias que se avecinan. En el cuadro 1 primera columna, presentamos las cotizaciones de la curva de tasas IRS al 24 de enero; mientras que en la segunda columna, las tasas TIIIE “forward” de 28 días implícitas en la curva obtenidas con un método de interpolación. En la última columna, presentamos lo que sería el escenario consistente con la columna previa para la tasa de interés de referencia de Banxico acomodándolo a las fechas del calendario de las decisiones de política monetaria. De acuerdo con el resultado del ejercicio, el Banco de México, según el mercado, estaría subiendo la tasa de referencia de manera gradual llegando a 7.50% en el mes de septiembre, nivel que se mantiene sin cambio hasta fin de 2018. Por su parte, la última encuesta quincenal de Banamex, señala que el consenso de analistas espera un comportamiento similar, sin alzas en 2018, ya que esperan un nivel para la tasa de referencia de Banxico de fin de 2017 de 7.0% y del mismo nivel a fin de 2018.

**Cuadro 1. Curva de tasas IRS de TIIIE y reuniones de Banxico**

| Tenor | Spot TIIIE (mid) | Fwd TIIIE (mid) | Reuniones Banxico | Tasa de Referencia Implícita |
|-------|------------------|-----------------|-------------------|------------------------------|
| 1x1   | 6.142            | 6.142           | 24-ene.-17        | 5.75                         |
| 2x1   |                  | 6.487           | 09-feb.-17        | 6.25                         |
| 3x1   | 6.460            | 6.769           | 30-mar.-17        | 6.50                         |
| 4x1   |                  | 6.922           | 18-may.-17        | 6.75                         |
| 5x1   |                  | 7.079           | 22-jun.-17        | 7.00                         |
| 6x1   | 6.765            | 7.271           | 10-ago.-17        | 7.25                         |
| 7x1   |                  | 7.482           | 28-sep.-17        | 7.50                         |
| 8x1   |                  | 7.639           | 09-nov.-17        | 7.50                         |
| 9x1   | 7.040            | 7.723           | 14-dic.-17        | 7.50                         |
| 10x1  |                  | 7.746           | 08-feb.-18        | 7.50                         |
| 11x1  |                  | 7.752           | 29-mar.-18        | 7.50                         |
| 12x1  |                  | 7.754           | 17-may.-18        | 7.50                         |
| 13x1  | 7.250            | 7.751           | 09-ago.-18        | 7.50                         |
| 14x1  |                  | 7.745           | 27-sep.-18        | 7.50                         |
| 15x1  |                  | 7.739           | 08-nov.-18        | 7.50                         |
| 16x1  |                  | 7.736           | 13-dic.-18        | 7.50                         |
| 17x1  |                  | 7.735           |                   |                              |
| 18x1  |                  | 7.736           |                   |                              |
| 19x1  |                  | 7.739           |                   |                              |
| 20x1  |                  | 7.745           |                   |                              |
| 21x1  |                  | 7.752           |                   |                              |
| 22x1  |                  | 7.762           |                   |                              |
| 23x1  |                  | 7.774           |                   |                              |
| 24x1  |                  | 7.788           |                   |                              |
| 25x1  |                  | 7.804           |                   |                              |
| 26x1  | 7.495            | 7.823           |                   |                              |

24 de enero de 2017

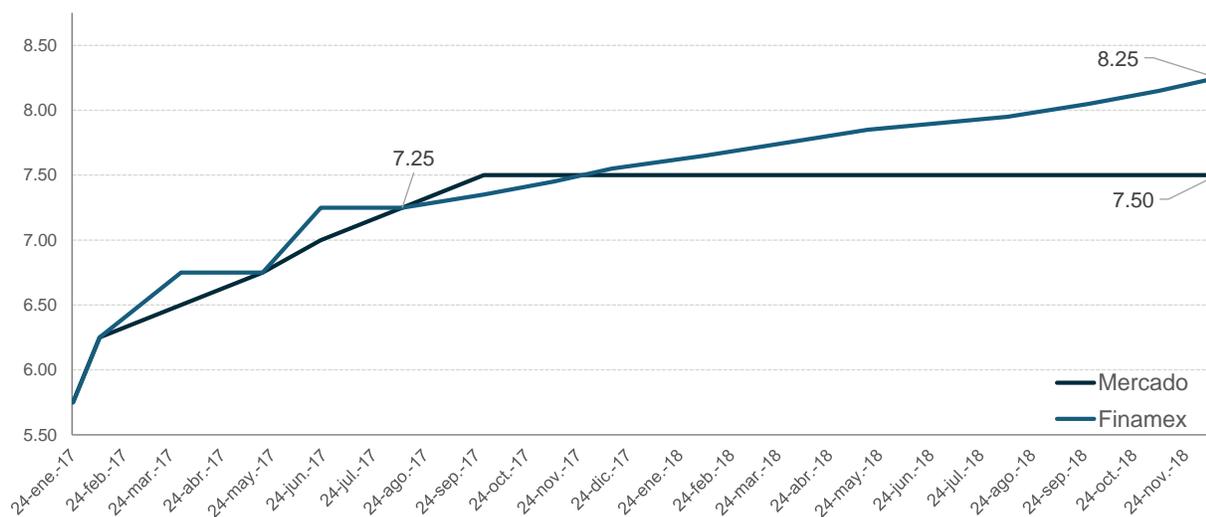
*El escenario del mercado y de analistas es consistente con la presunción que adelantó el Banco de México respecto a que la inflación en 2017 cerrará dentro del intervalo de la meta, que los impactos de la gasolina y del salario mínimo serán temporales, y que para 2018 la inflación regresará al 3.0%. Esto es lo que dijo el Banco de México en su último comunicado de Política Monetaria: “Para los próximos meses se anticipa que la inflación presente un incremento transitorio derivado fundamentalmente de choques en precios relativos, para luego retomar la convergencia a su meta. En efecto, se prevé que la inflación general y la subyacente se ubiquen ligeramente por arriba de 3.0 por ciento hacia el cierre de este año (2016), mientras que para 2017 se estima que tanto la inflación general, como la subyacente, registren incrementos adicionales, cerrando el año dentro del intervalo de variabilidad. Esta previsión considera el efecto de los cambios en precios relativos de las mercancías respecto de los correspondientes a los servicios derivado de la depreciación del tipo de cambio real, así como el efecto temporal que, sobre el crecimiento de los precios, tendrán el incremento anunciado para el salario mínimo a partir de enero de 2017 y la liberalización gradual de los precios de las gasolinas. No obstante, se espera que en 2018 tanto la inflación general, como la subyacente, retomen una tendencia convergente al objetivo de 3.0 por ciento, a medida en que se vayan desvaneciendo los efectos de dichos choques”.*

*Nuestra tesis sugiere que los riesgos para la inflación y para el tipo de cambio no serán temporales y posiblemente se extiendan hasta 2018 por las razones que vamos a argumentar más adelante. De esta manera, coincidimos con el mercado en que el Banco de México subirá la tasa de referencia de manera gradual, en primera instancia argumentando que las alzas de tasas son preventivas ya que el aumento en la inflación de la primera parte del año será temporal y con impactos de una vez. Nuestro escenario de alza de la tasa de referencia es muy similar al del mercado de IRS hasta la reunión del 10 de agosto de 2017, según mostramos en la gráfica 1, llegando ambos al nivel de 7.25%; sin embargo, nosotros esperamos a partir de dicha fecha y hasta la última reunión de fin de año de 2018, al menos 100 puntos base más de alzas, mientras que el mercado anticipa tan sólo 25 puntos base, ya que diferimos de la presunción de Banco de México y del mercado, de que la inflación regresará pronto hacia la meta de 3% en 2018 (ver gráfica 1). Cuando sea evidente dicha tesis, entonces el Banco de México continuará subiendo la tasa de referencia. De igual manera, tampoco podemos descartar que las alzas iniciales de Banco de México sean más rápidas y de mayor magnitud que las propuestas en el escenario del mercado*

24 de enero de 2017

y en el nuestro, ya que, a nuestro juicio, es lo que se requiere para fortalecer el escenario macro. Sin embargo, nuestro escenario está más orientado a lo que consideramos hará el Banco de México.

**Gráfica 1. Tasa de referencia implícita.**



Fuente: Bloomberg

*El año pasado, tanto el mercado de renta fija como el consenso de analistas subestimaron las alzas de tasas y aún no había inflación. Hace un año por estas fechas, el mercado esperaba que la tasa de referencia de Banco de México terminaría 2016 y 2017 en 3.75% y 4.75% mientras que el consenso de analistas esperaba 3.75% y 4.50%, respectivamente. Sin duda, ambas estimaciones quedaron bastante rebasadas, ya que la tasa de referencia terminó 2016 en 5.75% y ahora las estimaciones apuntan a terminar 2017 entre 7% y 7.50%. Hay que recordar que mientras la Fed subió la tasa de referencia en 25 puntos base durante 2016, el Banco de México lo hizo en 250 puntos base de manera preventiva, ya que la inflación se mantuvo durante el año dentro del intervalo de la meta y muy cerca del objetivo de 3%. Ahora, la inflación 12-meses arranca el año en 4.78% en la primera quincena de enero y estaría rebasando el nivel de 5% próximamente, para terminar el año fuera del intervalo de la meta. Es decir, ahora con inflación, el reto para el Banco de México es mucho mayor que el del año pasado para impedir que se deterioren las expectativas de mediano plazo. Por lo pronto, el mercado de renta fija, a través de la medición de las inflaciones implícitas (diferencia entre bono M y UDI de 10 años), ha modificado de manera sustancial la expectativa inflacionaria para los próximos 10 años: de*

24 de enero de 2017

3.3% previo a la elección presidencial en EUA a 4.5% actualmente. Es difícil no argumentar que la resta entre los rendimientos de los bonos no contiene un componente de riesgo inflacionario que distorsiona la parte de la medición de la expectativa inflacionaria, pero es evidente la dirección de la descomposición de las expectativas (ver gráfica 2).

**Gráfica 2. Inflaciones implícitas bono M y UDI a 10 años (% anual)**

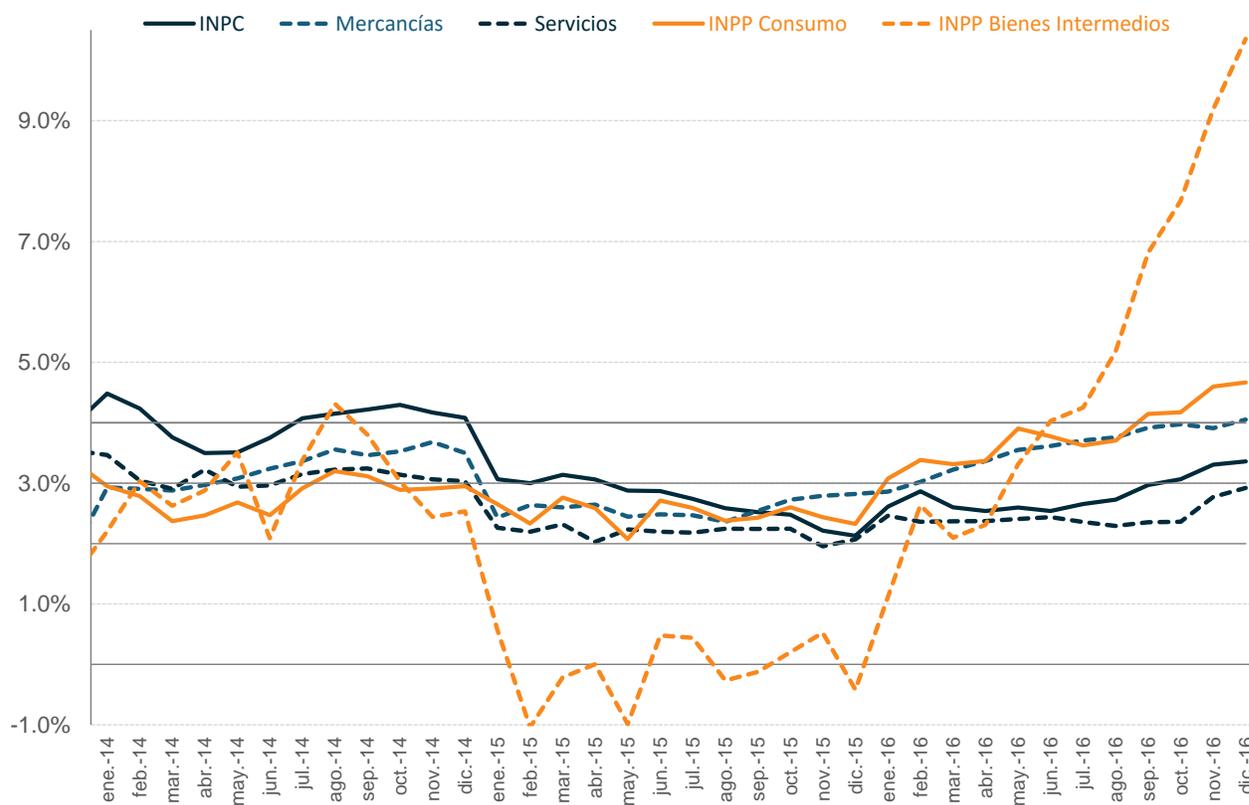


Fuente: Bloomberg

*El impacto de la depreciación del tipo de cambio más el alza en dólares de las materias primas ya estaba en el proceso de formación de precios de la inflación al productor. En la gráfica 3 podemos distinguir tanto la inflación al productor de bienes de consumo como de bienes intermedios (reflejando el impacto del alza de precios de las materias primas en pesos), con una clara tendencia al alza a partir de 2016 esperando para ser traspasado a los precios al consumidor este año. De igual manera, preocupa en la gráfica 3, el comienzo hacia finales de 2016 del cambio de tendencia en la inflación de servicios, que en la primera quincena de enero de este año tuvo un alza considerable llegando a 3.02%. El Banco de México venía cuidando con recelo que la inflación en las mercancías esperada por un alza en sus costos, no se contagiara o tuviera efectos de segundo orden en la inflación de servicios, situación que comienza a preocupar.*

24 de enero de 2017

**Gráfica 3. Evolución del índice Nacional de Precios al Consumidor y Precios al Productor (variación anual porcentual)**



Fuente: INEGI

Para este año, las presiones de depreciación del tipo de cambio no han terminado y con la liberalización de los precios de la energía en México, éstos se ajustarán en función de sus referencias internacionales. El acuerdo de la OPEP del pasado 30 de noviembre de cumplirse este año, será definitorio para marcar una nueva tendencia al alza del precio del petróleo y de sus derivados. Entre las presiones al tipo de cambio que continuarán durante este año y posiblemente en 2018, destacan: la incertidumbre asociada a las políticas de Trump respecto a la renegociación del tratado de libre comercio TLCAN, la política de inmigración y el muro que pudieran alargarse en caso de que se decida ir por la renegociación del tratado. En segundo término está el calendario electoral que empieza este año con las elecciones a gobernador del Estado de México, Nayarit y Coahuila y culmina con la elección presidencial en junio de 2018. A juzgar por las encuestas, serán campañas bastante reñidas y como hemos visto en otros países, como Inglaterra y Estados Unidos, las encuestas ya no necesariamente pronostican al ganador. En tercer lugar, nos hemos referido previamente al fin de las eternas tasas bajas de la Fed, pudiendo ésta sorprender al mercado con más alzas

24 de enero de 2017

de las que incorpora el mercado actualmente y prolongarse en 2018 con 3 alzas de 25 puntos base en cada uno de los próximos dos años.

En suma: el escenario de la trayectoria de la tasa de referencia que anticipa el mercado, a nuestro juicio, no refleja la totalidad de los riesgos para la inflación y el tipo de cambio en los próximos 2 años. En este contexto, es de esperarse que el Banco de México tuviera que subir la tasa de referencia en mayor magnitud y no descartamos que posiblemente pudiera ser más rápido de lo que tiene incorporado el mercado para los primeros meses del año. Nuestro escenario difiere principalmente del mercado a partir de la reunión de agosto de 2017, lo que pudiera aprovecharse pagando el IRS 26x1 y recibiendo el 9x1.

**Guillermo J Aboumrad**

24 de enero de 2017

## Dirección de Estrategias de Mercado

Dr. Guillermo J. Aboumrad  
*Director*  
[gaboumrad@finamex.com.mx](mailto:gaboumrad@finamex.com.mx)  
+ 52 (55) 5209 2056

Margarita Chamorro Cámara  
*Subdirectora Renta Variable*  
[mchamorro@finamex.com.mx](mailto:mchamorro@finamex.com.mx)  
+ 52 (55) 5209 2151

José Arnulfo Quintero Campas  
*Analista Sr. Renta Variable*  
[jquintero@finamex.com.mx](mailto:jquintero@finamex.com.mx)  
+ 52 (55) 5209 2141

Nancy Juárez Negrete  
*Analista Sr. Macroeconomía*  
[njuarez@finamex.com.mx](mailto:njuarez@finamex.com.mx)  
+ 52 (55) 5209 2149

Ana Lourdes López Velasco del Pino  
*Analista Jr. Renta Variable*  
[alvdelpino@finamex.com.mx](mailto:alvdelpino@finamex.com.mx)  
+ 52 (55) 5209 2146

---

### Anexo de Declaraciones

El contenido de este documento es de carácter estrictamente informativo y no constituye una oferta o recomendación de Casa de Bolsa Finamex S.A.B. de C.V. para comprar, vender o suscribir ninguna clase de valores, o bien para la realización de operaciones específicas.

Se hace saber a la audiencia que el documento presente puede ser elaborado por una persona perteneciente a una unidad de negocio distinta a la Dirección de Estrategias de Mercado dentro de Casa de Bolsa Finamex S.A.B. de C.V.

Casa de Bolsa Finamex S.A.B. de C.V. no se hace responsable de la interpretación que se le dé a la información y/o el contenido de este documento.

Casa de Bolsa Finamex S.A.B. de C.V. no acepta, ni aceptará, responsabilidad alguna por las pérdidas, daños o minusvalías que se deriven de decisiones de inversión que se hubiesen basado en este documento.

Las personas responsables por la elaboración de este reporte certifican que las opiniones mencionadas reflejan su propio y exclusivo punto de vista, y no representan la opinión de Casa de Bolsa Finamex S.A.B. de C.V. ni de sus funcionarios.

Las personas responsables por la elaboración de este reporte no reciben compensación alguna por expresar su opinión en algún sentido en particular sobre los temas mencionados en este documento.

Las personas responsables por la elaboración de este reporte no percibieron compensación alguna de personas distintas a Casa de Bolsa Finamex S.A.B. de C.V.

Este documento se realiza con base en información pública disponible, incluidas la BMV, Bloomberg, SIBolsa y otra información publicada en internet, que se consideran fuentes fidedignas, sin embargo no existe garantía de su confiabilidad, por lo que Casa de Bolsa Finamex S.A.B. de C.V. no ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad.