

# Banxico Watch

## México

1 de febrero de 2013

**FX y Tasas de Interés:**  
**Ociel Hernández**  
ociel.hernandez@bbva.com  
+5255 5621 9616

**Claudia Ceja**  
claudia.ceja@bbva.com  
+5255 5621 9715

**Economía:**  
**Arnoldo López**  
arnoldo.lopez@bbva.com  
+5255 5621 3095

**Iván Martínez**  
ivan.martinez.2@bbva.com  
+5255 56216503

## Banxico parece tener un recorte en la mira, pero la incertidumbre se mantiene: ¿qué estrategia aplicar?

**Resumen:** Las minutas de política monetaria de Banco de México están en línea con el comunicado más reciente. Mantenemos nuestra perspectiva de una pausa monetaria, sin embargo consideramos que la probabilidad de un recorte se ha incrementado. Los escenarios consistentes con un posible recorte serían: inflación persistentemente a la baja durante un periodo considerable, un MXN fuerte y estable, o una mayor desaceleración económica. Como resultado, y en vista de las condiciones monetarias actuales, esperamos que los mercados empiecen a poner en precio un recorte de 50pb, por lo cual mantenemos abiertas nuestras estrategias: recibir el extremo corto y el largo de la curva. En el corto plazo, Banxico podría limitar el margen de apreciación del MXN, pero las fuerzas a favor de una moneda más fuerte en el segundo semestre del año se mantienen.

## Los miembros de la Junta nuevamente parecen inclinarse a recortar tasa, pero...

Las minutas de la decisión política monetaria del 18 de enero, publicadas hoy, confirman que como en ocasiones anteriores, la mayoría de los miembros de la Junta parecen inclinados a recortar tasa si se confirma la tendencia inflacionaria descendente. La mayoría esgrimió argumentos similares a los que se muestran en las minutas de marzo de 2012 y señaló que la convergencia puede lograrse a un costo económico menor. Sin embargo, un miembro consideró que es muy pronto para enviar señales de un recorte de tasa debido a que no se cuenta con información sobre la capacidad de la economía para mantener la tendencia a la baja de la inflación. Esta opinión se deriva del hecho de que la caída de la inflación en los últimos meses dependió de manera crucial de una reducción en las tarifas de telecomunicaciones que podría ser temporal.

Mantenemos nuestra expectativa de una pausa monetaria en los próximos meses con base en los siguientes elementos: 1) la variedad de opiniones en el seno de la Junta respecto al grado y tiempo que la inflación debería mantenerse en torno al objetivo para confirmar la convergencia; 2) nuestra perspectiva de que la inflación no se encontrará en el objetivo en el corto plazo; y 3) la persistencia de las expectativas de inflación de mediano plazo alrededor del 3.5%. Sin embargo, si la inflación se mantuviera en el objetivo durante varios meses consecutivos, se incrementan las posibilidades de un recorte de 50pb. Lo anterior derivado de la postura de algunos miembros de la Junta, quienes consideran que el recorte debería realizarse una sola vez para reflejar los ganancias que se han obtenido en el combate a la inflación y el hecho de que las tasas reales no han sido negativas por un tiempo prolongado en la última década. Por otro lado, si el MXN mantiene su fortaleza y/o si el ritmo de la economía sigue desacelerándose, habría margen para un recorte en el contexto inflacionario actual.

## Entonces, ¿cuál estrategia aplicar?

El 8 de enero recomendamos recibir la parte corta de la curva TIEE en vista de las dinámicas de inflación prevaecientes entonces, la fortaleza y estabilidad del MXN y la desaceleración en el ritmo de crecimiento de la economía mexicana. Asimismo, nos adelantamos a la postura de Banxico mediante nuestro Índice de Condiciones Monetarias, que nos mostraba que las condiciones monetarias eran menos laxas y que, por lo tanto, la Junta podría adoptar una postura más acomodaticia.

## Lo anterior es el pasado; ¿ahora qué?

Mantenemos nuestra recomendación actual (véase la nota del 18 de enero) que implica recibir tasa TIEE a 1 año (aunque el sector del 2 años también ofrece valor), pero hemos movido nuestro stop loss al nivel de entrada de 4.90 y bajado nuestro objetivo a 4.50 desde el 4.70 inicial. También seguiremos aplicando nuestra estrategia de extremos (mariposa) con los Mbonos: largos 3A y 30A frente al 10A, abierta en julio de 2012. Aunque la posibilidad de un recorte de tipos seguirá favoreciendo el extremo corto de la curva, estamos seguros de que Banxico no subirá la tasa de fondeo en el largo plazo. Por ello, la sección larga muy probablemente se mantendrá demandada.

## El racional de nuestras estrategias

Banxico muestra un tono acomodaticio ahora que los riesgos de inflación se han suavizado y que el MXN permanece estable. Esperamos que la inflación se acerque a 3.3% en junio, pero con un sesgo a la baja. Los riesgos provenientes de la inflación subyacente se han reducido. De acuerdo con nuestro análisis, la probabilidad de que Banxico recorte la tasa de fondeo aumentaría si la inflación permanece por un periodo prolongado por debajo de 3.5% y si el MXN sigue oscilando en torno a 12.50 frente al USD. Otro elemento que debemos tomar en cuenta son los riesgos económicos, que apuntan a la baja. Los indicadores adelantados más recientes de México y EE.UU. sugieren un crecimiento modesto, acompañado de variables de tendencias que están deslizándose hacia una zona de incomodidad. En otras palabras, si los riesgos económicos se agudizan de forma considerable y la inflación permanece baja, Banxico recortaría la tasa dejando de lado el nivel del MXN. Dicho esto, todo parece indicar, en nuestra opinión, que debemos apostar a un escenario en el que el mercado se moverá hacia un escenario de 50pb de recorte. Dado que ya nos encontramos a medio camino en la parte corta, insistimos en que la parte larga deberá mantener su desempeño sobresaliente.

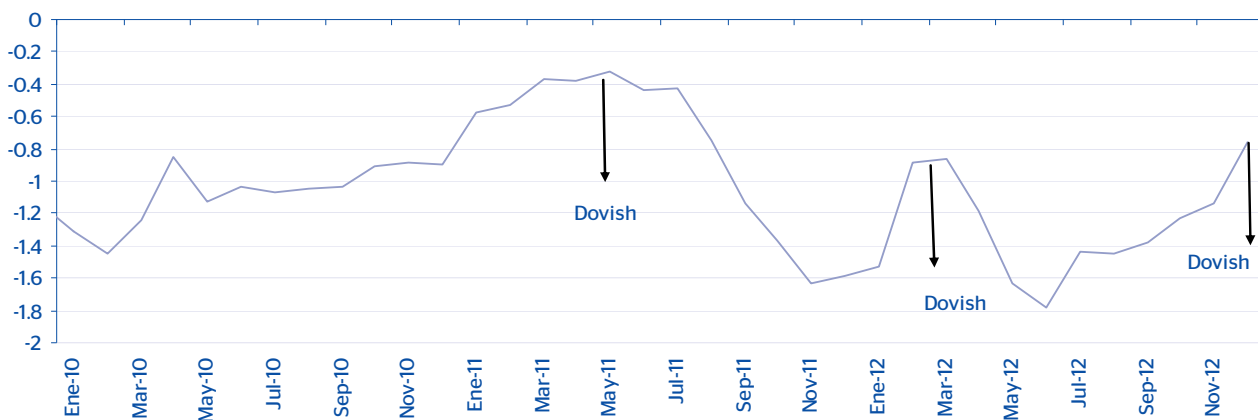
## El MXN, ¿causa o efecto?

Como ya dijimos, una tendencia apreciatoria en el MXN y una inflación a la baja ciertamente aumentan la probabilidad de un recorte de tasa. Sin embargo, esta misma probabilidad limita el potencial de que el USDMXN descienda en el corto plazo. El MXN reaccionó negativamente al cambio de postura radical de Banxico durante su última reunión de política monetaria. Sin embargo, nos parece que esta reacción también fue producto de cierto ajuste tras el rally previo, y que el comunicado simplemente sirvió de excusa para tomar utilidades dado que los mercados ni siquiera descontaban un recorte de 25pb. De nuevo ponemos de relieve que, desde la decisión, tanto los mercados como el consenso de analistas tienden a esperar que Banxico se torne más dovish ahora que la inflación y las lecturas de actividad han seguido sorprendiendo a la baja. Esta probabilidad es más elevada ahora, y el carry perderá algo de su atractivo si los mercados empiezan a poner en precio un recorte de 50pb. Los factores que fundamentaron nuestra expectativa de una depreciación efímera después del comunicado más reciente muy probablemente se mantendrán inmutables: el precipicio fiscal sigue debatiéndose, el Congreso de EE.UU. probablemente elevará el techo de la deuda dentro de 3 meses y el posicionamiento largo MXN deberá continuar en torno a máximos históricos. Un menor *carry*, junto con dichos factores globales y técnicos, limitará el fortalecimiento del MXN al soporte técnico de 12.55 observado en últimas fechas. No obstante, la inflación debería tocar fondo en el verano y, para entonces, el precipicio fiscal debería haberse superado (o, más probablemente, dejado en el tintero hasta finales de año). El debate en torno a la reforma fiscal se intensificará hacia el segundo semestre del año y alimentará el vigoroso dinamismo

de las entradas de inversión hacia México. Esto, en nuestra opinión, también llevaría al MXN a niveles por debajo del soporte actual. Si la reforma fiscal se aprueba este otoño, el margen para una apreciación se ampliaría (nuestro estimado actual de cierre de año se ubica en 12.25).

Gráfica 1

**Índice de Condiciones Monetarias y comunicados dovish de Banxico**



Fuente:BBVA Research

**INFORMACIÓN IMPORTANTE**

Las entidades del Grupo BBVA identificadas junto al nombre del analista en la página 1 del presente informe han participado o contribuido en su elaboración, incluidos los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones.

**Para los lectores en la Unión Europea**, este documento se distribuye por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"). BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

**Para los lectores en México**, este documento se distribuye por BBVA Bancomer, S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer (en adelante, "BBVA Bancomer"). BBVA Bancomer es una institución de crédito sujeta a la supervisión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México.

**Para los lectores en Los Estados Unidos de América**, este documento se distribuye por BBVA Securities, Inc. (en adelante, "BBVA Securities"), filial de BBVA registrada y supervisada por la Securities and Exchange Commission y miembro de la Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") y la Securities Investor Protection Corporation en los Estados Unidos de América. Los ciudadanos estadounidenses que deseen realizar cualquier transacción deben contactar con BBVA Securities en Estados Unidos. Siempre que la normativa local no lo establezca de otro modo, los ciudadanos no estadounidenses deben ponerse en contacto y realizar cualquier transacción con la sucursal o la filial de BBVA de su jurisdicción correspondiente.

BBVA y las sociedades del Grupo BBVA (artículo 42 de RD de 22 de agosto de 1885 Código de Comercio) cuenta con una Política de Conducta en los Mercados de Valores que establece estándares comunes aplicables no sólo a la actividad en los mercados de estas entidades sino también a la actividad concreta de análisis y a los analistas. Dicha política está disponible para su consulta en el sitio web: [www.bbva.com](http://www.bbva.com).

Los analistas que residen fuera de Estados Unidos y que han participado en este informe no están registrados ni reconocidos como analistas por la FINRA ni en la bolsa de Nueva York y no deben considerarse "personas asociadas" a BBVA Securities (conforme a la definición de la FINRA). Como tales, no están sujetas a restricciones de la norma 2711 de la NASD en su comunicación con las compañías en cuestión, apariciones públicas y operativa por cuenta propia de los analistas.

**BBVA está sometido a un Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores, que desarrolla la política global mencionada más arriba para el ámbito U.E., el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. Este Reglamento está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo.**

**BBVA Bancomer está sometido a un Código de Conducta del Grupo Financiero BBVA Bancomer y a un Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores, que desarrolla la política global mencionada más arriba para el ámbito mexicano, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código y este Reglamento está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bancomer.com/GrupoBBVABancomer/Conócenos](http://www.bancomer.com/GrupoBBVABancomer/Conócenos).**

**BBVA Securities está sometido a un Código de Conducta en los Mercados de Capitales, que desarrolla la política global mencionada más arriba para el ámbito americano, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información.**

---

**EXCLUSIVAMENTE PARA LOS LECTORES RESIDENTES EN MÉXICO**

En los doce meses pasados, BBVA Bancomer ha otorgado créditos bancarios a la/s siguiente/s emisora/s que son objeto de análisis en el presente informe: **ALFA, AXTEL, CONSTRUCCION Y SERVICIOS INTEGRALES SIGMA, CORPORACION GEO, DAIMLER MEXICO, FACILEASING, GENOMMA LAB INTERNACIONAL, GRUPO CARSO, GRUPO CASA SABA, GRUPO CEMENTOS DE CHIHUAHUA, GRUPO COMERCIAL CHEDRAUI, GRUPO PALACIO DE HIERRO, IMPULSORA DEL DESARROLLO Y EL EMPLEO EN AMERICA LATINA, INDUSTRIAS BACHOCO, INMOBILIARIA RUBA, PEMEX CORPORATIVO, TIENDAS CHEDRAUI, URBÍ DESARROLLOS URBANOS, VOLKSWAGEN LEASING.**

En los doce meses pasados, BBVA Bancomer ha otorgado servicios de Representación Común a la/s siguiente/s emisora/s que son objeto de análisis en el presente informe: **N/A**

**BBVA o cualquiera de las sociedades del Grupo BBVA, tiene suscritos contratos de liquidez o es creador de mercado respecto a los valores emitidos por la/s siguiente/s sociedad/es, que es/son objeto del presente informe: MexDer Contrato de Futuros (Dólar de Estados Unidos de América (DEUA), TIIE de 28 días (TE28), Swap de TIIE, CETES de 91 días (CE91)), Bonos M, Bonos M3, Bonos M10, Índice de Precios y Cotizaciones de la BMV (IPC), Contrato de Opciones (IPC, Acciones América Móvil, Cemex, CPO, Femsa UBD, Gcarso A1, Telmex L), Udibonos.**

Hasta donde se tiene conocimiento, un Consejero, Director General o Directivo que ocupa el nivel inmediato al director general de BBVA Bancomer funge a su vez con dicho carácter en la/s siguiente/s Emisora/s que pueden ser objeto de análisis en el presente informe: **Alfa, Aisea, America Movil, AMX, Asur, CMR, Coca-Cola Femsa, Consorcio Hogar, Dine, El Puerto de Liverpool, Fomento Economico Mexicano, Gruma, Grupo Aeroportuario del Pacífico, Grupo Aeroportuario del Sureste, Grupo Bimbo, Grupo Carso, Grupo Financiero Inbursa, Grupo Kuo, Grupo Maseca, Grupo Modelo, Grupo Posadas, Grupo Televisa, Industrias Peñoles, Invex Controladora, KOF, México, Grupo Aeroportuario del Centro Norte, Sanborns Hermanos, Sears Roebuck de México, Telecom, Telefonos de México, Tenaris, Urbi Desarrollos Urbanos, Vitro.**

BBVA Bancomer, y en su caso las sociedades que forman parte del Grupo Financiero BBVA Bancomer, podrán mantener de tiempo en tiempo inversiones en los valores o instrumentos financieros derivados cuyos subyacente sean valores objeto de la presente recomendación, que representen el 10% o más de su cartera de valores o portafolio de inversión, o el citado porcentaje de la emisión o subyacente de los valores de que se trate.

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados con la finalidad de proporcionar a los clientes del Grupo BBVA información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. Ni BBVA ni ninguna entidad del Grupo BBVA asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. Excepto en lo relativo a la información propia del Grupo BBVA, el contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA, por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. **BBVA no asume responsabilidad (ni tampoco las sociedades de su Grupo) por cualquier daño, perjuicio o pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.**

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. En particular, este documento no se dirige en ningún caso a, o pretende ser distribuido a, o usado por ninguna entidad o persona residente o localizada en una jurisdicción en donde dicha distribución, publicación, uso o accesibilidad, sea contrario a la Ley o normativa o que requiera que BBVA o cualquiera de las sociedades de su Grupo obtenga una licencia o deba registrarse. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

La sucursal de BBVA en Hong Kong (CE número AFR194) es regulada por la Hong Kong Monetary Authority y la Securities and Futures Commission de Hong Kong.

Este documento se distribuye en Singapur por la oficina de Singapur de BBVA solamente como un recurso para propósitos generales de información cuya intención es de circulación general. Al respecto, este documento de análisis no toma en cuenta los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de alguna persona en particular y se exceptúa de la Regulación 34 del Financial Advisers Regulations ("FAR") (como se solicita en la sección 27 del Financial Advisers Act (Cap. 110) de Singapur ("FAA")).

BBVA, BBVA Bancomer o BBVA Securities no son instituciones de depósitos autorizadas de acuerdo con la definición del "Banking Act 1959" ni están reguladas por la "Australian Prudential Regulatory Authority (APRA)".

---

**DISCLAIMER GENERAL EN EL CASO DE QUE LOS LECTORES ACCEDAN AL INFORME A TRAVÉS DE INTERNET**

En caso de que usted haya accedido al presente documento vía Internet o vía otros medios electrónicos que le permitan consultar esta información, deberá leer detenidamente la siguiente notificación:

La información contenida en el presente sitio es únicamente información general sobre asuntos que pueden ser de interés. La aplicación y el impacto de las leyes pueden variar en forma importante con base en los hechos específicos. Ni BBVA ni las entidades del Grupo BBVA garantizan que el contenido del presente documento publicado en Internet sea apropiado para su uso en todas las áreas geográficas, o que los instrumentos financieros, valores, productos o servicios a los que se pueda hacer referencia estén disponibles o sean apropiados para la venta o uso en todas las jurisdicciones o para todos los inversores o clientes. Los lectores que accedan al presente informe a través de Internet, lo hacen por su propia iniciativa y son, en todo caso, responsables del cumplimiento de las normas locales que les sean de aplicación.

Tomando en cuenta la naturaleza cambiante de las leyes, reglas y regulaciones, así como los riesgos inherentes a la comunicación electrónica, pueden generarse retrasos, omisiones o imprecisiones en la información contenida en este sitio. De acuerdo con esto, la información de este sitio se proporciona en el entendido de que los autores y editores no proporcionan por ello asesoramiento y/o servicios legales, contables, fiscales o de otro tipo.

Todas las imágenes y textos son propiedad de BBVA y no podrán ser bajados de Internet, copiados, distribuidos, guardados, reutilizados, retransmitidos, modificados o utilizados de cualquier otra forma, con excepción a lo establecido en el presente documento, sin el consentimiento expreso por escrito de BBVA. BBVA se reserva todos sus derechos de propiedad intelectual de conformidad con la legislación aplicable.