

Minutas del FOMC – Gradual alza de tasas sigue siendo consistente con escenario

17 de octubre 2018

www.banorte.com
@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**Katia Goya**
Economista Senior, Global
katia.goya@banorte.com**Estrategia de Renta fija y tipo de cambio****Alejandro Padilla**
Director de Estrategia
Renta Fija y Tipo de Cambio
alejandropadilla@banorte.com**Santiago Leal**
Subdirector de Estrategia
Tipo de Cambio
santiagoleal@banorte.com**Leslie Orozco**
Gerente de Estrategia
Renta Fija y Tipo de Cambio
leslie.orozco.velez@banorte.com

- El Fed acaba de publicar las minutas de su reunión del pasado 26 de septiembre en la que el FOMC decidió incrementar la tasa de referencia en 25pb
- El documento apunta a que la mayoría de los miembros del Fed favorecen continuar con alzas graduales en la tasa de los *Fed funds*
- No obstante, parece que existe cierto rango de opiniones en cuanto a qué tan restrictivos deben tornarse
- La evaluación de las condiciones económicas sigue siendo optimista, mientras que siguen esperando un nivel de inflación ligeramente por encima de 2%
- Mantenemos nuestra expectativa de que el FOMC incrementará el rango de los *Fed funds* en 25 pts una vez más antes de que termine 2018
- Adicionalmente, prevemos que incrementará en 75pb la tasa de referencia el año próximo
- Minutas que sugieren un cambio en la valuación del mercado

Evaluación favorable de las condiciones económicas y de inflación. El Fed acaba de publicar las minutas de su reunión del pasado 26 de septiembre en la que el FOMC decidió incrementar la tasa de referencia en 25pb. El documento apunta a que la mayoría de los miembros del Fed favorecen continuar con alzas graduales en la tasa de los *Fed funds*, con una evaluación favorable de las condiciones económicas, considerando que existen varios factores que apoyan un crecimiento del PIB por encima de su tendencia de largo plazo, como son: (1) Un sólido mercado laboral; (2) el estímulo fiscal, tanto por el lado de los impuestos como del gasto público; (3) condiciones financieras todavía acomodaticias; y (4) un sólido balance financiero de las familias. Inclusive un par de participantes mencionaron un incremento en la capacidad productiva del país. Con respecto a la inflación, consideraron que se mantendrá alrededor de niveles del objetivo de 2% e inclusive varios miembros mencionaron que, en sus distritos, empresas con presiones sobre los precios de las materias primas - derivado del incremento en las tarifas-, consideraban tener mayor capacidad de trasladar dichas presiones a sus precios finales. En este contexto, consideran que los riesgos al escenario están balanceados, mencionando, no obstante, preocupación por las consecuencias de las tensiones comerciales, así como por la apreciación del dólar y las consecuencias que podría tener la crisis en algunos emergentes, si llegara a expandirse.

Documento destinado al público en general

Alzas graduales siguen siendo consistentes con el escenario económico. Si bien el consenso entre los miembros del FOMC es que el escenario sigue justificando continuar con la normalización de las condiciones monetarias, llama la atención dos discusiones en particular: (1) La eliminación de la frase del comunicado que dice que las condiciones siguen siendo “*acomodaticias*”; y (2) el nivel de restricción al que se tiene que llegar en el mediano plazo. En el primer caso, coincidieron en que el uso del *forward guidance* había sido muy útil en las primeras etapas del proceso de normalización, pero que en este punto ya no tiene sentido utilizarlo dada la incertidumbre que rodea al nivel de tasa neutral. En el caso del nivel de restricción, si bien hay una amplia gama de opiniones -como ya hemos discutido en otros documentos-, el consenso parece estar de acuerdo en que la postura monetaria debe tornarse restrictiva, a excepción de un par de miembros que opinan que no debe restringirse a menos de que haya señales claras de un sobrecalentamiento de la actividad económica y de presiones inflacionarias.

Mantenemos nuestra expectativa de que el FOMC incrementará el rango de los *Fed funds* en 25 pts una vez más en diciembre de este año. En resumen, nada en las minutas que sea diferente a la retórica *hawkish* que hemos venido escuchando por parte de los miembros del Fed, quienes claramente están dispuestos a llevar la tasa de referencia a terreno restrictivo. En este contexto, consideramos que la actividad económica seguirá mostrando fortaleza por lo menos hasta finales del primer semestre del año que entra. Mientras tanto, consideramos que las presiones inflacionarias, si bien incipientes en estos momentos, se irán incrementando poco a poco. En este contexto, esperamos que el Fed incremente los *Fed funds* en 75 en 2019, para luego evaluar la coyuntura económica.

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

Minutas que sugieren un cambio en la valuación del mercado. Este miércoles se dieron a conocer las minutas de la última decisión de política monetaria de la Reserva Federal el 26 de septiembre, en donde el FOMC optó por incrementar en 25pb su tasa de referencia, con un anuncio e información relevante que sugiere condiciones monetarias menos *acomodaticias* en EE.UU. en los próximos meses. Las minutas mostraron un profundo análisis y discusiones alrededor del estado actual de la economía (fuerte), así como las preocupaciones por condiciones que pudieran generar presiones en precios (tanto para los productores como para consumidores). En este sentido, la mayoría de los miembros mantiene una visión sobre una tasa de neutralidad de política monetaria por arriba del 3% y un ritmo de normalización acelerado. En este sentido, vale la pena resaltar que la mediana de los *dot plots* ubica a la tasa de los *Fed funds* en 3.125% para 2019 y 3.625% para 2020. Bajo esta óptica podríamos esperar una tasa del *Treasury* de 2 años cercana a estos niveles, lo cual implica un ajuste adicional tomando en cuenta el desfase de al menos 35pb observada en la tasa forward de 2 años.

Las implicaciones para los *Treasuries* de mayor plazo (y consecuentemente para la pendiente de la curva de rendimientos) son de gran importancia, especialmente después del reciente ajuste de la referencia de 10 años de 2.80% a un máximo del año de 3.25% en el último mes (actualmente en 3.17%). A finales de este año podríamos esperar una tasa de 3.25% y para el próximo de 3.50%.

Ante esta coyuntura, el mercado de bonos soberanos en México observó una reacción modestamente negativa, en línea con el resto de los mercados emergentes, presionándose 2-3pb a lo largo de todos los plazos. El panorama más *hawkish* del Fed ha representado un fuerte reto para los flujos de capital en EM, por lo que reacciones de política económica son esperados por parte de diversos bancos centrales. En este contexto, a pesar de un colchón de 442pb entre las tasas reales *ex-ante* de corto plazo de México y EE.UU., probablemente Banxico tendrá que aumentar una vez más su tasa de fondeo a lo largo de este trimestre, aunado a una dinámica de inflación que se mantiene altamente compleja. No obstante, Banxico ya se encuentra próximo a concluir su ciclo de alza de tasas, aunque con un margen limitado de recortarlas en el corto plazo por el plan de acción del Fed. Esto podría darles un sustento a los instrumentos de mediano plazo en nuestro país, con un premio ajustado por duración mucho más atractivo que aquellos bonos de mayor plazo. Bajo esta óptica consideramos todavía apropiado mantener nuestra estrategia táctica de corto plazo en el Udibono Jun'22, el cual seguirá beneficiándose de un *carry* atractivo en UDIS durante el periodo actual de inflaciones estacionalmente altas.

En relación al mercado cambiario, este paradigma de condiciones monetarias más restrictivas en EE.UU. es positivo para el USD, especialmente por la falta de sincronía entre el Fed y la mayoría de los bancos centrales en mercados tanto desarrollados (exceptuando el BoE por ejemplo) como emergentes (también exceptuando a Banxico). Esta diferenciación de México respecto a otros países (i.e. tasas de interés más atractivas) ha sido un sustento de gran relevancia para observar un peso mexicano más defensivo que otras divisas emergentes, con un rendimiento favorable en el año de 4.6% (la moneda más fuerte en EM). No obstante lo anterior, seguimos reiterando nuestra postura de ver un peso con un margen limitado de mayor apreciación, manteniendo nuestro rango estimado de operación de 18.60 a 19.50 en un horizonte de 6 a 12 meses. Consideramos apropiado un posicionamiento largo en USD en la cota inferior de este rango, es decir, aprovechar las oportunidades de fortaleza para compra de dólares en bajas. De muy corto plazo vemos oportunidad de largos en USD en la zona de 18.70 y la operación inversa a partir de 19.25.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Marissa Garza Ostos, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Francisco Duarte Alcocer y Leslie Thalía Orozco Vélez, 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 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 de 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, 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, 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	<i>Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.</i>
MANTENER	<i>Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.</i>
VENTA	<i>Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.</i>

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
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector Economía Nacional	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco José Flores Serrano	Gerente 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
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 1670 - 1698

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
Francisco Duarte Alcocer	Analista	francisco.duarte.alcocer@banorte.com	(55) 1670 - 2707
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@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	Subdirector Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Analista Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@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