

Banxico – Suficientemente *dovish* para esperar al Fed

26 de marzo 2015

www.banorte.com
www.ixe.com.mx
@analisis_fundam

Gabriel Casillas

Director General Análisis Económico
gabriel.casillas@banorte.com

Delia Paredes

Director Ejecutivo Análisis y Estrategia
delia.paredes@banorte.com

Alejandro Cervantes

Economista Senior, México
alejandro.cervantes@banorte.com

Estrategia de Renta fija y tipo de cambio

Alejandro Padilla

Estratega en Jefe, Renta Fija y FX
alejandro.padilla@banorte.com

Juan Carlos Alderete, CFA

Subdirector, Mercado Cambiario
juan.alderete.macal@banorte.com

- Banco de México dejó la tasa de referencia sin cambio en 3%, en línea con la mayoría de los analistas del mercado
- En nuestra opinión, el tono del comunicado resultó ligeramente más *dovish* de lo anticipado por el mercado, debido a que la Junta de Gobierno:
 - (1) Destacó la percepción del mercado de que es probable que el movimiento inicial de alza en la tasa de los *Fed funds* se retrase;
 - (2) El balance de riesgos para el crecimiento económico se ha deteriorado
- No obstante lo anterior, volvieron a puntualizar que dos los factores a los que pondrán más atención para sus decisiones futuras de política monetaria son:
 - (1) Las condiciones monetarias relativas con respecto a EE.UU; y
 - (2) El desempeño del tipo de cambio
- Continuamos anticipando que el Fed iniciará la normalización en junio y por lo tanto que Banxico comenzará un ciclo restrictivo en la reunión del 23 de julio

Postura monetaria sin cambios y tono ligeramente más *dovish*. Banco de México llevó a cabo su reunión de política monetaria y anunció su decisión de dejar la tasa de referencia sin cambio en 3%, en línea con la mayoría de los analistas del mercado. En nuestra opinión, el tono del comunicado resultó ligeramente más *dovish* de lo anticipado por el mercado, debido a que la Junta de Gobierno: (1) Destacó la percepción del mercado de que es probable que el movimiento inicial al alza en la tasa de los Fed funds se retrase; (2) el balance de riesgos para el crecimiento económico se ha deteriorado.

Posible retraso en el ciclo de alzas de la Fed. Si bien el banco central comentó que la expectativa de una postura monetaria más restrictiva por parte de la autoridad monetaria en Estados Unidos persiste entre la mayoría de los participantes de mercado, si destacó que ante el último comunicado de política monetaria publicado por el Fed, el mercado ahora considera que probablemente el movimiento inicial al alza en la tasa de los *Fed funds* se retrase.

Tono negativo en cuanto a crecimiento. En nuestra opinión, el tono del comunicado respecto al crecimiento se tornó más negativo respecto al comunicado anterior. En particular, el banco central consideró que el balance de riesgos para la economía global se mantiene sin cambios. Sin embargo, en el caso de México la Junta de Gobierno mencionó que: *“La economía mexicana ha tenido un desempeño un tanto débil. Adicionalmente, continúa observándose una reducción en la plataforma de producción de petróleo, que ha contribuido al menor crecimiento de la producción industrial... Teniendo en cuenta lo anterior, se considera que el balance de riesgos para el crecimiento se ha deteriorado...”*

Postura monetaria relativa y tipo de cambio continúan siendo los factores más importantes para Banxico. Destacamos del comunicado: *“...la Junta de Gobierno se mantendrá atenta a la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, pero particularmente a la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos, así como al desempeño del tipo de cambio.”* Como hemos comentado en nuestras publicaciones anteriores, Banxico no maneja la tasa de interés de referencia en términos absolutos sino que, dada la influencia global de EE.UU., sólo fija el diferencial entre la tasa de fondeo de México y la tasa de fondos federales de EE.UU. Por lo tanto, si el Fed decide subir tasas en junio de este año, prácticamente de manera independiente al ciclo económico y al nivel de inflación en México, el Banco de México “tendría” que mantener el diferencial entre las tasas de interés de ambos países. Sobre todo porque no hacerlo podría detonar una depreciación significativa del peso mexicano frente al dólar y que ésta se lleve a cabo de manera “desordenada”.

Mantenemos nuestra expectativa de que el próximo movimiento de Banxico será de alza en julio (inmediatamente después del Fed). Considerando que la actividad económica en México estará creciendo a una tasa mayor este año y que el Fed va a elevar el nivel de la tasa de fondos federales este año (en junio), vemos muy probable que Banxico inicie un ciclo de alza de tasas también (en julio), a pesar de que la inflación en México se encuentre por primera vez en el objetivo de 3%. En este sentido, estimamos que el ciclo de política monetaria restrictiva será de 100 pb este año motivado por tres factores: (a) Una perspectiva mucho más optimista para la economía norteamericana, sobre todo a la luz de los últimos datos económicos y del impulso que podrían dar los bajos precios de la gasolina (en ese país) al consumidor; (b) la preocupación de la Junta de Gobierno por algún tipo de traspaso de la depreciación reciente del peso frente al dólar a la inflación (i.e. *passthrough*); y la que consideramos clave; y (c) las condiciones monetarias relativas, particularmente con EE.UU., serán un factor (o el factor) más relevante para decidir la trayectoria de tasas de interés en México hacia delante. El riesgo que vemos de nuestro pronóstico de política monetaria en México es que el Fed retrase el inicio de su ciclo de política monetaria restrictiva, lo que en nuestra opinión pospondría también el alza de tasas de parte del Banco de México. Las minutas de esta reunión se publicarán el jueves 9 de abril y el siguiente anuncio de política monetaria tendrá lugar el jueves 30 de abril.

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

Instrumentos locales se mantienen presionados ante factores globales y mostrando una reacción limitada al cambio en el tono de Banxico Banxico mostró un sesgo ligeramente *dovish* hoy en comparación con el comunicado dado a conocer el pasado 29 de enero (tono *hawkish* en aquella ocasión). Las tasas locales observaron una reacción limitada después de la decisión de hoy a pesar de una retórica distinta utilizada hoy, conforme la valuación del mercado ya descuenta un proceso de alzas gradual en 2S15 (incrementos implícitos de 60-75pb en este periodo). Las preocupaciones de los inversionistas permanecen centradas en factores globales, especialmente con un posible ajuste al alza adicional en las primas de riesgo y término en los siguientes días dado el alto grado de incertidumbre en relación a las futuras decisiones del Fed (y de Banxico sugiriendo un movimiento a la par con la Reserva Federal). En este sentido, el reporte laboral a publicarse la siguiente semana en EE.UU. así como las minutas del *FOMC* el siguiente 8 de abril serán de gran relevancia para los inversionistas; factores que pudieran reflejar una mayor volatilidad en los mercados en los siguientes días. Las tasas *forward* ya incorporan un proceso de normalización gradual en México (2a/2a ubicándose alrededor de 6% y 5a/5a en 6.60%), argumentando a favor de una mejor valuación en nodos de mayor plazo a lo largo de la curva de rendimientos. Considerando los diferenciales entre deuda mexicana y norteamericana (plazo de 10 años actualmente en 388pb, superior al equilibrio de mediano plazo en 360pb y el promedio de 12 meses en 349pb) y la pendiente de la curva, mantenemos una perspectiva positiva en cuanto a la valuación de Bonos M de larga duración, especialmente el segmento de 20 años (May'31 y Nov'34). Sin embargo, consideramos que mejores niveles de entrada para estrategias direccionales pudieran alcanzarse en los siguientes días conforme el proceso de toma de utilidades continúe ante los eventos previamente mencionados.

En el cambiario, el peso se depreció de 15.08 a 15.15 por dólar ante el sorpresivo cambio de tono relativo a las expectativas de mercado. Hacia delante creemos que el soporte con el que podría contar la divisa de un potencial aumento del diferencial de tasas de interés de corto plazo respecto a EE.UU. estará limitado por el momento, con toda la atención en las perspectivas acerca del Fed dado que la Junta reiteró que se mantendrá muy vigilante de las condiciones monetarias relativas y la dinámica del tipo de cambio para futuras decisiones. Adicionalmente, destacamos que a pesar de que el comunicado notó que el ritmo de fortaleza del dólar se ha moderado desde la última decisión del Fed, la volatilidad externa podría incrementarse nuevamente e impactar a nuestra moneda. En este sentido, pensamos que el peso continúa siendo vulnerable a un empeoramiento del escenario externo, una de las principales razones detrás de nuestra recomendación actual de largos en el USD/MXN abierta el pasado 20 de marzo con entrada en 14.98, objetivo de 15.50 y *stop-loss* de 14.60 pesos por dólar. Mantenemos esta posición, misma que se ha beneficiado el día de hoy de una mayor aversión al riesgo y el comunicado de Banxico.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Juan Carlos Alderete Macal, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Santiago Leal Singer, Rey Saúl Torres Olivares; Manuel Jiménez Zaldívar, Víctor Hugo Cortes Castro, Marisol Huerta Mondragón, Marissa Garza Ostos, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, María de la Paz Orozco, Tania Abdul Massih Jacobo, Hugo Armando Gómez Solís, Valentín III Mendoza Balderas, 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, ni 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 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 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	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Cuando 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 Análisis Económico	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Análisis Económico	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
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	livia.honsel@banorte.com	(55) 1670 - 1883
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
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
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

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de	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	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director de Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5004 - 1275
Victor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 5004 - 1231
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 - 1179
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5004 - 1227
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 5004 - 1266
Valentín III Mendoza Balderas	Gerente de Análisis	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 5268 - 9000 x 1267
María de la Paz Orozco García	Analista	maripaz.orozco@banorte.com	(55) 5004 - 5262

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 5004 - 1437

Banca Mayorista

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General de Mercados y Ventas	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Jorge de la Vega Grajales	Director General Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Banca Patrimonial y Privada	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General de Administración de Activos y	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Banca Internacional	rvelazquez@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9879
Victor Antonio Roldan Ferrer	Director General Banca Corporativa	vroidan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454