

Banxico – Próximo movimiento de la autoridad monetaria mexicana después del Fed

12 de noviembre 2015

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

Gabriel Casillas

Director General Adjunto 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

Renta fija y tipo de cambio

Alejandro Padilla

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

Juan Carlos Alderete, CFA

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

- **Banxico publicó hoy las minutas de la reunión que sostuvo el pasado 29 de octubre, en la que la Junta de Gobierno decidió mantener la tasa de referencia en 3% por unanimidad**
- **Las discusiones de la Junta de Gobierno giraron en torno a los siguientes temas:**
 - (1) **El balance de riesgos para el crecimiento se deterioró, mientras que el balance de riesgos para la inflación se mantuvo igual respecto a la reunión anterior;**
 - (2) **Las discusiones en torno al comportamiento de los mercados financieros en México en un escenario de volatilidad, en particular en lo que se refiere a los mecanismos de provisión de liquidez en el mercado cambiario; y**
 - (3) **El sesgo preventivo o reactivo de la política monetaria, sobre todo en caso de un retraso en el inicio de la normalización en Estados Unidos**
- **En nuestra opinión, las minutas mantuvieron el mismo tono que percibimos en el comunicado de política monetaria, en el sentido de que continúan “atados” a las decisiones del Fed**
- **Mantenemos nuestra expectativa de que el próximo movimiento de Banxico será un alza en la tasa de referencia (17 de diciembre), inmediatamente después de que el Fed empiece a subir la tasa de *Fed funds* (16 de diciembre)**
- **Reconocemos una valuación atractiva en la parte corta de la curva siguiendo la aseveración de Banxico sobre inflación, crecimiento y entorno global**

Postura monetaria sin cambios. El Banco de México publicó hoy las minutas de la reunión de política monetaria que sostuvo hace dos semanas (29 de octubre), en la que la Junta de Gobierno decidió mantener la tasa de referencia en 3%, su mínimo histórico. En nuestra opinión, las minutas mantuvieron el mismo tono que percibimos en el comunicado de política monetaria anterior con un análisis más amplio sobre los siguientes temas: (1) El balance de riesgos para el crecimiento se deterioró, mientras que el balance de riesgos para la inflación se mantuvo igual respecto a la reunión anterior; (2) las discusiones en torno al comportamiento de los mercados financieros en México en un escenario de volatilidad, en particular en lo que se refiere a los mecanismos de provisión de liquidez en el mercado cambiario; y; y (3) el sesgo preventivo o reactivo de la política monetaria ante un escenario de volatilidad, sobre todo en caso de un retraso en el inicio de la normalización en Estados Unidos.

Documento destinado al público en general

Balance de riesgos para el crecimiento se deterioró. Todos los miembros de la Junta de Gobierno coincidieron en que el balance de riesgos para la economía mexicana se deterioró. Si bien la mayoría de los miembros reconocieron que el consumo privado ha presentado una mejoría, también reconocieron que otros indicadores como los asociados a la industria manufacturera y la minería siguieron presentando un pobre desempeño. En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta destacó que: *“...perduran las condiciones de holgura en el mercado laboral y en la economía en su conjunto, por lo que no se anticipan presiones generalizadas sobre los precios provenientes de la demanda agregada ni de los mercados de insumos...”*.

Balance de riesgos para la inflación permaneció sin cambios. Respecto a la inflación, la mayoría concordó en que el panorama de riesgos se ha mantenido sin cambios respecto a la reunión anterior. En particular, todos los miembros coinciden en que el traspaso a los precios ha sido limitado y que la inflación se mantendrá por debajo de 3% durante el resto del año. En este contexto, algunos miembros mencionaron que: *“...hasta ahora, el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los precios ha sido muy bajo y se ha visto reflejado, principalmente, en un aumento en los precios de los bienes durables, sin que ello haya dado lugar a efectos de segundo orden y que el cambio en precios relativos derivado de la depreciación del tipo de cambio real se está dando de manera ordenada y gradual...”*.

Comportamiento ordenado de los mercados financieros en México. La mayoría de los miembros coinciden en que el ajuste de los mercados, dado el reciente episodio de volatilidad, ha sido ordenado y con menores costos que en otras economías emergentes. No obstante, destacamos la discusión en torno a la necesidad de seguir *“...utilizando y calibrando los mecanismos de provisión de liquidez al mercado cambiario para reducir la prima por riesgos...”*. En este contexto, Banxico considera que el período actual de relativa tranquilidad podría ser transitorio, con una alta posibilidad de otros períodos de más volatilidad hacia delante. Además de los instrumentos antes mencionados, la Junta de Gobierno enfatizó la necesidad de mantener un marco macroeconómico estable, para lo cual es necesario que se concreten los esfuerzos fiscales planteados recientemente, así como seguir con la implementación de las reformas estructurales. En nuestra opinión, esta discusión pudiera derivar en algunos cambios, como lo hemos venido planteando a lo largo de nuestras publicaciones, en lo que respecta a los mecanismos de subastas de dólares. No obstante, cabe recordar que las decisiones en torno a este tema no son prerrogativa únicamente de la autoridad monetaria, sino de la Comisión de Cambios, en la que también participa la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Debate en torno a actuar antes del Fed. Por último, destacamos las discusiones en torno a la necesidad de que la política monetaria sea reactiva o preventiva, recordando nuevamente que estas se llevaron a cabo en un momento en el que había una mayor incertidumbre en torno a la decisión del Fed. En este contexto, un miembro consideró que dado el riesgo de movimientos de capitales y ajustes desordenados “... *la política monetaria tendría que ajustarse en México antes que en los Estados Unidos...*”. No obstante, la mayoría de los miembros dentro de la Junta fueron enfáticos en que ajustar la tasa de política monetaria antes que la Reserva Federal no sería conveniente, ya que dicho movimiento sería ineficiente y con elevados costos.

Mantenemos nuestra expectativa de que el próximo movimiento de Banxico será de alza, inmediatamente después del Fed. Si bien la autoridad monetaria todavía percibe un escenario de debilidad en la actividad económica y espera que la inflación se mantenga por debajo del objetivo en lo que resta del 2015, la perspectiva de mayores tasas en Estados Unidos supone un riesgo significativo para el tipo de cambio y la inflación en México. Es por esto que pensamos que el próximo movimiento de Banxico será de alza, inmediatamente después de que el Fed inicie su proceso de normalización de la política monetaria en diciembre. Esto implica que Banxico podría estar subiendo tasas en su reunión del 17 de diciembre de este año.

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

Las minutas publicadas esta mañana han confirmado las expectativas del mercado de que Banxico iniciará la subida de tasas al mismo tiempo que la Reserva Federal en EE.UU., pero tomando en cuenta un escenario benigno de inflación y los riesgos para la recuperación económica. Las tasas locales mostraron una reacción limitada después de las minutas del banco central conforme ya han descontado el balance de riesgo identificado por los miembros de la Junta de Gobierno. A nuestro parecer, la aseveración dentro de los más recientes documentos de Banxico sugiere que hay una valuación atractiva en la parte corta de la curva. Este jueves por la mañana iniciamos una nueva recomendación de inversión para tomar una ventaja de estas condiciones. Recomendamos recibir el derivado de TIEE-28 de 1 año (13x1) con un nivel de entrada de 3.92%, objetivo 3.67% y *stop-loss* en 4.10%. Esta estrategia tiene una ganancia esperada de *carry + roll-down* de 7pb por cada mes que esté activa. El mercado ha observado un ajuste importante en el último mes, como resultado de un sesgo *hawkish* en los comentarios de varios miembros votantes del FOMC, y principalmente en las últimas sesiones, después del último reporte de empleo en EE.UU., el cual pudiera ofrecer un argumento a favor de un alza de tasas por parte del Fed en diciembre. El mercado ha comenzado a asimilar un nuevo paradigma en términos de la política monetaria de la Reserva Federal. En este sentido, la probabilidad implícita de alza de 25pb para la reunión del 15 y 16 de diciembre se ubica en 66% de 37% hace un mes. Adicionalmente, consideramos que la curva en México tiene más valor que en EE.UU. en los instrumentos de corto plazo. Para más detalles referirse a nuestra nota “*México:*

Recomendamos recibir el derivado de THIE-28 de 1 año (13x1)” [<pdf>](#)
publicada este día.

En el mercado cambiario, El peso pierde 0.2% el día de hoy al cotizar en 16.76 por dólar, regresando desde un mínimo intradía de 16.82 por dólar. En nuestra opinión esto se debe en gran parte a una toma de utilidades de largos en dólares ante la falta de comentarios de Yellen sobre política monetaria hoy y no a nueva información de relevancia en las minutas. Destaca que varios miembros ven una alta posibilidad de mayor volatilidad ante la cercanía de una posible alza de tasas del Fed. También observamos una breve discusión sobre las medidas de liquidez en el cambiario que expirarán el 30 de noviembre, con un miembro a favor de mantenerlas y otro argumentando que es necesario evaluarlas tras los eventos recientes además de tomar en cuenta su costo en términos de gasto en reservas. En este contexto, hemos percibido menos preocupación por un fuerte efecto de traspaso de la debilidad del peso a los precios en el corto plazo. En nuestra opinión esto sugiere que en caso de expectativas de un ciclo más agresivo de alzas del Fed y de un incremento de la volatilidad el mayor ajuste podría observarse en el cambiario en vez de las tasas de interés. Ante el sesgo más *hawkish* del Fed, reiteramos nuestra postura defensiva en el peso inclusive tras las pérdidas recientes, recomendando compras del USD/MXN en bajas con un fuerte soporte en el PM de 50 días en 16.70 y con la posibilidad de un alza gradual hacia la resistencia psicológica de 17.00 por dólar.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Alejandro Cervantes Llamas, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, Marisol Huerta Mondragón; Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández; Valentín III Mendoza Balderas, Rey Saúl Torres Olivares, Santiago Leal Singer, María de la Paz Orozco, 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
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

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 / Química	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 1670 - 1746
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
María de la Paz Orozco García	Analista	maripaz.orozco@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	Gerente Deuda Corporativa	hugo.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	ricardo.velazquez@banorte.com	(55) 5268 - 9879
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454