

## Fed – Llegó el momento de subir la tasa de interés

15 de diciembre 2015

- El día de hoy inició la reunión de dos días del Comité de Operaciones de Mercado Abierto del Fed (FOMC)
- La reunión culminará mañana con la publicación del comunicado con la decisión, así como la actualización de los estimados macroeconómicos a la 1:00pm
- Más tarde, a la 1:30pm, Janet Yellen sostendrá una conferencia de prensa
- Tras los recientes reportes del mercado laboral y las intervenciones por parte de miembros del Fed, parece casi un hecho que por fin iniciará el proceso de normalización de la política monetaria
- Ahora la atención se centrará en la gradualidad del ciclo de alza
- En nuestra opinión, el Fed iniciará la normalización en esta reunión con un alza de 25pb en la tasa de *Fed Funds* y un tono *dovish* que apunte a un ciclo muy gradual
- Esperamos cambios en el *forward guidance*, aunque creemos que mantendrán el mensaje de que los próximos movimientos dependerán de las cifras económicas
- Finalmente, consideramos que el ciclo de alza en tasas terminará en el 2018, cuando se alcance la tasa neutral

www.banorte.com  
www.ixe.com.mx  
@analisis\_fundam

### Delia Paredes Mier

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

### Katia Goya

Economista Senior, Global  
katia.goya@banorte.com

### Juan Carlos García

Economista, Global  
juan.garcia.viejo@banorte.com

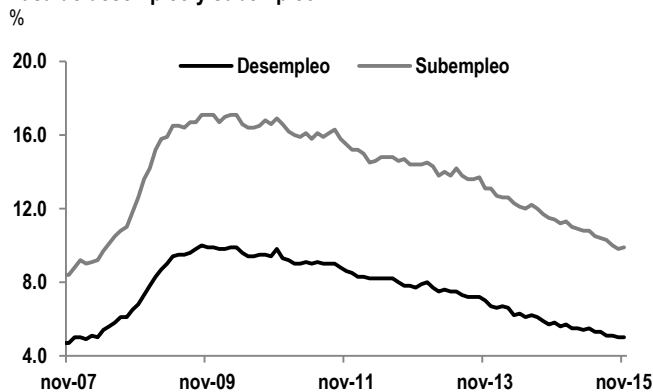
### Casi un hecho que el Fed iniciará la normalización de la política monetaria.

La decisión se dará a conocer el miércoles 16 a la 1:00pm, junto con la actualización de los estimados macroeconómicos del Fed y el *dot plot*. Más tarde, a la 1:30pm habrá conferencia de prensa de la presidenta del Fed, Janet Yellen. Si bien después de los recientes sólidos reportes del mercado laboral y las intervenciones por parte de miembros del Fed, parece casi un hecho que se anunciará un alza en la tasa de *Fed Funds*, hay incertidumbre en torno a la forma en que el Fed comunicará que se trata de un ciclo gradual de alzas, ya sea a través de cambios en el *forward guidance* y/o cambios en el *dot plot*.

### De acuerdo con la presidenta del Fed, Janet Yellen, ya se cumplieron las condiciones para empezar a subir la tasa de referencia.

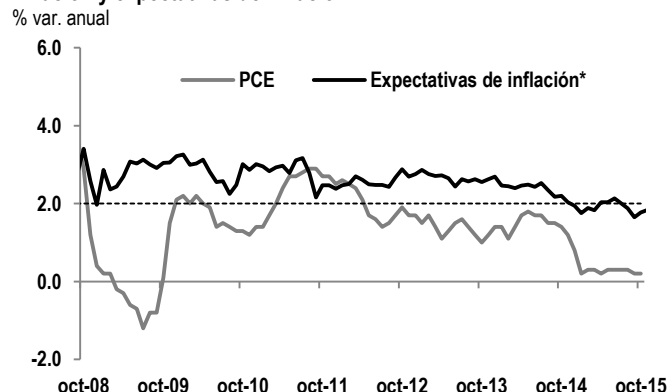
En una de sus más recientes intervenciones, Janet Yellen explicó que considera que el crecimiento de la economía de Estados Unidos es suficiente para provocar una mejoría adicional del mercado laboral en un periodo de un año o dos. De hecho, los dos últimos reporte del mercado laboral han sido sólidos, con la tasa de desempleo en 5% muy cerca del nivel que se considera de pleno empleo, mientras que medidas más amplias del mercado laboral también han mostrado mejoría (ver gráfico abajo a la izquierda). Adicionalmente, un escenario de expectativas de inflación ancladas, servirá para ver un regreso de la inflación hacia el objetivo de 2% conforme los efectos deflacionarios de la baja en el costo de los energéticos y los precios de importación se vayan diluyendo (ver gráfico abajo a la derecha).

**Tasa de desempleo y subempleo**



Fuente: Bloomberg

**Inflación y expectativas de inflación**

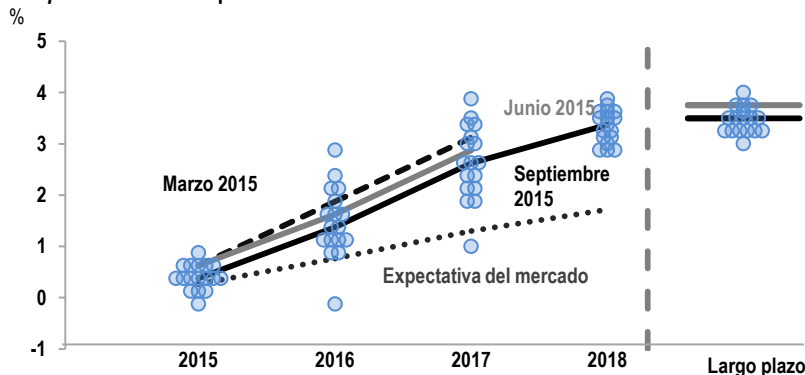


Fuente: Bloomberg

\*Expectativas de inflación implícitas en los bonos a 5 años

**El ciclo de alza en tasas será gradual.** Los miembros del Fed han sido muy enfáticos en que el ciclo de alza en tasas será gradual. Esto significa que este ciclo será muy distinto a la manera en cómo se instrumentaban en el pasado, con alzas en cada reunión en un cierto periodo de tiempo. El último *dot plot* publicado en septiembre junto con la decisión de política monetaria mostró que los miembros del Fed sólo anticipaban un alza este año, mientras que la trayectoria para 2016 y 2017 incorpora alzas de 100pb y 125pb, respectivamente. Esperamos que el *dot plot* que se dé a conocer muestre pocos cambios con respecto a la última publicada.

**Dot-plot del FOMC: Septiembre 2015**



Fuente: Bloomberg y Banorte-Ixe

**Esperamos que el ciclo de alza en tasas termine en el 2018.** En su reciente discurso, Yellen destacó que la tasa neutral nominal (aquella que no se considera ni de expansión ni de contracción) está por debajo de los niveles estándar históricos y subirá gradualmente. Recordó que en la reunión de septiembre, los miembros del *FOMC* proyectaron que en el largo plazo la tasa nominal de *Fed Funds* estará cerca de 3.5% y que el alza hacia esos niveles será lento. El cálculo de esta tasa neutral está basada en un entendimiento imperfecto de la economía y los datos disponibles por lo que hay mucha incertidumbre alrededor del estimado del nivel actual y su desempeño hacia adelante. En nuestra opinión, el proceso de normalización del Fed no terminará sino hasta finales de 2018.

**Pocos cambios al *forward guidance*.** Si bien con las adecuaciones correspondientes, consideramos que lo relevante dentro del *forward guidance* será que se explicará que el ritmo de alza en tasas dependerá de las cifras económicas. En contraste con el *tapering* (cuando se disminuyeron las compras mensuales de bonos), en el que se anunció un monto mensual. Creemos que no hay un patrón establecido y el ritmo del ciclo se irá definiendo conforme se vaya conociendo el desempeño del mercado laboral y la inflación, tomando en cuenta los eventos relevantes en el entorno global.

**¿Cómo será el proceso de normalización de la política monetaria?** Derivado de los distintos programas de compras de activos, el nivel de liquidez en el mercado interbancario es todavía significativo, de tal forma que movimientos de la tasa de *Fed Funds* en este punto tendría poco efecto sobre la economía. En este contexto, el primer paso a seguir para normalizar las condiciones monetarias –y que la tasa de *Fed Funds* vuelva a ser una tasa de referencia efectiva-, es reducir el exceso de la liquidez en el mercado interbancario. Para ello, el *FOMC* utilizará un rango de tasas que tendrá una amplitud de 25pbs. Los *Fed Funds* fluctuarán en este rango, cuyo rango superior será aquella que paga el Fed por el exceso de reservas que los bancos comerciales depositan en su cuenta con el Fed (*Interest rate on excess reserves* o IOER). Una tasa más alta incentivará a los bancos a depositar una mayor parte de su exceso de reservas en el Fed.

El Fed utiliza este instrumento de manera regular y pasaría del nivel actual de 0.25% a 0.5%. El rango bajo será determinado por la tasa de los reportos *overnight* (*Reverse-repurchase agreements* u ON RPP), en donde el Fed “presta” los bonos que tiene en su balance a las instituciones financieras a cambio de dinero y cuando vence el plazo (en este caso, al día siguiente), le devuelven los bonos y regresa el dinero más una tasa de interés o tasa de reporte. Esta tasa se ubicaría en 0.25%, con lo que el punto medio del rango, es decir, los *Fed Funds* estarán en 0.375%. Adicionalmente, según lo que el propio *FOMC* discutió en su reunión de marzo de este año, se permitirá incrementar la capacidad total de la facilidad de ON RPP temporalmente para apoyar la implementación de la política monetaria, ajustar la tasa de IOER y los parámetros de la ON RPP, y el uso de otras herramientas tales como operaciones de plazo, según sea necesario para el control monetario adecuado.

**Consideramos que el inicio de la normalización de la política monetaria permitirá esclarecer tres puntos importantes.** (1) Enviar el mensaje de que ya terminó la crisis; (2) se dejará de abaratar el costo del capital relativo al trabajo. El punto clave aquí es que al haber bajado tanto la tasa de interés, el Fed “abarató” el costo del capital con respecto al costo del trabajo, por lo que si hacia delante se desea impulsar el empleo en una situación más cercana a la “normalidad”, es importante regresar el costo del capital a su estado “normal” y así no inducir a las empresas hacia una mayor utilización del capital (de lo “normal”) e impulsar la generación de empleo en una situación “más normal”; (3) la tasa de *Fed Funds* volverá a ser el instrumento de política monetaria. Este último toma particular relevancia sobre todo ante un escenario externo adverso. Para que funcione la política monetaria vía tasas de interés a través del mercado interbancario es necesario que los bancos se presten entre sí. Con tanta liquidez que han recibido los bancos en EE.UU –debido al estímulo cuantitativo de la Fed, en conjunción con una regulación mucho más estricta–, los préstamos entre bancos se han colapsado.

## 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, y 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 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	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 / Químico	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	hugoa.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	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454