

Minutas Banxico– El banco central da la pauta para deslindarse del Fed

31 de diciembre 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

Renta fija y tipo de cambio**Alejandro Padilla**

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

Juan Carlos Alderete, CFA

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

- **Banxico publicó hoy las minutas de la reunión que sostuvo el pasado 17 de diciembre, en la que la Junta de Gobierno decidió aumentar la tasa de referencia en 25pbs ubicándola en 3.25%**
- **Destacamos las siguientes características de la reunión:**
 - (1) **La decisión de aumentar la tasa de referencia fue unánime; y**
 - (2) **El Secretario de Hacienda, Luis Videgaray Caso, volvió a estar presente en la reunión**
- **Las discusiones de la Junta de Gobierno giraron en torno a los siguientes temas:**
 - (1) **El balance de riesgos para el crecimiento económico de México mejoró respecto a la decisión anterior;**
 - (2) **El balance de riesgos para la inflación mejoró en el corto plazo y se mantuvo igual en el mediano plazo;**
 - (3) **El incremento en la tasa de referencia obedeció en gran medida al aumento en la tasa de referencia de EE.UU.; y**
 - (4) **Banxico dio la pauta para deslindarse del Fed el próximo año dada la necesidad de ajustar la política monetaria a los requerimientos tanto externos como internos**
- **En nuestra opinión, las minutas mantuvieron el mismo tono que percibimos en el comunicado de política monetaria, en el sentido de que Banxico dejó abierta la ventana para adecuar su postura monetaria a las condiciones cíclicas de la economía mexicana, lo que implica que podría dejar de seguir al Fed en algún punto**
- **Mantenemos nuestra expectativa de que el ciclo de alza de tasas del Fed en 2016 será de 75pbs, mientras que el de Banxico será de 50pbs**
- **Los participantes de mercado reconocen un espíritu *dovish* al interior de las minutas de Banxico**

Aumento de 25pbs en la tasa de referencia. El Banco de México publicó hoy las minutas de la reunión de política monetaria que sostuvo hace dos semanas (17 de diciembre), en la que la Junta de Gobierno aumentó en 25pbs la tasa de referencia, con lo cual se ubicó en 3.25% en línea con el consenso de los analistas del mercado. Cabe destacar que en esta reunión estuvo presente el Secretario de Hacienda, Luis Videgaray. Cabe recordar que durante los últimos seis años, un representante de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público es invitado a las reuniones del comité de política monetaria de Banxico. El titular de la dependencia, en este caso, Luis Videgaray, ha estado presente generalmente una vez al año. Sin embargo, esta es la cuarta ocasión en 2015 en la que el Secretario de Hacienda ha estado presente.

Documento destinado al público en general

Mayor crecimiento, baja inflación y la probabilidad de deslindarse del Fed el próximo año. 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 económico de México mejoró respecto a la decisión anterior; (2) el balance de riesgos para la inflación mejoró en el corto plazo y se mantuvo igual en el mediano plazo; (3) el incremento en la tasa de referencia obedeció en gran medida al aumento en la tasa de referencia de EE.UU.; y (4) Banxico dio la pauta para deslindarse del Fed el próximo año dada la necesidad de ajustar la política monetaria a los requerimientos tanto externos como internos.

Balance de riesgos para el crecimiento mejoró. Todos los miembros de la Junta de Gobierno coincidieron en que el balance de riesgos para la economía mexicana mejoró respecto a la decisión de política monetaria anterior. La mayoría de los miembros reconocieron que el consumo privado ha presentado una mejoría ante la mayor dinámica de crecimiento que ha presentado tanto el mercado laboral como el crédito al consumo y la trayectoria descendente de la inflación. Del mismo modo, también reconocieron la inversión privada ha presentado una mejoría particularmente reflejada en el rubro de maquinaria y equipo. Por su parte, también reconocieron que otros indicadores como los asociados a la industria manufacturera y las exportaciones de dicho sector a otros países aparte de EE.UU. siguieron presentando un desempeño más bajo. En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta destacó que: “...*La mayoría de los miembros considera que el balance de riesgos para el crecimiento ha mejorado respecto de la decisión previa de política monetaria...*”.

Balance de riesgos para la inflación también mejoró en el corto plazo. Respecto a la inflación, la mayoría concordó en que el panorama de riesgos mejoró en el corto plazo respecto a la reunión anterior. En particular, todos los miembros coinciden en que la mejoría que ha presentado la inflación se explicó por: “...*la postura de la política monetaria, la holgura en la economía y los efectos consumidor han tenido las reducciones adicionales en los precios de insumos de uso generalizado –varios como resultado de las reformas estructurales- tales como los energéticos y los servicios de telecomunicaciones...*” Los miembros de la Junta de Gobierno también enfatizaron que los efectos directos e indirectos que sobre la depreciación al traspaso a los precios ha sido limitado. En este contexto, también comentaron que las expectativas de inflación para 2016 y 2017 se han acercado aún más al 3%. En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno mencionaron que: “...*el balance de riesgos para la inflación ha mejorado en el corto plazo, en tanto que en el mediano se mantuvo sin cambio respecto de la reunión anterior de política monetaria...*”.

Incremento en la tasa de referencia motivado por el Fed. Todos los miembros coincidieron en que el incremento en la tasa de referencia del FED tuvo implicaciones importantes para la política monetaria en México. En particular, la mayoría de los miembros coincidieron en que: *“...si bien las condiciones domésticas parecerían sugerir la conveniencia de mantener la tasa de referencia sin cambio, ante el incremento en las tasas de interés en Estados Unidos el no ajustar la tasa de referencia en México podría generar una depreciación adicional del peso que fuera desordenada y que pudiera afectar a la inflación y a sus expectativas...”*. Otro miembro también mencionó que: *“...[de ampliarse el diferencial de tasas entre México y EE.UU.] también podría verse afectada la estabilidad financiera y sostuvo que dados los esfuerzos de comunicación del Banco de México, los mercados ya esperaban un aumento en la tasa de referencia en México, después del incremento en la tasa de fondos federales, por lo que no hacerlo aumentaría el riesgo de movimientos desordenados en los mercados y podría afectar la credibilidad del Instituto Central...”*.

Banxico da la pauta para deslindarse del Fed. Si bien los miembros de la Junta de Gobierno justificaron el alza de tasas dado el incremento en la tasa de referencia del Fed, varios miembros sí mencionaron la conveniencia de deslindarse del Fed para las decisiones futuras de política monetaria. En particular un miembro comentó que: *“...hacia adelante, dada la solidez del marco macroeconómico, de observarse un menor nerviosismo en los mercados durante futuros aumentos de la tasa de fondos federales en relación al que rodeó al primer incremento, la política monetaria en México contaría con margen de maniobra para responder de manera más flexible de conformidad con los requerimientos internos y externos...”*. Con ello, consideramos que Banxico está dando una señal al mercado de que los próximos movimientos en la tasa de referencia no necesariamente responderán a las decisiones de política monetaria del Fed.

Mantenemos nuestra expectativa de que el ciclo de alza de tasas del Fed en 2016 será de 75pbs, mientras que el de Banxico será de 50pbs. Esperamos que el Fed continúe llevando a cabo su proceso de normalización de tasas de interés durante el próximo año, con un ciclo de alzas por 75pbs. En el caso de Banxico, consideramos que existe la probabilidad de que Banxico pueda dejar de seguir al Fed en algún punto del año, ante un escenario de bajo crecimiento e inflación. En este contexto, estimamos que el ciclo de alza de la autoridad monetaria mexicana será de 50pbs, con la tasa de referencia en 3.75% a finales de 2016.

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

Los participantes de mercado reconocen un espíritu *dovish* al interior de las minutas de Banxico. Banxico continúa observando una recuperación gradual de la economía mexicana en un ambiente de inflación contenida, a pesar de la depreciación del peso mexicano en lo que va del año. La dinámica de la economía mexicana podrá permitirle a Banxico subir tasas al mismo tiempo que la Reserva Federal en EE.UU., contrario a lo que ha sucedido con otros países en Latinoamérica como Perú y Colombia (quienes han subido sus tasas en semanas recientes). En este sentido, mantenemos una perspectiva favorable sobre el mercado de renta fija mexicano. Específicamente, reconocemos que hay oportunidades de inversión en estrategias de valor relativo entre bonos mexicanos y sus similares norteamericanos, conforme la prima de riesgo se ha incrementado considerablemente, más allá de niveles congruentes con los fundamentales de nuestro país. En este sentido, mantenemos nuestra recomendación de inversión abierta la semana pasada: Diferencial de derivados de 10 años entre México y EE.UU., lo cual implica recibir el TIIIE-IRS (Mex) y pagar el Libor-IRS (EE.UU.) con un nivel de entrada de 436pb, objetivo de 410pb, *stop-loss* de 456p y actual 428pb. La estrategia implica una ganancias esperada de *carry + roll-down* de 2pb por cada mes.

A nuestro parecer, el diferencial tan amplio no refleja los fundamentales ni el riesgo país de México, además que las dinámicas de ambas curvas en esos plazos muestran algunas distorsiones de corto plazo, que en caso de corregirse, otorgan más valor a esta estrategia. Más aún, la curva de rendimientos en México es de las más adelantadas a un escenario de normalización de condiciones monetarias, tanto en EE.UU. como en México, con una tasa forward de 5 años en 5 años (5a5a) en 7.72%. Esto significa que hay valor en la curva mexicana y que ésta pudiera tener un comportamiento más defensivo que otras curvas de rendimientos tanto en mercados emergentes como en desarrollados. Para más detalles ver: *“Recomendación de inversión: Diferencial de derivados de 10 años entre México y EE.UU.” publicada el 30 de septiembre <pdf>*. Al cierre del viernes pasado, esa estrategia registró ganancias de 8pb cerrando en 428pb. También reconocemos una valuación atractiva en la parte corta de la curva de derivados de TIIIE-28, especialmente en los plazos de 3 y 6 meses.

En el cambiario, el peso gana 0.6% hoy al pasar de 17.38 a 17.28 por dólar y es el de mejor desempeño en EM. En nuestra opinión, la reacción se podría explicar por dos factores: (1) La baja liquidez que amplifica los movimientos; y (2) comentarios que refuerzan la idea de que Banxico seguirá al Fed, al menos en la primera etapa de la normalización. Desde el 16 de diciembre recomendamos largos en el USD/MXN en o por debajo de 17.00 por dólar. Ahora sugerimos tomar utilidades alrededor del nivel actual, con una ganancia de 1.6% excluyendo un *carry* ligeramente negativo. Con la expectativa de un regreso de la liquidez el lunes, algunos inversionistas podrían vender dólares dado el movimiento de las últimas dos semanas. No obstante, reiteramos nuestra postura de cautela en el peso y sesgo corto. Creemos que la incertidumbre en varios frentes (ritmo de normalización del Fed, precios del petróleo y China) aun sugiere una alta probabilidad de una alta volatilidad por lo menos en el 1T16, lo que seguiría afectando al peso ante un bajo diferencial de tasas respecto a EE.UU. relativo a otros EM y preocupaciones sobre una posible desaceleración en los flujos del exterior, en donde esperamos que continúe el apetito global por el dólar americano.

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 lo 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 múltiples, 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.

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	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