

## Minutas Banxico – La autoridad monetaria descarta anticiparse al Fed

18 de junio 2015

[www.banorte.com](http://www.banorte.com)  
[www.ixe.com.mx](http://www.ixe.com.mx)  
[@analisis\\_fundam](https://twitter.com/analisis_fundam)

**Gabriel Casillas**

Director General Análisis Económico  
[gabriel.casillas@banorte.com](mailto:gabriel.casillas@banorte.com)

**Delia Paredes**

Director Ejecutivo Análisis y Estrategia  
[delia.paredes@banorte.com](mailto:delia.paredes@banorte.com)

**Alejandro Cervantes**

Economista Senior, México  
[alejandro.cervantes@banorte.com](mailto:alejandro.cervantes@banorte.com)

- Banxico publicó hoy las minutas de la reunión que sostuvo el pasado 30 de abril, en la que la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener la tasa de referencia en 3%
- Destacamos las discusiones en torno a los siguientes temas:
  - (1) El balance de riesgos para el crecimiento se mantienen sin cambios;
  - (2) El balance de riesgos para la inflación permanece igual (*i.e.* estará alrededor de 3%), aunque persisten riesgos al alza; y
  - (3) Comentan que el Fed probablemente inicie su ciclo de normalización después de lo que se anticipaba anteriormente
- En nuestra opinión, las minutas mantuvieron el mismo tono que percibimos en el comunicado de política monetaria, en el sentido de que están “*atados*” a las decisiones del Fed
- Seguimos percibiendo un debate al interior de la Junta de Gobierno de Banxico sobre la posibilidad de actuar antes del Fed
- Por lo pronto, la mayoría de los miembros consideró que en ausencia de un desanclaje de las expectativas de inflación adelantarse al Fed tendría más costos que beneficios
- Seguimos pensando que Banxico se esperará a que el Fed suba tasas antes de llevar a cabo un aumento de la tasa de referencia en México...
- ...sin embargo, dada la gran diferencia entre las fechas de las reuniones del Fed y de Banxico, podría llegar a actuar entre reuniones (*i.e. intra-meeting*)

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

Estratega en Jefe, Renta Fija y FX  
[alejandro.padilla@banorte.com](mailto:alejandro.padilla@banorte.com)

**Juan Carlos Alderete, CFA**

Estratega, Mercado Cambiario  
[juan.alderete.macal@banorte.com](mailto:juan.alderete.macal@banorte.com)

**Minutas con tono similar al del último comunicado.** El Banco de México publicó hoy las minutas de la reunión de política monetaria que sostuvo hace dos semanas (4 de junio), en la que la Junta de Gobierno decidió por unanimidad 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 mantienen sin cambios; (2) el balance de riesgos para la inflación permanece igual (*i.e.* estará alrededor de 3%), aunque persisten riesgos al alza; y (3) comentan que el Fed probablemente inicie su ciclo de normalización después de lo que se anticipaba anteriormente.

**Balance de riesgos para el crecimiento se mantiene sin cambios.** La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno comentó que el balance de riesgos para la economía mexicana permanece sin cambios. Si bien la mayoría de los miembros reconocieron que el consumo privado ha presentado una mejoría –que se ha visto reflejada en las cifras de ventas al menudeo y la ANTAD-, la inversión ha presentado una recuperación moderada derivado del menor dinamismo del sector de la construcción, al mismo tiempo que la producción industrial se ha visto mermada por la reducción en la plataforma de producción petrolera y por la desaceleración temporal de la economía de Estados Unidos, la cual derivó en un menor desempeño de las exportaciones manufactureras durante el primer trimestre del año. Del mismo modo, varios miembros comentaron sobre la holgura que persiste en la economía mexicana. Al respecto, las minutas mencionaron: *“...la mayoría de los miembros de la Junta subrayó que permanecen 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. Al respecto algunos miembros comentaron que se espera que la economía continúe mostrando una brecha del producto negativa, enfatizando uno de ellos que esta situación prevalecería cuando menos hasta 2016...”*.

**Balance de riesgos para la inflación permanece igual, pero persisten riesgos al alza.** Respecto a la inflación, la mayoría concordó en que el panorama de riesgos se ha mantenido estable respecto a la reunión anterior. En particular, varios miembros destacaron que: *“...La mayoría anticipa que la inflación general se mantenga por debajo de 3 por ciento durante el resto del año, mismo comportamiento que prevé para la inflación subyacente. Para 2016, estima que tanto la inflación general como la subyacente observarán niveles cercanos a 3 por ciento...”* Sin embargo, la Junta de Gobierno fue muy enfática al mencionar los riesgos al alza, ya que la mayoría de los miembros destacaron: *“...la posibilidad de que se presente una depreciación del peso que contamine las expectativas de inflación. [...] Como factores a considerar hacia adelante, un miembro añadió el hecho de que los choques positivos sobre la inflación que se registraron este año no necesariamente se repetirán el próximo, además de que desaparecerá el efecto base positivo derivado de la reforma fiscal. Agregó también la posibilidad de que, conforme avance la recuperación económica puedan surgir presiones de demanda agregada dado un crecimiento potencial de la economía probablemente menor al que podría haberse estimado hace tiempo...”*

**El Fed probablemente iniciará su ciclo de normalización después de lo que se anticipaba.** Respecto al inicio del ciclo monetario restrictivo en EE.UU. la mayoría de la Junta de Gobierno coincidió en que: *“...todos señalaron que persiste incertidumbre asociada al momento en el que se lleve a cabo el primer incremento. Así, mientras que las previsiones de los analistas mayoritariamente ubican a éste en septiembre, las expectativas extraíbles de los instrumentos financieros lo sitúan hacia finales del año o a principios del próximo año...”*

**“Atados” al Fed ante mayores costos en actuar antes...** Si bien dos miembros de la junta de gobierno continuaron argumentando la posibilidad de incrementar la tasa de interés de referencia preventivamente antes de que la Reserva Federal lo haga, la mayoría de los miembros coincidieron en que: “...*en ausencia de un desanclaje de las expectativas de inflación, adelantarse a la Reserva Federal tendría más costos que beneficios, ya que la atonía que muestra la actividad económica podría exacerbarse...*”. Adicionalmente, un miembro fue muy tajante en afirmar que: “...*dicha acción [adelantarse al Fed] operaría a través del canal de expectativas y que su impacto sobre la economía dependería de las creencias o percepciones de los agentes económicos. En este contexto, explicó que pueden existir equilibrios múltiples. En efecto, una posibilidad es que anticiparse a la Reserva Federal, en un entorno de debilidad de la actividad económica, holgura en los mercados, e inflación y sus expectativas en mínimos históricos, provoque una reacción desfavorable de los agentes económicos que precisamente detone un comportamiento desordenado en los mercados...*”.

**Fechas de las reuniones de Banxico y el Fed.** Como hemos comentado, Banxico no tiene prisa para subir la tasa de referencia, con crecimiento moderado e inflación en 3% y sin presiones inflacionarias en el horizonte. Entonces, si la intención de Banxico es “seguir” al Fed, es “cómodo” ver qué hizo el FOMC y al día siguiente decidir y anunciar un cambio en la tasa de interés, como sucedió en el último anuncio de Banxico. No obstante lo anterior, hacia delante las reuniones de Banxico y el Fed no están “acomodadas” tan “cómodamente” (ver recuadro a continuación). De hecho, entre las reuniones del Fed y las de Banxico hay espacios entre cuatro y cinco semanas, que podemos calificar como “eternas” para los operadores de las mesas de dinero, bonos y derivados, siendo esto un factor de incertidumbre adicional, que podría hacer que la Junta de Gobierno tuviera que actuar “entre reuniones” (*i.e. intra-meeting*). Más aún, si el Fed llegara a subir hasta diciembre, Banxico ya no tiene reuniones regulares de política monetaria programadas después de la junta del Fed. Nuestra recomendación es que la Junta de Gobierno del Banco de México modifique su calendario de anuncios de política monetaria para que sean exactamente un día después del FOMC. Si bien habrían algunos movimientos en el mercado de *forwards* y futuros de la TIIE, realmente creemos que no serían ni abruptos ni altamente distorsionantes. Por el contrario, Banxico eliminaría una fuente de incertidumbre.

**Fechas de los próximos anuncios de política monetaria**

	Fed	Banxico	Días de diferencia
1	mié 17-jun	jue 23-jul	36
2	mié 29-jul	jue 3-sep	36
3	jue 17-sep	jue 15-oct	28
4	mié 28-oct	jue 3-dic	36
5	mié 16-dic	--	--

Fuente: US Fed y Banco de México

**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 septiembre. Esto implica que Banxico podría estar subiendo tasas en su reunión del 15 de octubre, cuatro semanas después de que el Fed haga lo propio. No obstante, no podemos descartar que dado que este período de cuatro semanas pudiera generar un escenario de alta volatilidad para el tipo de cambio, existe la posibilidad de que Banxico actúe manera preventiva adelantándose a la decisión del Banco de la Reserva Federal, si y sólo si se percibieran riesgos para la inflación y/o la estabilidad financiera.

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

**Minutas de Banxico sin información relevante que pudiera cambiar las expectativas de mercado sobre el rumbo de la política monetaria.** Los activos locales no reaccionaron significativamente a las minutas de Banxico de la junta del 4 de junio. Las discusiones de la Junta de Gobierno acerca de la economía, inflación y condiciones monetarias sugieren que es probable que el banco central inicie el alza de la tasa de fondeo en sincronía con el Fed. La ausencia de traspaso de la depreciación del peso y expectativas de inflación ancladas dejan el espacio abierto a Banxico para evaluar cuidadosamente la estrategia de la autoridad monetaria estadounidense.

En renta fija, los activos financieros incorporan el inicio de este proceso hacia el cierre de año: 13pb de alzas implícitas acumuladas en diciembre en los futuros del Fed Funds y 33pb en los futuros de TIEE-28. Los inversionistas siguen considerando la presencia de diversos riesgos globales que pudieran impactar el desempeño de bonos soberanos globales (ajustes de tasas en Europa, incertidumbre sobre el Fed y el impasse de Grecia con sus acreedores). En nuestra opinión, la valuación de la curva mexicana es atractiva. Sin embargo, seguimos cautelosos a pesar del *rally* de los últimos días debido a la posibilidad de mayor volatilidad. Aun consideramos apropiado esperar mejores niveles de entrada para posiciones direccionales largas a pesar de este atractivo de valuación, tanto en términos de la pendiente de la curva de bonos M como de los diferenciales con las tasas de EE.UU., que creemos que no reflejan adecuadamente los fundamentales de nuestro país. En términos de valor relativo favorecemos la zona de siete a diez años, que han mostrado un mejor desempeño que otros nodos de la curva.

En el cambiario, el peso revirtió las ganancias iniciales desde un mínimo de 15.17 por dólar antes de la publicación a 15.25 en estos momentos. Atribuimos gran parte de este movimiento a mejores cifras a lo esperado en EE.UU y no a las minutas. A su vez, destacan los comentarios de un miembro sobre la provisión de liquidez a este mercado como primer mecanismo de respuesta en caso de pérdidas adicionales y significativas debido al alza de tasas del Fed. Coincidimos con esta conclusión, por lo que reiteramos nuestra expectativa de que medidas adicionales podrían ser anunciadas en caso de una rápida y/o desordenada depreciación hacia la zona de 16.00 por dólar. En términos de estrategia, ayer recomendamos pasar de un sesgo largo a corto en el peso después de la junta del Fed y de fuertes ganancias en las últimas tres semanas. Continuamos operando los rangos en el intradía, con un perfil de riesgo/rendimiento sin suficiente atractivo para posiciones direccionales al nivel actual. En nuestra opinión, el USD/MXN validará un fuerte soporte técnico en 15.20 por dólar (PM de 100 días), con un mayor apetito por dólares a ese nivel tras una disminución importante de la ventaja de valuación del peso y su vulnerabilidad a mayor volatilidad y aversión al riesgo, que podría incrementarse en el corto plazo debido al complicado escenario en Grecia.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldivar, 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, 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
<b>COMPRA</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	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.*

**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
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
Victor 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
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	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9879
Victor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	vrolدان@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454