

## Minutas del FOMC – Incertidumbre en torno al balance de riesgos

17 de febrero 2016

- El Fed acaba de publicar las minutas de la reunión del FOMC que tuvo lugar los días 26-27 de enero
- La mayoría de los participantes explicaron que era difícil valorar en ese momento si las perspectivas para la inflación y el crecimiento económico habían cambiado sustancialmente
- De hecho, consideraron que será importante evaluar las condiciones económicas globales así como las condiciones financieras y sus implicaciones sobre el mercado laboral, la inflación y el balance de riesgos
- En este contexto, mantenemos nuestra expectativa de que el Fed subirá tasas nuevamente en junio

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

**Katia Goya**  
Economista Senior, Global  
katia.goya@banorte.com

**Juan Carlos García**  
Economista, Global  
juan.garcia.viejo@banorte.com

### Estrategia de Renta Fija y FX

**Alejandro Padilla**  
Director de Estrategia de  
Renta Fija y Tipo de Cambio  
alejandropadilla@banorte.com

**Juan Carlos Alderete, CFA**  
Subdirector, Mercado Cambiario  
juan.alderete.macal@banorte.com

**Las minutas revelan incertidumbre sobre el balance de riesgos.** El Fed acaba de publicar las minutas de la reunión del Comité de Operación de Mercado Abierto (FOMC) que tuvo lugar los días 26-27 de enero, donde se decidió mantener sin cambios el rango de la tasa de *Fed Funds* en 0.25%-0.5%. La mayoría de los participantes explicaron que era difícil valorar en ese momento si las perspectivas para la inflación y el crecimiento económico habían cambiado significativamente, pero sí consideraban que la incertidumbre se había incrementado como resultado de los recientes eventos financieros y económicos.

**Mayores riesgos en el entorno global.** Los miembros del FOMC discutieron ampliamente sobre el deterioro de las condiciones financieras de los mercados globales, dada la situación en China y la caída en los precios del petróleo. Consideraron que los precios de las acciones en los mercados emergentes y en las economías avanzadas habían caído pronunciadamente, mientras que los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las economías avanzadas se han reducido significativamente, y la reducción de las expectativas del mercado respecto a los niveles de las tasas de interés de referencia de varios bancos centrales, que habían subido después del alza en tasas por parte del FOMC en diciembre. Adicionalmente, señalaron que los diferenciales crediticios de los mercados emergentes se ampliaron y el dólar siguió apreciándose.

**Adicionalmente, existe evidencia de condiciones financieras más apretadas en Estados Unidos.** El Fed considera que las caídas en los precios de las acciones, la ampliación de los diferenciales crediticios, la mayor apreciación del dólar, así como el incremento en la volatilidad de los mercados financieros han restringido las condiciones financieras domésticas. Explicaron, que de persistir estos eventos, sus efectos podrían ser equivalentes a los observados al apretar la política monetaria. También comentaron que si la reciente restricción en las condiciones financieras globales prevalece, podría ser un factor para amplificar los actuales riesgos a la baja.

**No obstante, explicaron que la postura actual parece menos adecuada para responder a choques al alza que a la baja.** Varios participantes dijeron que la política monetaria es menos adecuada para responder efectivamente a choques que reducen la inflación o la actividad real que a choques al alza, y que sería prudente esperar a la publicación de información adicional relacionada con el desempeño de la actividad económica y las perspectivas para la inflación antes de tomar acciones adicionales.

**Mantenemos nuestra expectativa de que el Fed volverá a subir tasas en junio.** Consideramos que el tono de las minutas es *dovish*, muy en línea con lo que vimos en el último comunicado del FOMC. Si bien, en nuestra opinión, continúa la recuperación del mercado laboral y la desaceleración de la actividad económica es temporal, la renovada tendencia a la baja de los precios del petróleo, aunado a la fortaleza del dólar americano, podrían erosionar las expectativas de inflación. Adicionalmente, todavía existen varias fuentes de incertidumbre, particularmente en los mercados financieros internacionales, lo que mantendrá los niveles de volatilidad altos. En este contexto, creemos que las probabilidades de una nueva alza en tasas en marzo son realmente bajas, pero seguimos pensando que las condiciones serán apropiadas para un nuevo incremento en la tasa de referencia en la reunión de junio.

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

***Se mantiene un sesgo dovish en la retórica del Fed, con lo cual los mercados considerarán menores alzas implícitas acumuladas hacia finales del año***

Las minutas del Fed mostraron una retórica similar al comunicado del 27 de enero y la comparecencia de Janet Yellen la semana pasada. El sesgo de las minutas fue *dovish*, advirtiendo sobre un escenario global con vientos en contra para el crecimiento global y los mercados financieros, y con ello la fuerte necesidad de estar vigilantes sobre la situación económica en EE.UU., probablemente observando la dinámica del dólar americano así como el efecto ingreso del mercado accionario. Los miembros reconocieron una mejora importante sobre el mercado laboral, pero con riesgos para otros sectores de la economía. En este sentido han advertido sobre mayores riesgos a la baja para el crecimiento. Por otra parte, hay algunos miembros que han comentado que el escenario sobre la inflación permanece incierto, pero que no ven presiones importantes en el corto plazo (es decir, con riesgos a la baja). En general esto sugiere que serán mucho más graduales al momento de normalizar las condiciones monetarias de lo que se tenía previsto anteriormente. Como resultado, el mercado mantiene una probabilidad implícita de alza de tasa de 25pb de solamente 6.0% para la decisión de marzo, 20.5% para la de junio, 29.9% para septiembre y 43.4% para diciembre.

En México, el mercado de renta fija local tuvo una ligera reacción positiva a las minutas, aunque todavía asimilando las noticias locales (anuncios conjuntos de Banxico, SHCP y Comisión de Cambios). El día de hoy la curva de rendimientos observó un aplanamiento producto de alzas importantes en instrumentos de corto plazo de 15-30pb, 5-10pb en aquellos de mediana duración y cambios moderados (inclusive ligeras ganancias) en los nodos de mayor vencimiento. La curva de derivados de TIE-28 registró un comportamiento similar, mientras que la de Udibonos tuvo un desempeño más defensivo. Esta dinámica obedece a la valuación actual de la curva mexicana, la cual tiene alzas implícitas acumulables en línea con las condiciones actuales en instrumentos de mediano y largo plazo. Adicionalmente, los diferenciales entre bonos de México y EE.UU., principalmente de mayor duración, se encuentran muy elevados, reflejando una coyuntura global altamente volátil, pero no los fundamentales de la economía mexicana. Consideramos apropiado esperar mejores condiciones de mercado para entrar nuevamente con posiciones direccionales en la curva de rendimientos, principalmente en instrumentos de mayor duración.

En el mercado cambiario, el peso se ha estabilizado alrededor de 18.25-18.30 por dólar y acumula una apreciación de 3% en la sesión, la segunda mayor entre emergentes. No obstante, las minutas del Fed no tuvieron un efecto muy significativo en el tipo de cambio, sino más bien los anuncios realizados hoy por la Secretaría de Hacienda y Banxico.

A pesar del tono más *dovish* por la preocupación del empeoramiento de las condiciones financieras a nivel global (y que ya habíamos visto señales en el comunicado), creemos que el enfoque por los riesgos al crecimiento podría contener el apetito por activos de riesgo, incluido el MXN. En específico, pensamos que el potencial efecto positivo que la perspectiva de condiciones financieras más astringentes pudiera tener en el peso por su potencial implicación en términos de menores tasas de interés de corto plazo de EE.UU. es baja, ya que el mercado descuenta con menos de 50% de probabilidad incluso solo un alza de la tasa de interés por parte del Fed este año. Considerando todos los eventos de hoy, creemos que el USD/MXN pudiera dirigirse a la zona de 18.00 por dólar en los próximos días conforme los inversionistas ajustan sus posiciones tras los cambios a los mecanismos de subastas y el alza de tasas de interés anunciadas por las autoridades locales; de mayor plazo, reiteramos nuestro estimado de cierre de año para el tipo de cambio en 17.60 pesos por dólar.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, 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	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 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	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 / Cementos / 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.cebaldos@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 Velazquez Rodriguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Victor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454