

## FOMC un poco más *dovish* pero su próxima alza será en junio

16 de marzo 2016

- El día de hoy el Comité de Operaciones de Mercado Abierto del Fed (FOMC) anunció que el rango objetivo de la tasa de *Fed Funds* se mantiene sin cambios en 0.25%-0.5%
- El comunicado, la actualización de los estimados macroeconómicos y el *dot plot* mostraron un tono *dovish* y seguimos esperando que el FOMC incremente la tasa de referencia en la reunión de junio
- En conjunto, el mensaje del Fed es que por lo menos en 2016 seguirán actuando con cautela:
  - (1) El comunicado mantuvo un tono neutral, destacando los riesgos para la inflación y los de las condiciones financieras, pero reconociendo que la actividad económica sigue expandiéndose a un paso moderado;
  - (2) Se hicieron revisiones a la baja a los estimados de crecimiento e inflación, mientras que el *dot plot* sugiere solamente 50pbs de incremento en la tasa de *Fed funds* en 2016 (de 100pbs previamente) y la tasa neutral se redujo de 3.5% a 3.25%;
  - (3) La decisión no fue unánime, Esther George votó a favor de un alza de 25pb en el rango de la tasa de referencia; y
  - (4) El tono de la conferencia de prensa de Janet Yellen fue de neutral a *hawkish*
- Esperamos una posible extensión de las ganancias en tasas locales y el MXN tras la sorpresa *dovish* del Fed esta tarde

En conjunto, el mensaje del Fed es que por lo menos en 2016 seguirán actuando con cautela. El FOMC anunció que mantiene la tasa de referencia de los *Fed Funds* en 0.25%-0.50%, al igual que lo hizo en la reunión de enero. En nuestra opinión, el mensaje del Fed resultó de neutral a *dovish* por las siguientes razones: (1) El comunicado mantuvo un tono neutral, destacando los riesgos para la inflación y los de las condiciones financieras, pero reconociendo que la actividad económica sigue expandiéndose a un paso moderado; (2) se hicieron revisiones a la baja a los estimados de crecimiento e inflación, mientras que el *dot plot* sugiere solamente 50pbs de incremento en la tasa de *Fed funds* en 2016 (de 100pbs previamente) y la tasa neutral se redujo de 3.5% a 3.25%; (3) la decisión no fue unánime, Esther George votó a favor de un alza de 25pb en el rango de la tasa de referencia; y (4) el tono de la conferencia de prensa fue de neutral a *hawkish*.

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

### Gabriel Casillas

Director General Adjunto  
Análisis Económico  
gabriel.casillas@banorte.com

### 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

## Estrategia de Renta Fija y FX

### Alejandro Padilla

Director de Estrategia de  
Renta Fija y Tipo de Cambio  
alejandro.padilla@banorte.com

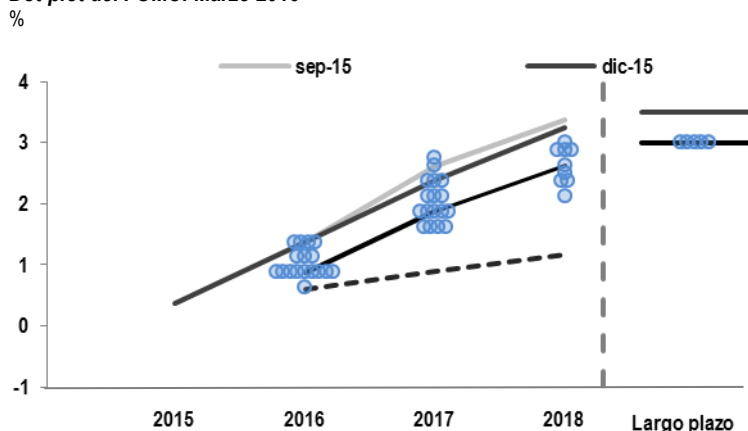
### Juan Carlos Alderete, CFA

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

**El FOMC se mostró optimista por el desempeño del mercado laboral y ve riesgos en el entorno global y la inflación.** Al igual que en el comunicado previo, el FOMC no dio una postura respecto al balance de riesgos. Cabe destacar que en los comunicados anteriores se daba una postura explícita respecto al balance de riesgos. El FOMC destacó que la expansión de la actividad económica es a un ritmo moderado a pesar del desempeño económico global y las condiciones financieras, pero destacaron que el desempeño económico global y financiero sigue implicando riesgos. Nuevamente explicaron que anticipan una mejoría adicional del mercado laboral. Mientras tanto, en lo que se refiere a la inflación, destacaron que a pesar del reciente repunte, se mantiene por abajo del objetivo de largo plazo. Asimismo, explicaron que las medidas de expectativas de inflación del mercado se mantienen bajas.

**El dot plot mostró una menor expectativa de alza en tasas para este año, pero una mayor aceleración del ritmo de normalización en 2018.** El gráfico en cuestión muestra una trayectoria para 2016 que ahora incorpora un alza de sólo 50pb, comparado con el publicado en diciembre que contemplaba alzas de 100pb. Para 2017, la mediana muestra un incremento de otros 100pb, al igual que en la reunión de diciembre del año pasado. Finalmente, para 2018, los miembros del Fed esperan ahora un alza de 112.5pb, por arriba del estimado previo de 87.5pb. Es importante mencionar que la tasa de largo plazo se redujo a 3.25% desde 3.5%.

**Dot-plot del FOMC: Marzo 2016**



Fuente: Bloomberg y Banorte-Ixe

**Los estimados macroeconómicos se revisaron a la baja.** El rango para el crecimiento para este año se redujo de 2.3%-2.5% a 2.1%-2.3%, mientras que para el resto de los períodos se mantuvo virtualmente sin cambios, con el crecimiento de largo plazo entre 1.8% y 2.1%, ligeramente por debajo del nivel esperado previo de entre 1.8% y 2.2%. En cuanto a la tasa de desempleo, se estima que esta se ubique entre 4.6% y 4.8% en 2016, con un estimado de largo plazo ligeramente más bajo de 4.7% a 5%, niveles en los que se encuentra actualmente (4.9%). En lo que toca a la inflación, los estimados para el índice de precios del PCE se revisaron a la baja para este año de entre 1.2% y 1.7% a 1% y 1.6%, mientras que ahora se espera un avance del componente subyacente de entre 1.4% y 1.7%, lo anterior pese a que la inflación ha comenzado a mostrar signos de mayor dinamismo en los primeros meses de 2016 (ver tabla abajo).

**Estimados Macroeconómicos Tendencia Central: Marzo 2016**  
%

	2016	2017	2018	Largo plazo
<b>Crecimiento económico</b>	2.1 - 2.3	2.0 - 2.3	1.8 - 2.1	1.8 - 2.1
Estimado diciembre	2.3 - 2.5	2.0 - 2.3	1.8 - 2.2	1.8 - 2.2
<b>Tasa de desempleo</b>	4.6 - 4.8	4.5 - 4.7	4.5 - 5.0	4.7 - 5.0
Estimado diciembre	4.6 - 4.8	4.6 - 4.8	4.6 - 5.0	4.8 - 5.0
<b>Deflactor del PCE</b>	1.0 - 1.6	1.7 - 2.0	1.9 - 2.0	2.0
Estimado diciembre	1.2 - 1.7	1.8 - 2.0	1.9 - 2.0	2.0
<b>Deflactor subyacente del PCE</b>	1.4 - 1.7	1.7 - 2.0	1.9 - 2.0	
Estimado diciembre	1.5 - 1.7	1.7 - 2.0	1.9 - 2.0	

Fuente: Reserva Federal

**En nuestra opinión, el FOMC subirá el rango de la tasa de referencia en 50pbs este año.** En este contexto, pensamos que el próximo movimiento de alza tendrá lugar en la reunión del 14-15 de junio. Consideramos que si bien la volatilidad en los mercados y las preocupaciones en el entorno global han disminuido, aún existen riesgos. Asimismo, a pesar del reciente repunte en la inflación, el FOMC se mostró preocupado por la trayectoria de los precios y ajustó a la baja su estimado de crecimiento económico e inflación para este año. Aunado a lo anterior, el fuerte ajuste a la baja que mostró el *dot plot* apunta a un ciclo de alza en tasas muy gradual. En nuestra opinión, el voto de Esther George a favor de un incremento en el rango de la tasa de referencia es una muestra de la divergencia de opiniones que existe actualmente al interior del FOMC, pero que pensamos podría reducirse en los próximos meses. El siguiente movimiento tras el alza en junio, podría venir en las reuniones de septiembre o diciembre, sujeto a las condiciones que en ese momento prevalezcan.

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

***Esperamos una posible extensión de las ganancias en tasas locales y el MXN tras la sorpresa dovish del Fed esta tarde***

Previo al anuncio de la Reserva Federal, los instrumentos de renta fija a nivel local se presionaban hasta 4pb en la parte corta de la curva mientras nodos de mayor plazo registraban pérdidas de 1-2pb, con movimientos similares aunque en menor magnitud sobre los *Treasuries* norteamericanos. Tras la decisión del FOMC, las tasas en EE.UU. reaccionaron ajustando a la baja principalmente en la parte corta con ganancias que oscilaron de 2-10pb, con la nota de 10 años alcanzando una apreciación de hasta 6pb en estos momentos en 1.93% (-4pb). Por su parte, los bonos mexicanos también reaccionaron de manera positiva reflejando un rally de 3-6pb con mayor incidencia en plazos cortos, contexto en el cual el Dic'24 opera en 6.01% (-5pb) y el Mar'26 en 6.16% (-3pb). Por otro lado, la baja en los estimados del “*dot-plot*” resultó en fuertes caídas en los futuros de tasas en EE.UU. y derivados de TIIIE en México, con los mercados incorporando una trayectoria más gradual y acomodaticia. En específico, el futuro de la *Fed Funds* para el cierre de diciembre descontaba alrededor de 30pb de alza acumulada este año antes de la reunión a solo 20pb. De manera similar, la probabilidad implícita de un alza de tasas en junio –que continúa como nuestro caso base- cayó de alrededor de 53% a 40%; en México, la curva de TIIIE registra ganancias de entre 5-6pb a lo largo de toda la curva y un aumento implícito de tasas aún alrededor de 50pb para el cierre de 2016, que seguimos considerando asequible.

Tomando en cuenta el estado actual del mercado y el posicionamiento técnico, consideramos que hay valor en la zona de 10 y 20 años en Bonos M, principalmente en los plazos Jun'22, Dic'24, Mar'26 y May'31. Sin embargo, preferimos aguardar mejores condiciones del mercado para posiciones direccionales en este segmento de la curva de Bonos M, especialmente por las presiones en las tasas de los *Treasuries* desde el 11 de febrero obedeciendo a la publicación de buenas cifras económicas y la recuperación de los precios del petróleo. Por otra parte, pensamos que los instrumentos utilizados pudieran tener un buen desempeño hacia delante, especialmente si tomamos en cuenta que la dinámica de inflación actual pudiera implicar una mejoría en el *carry* de este tipo de bonos en los próximos meses, así como una valuación que se ve atractiva para posiciones largas si tomamos en cuenta los niveles de *breakevens* actuales en 2.8% en casi todos los plazos, por debajo del objetivo de Banxico de 3%. Sin embargo, el mercado será cauteloso al momento de incrementar posiciones en este tipo de instrumentos, como se ha visto reflejado en las últimas subastas. Tomando en cuenta nuestros pronósticos de inflación, el *carry* anualizado de las UDIS hasta finales del 2T16 será de -2.2%. No obstante, para la segunda mitad del año pudiera ser cercano a 5.1%. Consideramos que el plazo de 10 años es el que tiene un mayor valor, principalmente los plazos Jun'22 y Dic'25, pero también sugerimos esperar a mejores condiciones para entrar al mercado de manera direccional.

En el cambiario, el dólar se depreció tras el anuncio, lo que también atribuimos en su mayoría a la reducción en los estimados de la trayectoria esperada para la tasa de referencia, en particular para 2016. Esto ha resultado en un menor soporte de tasas para el USD, con bajas de hasta 10pb en el plazo de tres años. Los mayores alzas en emergentes son de más de 1%, con Europa beneficiada del fuerte repunte de 0.9% del EUR/USD además de divisas sensibles al riesgo (ZAR: +1.4%) y al petróleo (RUB: +2.2%) que sube alrededor de 6%. Entre desarrolladas el NZD y CAD son las más beneficiadas al apreciarse 1.6%, mientras que el yen revierte las pérdidas pero es la menos demandada con una ganancia de 0.4%. El sesgo más acomodaticio del Fed y otros bancos centrales en semanas recientes (ECB, BoJ, PBoC, etc.) ante los riesgos al crecimiento y entorno financiero global podría mantener el apetito por activos de riesgo más tiempo de lo que esperábamos antes de esta reunión. En este contexto, no descartamos que el USD/MXN pudiera romper su soporte más inmediato entre 17.61 (mínimo reciente) y 17.65 (nivel de Fibonacci) para extender el movimiento hacia la zona de 17.50 (nivel psicológico) y 17.46 (máximo de diciembre 2015) como próximo objetivo. A pesar de lo anterior, mantenemos una postura neutral de manera direccional para el peso y sugerimos evitar largos en dólares para la operación. Seguimos pensando que el entorno externo continuará lo suficientemente complicado y complejo, manteniendo a la divisa vulnerable a nuevos choques que incrementen el apetito al riesgo y por lo tanto, sin una relación riesgo/rendimiento suficientemente atractiva para largos en la moneda, aunado a las dudas que podrían resurgir sobre la efectividad de la política monetaria para el crecimiento.

## 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, 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.rozco@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