

## Fed en septiembre; Banxico en octubre

20 de mayo 2015

- El Fed acaba de publicar las minutas de la reunión del FOMC que tuvo lugar los días 28 y 29 de abril
- En nuestra opinión, el tono de las minutas fue más *dovish* que el del comunicado
- El tema central fue el momento en que iniciará el proceso de normalización de tasas, en donde junio parece ya muy poco probable
- Las cifras recientemente publicadas sobre la actividad económica en abril y las primera encuestas de mayo muestran una recuperación en 2T15 más lenta de lo que anticipábamos
- En este contexto, pensamos que existe ahora una mayor probabilidad de que el inicio de la normalización de la política monetaria sea en septiembre
- En línea con lo anterior, ajustamos también nuestra perspectiva con respecto a Banxico, que pensamos que iniciará el ciclo de alzas en octubre

**Minutas más *dovish* que el comunicado.** El Fed acaba de publicar las minutas de la reunión del Comité de Operación de Mercados Abiertos (FOMC) del Banco de la Reserva Federal (Fed) que tuvo lugar los días 28 y 29 de abril. En nuestra opinión, el tono de las minutas fue más *dovish* que el del comunicado.

**El punto clave radica en el cambio en el sentimiento de los participantes.** En las minutas de la reunión de los días 17 y 18 de marzo se explicó que: “...Varios participantes consideran que los datos económicos y las perspectivas probablemente garanticen que comience la normalización en la reunión de junio...” Mientras que en las minutas de la reunión de abril publicadas hoy, explicaron que “...Algunos participantes anticipan que la información que se conocerá en el momento de la reunión de junio probablemente indique una mejora suficiente de las perspectivas económicas para dirigir al Comité a juzgar que se han cumplido las condiciones para el comienzo de la normalización de la política monetaria. Muchos de los participantes, sin embargo, creen que es poco probable que los datos disponibles en junio proporcionen suficiente evidencia de que se han cumplido las condiciones para elevar el rango objetivo para la tasa de Fed Funds, aunque no descartaron esta posibilidad...”.

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

### Katia Goya

Economista Senior, Global  
katia.goya@banorte.com

### Alejandro Cervantes

Economista Senior, México  
alejandro.cervantes@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

**Las cifras económicas de 2T15 publicadas tras la reunión muestran que la recuperación de la actividad económica está siendo más moderada de lo esperado.** La actividad económica sufrió una contracción en 1T15, misma que consideramos se debió en gran medida al efecto del clima adverso, y esperábamos que una vez pasado el efecto transitorio del mal clima, la economía mostrara un repunte en 2T15. Sin embargo, los datos duros de abril y las primeras encuestas de mayo apuntan a un repunte menor al esperado y a un crecimiento sólo moderado del PIB en 2T15.

**Por lo anterior, pensamos que el inicio de la normalización de la política monetaria se retrasará a septiembre.** Si bien las minutas dejan claro que la decisión está muy dependiente de los datos, y no se descarta junio por completo, la evolución que ha tenido la economía desde la reunión del FOMC de abril, aunado al hecho de que la inflación sigue muy por debajo de la meta de 2%, sugiere que el Fed podría esperar hasta la siguiente reunión del FOMC que tiene lugar el 16-17 de septiembre. En este contexto, mantenemos nuestra expectativa de que el proceso de normalización será muy gradual.

**Mantenemos nuestra expectativa de que el próximo movimiento de Banxico será de alza en la tasa de referencia, inmediatamente después del Fed.** Sin embargo, dado nuestro cambio de perspectiva con respecto al Fed, hemos ajustado también nuestra expectativa con respecto a la fecha del primer movimiento de Banxico. Ahora esperamos que el ajuste de Banxico sea en la reunión del 15 de octubre, misma que es la primera que tiene lugar después del FOMC del 16-17 de septiembre. Adicionalmente, seguimos previendo que, una vez que tenga lugar la primera alza de tasas, Banxico subirá 25pbs en cada una de sus reuniones hasta finales del año. Esto implica un ciclo de alza de tasas de 50pbs vs. los 100pbs que habíamos previsto anteriormente. Más allá de 2015, existe un alto grado de incertidumbre sobre si el Fed llevará a cabo sólo un proceso de “normalización” y no de “restricción” monetaria, por lo que vemos difícil pronosticar lo que podría hacer Banxico en este periodo. No obstante lo anterior, consideramos que la tasa de referencia de política monetaria de largo plazo en México, incorporando el impacto de las reformas estructurales, es de 7%.

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

**La Reserva Federal validó la valuación del mercado de tasas.** Las discusiones al interior de las minutas del Fed publicadas esta tarde validaron el escenario incorporado en tasas, en donde los inversionistas desde la publicación del débil reporte laboral del *BLS* de marzo (4 de abril) han atribuido con mayor convicción una alta probabilidad implícita del inicio de la normalización de tasas en el 4T15. Los futuros de los fondos federales descuentan en este momento 7pb de alzas implícitas acumuladas para la junta del 16 y 17 de septiembre y 21pb para la junta del 15 y 16 de diciembre. De igual manera, las tasas en México consideran alzas implícitas acumuladas de 19pb para la reunión del 3 de septiembre, 32pb para la del 15 de octubre y 47pb acumulados para la del 3 de diciembre. La reacción fue limitada tanto en el mercado mexicano de bonos como en el peso, conforme los inversionistas se han preparado ya para un escenario como éste a partir de cifras económicas débiles del 2T15.

Mantenemos una postura neutral sobre tasas locales y sugerimos esperar a mejores condiciones en el mercado para posiciones largas direccionales. Los inversionistas reconocen los riesgos que prevalecen a nivel global y que pudieran generar un mayor *sell-off* en bonos soberanos mundiales (corrección en bonos europeos, incertidumbre sobre el Fed y el *impasse* en Grecia). Pensamos que hay una valuación atractiva en el mercado, especialmente en Bonos M de 20 años como el May'31 y Nov'34. Sin embargo, creemos que las pérdidas observadas en los últimos días pudieran prevalecer ante la incertidumbre relacionada al Fed y a la espera de mayor definición en el frente económico. De esta manera seguimos sugiriendo paciencia y estamos a la espera de mejores niveles de entrada para posiciones direccionales largas. Es probable que esta situación continúe a pesar de una pendiente atractiva en la curva de Bonos M y un diferencial de tasas con EE.UU. que no refleja los fundamentales de México. En específico, el spread entre los bonos de referencia de 10 años se encuentra actualmente en 363pb, por arriba del nivel de equilibrio de 360pb y de la media de los últimos 12 meses en 354pb.

En relación al mercado cambiario, conservamos una postura cautelosa y sugerimos evitar perseguir el *rally* de nuestra divisa en las últimas semanas (inclusive después del ajuste desde el viernes). Recomendamos operar los rangos en el intradía ante la expectativa de que continuarán siendo muy elevados y de la falta de catalizadores locales. En nuestra opinión la alta correlación del peso con las tasas en EE.UU. limitaría una fuerte apreciación más allá de 15.00 por dólar como principal soporte técnico, donde podríamos observar mayor apetito de compra. Por el contrario, el interés de largos en pesos podría ser mayor por encima de 15.40 por dólar, en particular si se observa en conjunto con primas de riesgo elevadas entre México y EE.UU. en la parte larga de la curva de bonos.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Katia Celina Goya Ostos, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Juan Carlos Alderete Macal, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Santiago Leal Singer, Rey Saúl Torres Olivares; Manuel Jiménez Zaldívar, Víctor Hugo Cortes Castro, Marisol Huerta Mondragón, Marissa Garza Ostos, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, María de la Paz Orozco, Tania Abdul Massih Jacobo, Hugo Armando Gómez Solís, Valentín III Mendoza Balderas, 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 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 Análisis Económico	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Análisis Económico	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

**Estrategía de Renta Fija y Tipo de Cambio**

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategía de Renta Fija y Tipo de	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector de Estrategía de Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategía de Renta Fija y Tipo de	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

**Análisis Bursátil**

Manuel Jiménez Zaldivar	Director de Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5004 - 1275
Victor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 5004 - 1231
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 - 1179
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5004 - 1227
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 5004 - 1266
Valentín III Mendoza Balderas	Gerente de Análisis	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 5268 - 9000 x 1267
María de la Paz Orozco García	Analista	maripaz.orozco@banorte.com	(55) 5004 - 5262

**Análisis Deuda Corporativa**

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 5004 - 1437

**Banca Mayorista**

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Jorge de la Vega Grajales	Director General Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Banca Patrimonial y Privada	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General de Administración de Activos y Desarrollo de Negocios	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Banca Internacional	rvelazquez@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9879
Victor Antonio Roldan Ferrer	Director General Banca Corporativa Transaccional	vroldan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454