

Reunión FOMC – El Fed deja de “ser paciente”, pero no será impaciente

18 de Marzo 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

Katia Goya

Economista Senior, Global
katia.goya@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

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

- Se acaba de publicar la decisión del FOMC
- En línea con nuestra expectativa, el FOMC hizo cambios en el *forward guidance*, eliminando del comunicado la frase de “ser pacientes”, con lo que deja las próximas decisiones de política monetaria dependientes de los datos
- En particular, la decisión queda ligada a una mejoría adicional del mercado laboral y a estar razonablemente confiados de que la inflación regresará al 2% en el mediano plazo
- Los nuevos estimados macroeconómicos anticipan menor crecimiento económico este año, menor tasa de desempleo y menor inflación
- *Dot plots* anticipan ciclo de alza menos agresivo
- En la conferencia de prensa Yellen explicó que dejar de ser pacientes no quiere decir impacientes, lo que implica que no descartan un alza después de la reunión de abril
- Mantenemos nuestro estimado de que el primer alza en la tasa de *Fed Funds* será en junio
- Los mercados se tornan “pacientes” a pesar del cambio en el *forward guidance* del Fed

El FOMC deja de ser paciente, pero no será impaciente. Se acaba de dar a conocer la decisión del FOMC. En nuestra opinión, lo más destacable del comunicado es el hecho de que se eliminó la frase de “ser paciente”, dejando la decisión de iniciar la normalización de la política monetaria dependiente de los datos económicos, en línea con nuestra expectativa. El Fed explicó que: “...Consistente con su comunicado previo, el Comité juzga que será apropiado un incremento en el rango objetivo de *Fed Funds* cuando se haya visto más mejoría en el mercado laboral y estén razonablemente confiados de que la inflación regresará al objetivo de 2% en el mediano plazo...”. Explicaron que el cambio en el *forward guidance* no quiere decir que el Comité haya decidido todavía el momento en que empezará a elevar el rango objetivo de los *Fed funds*, aunque sí descartó explícitamente la reunión de abril.

Actividad económica más moderada y menor preocupación por los bajos niveles de inflación. Con respecto a la evaluación de las condiciones macroeconómicas, el FOMC explicó que el crecimiento se ha moderado en cierta medida, lo que contrasta con el comunicado anterior donde explicaron que la actividad económica se estaba expandiendo a un ritmo sólido. Cabe destacar que por primera vez en mucho tiempo, se menciona el debilitamiento en el ritmo de crecimiento de las exportaciones, probablemente resultado de la apreciación del dólar.

En lo que se refiere a la inflación, parece que el FOMC considera que la inflación puede haber tocado un piso ya que esperan que “...se mantenga en sus recientes niveles bajos...”. Esto contrasta con el comunicado anterior en el que preveían que los precios seguirían cayendo en el corto plazo.

Los estimados macroeconómicos por parte del Fed resultaron uno de los puntos centrales de atención de los mercados. Las proyecciones del Fed mostraron una menor expectativa de crecimiento económico para este año con la tendencia central reduciéndose de 2.6%-3% en diciembre a 2.3%-2.7%. Sin embargo, la tasa de desempleo esperada para el año también se redujo de un rango de 5.2%-5.3% a 5%-5.2%. Finalmente, el estimado de inflación también se ajustó a la baja. El PCE *core* se ve ahora en un rango de 1.3%-1.5%.

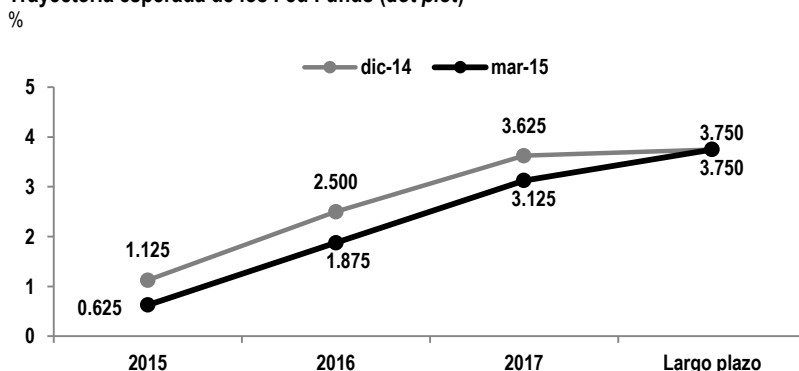
Estimados del FOMC de las principales variables macroeconómicas (marzo 2015)

Variable	2015	2016	2017	Largo plazo
Crecimiento del PIB	2.3-2.7	2.3-2.7	2.0-2.4	
Diciembre	2.6-3.0	2.5-3.0	2.3-2.5	2.0-2.3
Desempleo	5.0-5.2	4.9-5.1	4.8-5.1	5.0-5.2
Diciembre	5.2-5.3	5.0-5.2	4.9-5.3	5.2-5.5
Inflación PCE total	0.6-0.8	1.7-1.9	1.9-2.0	2.0
Diciembre	1.0-1.6	1.7-2.0	1.8-2.0	
Inflación PCE subyacente	1.3-1.4	1.5-1.9	1.8-2.0	
Diciembre	1.5-1.8	1.7-2.0	1.8-2.0	

Fuente: Reserva Federal

Dot plots- Independientemente del momento, el ritmo de normalización es importante. Si bien el mercado está centrado en el momento de inicio de la normalización –lo que está relacionado con la inclinación que tiene el Fed de dejar atrás la era de tasas cercanas a cero y retomar los *Fed funds* como el principal instrumento de la política monetaria-, también es importante el ritmo al cual se llevará a cabo dicha normalización. En este contexto, como en el caso de los estimados macroeconómicos, la principal fuente de información sobre lo que el Fed está pensando la obtenemos del llamado *dot plot*, que contiene el estimado de tasas al cierre del año por parte de cada uno de los miembros del Fed. Dicho gráfico muestra un ciclo de alza de tasas más moderado que el que mostró en diciembre. En este contexto, la mediana de participantes en el FOMC prevé un alza de alrededor de 62.5pbs este año vs. 112.5pbs en la previsión de diciembre. Mientras tanto, para 2016 y 2017, la mediana se ubica en 1.875% y 3.125%, respectivamente. En el largo plazo, la tasa estaría alrededor de 3.75%, como se observa en el siguiente gráfico.

Trayectoria esperada de los Fed Funds (*dot plot*)



Fuente Banorte Ixe con datos de la Reserva Federal y de Bloomberg

Yellen explicó que dejar de ser pacientes no quiere decir ser impacientes.

En conferencia después de la publicación de la decisión de política monetaria, Yellen explicó que las decisiones del FOMC deben ser dependientes de los datos. Destacó también que los vientos económicos en contra están disminuyendo, y que el Fed ve a la economía creciendo por arriba de la tendencia. Explicó que el cambio en el *forward guidance* no debe leerse como que el Comité ya decidió una fecha para incrementar el rango objetivo de *Fed Funds*. Explicó que el cambio no necesariamente significa que el alza será en la reunión de junio, pero que no se puede descartar.

Mantenemos nuestra expectativa que el inicio de la normalización de la política monetaria será en junio. Tras este ajuste, pensamos que el proceso de normalización va a ser muy gradual hacia delante. De hecho, consideramos que es probable que los siguientes movimientos de tasa se den en las reuniones con actualización de estimados –dada la dependencia de las decisiones a los datos-, y rueda de prensa, es decir, tras el alza de junio, podríamos ver movimientos en las reuniones de septiembre y de diciembre.

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

Los mercados se tornan “pacientes” a pesar del cambio en el *forward guidance* del Fed. Fuerte *rally* en los mercados después de la información publicada por la Reserva Federal. En línea con nuestras expectativas, el *FOMC* modificó su *forward guidance* removiendo la frase de “ser pacientes”, no obstante advirtieron sobre algunos riesgos (especialmente el fortalecimiento de dólar y la tendencia de la inflación a la baja) como factores a considerar en el manejo de su política monetaria. Esta situación generó mayor tranquilidad entre los inversionistas, situación que se vio reflejada en ganancias en prácticamente todos los activos financieros a nivel global mediante una reducción en primas de riesgo.

En el mercado de renta fija esta situación resultó en una apreciación de 15-20pb, siguiendo de cerca las ganancias en los *Treasuries* de 12-15pb, así como la apreciación de la mayoría de las monedas frente al dólar americano (incluido el peso). Con ello nuestra recomendación de inversión que abrimos el viernes pasado sobre el Bono M Dic’24 ha alcanzado el nivel objetivo propuesto (entrada 6.12%, objetivo 5.89% y *stop-loss* 6.27%). De hecho, el instrumento rompió a la baja el nivel de Fibonacci de 5.89% y opera actualmente en niveles cercanos al 5.84%. No descartamos que este instrumento pudiera dirigirse hacia el *cluster* de niveles técnicos relevantes cercanos al 5.78% (promedios móviles de los últimos 100 y 200 días), especialmente ante un diferencial respecto al *Treasury* de 10 años que se ubica en 391pb, todavía por arriba del nivel de equilibrio de 360pb y de la media de los últimos 12 meses en 348pb. En este sentido, esperamos que el mercado continúe asimilando la información del Fed dada a conocer hoy, y con ello continúe el *rally* en tasas, en donde seguimos viendo un mayor valor relativo en la zona de 10 a 20 años en la curva de Bonos M.

En el mercado cambiario, el dólar extiende caídas aunque el comunicado no sugiere aun un cambio de la tendencia de alza ante posible incremento de tasas en junio. En línea con nuestras expectativas (ver “Apertura del Mercado de Divisas” del día de hoy) el peso se fortaleció tras la decisión al pasar de alrededor de 15.45 a 15.14, una ganancia de 1.5% en la sesión e intentando un rompimiento del piso técnico de 15.20. En desarrollados todas las monedas se aprecian lideradas por el CHF y NZD (+1.8% en ambos); el EUR/USD sube 1.9% en la jornada a 1.08 como resistencia principal. En EM la apreciación es de poco más de 1% desde +0.3% previo a la publicación y conferencia. De acuerdo con nuestros economistas los detalles no eliminan la posibilidad de una primera alza de tasas en la reunión de junio, por lo que mantienen su expectativa sin cambios. Sin embargo, sí sugiere que el ritmo de alzas podría ser más gradual al considerado anteriormente, implicando la posibilidad de que el cambio a una postura más neutral llevará más tiempo al pronosticado anteriormente y que reduce la tensión y volatilidad que podría generarse en los mercados globales. En nuestra opinión, esto también quita presión y soporte a la especulación reciente de algunos participantes sobre la posibilidad de nuevas medidas por la Comisión de Cambios para hacer frente a la volatilidad en el cambiario, tales como un aumento del monto de venta de dólares en las subastas o de un ajuste a la fórmula para determinar el tipo de cambio en las subastas diarias de dólares actualmente vigentes.

Tras el movimiento de hoy reiteramos nuestra recomendación de compra de USD/MXN en 15.20 como un fuerte soporte que esperamos que genere mayor apetito de compra de dólares, por lo que consideramos el nivel actual como una entrada atractiva para este tipo de posiciones. Técnicamente ubicamos 15.16 como (máximo de 2015 previo al *sell-off* a inicios de marzo) y 15.05 como soportes relevantes, con resistencias en 15.25/26 y 15.32/34 pesos. Creemos que los cambios en las expectativas del Fed no son suficientemente drásticos como para asegurar un cambio en la tendencia de fortaleza del dólar, esperando que la incertidumbre sobre una eventual alza siga limitando la convicción sobre posiciones largas en divisas riesgosas, incluido el MXN. Adicionalmente, la ventaja relativa de tasas de interés del USD frente a otras divisas (sobre todo en DM) sigue siendo un factor de soporte, sobre todo considerando que el sesgo de políticas más acomodaticias en la mayoría de países permanece, mientras que del lado local no encontramos aun catalizadores favorables suficientemente fuertes para contrarrestar por este escenario.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, 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
COMPRA MANTENER VENTA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
	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	alejandros.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	livia.honsel@banorte.com	(55) 1670 - 1883
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	alejandros.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 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.rozco@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	alejandros.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	vrolدان@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454