

Expectativa FOMC – El Fed dejará de “*ser paciente*”

17 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

- El día de hoy inició la segunda reunión del año del FOMC
- La decisión de política monetaria se dará a conocer mañana, a las 12:00pm y vendrá acompañada de una actualización de los estimados de las principales variables macroeconómicas...
- ...Así como de una conferencia de prensa por parte de Janet Yellen (12:30pm)
- Consideramos que el Fed eliminará la frase “*ser pacientes*” a la hora de normalizar la política monetaria, y que esto sea la señal para que en junio se lleve a cabo el inicio de la normalización de la política monetaria
- En nuestra opinión, la decisión de iniciar la normalización será ahora cada vez más dependiente de los datos
- Además de las señales de mejora en el mercado laboral, el desempeño de la inflación subyacente serán clave de aquí en adelante
- En este contexto, los estimados macroeconómicos por parte del Fed serán una fuente importante de información para los mercados
- Esperamos una revisión al alza de los estimados de crecimiento mientras que los de inflación se podrían recortar
- Asimismo, es posible que el *dot plot* –que contiene el estimado de tasas al cierre del año por parte de cada uno de los miembros del Fed-, muestre un ciclo menos agresivo de tasas

La atención del mercado puesta en la decisión del FOMC. El día de hoy inició la reunión de dos días del FOMC. La decisión de política monetaria se dará a conocer mañana (a las 12:00pm) y vendrá acompañada de una actualización de los estimados de las principales variables macroeconómicas, así como de una conferencia de prensa por parte de Janet Yellen (12:30pm).

Cambios importantes en la estrategia de comunicación. En nuestra opinión, las recientes comunicaciones por parte del Fed –incluyendo las minutas de la reunión anterior; el testimonio de Yellen ante el Congreso; así como los discursos de los miembros del FOMC-, sugieren que la opción de iniciar la normalización en junio sigue estando sobre la mesa. Cabe recordar que el *forward guidance* actualmente indica que el FOMC puede “*ser paciente*” a la hora de iniciar el ciclo de alza de tasas, y que en diciembre definieron esta “*paciencia*” como la reducida probabilidad de incrementar tasas al menos en el siguiente par de reuniones. Según el testimonio de Janet Yellen ante el Congreso, esta definición sigue siendo válida. No obstante, explicó que una modificación del *forward guidance* –i.e. eliminar la frase -, debe leerse como un indicativo de que a partir de ese momento es posible un cambio en la tasa de referencia, aunque no necesariamente sea inminente. En este contexto, dado que seguimos pensando que el primer alza en los *Fed funds* tendrá lugar en junio, consideramos que se eliminará la frase “*ser pacientes*” en el comunicado a publicarse el día de mañana.

Inicio de la normalización más dependiente de los datos que nunca. Asumiendo que se elimina la frase mencionada en el párrafo anterior –y que se da a entender que el alza de tasas no es necesariamente inminente-, pensamos que la señal que dará el Fed es que la decisión de iniciar la normalización monetaria estará sujeta al desempeño de los datos hacia delante. En términos del doble mandato, es innegable la mejoría que ha tenido el mercado laboral. En particular, el dato de febrero mostró una creación de empleos de 295 mil plazas, por encima del promedio observado en los últimos tres meses, a pesar de que condiciones climáticas adversas afectaron el desempeño de la actividad económica. Adicionalmente, la tasa de desempleo se redujo a 5.5%, lo que la sitúa en el límite superior del rango en el que se estima que podría estar la tasa natural de desempleo actualmente (ver gráfico con estimados). En este contexto, el desempeño de la inflación cobra cada vez mayor relevancia. Dado que la inflación total actualmente está influenciada por la tendencia a la baja en los precios del petróleo, el desempeño de la inflación subyacente –aquella que excluye el precio de los energéticos y de los alimentos-, será clave en los próximos meses.

En este contexto, los estimados macroeconómicos por parte del Fed serán una fuente importante de información para los mercados. Esperamos una revisión marginal al alza de los estimados de crecimiento para 2015, actualmente entre 2.6% y 3.0%, como se observa en la tabla. Mientras tanto, las expectativas del Fed con respecto a la inflación podrían ser recortadas. Cabe mencionar que la inflación total –medida a través del deflactor del gasto de consumo personal-, está actualmente en 0.2%, mientras que la inflación subyacente se ubica en 1.3% anual.

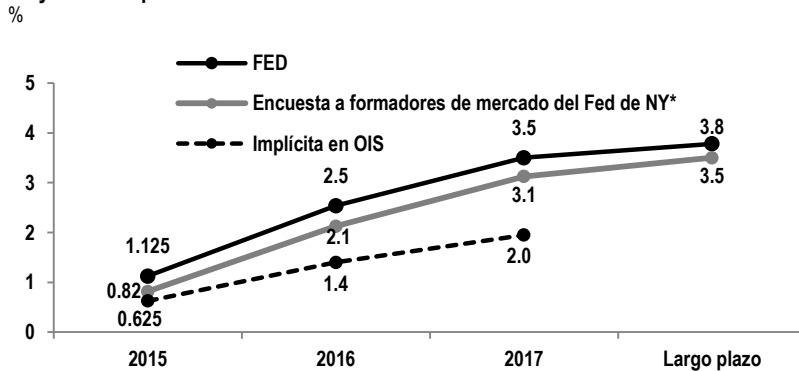
Estimados del FOMC de las principales variables macroeconómicas (diciembre 2014)

Variable	2015	2016	2017	Largo plazo
Crecimiento del PIB	2.6-3.0	2.5-3.0	2.3-2.5	2.0-2.3
Desempleo	5.2-5.3	5.0-5.2	4.9-5.3	5.2-5.5
Inflación PCE total	1.0-1.6	1.7-2.0	1.8-2.0	2.0
Inflación PCE subyacente	1.5-1.8	1.7-2.0	1.8-2.0	

Fuente: Reserva Federal

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 obtendremos 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 actualmente muestra un ciclo de alza de tasas de alrededor de 100pbs para 2015, de 140pbs en 2016 y de otros 95pbs en 2017, lo que implica que la tasa neutral está en niveles de alrededor de 3.75%, según el Fed. Consideramos que es muy posible que el *dot plot* de marzo muestre un ciclo mucho menos agresivo de tasas en 2015. Cabe destacar que actualmente el ciclo de alza de tasas que se desprende del gráfico del Fed pareciera que es mucho más agresivo que el que están descontando los instrumentos del mercado. Sin embargo, datos de una encuesta realizada a los formadores de mercado por el Fed de Nueva York, hacen pensar que si bien el *dot plot* del Fed asume un ciclo mucho más agresivo, la diferencia no es tan grande respecto a lo que se deduce de la curva de instrumentos del mercado.

Trayectoria esperada de los Fed Funds

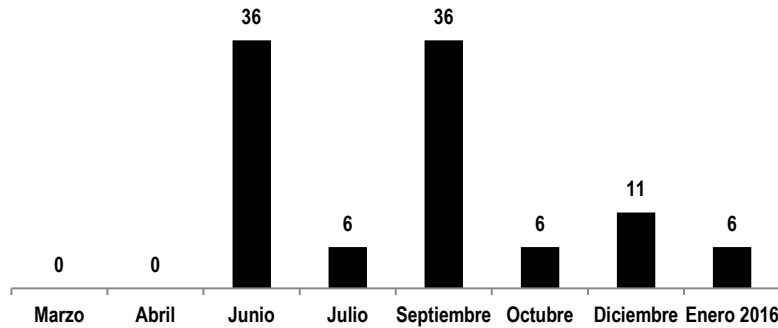


*Encuesta al mes de enero

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

Mantenemos nuestra expectativa que el inicio de la normalización de la política monetaria será en junio. Reconocemos que existe una gran división en el mercado entre junio y septiembre (como se muestra en la gráfica de abajo). Adicionalmente, pensamos que el ciclo de alza en 2015 será de tan sólo 62.5 puntos base con los *Fed funds* finalizando el año en un rango entre 0.625% y 0.875%. El primer ajuste será de 0.125pbs, para llevar la tasa de *Fed funds* a un nivel de 0.25% (el rango de tasas sería entonces de 0.125% a 0.375%). Tras este ajuste, pensamos que el proceso de normalización va a ser muy gradual hacia delante. De hecho, pensamos 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.

Expectativa del inicio de la normalización de la política monetaria
% de encuestados



Fuente: Macroeconomic Advisers

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 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 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.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	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