

## Minutas del FOMC – Incremento en la incertidumbre respecto a la política fiscal y otras políticas económicas

4 de enero 2017

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  
alejandro.padilla@banorte.com

### Juan Carlos Alderete, CFA

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

### Santiago Leal

Analista, Estrategia de Renta Fija y Tipo de  
Cambio  
santiago.leal@banorte.com

- El Fed acaba de publicar las minutas de la reunión del FOMC que tuvo lugar los días 13 y 14 de diciembre
- En nuestra opinión, las minutas mostraron un tono ligeramente *hawkish*
- Se enfatizó la considerable incertidumbre sobre el momento, tamaño y composición de cualquier iniciativa de política fiscal y económica hacia adelante y cómo afectarían a la oferta y demanda agregada
- La mayoría de los miembros dijeron que los riesgos al alza para sus perspectivas de crecimiento económico se han incrementado ante la expectativa de una política fiscal expansiva
- Las minutas muestran la discusión en torno a varios factores que podrían materializarse en mayores niveles de inflación
- La mayoría de los participantes consideran que un ritmo gradual de alza en tasas será el apropiado
- Mantenemos nuestra expectativa de que el Fed incrementará el rango de la tasa de referencia en dos ocasiones durante el 2017

El Fed acaba de publicar las minutas de la reunión del FOMC que tuvo lugar los días 13 y 14 de diciembre. En dicha reunión se decidió incrementar el rango de la tasa de *Fed funds* a 0.50%-0.75%, en una decisión unánime. Consideramos que las minutas publicadas el día de hoy mostraron un tono ligeramente *hawkish*, donde se enfatizó la considerable incertidumbre sobre el momento, tamaño y composición de cualquier iniciativa de política fiscal y económica hacia adelante y cómo afectarían estas políticas a la oferta y demanda agregada. También destacaron varios riesgos al alza sobre la inflación, mientras que el único riesgo a la baja parece ser la apreciación del dólar.

**La política fiscal será un factor clave.** El Fed abordó en repetidas ocasiones el tema de la política fiscal y la incertidumbre en torno a su implementación e impacto. Sin embargo, la mayoría de los miembros dijeron que los riesgos al alza a sus perspectivas de crecimiento económico se han incrementado ante la posible implementación de una política fiscal expansiva en los próximos años. Cabe destacar que la mitad de los miembros incorporaron este efecto en sus pronósticos. Asimismo, se mencionaron algunos riesgos a la baja como una apreciación adicional del dólar y la vulnerabilidad financiera en otras economías. Destacaron que hasta ahora se observa una tendencia de recuperación en la inversión, particularmente en el sector residencial, así como en bienes de capital y plataformas petroleras.

**En cuanto a la inflación se mostraron confiados de que subirá a su objetivo de 2% en el mediano plazo.** Consideramos que las minutas muestran la discusión en torno a varios factores que podrían materializarse en mayores niveles de inflación: (1) El alza en las expectativas de mercado de la inflación; (2) la implementación de una política fiscal expansionista; (3) un mercado laboral en pleno empleo, donde muchos participantes consideran que el riesgo de una trayectoria más baja de la tasa normal de desempleo se ha incrementado; (4) los primeros indicios de que no hay mucha mano de obra calificada disponible; y (5) la posibilidad de un alza adicional en los precios del petróleo. Sin embargo, varios miembros resaltaron que una mayor apreciación del dólar podría continuar frenando a la inflación. Por ello, destacaron que los riesgos a la baja para la inflación todavía se mantienen y que un escenario de una trayectoria más baja de lo estimado (*undershooting*) de la tasa de desempleo podría ayudar a la inflación a alcanzar el objetivo de 2%.

**La mayoría de los participantes consideran que un ritmo gradual de alza en tasas será el apropiado.** Se considera que un paso gradual será el adecuado debido a la proximidad de la tasa de *Fed funds* al límite bajo, lo que restringe la capacidad de respuesta ante choques adversos, pero permite una mejor reacción ante choques al alza. Por otro lado, dado que la tasa neutral está en niveles históricamente bajos, un ciclo de alzas graduales en los próximos años es suficiente para alcanzarla. Un par de participantes expresaron su preocupación de que la comunicación de gradualidad pueda ser mal entendida como un compromiso a sólo una o dos alzas por año. Finalmente, explicaron que cambios en la trayectoria de la tasa de referencia podrían tener implicaciones para la reinversión de activos en el balance del Fed.

**Mantenemos nuestra expectativa de que el Fed elevará la tasa de referencia en dos ocasiones durante el 2017.** En nuestra opinión, el crecimiento de la economía seguirá siendo moderado el año que entra mientras que la inflación se ubicará cerca del objetivo del Fed. Adicionalmente, si bien pensamos que la política fiscal expansionista de la nueva administración tendrá un impacto importante sobre las presiones inflacionarias, prevemos que estas se manifestarán hacia finales del año y dependen de la magnitud del estímulo, la cual todavía tiene un alto grado de incertidumbre.

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

### **Tasas y tipo de cambio afectados por la fuerte incertidumbre sobre las políticas de Donald Trump, así como una retórica *hawkish* por parte del Fed**

Las minutas de la Reserva Federal publicadas este día mostraron un sesgo *hawkish*, consistente con el mensaje enviado en el comunicado del 14 de diciembre. Los miembros del *FOMC* han externado su preocupación sobre los posibles efectos de una política fiscal expansiva en la próxima administración. En este contexto, el mercado descuenta 46pb de incrementos implícitos en la tasa de los *Fed funds* para este año, con una curva que pudiera hacerse más *steep* hacia delante. El *Treasury* de 10 años opera en 2.45%, con modestas presiones al alza de 1-2pb después de la publicación de las minutas. Pronosticamos que este instrumento finalizará 2017 en 2.90%. En México, las tasas de interés extienden las pérdidas registradas a lo largo de la sesión de hoy y después de una jornada negativa ayer, en un ambiente poco favorable para el mercado local, a la espera de la toma de posesión del Presidente Electo Trump el 20 de enero. En este contexto, el Bono M Dic'24 opera en 7.59% (+8pb) y el Mar'26 en 7.64% (+7pb). El mercado descuenta 150pb de incrementos implícitos acumulados por parte de Banxico en 2017. En términos de estrategia, reiteramos nuestra recomendación de posiciones largas en los Udibonos Jun'19, Dic'20 y Jun'22, abierta el 2 de diciembre de 2016. Más detalles en la nota "*Expectativas de tasas, divisas y commodities – Nueva Realidad Después de Trump*" <[pdf](#)>, publicada el 2 de diciembre de 2016. En nuestra opinión la inflación de este año podría verse fuertemente afectada por tres factores, principalmente: (1) Un efecto de traspaso adicional de las pérdidas cambiarias sobre precios, (2) liberalización del precio de las gasolinas, y (3) incremento en el salario mínimo.

En el mercado cambiario, el dólar extendió ligeramente las pérdidas acumuladas desde inicio de sesión tras las minutas aunque ya las revierte, probablemente debido a los comentarios sobre el riesgo a la baja que un dólar fuerte representa para la inflación. Resalta que el MXN no tuvo un respiro, acumulando una fuerte depreciación de 2.2% hoy a 21.57 por dólar desde 21.11 de cierre y 21.44 justo antes de la publicación. Esta pérdida es la mayor en EM por una magnitud considerable y por segunda sesión consecutiva. Con las tasas locales ya descontando una trayectoria de alza de tasas agresiva por Banxico este año y preocupado por mayor inflación, el sesgo *hawkish* del Fed en un entorno de elevada incertidumbre continúa impactando al MXN al sugerir poco margen de maniobra de las autoridades para impulsar el crecimiento y de potencial presión bajista en tasas reales. Adicionalmente, los participantes parecen estar convencidos de que la Comisión de Cambios no actuará con ventas discrecionales de dólares a pesar del débil desempeño relativo de los últimos días, de lo que coincidimos con base en la experiencia del año pasado. En este contexto, continuamos con una postura neutral en el peso tras la justificación de las dos últimas sesiones.

El ajuste podría inducir compras de oportunidad ante una mejor valuación; sin embargo, preferimos aprovechar eventuales bajas para nuevas compras del USD/MXN, considerando que el difícil e incierto panorama tanto local como externo mantendrá el apetito por activos locales limitado y al peso con tendencia de depreciación gran parte del año.

## 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, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, y Francisco José Flores Serrano 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	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	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 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
Francisco José Flores Serrano	Analista Economía Nacional	francisco.flores.serrano@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
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250

**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 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