

## Fed - Aumento de tasas declara oficialmente el fin de la crisis global de 2008-2009

16 de diciembre 2015

- El día de hoy el Comité de Operaciones de Mercado Abierto del Fed (FOMC) anunció un alza de 25pb en el rango objetivo de la tasa de *Fed Funds*
- Cabe destacar que esta es el primer aumento de tasas de interés del Fed desde junio de 2006
- El Fed destacó la considerable mejoría en el mercado laboral y la expectativa de que la inflación tenderá al objetivo de 2% en el mediano plazo
- El comunicado reforzó el mensaje de gradualidad, dependiente del desempeño de la economía
- El *dot plot* anticipa un incremento de 100pb en la tasa en el 2016, sin cambios con respecto a septiembre
- Los estimados macroeconómicos mostraron cambios marginales
- En nuestra opinión, la normalización de la política monetaria consiste en llevar la tasa de *Fed funds* a 3.5%, en el período 2015-2019
- En particular anticipamos que el FOMC eleve las tasas en 75pbs durante el 2016

Después de casi una década, el Fed elevó la tasa de referencia, iniciando el proceso de normalización de la política monetaria. El FOMC anunció un incremento de 25pb en el rango objetivo de la tasa de referencia de los *Fed Funds*, ubicándolo en 0.25%-0.50%. El comunicado que acompañó la decisión reiteró que el ritmo de alza en tasas será gradual, dependiendo del desempeño de la economía. Por su parte, el *dot plot* mantiene una expectativa de un alza de 100pbs en 2016, sin cambios con respecto al gráfico de septiembre.

**Riesgos balanceados con la inflación convergiendo a 2% en el mediano plazo.** De acuerdo con el comunicado que acompañó la decisión, los riesgos tanto para las perspectivas de la actividad económica como para el mercado laboral están balanceados, mientras que esperan que la inflación suba conforme los efectos transitorios de la baja en los precios de los energéticos y las importaciones se disipen, al tiempo en el que el mercado laboral se fortalezca más. Destacaron que estarán siguiendo de cerca el desempeño de la inflación, mientras que el Comité considera que ha habido una mejoría considerable en las condiciones del mercado laboral este año y están razonablemente confiados de que la inflación subirá, en el mediano plazo, a su objetivo de 2%.

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

### 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

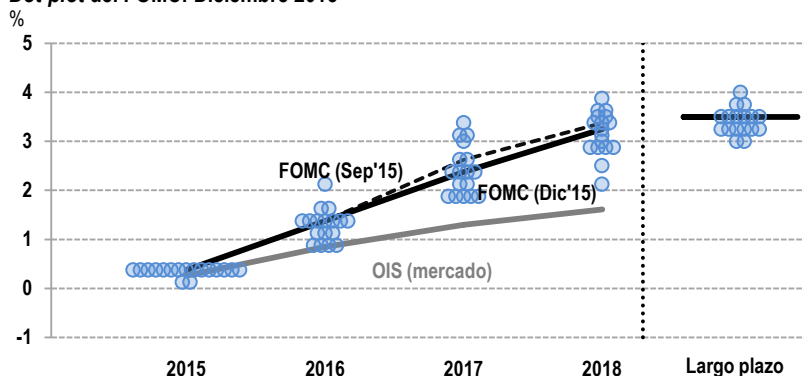
### Juan Carlos Alderete, CFA

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

**Ciclo de alza gradual.** El FOMC explicó en su comunicado que para determinar el momento y la magnitud de los futuros ajustes en el rango objetivo de la tasa de *Fed Funds*, el Comité evaluará las condiciones económicas realizadas y esperadas relativas a sus objetivos de máximo empleo y una inflación de 2%. Esperan que las condiciones económicas se desarrollen de tal manera que garanticen sólo incrementos graduales en la tasa de *Fed Funds* y que es probable que la misma permanezca, por algún tiempo, debajo de los niveles que se anticipa prevalecerán en el futuro.

**No obstante, el dot plot publicado en esta reunión fue muy similar al publicado en la reunión de septiembre.** El gráfico en cuestión muestra una trayectoria para 2016 que sigue incorporando alzas de 100pb. Para 2017, la mediana muestra un incremento de otros 100pb, comparado con los 125pb que esperaban en la reunión de septiembre. Finalmente, para 2018, los miembros del Fed contemplaban un alza de 87.5pb. Es importante mencionar que la tasa de largo plazo se mantuvo sin cambios en 3.5%.

**Dot-plot del FOMC: Diciembre 2015**



Fuente: Bloomberg y Banorte-Ixe

**Los estimados macroeconómicos mostraron cambios marginales.** El rango para el crecimiento para el año que entra se redujo de 2.2%-2.6% a 2.3%-2.5%, mientras que para el resto de los períodos se mantuvo virtualmente sin cambios, con el crecimiento de largo plazo entre 1.8% y 2.2%. En cuanto a la tasa de desempleo, se espera que se ubique entre 4.6% y 4.8% el año que entra, con un estimado de largo plazo en los niveles actuales de alrededor de 5%. En lo que toca a la inflación, no se espera converger al objetivo sino hasta 2017, como se muestra en el cuadro de abajo.

**Estimados Macroeconómicos Tendencia Central: Diciembre 2015**

	2015	2016	2017	2018	Largo plazo
<b>Crecimiento económico</b>	2.1	2.3 - 2.5	2.0 - 2.3	1.8 - 2.2	1.8 - 2.2
Estimado septiembre	2.0 - 2.3	2.2 - 2.6	2.0 - 2.4	1.8 - 2.2	1.8 - 2.2
<b>Tasa de desempleo</b>	5.0	4.6 - 4.8	4.6 - 4.8	4.6 - 5.0	4.8 - 5.0
Estimado septiembre	5.0 - 5.1	4.7 - 4.9	4.7 - 4.9	4.7 - 5.0	4.9 - 5.2
<b>Deflactor del PCE</b>	0.4	1.2 - 1.7	1.8 - 2.0	1.9 - 2.0	2.0
Estimado septiembre	0.3 - 0.5	1.5 - 1.8	1.8 - 2.0	2.0	2.0
<b>Deflactor subyacente del PCE</b>	1.3	1.5 - 1.7	1.7 - 2.0	1.9 - 2.0	
Estimado septiembre	1.3 - 1.4	1.5 - 1.8	1.8 - 2.0	1.9 - 2.0	

Fuente: Reserva Federal

**El Fed publicó un documento adicional donde dio los detalles de la implementación de la política monetaria.** Como ya se anticipaba, la tasa que paga el Fed por el exceso de reservas que los bancos comerciales depositan en su cuenta con el Fed (*Interest rate on excess reserves* o IOER) se incrementó en a 0.5%. Una tasa más alta incentivará a los bancos a depositar una mayor parte de su exceso de reservas en el banco central. Por su parte, el rango bajo será determinado por la tasa de los reportos *overnight* (*Reverse-repurchase agreement rate* u ON RPP), en donde el Fed “presta” los bonos que tiene en su balance a las instituciones financieras a cambio de dinero y cuando vence el plazo (en este caso, al día siguiente), le devuelven los bonos y regresa el dinero más una tasa de interés o tasa de reporto. Esta tasa se ubicará en 0.25%. Adicionalmente, se aprobó un alza de 25pb en la tasa de depósitos a niveles de 1%.

**Esperamos que el ciclo de alza en tasas termine en el 2018.** En su reciente discurso, Yellen destacó que la tasa neutral nominal (aquella que no se considera ni de expansión ni de contracción) está por debajo de los niveles estándar históricos y subirá gradualmente. Recordó que en la reunión de septiembre, los miembros del FOMC proyectaron que en el largo plazo la tasa nominal de *Fed Funds* estará cerca de 3.5% y que el alza hacia esos niveles será lento. El cálculo de esta tasa neutral está basada en un entendimiento imperfecto de la economía y los datos disponibles por lo que hay mucha incertidumbre alrededor del estimado del nivel actual y su desempeño hacia adelante. Sin embargo, el estimado de los miembros del Fed para la tasa *Fed Funds* de largo plazo se mantuvo prácticamente sin cambios (mediana 3.5%, tendencia centras se modificó ligeramente de 3.3%-3.8% previo a 3.3%-3.5%). En nuestra opinión, con un ciclo gradual de alza en tasas, el proceso de normalización del Fed no terminará sino hasta finales de 2018.

**Alza de 75 puntos base en el 2016.** Hacia delante anticipamos que el FOMC eleve las tasas de interés en 75 puntos base durante 2016. Esto significa que estimamos menores aumentos que lo que los miembros del FOMC expresaron en sus proyecciones (*dot-plots*), pero más que lo que descuentan los mercados – embebidos en los futuros de *Fed Funds*-, alrededor de 50 pb. En otras palabras, nuestra interpretación de “gradualidad” se traducirá sólo en 75 puntos base el año que entra, sobre todo porque no observamos presiones inflacionarias de lado de la demanda en el horizonte.

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

**Valor en la curva asimilando la gradualidad del Fed y las posibles acciones de Banxico mañana.** La Reserva Federal validó el 76% de probabilidad implícita del mercado sobre un alza de 25pb en la tasa de referencia. Asimismo, envió un mensaje de gradualidad, situación que ayudó a una revaluación de activos de riesgo. Los *dot plots* (representación gráfica sobre el nivel en el que cada uno de los miembros del Fed considera apropiado que esté la tasa de referencia en los próximos años y en el largo plazo) mostraron ligeras modificaciones a la baja, situación que sirvió como argumento a favor de una curva de rendimientos en EE.UU. que descuenta un ritmo moderado de normalización. Los futuros de los *Fed funds* se encuentran ahora en 0.83% para diciembre de 2016, 1.375% para diciembre de 2017, 1.77% para diciembre de 2018 y 2.88% para la tasa de largo plazo. La reacción del mercado en México fue de una apreciación de 5-7pb a lo largo de toda la curva de rendimientos, principalmente en instrumentos de mediano y largo plazo. Las condiciones actuales sugieren que Banxico pudiera comenzar a subir su tasa de referencia mañana en 25pb en línea con lo recién anunciado por el Fed y continuar haciéndolo al mismo ritmo que su contraparte norteamericana al principio del próximo año. Sin embargo, la combinación de baja inflación y señales de holgura en la economía (PIB creciendo debajo de su potencial) pudieran poner un freno momentáneo al ciclo restrictivo en México a mediados de año (visión relativamente *dovish* que pudiera ser plasmada en el comunicado de mañana), con aumentos acumulados en la tasa de referencia probablemente menores a los 106pb que descuenta la curva de rendimientos para los próximos 12 meses. Un factor importante para este escenario será el desempeño del tipo de cambio. Tomando en consideración las variables actuales y la reciente corrección en el mercado de renta fija mexicano mantenemos una visión positiva sobre la valuación del *belly* de la curva de Bonos M, principalmente los nodos que comprenden del Dic'18 al Dic'24. En línea con esta visión, también mantenemos nuestra recomendación de inversión iniciada el 12 de noviembre de recibir el derivado de TIEE-28 de 1 años (13x1) con un nivel de entrada de 3.92%, objetivo 3.67%, *stop-loss* en 4.10%, operando actualmente en 3.92%. Para mayores detalles sobre esta recomendación referirse a nuestra publicación "*México: Recomendamos recibir el derivado de TIEE-28 de 1 año (13x1)*" [<pdf>](#).

**El peso tuvo un respiro importante pero acotado dependiendo de la señal que envíe Banxico en su comunicado.** En el cambiario, el dólar reaccionó con menor volatilidad a la que esperábamos, apreciándose tras el comunicado pero borrando las ganancias con los comentarios de Yellen. Solo algunas con alta sensibilidad al petróleo en EM (COP) y DM (NOK y CAD) mostraron pocos cambios y mantuvieron las pérdidas acumuladas en la sesión. El peso se apreció de alrededor de 17.16 por dólar momentos antes del comunicado y hasta 16.90 como mejor nivel intradía, operando en estos momentos con la tercer mayor ganancia en EM al apreciarse 0.5% a 17.02 por dólar. Antes de la decisión recomendamos evitar exposición cambiaria direccional en el USD/MXN. Tras analizar los detalles y observar mayor apetito de largos alrededor de 17.00 por dólar, mantenemos nuestra recomendación de compra con entrada debajo de este nivel. En particular, no encontramos argumentos suficientes para cambiar de postura.. Reconocemos el riesgo de que la reacción inmediata se extienda en el muy corto plazo, con principales soportes técnicos en 16.83 y 16.73 (nivel de Fibonacci). No obstante, pensamos que existe el riesgo de un regreso al alza debido a: (1) En nuestra opinión, los cambios en el “*dot-plot*” no fueron tan *dovish* como esperaba el mercado; (2) Si bien seguimos creyendo que Banxico subirá la tasa de referencia en 25pb (que ya se encuentra descontado), la ganancia del MXN y condiciones locales aumentan el riesgo de que el tono del comunicado sea más *dovish*; (3) los *commodities* siguen presionados, en particular el petróleo, con una baja de 4.5% hoy en el WTI a 35.70 US\$/barril; y (4) la liquidez probablemente se reduzca significativamente hasta el cierre de año.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, 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