

Minutas del FOMC – Inicio de normalización en junio “sigue en la mesa”

8 de abril 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

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

- El Fed acaba de publicar las minutas de la reunión del FOMC que tuvo lugar los días 17 y 18 de marzo
- En nuestra opinión, el tono de las minutas fue tan *dovish* como el comunicado, pero un poco más *hawkish* de lo que esperaba el mercado
- Destacamos cinco discusiones de las minutas sobre...
 - (1) ...el momento en que iniciará el proceso de normalización de tasas, en donde quedó claro que junio “sigue en la mesa”;
 - (2) ...la necesidad de “preparar” al mercado para el inicio de la normalización una reunión antes, con opinión dividida;
 - (3) ...el grado de holgura del mercado laboral, en donde la mayoría piensa que es pequeña;
 - (4) ...inflación, en donde apreciamos confianza respecto a que llegará al objetivo de 2%;
 - (5) ...la fortaleza del dólar, que sí limitará el crecimiento de las exportaciones, así como de la economía
- Cabe señalar que continuamos percibiendo que ya existe un consenso de que el proceso de alza de tasas –cuando quiera que sea-, será muy gradual
- Con la información económica disponible, así como las minutas de hoy y los últimos discursos de miembros del FOMC, continuamos anticipando que el inicio de la normalización será en junio...
- ...no obstante lo anterior, continuamos reconociendo que el riesgo es que éste se lleve a cabo en septiembre

Minutas tan *dovish* como 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 17 y 18 de marzo. En nuestra opinión, el tono de las minutas fue tan *dovish* como el comunicado, pero un poco más *hawkish* de lo que esperaba el mercado.

Cinco discusiones clave. Consideramos que se llevaron a cabo discusiones en cinco temas clave: (1) El momento en que iniciará el proceso de normalización de tasas; (2) la necesidad de si “preparar” o no al mercado para el inicio de la normalización una reunión antes; (3) el grado de holgura del mercado laboral; (4) inflación; y (5) la fortaleza del dólar. En la presente nota elaboraremos sobre estas cinco discusiones. No obstante lo anterior, con la información económica disponible, así como las minutas de hoy y los últimos discursos de miembros del FOMC, continuamos anticipando que el inicio de la normalización será en junio.

¿Cuándo será el inicio de la normalización? Consideramos que la discusión sobre el momento en que iniciará el proceso de normalización de tasas de interés propició un álgido debate. Sin embargo, en resumen, “...la mayoría de los miembros del FOMC piensan que los datos económicos y las perspectivas de éstos garantizarían el inicio de la normalización en la reunión de junio. Sin embargo, otros anticiparon que los efectos de la caída de los precios de los energéticos y la fortaleza del dólar continuarán pesando sobre la inflación en el corto plazo, sugiriendo que las condiciones no serían las apropiadas para subir tasas, sino en alguna reunión posterior durante el año y dos participantes sugirieron que el panorama económico no sería adecuado para un incremento de tasas sino hasta el año 2016...”. Cabe señalar que nosotros interpretamos “several” como la mayoría por la prelación en que ponen “several” respecto de “others”.

¿Qué tanto habrá que preparar al mercado para la primera subida de tasas? Dos participantes consideran que el FOMC debe buscar enviar una señal sobre las intenciones de política monetaria en la reunión anterior a que se lleve a cabo el inicio del proceso de normalización. No obstante lo anterior, pensamos que la opinión al respecto fue muy dividida porque otros dos miembros comentaron que ofrecer una señal así a los participantes del mercado sería incongruente con el enfoque de llevar a cabo las decisiones “reunión por reunión”, que han estado comentando.

¿Existe todavía holgura en el mercado laboral? Hay que recordar que estas minutas reflejan la información disponible hasta el momento de la junta, por lo que el último reporte de empleo de marzo, que resultó débil, no estuvo en discusión. No obstante lo anterior, en discursos posteriores, los miembros del FOMC han argumentado que es muy probable que haya sido el clima y no un tema estructural el que afectó el dato. Lo que se explicó en las minutas es que “...la mayoría piensa, basado en la mejoría de varios indicadores del mercado laboral, que la economía está progresando hacia el objetivo del Comité de máximo empleo. Sin embargo, muchos creen que todavía existe algún grado de holgura en el mercado laboral...”.

¿Continúa pensando el FOMC que la inflación tenderá a 2%? Apreciamos confianza respecto a que llegará al objetivo de 2%. Se explicó que esperan que la inflación se mueva hacia el objetivo en el mediano plazo, conforme los efectos transitorios se diluyan y las condiciones del mercado laboral sigan mejorando. Asimismo, destacaron que “...la normalización de la política monetaria puede iniciarse antes de ver incrementos en la inflación subyacente...”.

¿Se percibe preocupación por la fortaleza del dólar? Consideramos que si es un tema de preocupación dado que “... la mayoría de los participantes destacaron que la apreciación adicional del dólar en el periodo entre juntas probablemente restringirá las exportaciones netas y el crecimiento económico por un tiempo...”. No obstante lo anterior, cabe recordar que las exportaciones en EE.UU. representan menos del 15% del PIB, por lo que consideramos que el impacto del tipo de cambio en la economía es limitado.

Cabe señalar que continuamos percibiendo que ya existe un consenso de que el proceso de alza de tasas –cuando quiera que sea-, será muy gradual. En las minutas se explicó que “...la mayoría espera que el desempeño económico guíe a un proceso de normalización muy gradual o la dependencia de los datos no necesariamente lleve a incrementos en la tasa de referencia en cada reunión...”.

Mantenemos nuestra expectativa de que el proceso de normalización dará inicio en junio. Con la información económica disponible, así como las minutas de hoy y los últimos discursos de miembros del FOMC, continuamos anticipando que el inicio de la normalización será en junio. No obstante lo anterior, continuamos reconociendo que el riesgo es que éste se lleve a cabo en la reunión de septiembre. En este sentido, consideramos que la publicación de los reportes económicos a lo largo de las próximas semanas nos permitirá tanto a nosotros como a los miembros del FOMC evaluar de manera más clara que tanto de la reciente desaceleración económica se debe al factor del clima o si se trata de un tema estructural, lo que será clave para definir el momento de inicio del alza en la tasa de referencia.

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

Tasas consolidan ganancias de los últimos días y el peso registra mayor volatilidad en el intradía tras la publicación. Los bonos M finalizaron con ganancias de 2-3pb a lo largo de la curva de bonos M, con presiones moderadas tras la publicación pero regresando a los niveles del inicio de la jornada al cierre, logrando así consolidar el rally de las últimas cuatro sesiones soportado por las expectativas más *dovish* respecto a las minutas del Fed hoy y de Banxico a publicarse mañana. El mercado de futuros de tasas *fed funds* continúa descontando que el Fed podría anunciar un primer aumento hasta el 4T15, con un alza implícita acumulada al cierre de año de 22pb y de solo 7pb hacia el final del 3T15. En este contexto, consideramos que existe un riesgo de que esta perspectiva sea muy *dovish*, lo que podría inducir una corrección en caso de que las cifras económicas o la inflación en EE.UU. repunten de manera importante. En contraste, en el caso de México se incorporan 15pb de alza hacia el 3T15 y 40pb al cierre del año, más en línea con nuestras expectativas. Como resultado, consideramos que las tasas mexicanas de corto plazo se encuentran en niveles de valuación adecuados, reiterando nuestra visión de que la zona de 20 años en la curva de bonos M se ve más atractiva, en particular los instrumentos con vencimiento en May’31 y Nov’34. Por lo tanto, mantenemos nuestra perspectiva favorable en estos instrumentos al considerar que cuentan con mayor potencial de apreciación (baja en tasas) ante una prima de riesgo que permanece elevada y que en nuestra opinión no refleja la fortaleza de los fundamentales macroeconómicos de nuestro país en su totalidad, sobre todo si logramos observar un ritmo de alzas del Fed más gradual.

En el cambiario el peso reaccionó con mayor volatilidad, presionándose hasta máximos de 14.96 justo después de la publicación desde 14.90 por dólar pero regresando en estos momentos para cerrar prácticamente sin cambios. En la mayoría de las divisas los movimientos fueron similares, con el EUR/USD operando en 1.0791 y el USD/JPY en 120.05. En nuestra opinión esta dinámica es consistente con las amplias dudas que el documento sugiere que existen del preciso momento en que pudiera ser la primera alza, manteniendo la posibilidad de que sea en junio si las cifras económicas repuntan en los próximos meses. Por otro lado y de mayor plazo, pensamos que se observa un mayor consenso sobre la necesidad de ser muy graduales en términos del ritmo de ajuste al iniciarse el ciclo, lo que podría ser favorable para el MXN si logra contener un aumento de la volatilidad. En este contexto, mantenemos nuestro estimado de cierre de año sin cambios en 14.90 por dólar, esperando un mejor desempeño del peso durante el 2S15. En línea con lo comentado recientemente, también mantenemos nuestra recomendación larga en dólares del 20 de marzo con entrada en 14.98, objetivo en 15.50 y *stop-loss* en 14.60 por dólar en un intento por recuperar parte de las pérdidas recientes. Si bien el desenlace parece haber sido menos *dovish* de lo esperado por el mercado, aun pensamos que el riesgo de que el dólar extienda las presiones ha aumentado, por lo que estaremos muy atentos a la dinámica del mercado para dilucidar la fuerza de un posible cambio de tendencia en el corto plazo. No obstante, nuestros economistas mantienen su expectativa de que la primera alza será en junio además de que el entorno externo sigue siendo complicado, sobre todo respecto a la coyuntura en Grecia, por lo que permanecemos defensivos de posiciones largas en el peso.

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	alejandro.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	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 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	hugoa.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