

Minutas del FOMC – El alza en tasas podría estar más lejos de lo que parece

8 de octubre 2015

- El Fed acaba de publicar las minutas de la reunión del FOMC que tuvo lugar los días 16-17 de septiembre
- Muchos miembros del FOMC consideraron que las condiciones para subir tasas estaban cerca de cumplirse y explicaron que éstas podrían darse antes de finalizar el año...
- ...pero se mostraron preocupados debido a que los riesgos a la baja para la inflación y el crecimiento han aumentado
- Los miembros explicaron los riesgos de un alza prematura en tasas
- Consideramos que las minutas apuntan a que el alza podría estar más lejos de lo que parece

www.banorte.com
www.ixc.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

Minutas revelan una amplia discusión sobre el balance de riesgos para la actividad económica y la inflación. El Fed acaba de publicar las minutas de la reunión del Comité de Operación de Mercado Abierto (FOMC) que tuvo lugar los días 16 y 17 de septiembre. El documento muestra un tono *dovish*, en línea con lo mostrado por Janet Yellen en su conferencia de prensa posterior a la decisión, aunque un poco sorpresivo luego de que algunos miembros del Fed aseguraron que la decisión de no subir la tasa de referencia había sido muy “cerrada” en intervenciones posteriores. A pesar de lo anterior, “...*muchos miembros siguen esperando que se cumplan las condiciones para un alza más tarde este año, aunque se encontraban preocupados por los riesgos a la baja para las perspectivas de actividad real e inflación...*”. En consecuencia, el Comité decidió que lo más apropiado era esperar evidencia adicional de una mejoría en el mercado laboral y que la inflación dé signos de una recuperación hacia el objetivo de 2% en el mediano plazo.

Los riesgos para la economía y la inflación han aumentado. Los riesgos siguen ubicados en la desaceleración de las economías emergentes, en específico la de China, lo que ha generado mayor fortaleza del dólar e insertado presiones a la baja en el precio del petróleo. Por consiguiente, “...*varios participantes juzgaron que los riesgos a la baja para las perspectivas de inflación y crecimiento han aumentado...*”. Por ejemplo, algunos reportes regionales indican que se ha comenzado a ver una desaceleración en las ventas al menudeo en algunas regiones debido a estos factores. Por otro lado, hemos observado que, con la excepción de la industria automotriz, la industria manufacturera ha registrado una caída importante en los nuevos pedidos.

También comentaron que “...una desaceleración en China y un potencial contagio a otras economías podría aumentar el déficit de exportaciones netas hasta cierto punto...”. Sin embargo, muchos participantes aseveraron que “...el efecto de estos sucesos en la actividad económica doméstica podrían ser moderados, aunque entendían que el riesgo de que esto pudiera repercutir en el crecimiento de Estados Unidos ha aumentado...”.

Los riesgos a la baja en la inflación se incrementan, aunque muchos miembros sólo ven efectos transitorios. Algunos miembros del FOMC aseguraron que: “...se encontraban preocupados porque un alza prematura de la tasa de referencia pudiera dañar la credibilidad del Comité para alcanzar el objetivo de inflación si ésta se mantiene por debajo de 2% por un periodo prolongado...”. En este contexto, el Fed preferirá esperar a observar más evidencia de que la inflación convergerá a su objetivo en el mediano plazo. Por otra parte y a pesar de que el mercado laboral ha continuado evolucionando positivamente, destacaron que las presiones salariales no han mostrado signos de una aceleración generalizada. En este contexto, “... los participantes siguen esperando que, mientras el mercado laboral siga mejorando y los efectos transitorios en energía y precios de importaciones se disipen, la inflación subirá gradualmente hasta 2% en el mediano plazo...”.

Descartamos un alza de tasas en octubre y vemos la mayor probabilidad en diciembre. Si bien las recientes intervenciones de miembros del Fed hablan del inicio de la normalización de la política monetaria este año, el tono del comunicado y las minutas es muy *dovish*. Adicionalmente, se ve una preocupación importante sobre los riesgos a la baja sobre el crecimiento económico y la inflación. Aunado a lo anterior, el débil reporte laboral de septiembre incrementa la incertidumbre en torno a una desaceleración más profunda de la prevista. Todos estos factores apuntan a que el alza en tasas podría estar más lejos de lo que parece.

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

Minutas del Fed confirman expectativa del mercado sobre acciones futuras

Las minutas mostraron una mayor preocupación de que la desaceleración en China y potenciales efectos en otros mercados emergentes pudieran impactar al crecimiento y mantener la baja inflación en EE.UU. por mayor tiempo al esperado a través de alzas en el valor del dólar y caídas adicionales en los precios del petróleo, argumentando a favor de ser prudentes para iniciar con el alza de tasas con el objetivo de confirmar si las condiciones económicas no se han deteriorado. En este contexto, el documento ayuda a confirmar la expectativa de los inversionistas de que el ciclo de alzas será gradual y que existe la posibilidad de que la primera alza se retrase aun más, pudiendo ser en diciembre de este año o a principios del siguiente. Actualmente, el mercado mantiene una apuesta sesgada para 2016, con los futuros de tasa mostrando una probabilidad implícita de alza para diciembre de 39%, mientras que la probabilidad para el 1T16 se encuentra cercana al 60%.

Los bonos M reaccionaron con ligeras ganancias, con bajas de entre 1-2pb en la mayoría de los nodos de la curva y el bono de referencia de 10 años Dic'24 operando en 5.90% desde 5.91% de cierre de ayer. Mantenemos una perspectiva favorable sobre el mercado de renta fija mexicano. Específicamente, reconocemos que hay oportunidades de inversión en estrategias de valor relativo entre bonos mexicanos y sus similares norteamericanos, conforme la prima de riesgo se ha incrementado considerablemente, más allá de niveles congruentes con los fundamentales de nuestro país. En este sentido, mantenemos nuestra recomendación de inversión abierta la semana pasada: Diferencial de derivados de 10 años entre México y EE.UU., lo cual implica recibir el TIIIE-IRS (Mex) y pagar el Libor-IRS (EE.UU.) con un nivel de entrada de 436pb, objetivo de 410pb, *stop-loss* de 456pb y actual 417pb. La estrategia implica una ganancias esperada de *carry + roll-down* de 2pb por cada mes. A nuestro parecer, el diferencial tan amplio no refleja los fundamentales ni el riesgo país de México, además que las dinámicas de ambas curvas en esos plazos muestran algunas distorsiones de corto plazo, que en caso de corregirse, otorgan más valor a esta estrategia. Más aún, la curva de rendimientos en México es de las más adelantadas a un escenario de normalización de condiciones monetarias, tanto en EE.UU. como en México, con una tasa forward de 5 años en 5 años (5a5a) en 7.52%. Esto significa que hay valor en la curva mexicana y que ésta pudiera tener un comportamiento más defensivo que otras curvas de rendimientos tanto en mercados emergentes como en desarrollados. Para más detalles ver: "Recomendación de inversión: Diferencial de derivados de 10 años entre México y EE.UU." publicada el 30 de septiembre [<pdf>](#). Al cierre del viernes pasado, esa estrategia registró ganancias de 8pb cerrando en 428pb. También reconocemos una valuación atractiva en la parte corta de la curva de derivados de TIIIE-28, especialmente en los plazos de 3 y 6 meses.

En el cambiario, el peso mexicano pasó de 16.55 a 16.48 por dólar, intentando un rompimiento del psicológico de 16.50 que validó en las dos últimas sesiones, acumulando una ganancia de 1% hoy. En caso de mantenerse debajo de dicho nivel y ante el sesgo *dovish* observado en las minutas, el tipo de cambio podría intentar la zona de 16.36/16.42 como su próximo objetivo de la mano de una reducción en la volatilidad externa, las primas de riesgo y ganancias en otros mercados emergentes. A pesar de lo anterior seguimos sugiriendo cautela de perseguir el *rally* reciente debido a que seguimos sin descartar un alza de tasas este año, que permanece como nuestro caso base. En particular, pensamos que las recientes ganancias del petróleo y caída del dólar hacen más probable que dicho escenario se materialice, lo que en conjunto con pocos catalizadores locales sugiere aun un limitado potencial de apreciación sostenida del peso en el corto plazo. Por lo tanto, mantenemos nuestra recomendación de aprovechar los niveles actuales para compras de dólares en la operación, esperando que el interés sea mayor debajo de la zona de 16.45/50 por dólar y considerando la baja acumulada de alrededor de 3% del USD/MXN en las últimas dos semanas.

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, 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	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
Victor 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 / Cementos / 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.orozco@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	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 Velazquez Rodriguez	Director General Adjunto Banca Internacional	ricardo.velazquez@banorte.com	(55) 5268 - 9879
Victor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454