

Minutas Banxico – Confirmación de que Banxico esperará al Fed

9 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

Alejandro Cervantes

Economista Senior, México
alejandro.cervantes@banorte.com

- **Banxico publicó hoy las minutas de la reunión que sostuvo el pasado 26 de marzo, en la que la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener la tasa de referencia en 3%**
- **Destacamos las discusiones en torno a los siguientes temas:**
 - (1) **Balance de riesgos para el crecimiento se ha deteriorado;**
 - (2) **Balance de riesgos para la inflación permanece igual, pero es promisorio (*i.e.* estará alrededor de 3%); y**
 - (3) **Comentan que el Fed probablemente inicie su ciclo de normalización después de lo que se anticipaba anteriormente**
- **En nuestra opinión, las minutas denotan el tono más *dovish* que percibimos en el comunicado de política monetaria debido a que la Junta de Gobierno fue muy enfática al comentar sobre la incertidumbre que persiste en torno al inicio del ciclo de alza de tasas y a los riesgos que implicaría adelantarse a la decisión del Fed**
- **En este contexto, mantenemos nuestra expectativa de que el próximo movimiento de Banxico será un alza en la tasa de referencia en julio de 2015, inmediatamente después de que el Fed empiece a subir la tasa de *Fed Funds* (junio 2015)**

Renta fija y tipo de cambio

Alejandro Padilla

Estratega en Jefe, Renta Fija y FX
alejandro.padilla@banorte.com

Juan Carlos Alderete, CFA

Estratega, Mercado Cambiario
juan.alderete.mactal@banorte.com

Minutas con tono *dovish*. El Banco de México publicó hoy las minutas de la reunión de política monetaria que sostuvo hace dos semanas, en la que la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener la tasa de referencia en 3%, su mínimo histórico. En nuestra opinión, las minutas denotan el tono ligeramente más *dovish* que percibimos en el comunicado de política monetaria debido a que los temas más relevantes que se discutieron fueron: (1) Balance de riesgos para el crecimiento se ha deteriorado; (2) balance de riesgos para la inflación permanece igual, pero es promisorio (*i.e.* estará alrededor de 3%); y (3) comentan que el Fed probablemente inicie su ciclo de normalización después de lo que se anticipaba anteriormente.

Balance de riesgos para el crecimiento se ha deteriorado. La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno comentó que el balance de riesgos para la economía mexicana se ha deteriorado. Si bien la mayoría de los miembros reconocieron que el consumo privado ha presentado una mejoría la cual se ha visto reflejada en las cifras de ventas al menudeo y en las ventas de vehículos ligeros, la inversión ha presentado una recuperación moderada derivado del menor dinamismo de las importaciones de bienes de capital, al mismo tiempo que la producción industrial se ha visto mermada por la reducción en la plataforma de producción petrolera. Del mismo modo, varios miembros comentaron sobre la holgura que persiste en la economía mexicana. Al respecto, un miembro recalcó que *“...la persistencia en la holgura y el bajo crecimiento puede afectar el crecimiento potencial de la economía y recalcó que para la conducción de la política monetaria es relevante conocer si la actual debilidad de la economía obedece a un menor crecimiento del PIB potencial o si es un fenómeno cíclico...”* Adicionalmente, la mayoría de los miembros coincidieron en que *“...el balance de riesgos para el crecimiento se ha deteriorado. Al respecto, algunos integrantes mencionaron que no se pueden descartar disminuciones adicionales en la producción de petróleo y que persiste la incertidumbre sobre las implicaciones de la normalización de la política monetaria de Estados Unidos. Uno de ellos agregó que si continúa la trayectoria descendente de la masa salarial real en 2015 se afectaría la recuperación del consumo privado y que los esfuerzos de consolidación fiscal podrían repercutir sobre la demanda interna de manera más acentuada de lo previsto”*.

Balance de riesgos para la inflación permanece igual, pero es promisorio. Respecto a la inflación, si bien la mayoría concordó en que el panorama de riesgos se ha mantenido estable respecto a la reunión anterior, varios miembros destacaron que: *“La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno ratificó su previsión de que la inflación general anual se mantendrá cerca de 3 por ciento en los siguientes meses y de que cerrará el año ligeramente por debajo de dicho nivel. Respecto a la inflación subyacente, refrendó su perspectiva de que continuará por debajo de 3 por ciento durante todo 2015. Para 2016, la mayoría estima que tanto la inflación general como la subyacente se mantendrán en niveles cercanos a 3 por ciento.”*

El Fed probablemente iniciará su ciclo de normalización después de lo que se anticipaba. Respecto al inicio del ciclo monetario restrictivo en EE.UU. la mayoría de la Junta de Gobierno coincidió en que *“...la información proporcionada en dicho comunicado, junto con la disminución en las proyecciones de los miembros del comité respecto al crecimiento económico y la inflación sugieren que el ciclo de normalización de la política monetaria será más gradual de lo que se había anticipado...”*. Adicionalmente la mayoría de ellos coincidió en que: *“...persiste incertidumbre respecto a la fecha en la que la Reserva Federal comience a incrementar su tasa de referencia y, en su caso, al ritmo al que llevará a cabo los incrementos subsecuentes, por lo que no puede excluirse una sorpresa en los mercados respecto a la puesta en marcha de la normalización...”*.

Imposibilidad a actuar antes del Fed. Si bien un miembro destacó necesidad de adelantarse al ciclo de alzas del Fed dada la posibilidad de mayor turbulencia en los mercados financieros internacionales ante el incremento esperado en las tasas de interés estadounidenses, y el impacto que podría generarse sobre la paridad del peso, dos miembros coincidieron en que *“... a pesar de lo discutido, dadas las condiciones que enfrenta actualmente la política monetaria en donde se observa una inflación bien comportada, expectativas de la misma bien ancladas, un alza ordenada en la curva de rendimientos y un ciclo económico muy débil, no se ganaría mucho con adelantarse a las acciones de política monetaria en Estados Unidos y que, incluso, podría ser un error ante la posición cíclica de la economía nacional. Adicionalmente, señalaron que existe un elevado grado de incertidumbre respecto de la fecha de la implementación del retiro del estímulo monetario en dicho país...”*.

Banxico iniciará un ciclo de alza de tasas en julio de 2015. Mantenemos nuestra expectativa de que el próximo movimiento de Banxico será de alza en la tasa de referencia. Consideramos que dicha alza se llevará a cabo inmediatamente después de que el Fed suba su propia tasa de referencia en junio de este año (julio 2015). Adicionalmente, esperamos que un ciclo de política monetaria restrictiva de 100pbs este año de tal forma que la tasa de referencia termine el año en niveles de 4%. Más allá de 2015, existe un alto grado de incertidumbre sobre si el Fed llevará a cabo sólo un proceso de “normalización” y no de “restricción” monetaria, por lo que vemos difícil pronosticar lo que podría hacer Banxico en este periodo. No obstante lo anterior, consideramos que la tasa de referencia de política monetaria de largo plazo en México, incorporando el impacto de las reformas estructurales, es de 7%.

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

Participantes del mercado reconocen que Banxico probablemente restringirá condiciones monetarias al mismo tiempo que el Fed, y éste pudiera retrasar su decisión. Las minutas de Banxico referentes a la decisión del pasado 26 de marzo reflejaron un sesgo *dovish*, destacando el efecto de la holgura en el mercado laboral y en la economía en general dentro de un probable escenario de baja inflación a lo largo del año. Los recientes discursos por parte de miembros de la Junta de Gobierno junto con las minutas de hoy confirman la probable estrategia a seguir en los siguientes meses: elevar tasas de la mano con la Reserva Federal. El factor clave será evaluar la probabilidad del inicio de la normalización de política monetaria en EE.UU. en las siguientes reuniones. En este sentido, el mercado descuenta alzas acumuladas implícitas en las tasas de referencia de 7pb para 3T15 y 23pb para 4T15 en relación a la tasa de los Fed Funds, y de 13pb en 3T15 y 39pb en 4T15 para la tasa de referencia de Banxico. En nuestra opinión la parte corta de la curva tiene una valuación justa en México y representa un escenario más optimista en EE.UU. Esto sugiere la posibilidad de mayor aplanamiento en la curva de rendimientos para ambos países. Como resultado, mantenemos una perspectiva positiva en Bonos M de 20 años (May'31 y Nov'34), nodos que continúan reflejando una valuación atractiva en términos de pendiente y prima de riesgo país embebida en este tipo de instrumentos.

El peso aceleró las pérdidas desde el reporte de inflación publicado más temprano, cuando pasó de 14.90 a 15.00 por dólar, presionándose hasta 15.08 al momento de escribir este comentario tras las minutas de Banxico, perdiendo 1.2% el día de hoy. En nuestra opinión la reacción a ambos catalizadores es consistente con la idea de que la política monetaria en México no será un factor de soporte para el peso al menos en el corto plazo, lo que hemos señalado como uno de los factores detrás de nuestra postura defensiva. Como evidencia de lo anterior destacamos que, de acuerdo con las minutas: (1) Las pérdidas del peso están al menos parcialmente justificadas debido al ajuste necesario del tipo de cambio real por los cambios en los fundamentales macroeconómicos, en particular el impacto de la baja en los precios del petróleo sobre la demanda agregada. Esto sugiere que la potencial subvaluación del peso sería menor a la que indican modelos simples del tipo real actual en comparación con su promedio histórico; (2) que las medidas de la Comisión de Cambios han ayudado a estabilizar al mercado, aunque no se pueden descartar mayores episodios de volatilidad; (3) señales de que la Junta esta sesgada a iniciar el ciclo de alzas de tasas después del Fed, con algunos argumentando que las ganancias de anticiparse serían limitadas y que la incertidumbre sobre el momento en que este actuará sigue siendo muy elevada; y (4) el efecto de traspaso de las pérdidas del peso ha sido moderado, argumentando a favor de esperar al Fed ante el deterioro de las perspectiva de crecimiento. Considerando lo anterior, mantenemos nuestra recomendación larga en el USD/MXN del 20 de marzo pasado (entrada: 14.98; objetivo: 15.50; *stop-loss*: 14.60), que se ha recuperado de las pérdidas recientes derivado de la fuerte alza observada el día de hoy.

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 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 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	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	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	voldan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454