

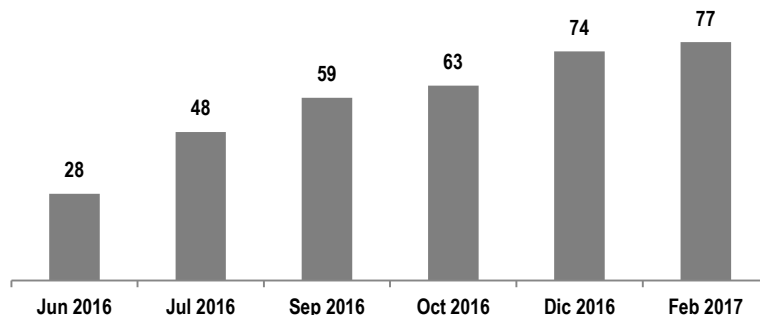
¿Qué tan fuerte es el caso para el alza en junio?

- Las minutas de la última reunión del FOMC sugieren que la posibilidad de subir tasas en junio está viva
- Tras la publicación de este documento, la probabilidad que le asigna el mercado cambió de 4% a 30%
- Las últimas intervenciones de miembros del Fed muestran disposición para hasta dos alzas en 2016
- El mercado laboral está en pleno empleo y esperamos que el consumo mantenga un ritmo moderado de crecimiento
- Las expectativas de inflación han regresado a niveles alrededor de 2%
- Nuestro escenario base sigue siendo de un alza en junio, aunque no descartamos la posibilidad de que se retrase ante una renovada ola de volatilidad en los mercados

Junio todavía sobre la mesa. Después de que el mercado –y muchos analistas económicos-, pensaban que una subida en junio era poco probable, las minutas de la reunión de abril del FOMC mostraron que ésta todavía sigue siendo una opción, si los datos resultan en línea con lo esperado (ver nota; *Estados Unidos: Minutas del FOMC –Alza en junio sigue sobre la mesa [aquí](#)*). No obstante, esto implica que el espacio para interpretación de los datos es todavía amplio, tomando en consideración que el FOMC es dependiente de los datos y que se mantendrá muy atento principalmente a tres factores: (1) El desempeño de la actividad económica, en particular el consumo de las familias y el mercado laboral; (2) los niveles de inflación y sus expectativas de mediano plazo; y (3) la volatilidad en los mercados financieros internacionales. En este contexto, si bien es cierto que la probabilidad implícita en los futuros de los *Fed funds* (ver gráfico abajo) para un alza en junio se incrementó sustancialmente después de la publicación de las minutas, el mercado sigue apostando a que el Fed retrasará lo más posible el alza de tasas. Este documento, tiene como objetivo evaluar qué tan fuerte es el caso para un alza en junio, lo que sigue siendo nuestro caso base.

Probabilidad de alza implícita en los futuros de *Fed funds**

%



Fuente: Bloomberg
*Datos al 20 de mayo de 2016

20 de mayo 2016

www.banorte.com
www.ixc.com.mx
@analisis_fundam

Delia Paredes

Director Ejecutivo Análisis y Estrategia
delia.paredes@banorte.com

Katia Goya

Economista Senior, Global
katia.goya@banorte.com

Juan Carlos García

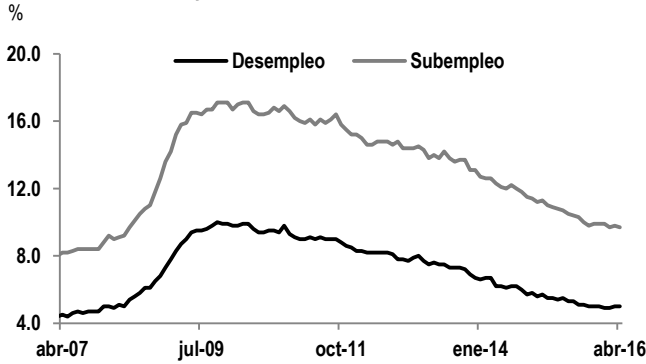
Economista, Global
juan.garcia.viejo@banorte.com

Documento destinado al público en general

Las últimas intervenciones de miembros del Fed muestran disposición para hasta dos alzas en 2016. Las recientes conferencias de miembros del FOMC han tenido un sesgo más *hawkish*, tal es el caso de Dennis Lockhart y John Williams que mencionaron que no podrían descartar tres aumentos en la tasa de referencia en 2016. No obstante, la gran mayoría coincide en que dos alzas son posibles en este año. De hecho, han enfatizado en que el mercado se encuentra demasiado negativo en torno a la posibilidad de la reanudación de la normalización de la política monetaria en junio, dando a entender que podrían dar una sorpresa en la cuarta reunión de este año. En esta línea, Eric Rosengren del Fed de Boston con derecho a voto dentro del FOMC este año, afirmó que el sentimiento del mercado es demasiado pesimista sobre la fortaleza de la economía de Estados Unidos y las probabilidades de remover la política monetaria acomodaticia son mayores de las que los mercados están incorporando con base en los datos económicos. Destacó que aunque se le considera del lado *dovish*, es dependiente de los datos económicos y cree que hay momentos donde es apropiado subir las tasas de interés. Por su parte, Esther George, del Fed de Kansas City, también con derecho a voto este año y considerada como *hawkish*, habiendo votado en las últimas dos reuniones del FOMC a favor de una alza en tasas, dijo que las tasas de interés son muy bajas para las condiciones económicas actuales. Finalmente, William Dudley, del Fed de Nueva York, dijo que si sus pronósticos siguen en línea, considera que elevar la tasa de referencia durante el verano (junio-julio) es una expectativa razonable. Cabe resaltar que los dos principales funcionarios de la autoridad monetaria, Yellen y Fischer, no han participado recientemente. Hasta la reunión de junio restan dos intervenciones de Yellen, la primera será en Harvard y la segunda tendrá lugar en Filadelfia el día 6 de junio. Esta última podría ser determinante para tener una mejor idea de la decisión del FOMC el día 15 de junio.

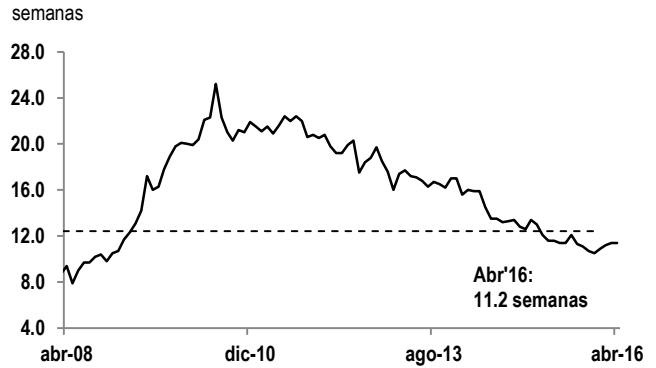
Mercado laboral en pleno empleo... En términos del mercado laboral, la recuperación ha sido significativa, con la tasa de desempleo en 5%, nivel estimado de largo plazo por el propio Fed. Adicionalmente, otros indicadores del mercado laboral muestran también que la holgura ha disminuido, con la tasa de subempleo en niveles de 9.7%, muy similar a los niveles vistos previos a la crisis (ver gráfico abajo a la izquierda). Por su parte, la duración del desempleo se encuentra en niveles de 11 semanas, por debajo del promedio observado en la recesión. En este contexto, observamos que durante el año pasado se crearon 229 mil plazas en promedio, mientras que en el presente año se han generado 192 mil puestos mensuales. Estas cifras siguen siendo positivas y nos hacen pensar que la recuperación continúa pese a que la economía cada vez está más cerca de pleno empleo (ver gráfico abajo a la derecha).

Tasa de desempleo y subempleo



Fuente: Bloomberg

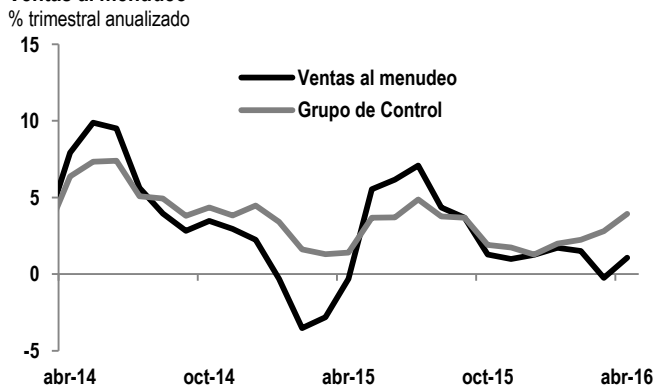
Duración del desempleo (mediana)



Fuente: Bloomberg

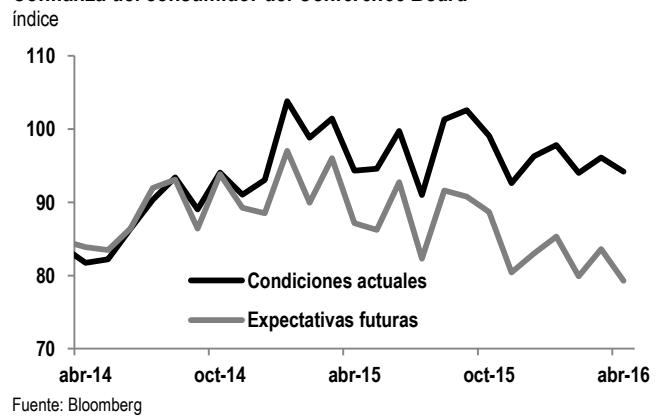
...Y la economía seguirá impulsada por el consumo. Si bien la actividad económica se desaceleró en 1T16, el gasto de consumo de las familias continúa avanzando a un ritmo moderado (1.9%). Hacia delante consideramos que la economía crecerá a un mayor ritmo (~2% trimestral anualizado) y que mantendrá un ritmo de crecimiento entre 2%-2.5% en el mediano y largo plazo. Este escenario no está exento de riesgos. Los fundamentales del consumo siguen siendo sólidos, con mayores empleos, menores niveles de inflación, niveles de riqueza como porcentaje del ingreso disponible altos y menores niveles de apalancamiento. De hecho, el reciente reporte de ventas al menudeo en abril argumenta a favor de que dicha aceleración del consumo (gráfico izquierda) está en línea con el repunte que ha tenido la confianza del consumidor en particular con lo que respecta a las condiciones presentes, como se muestra en el gráfico de la derecha. No obstante, el propio proceso de normalización del Fed aunado a la incertidumbre generada por la elección de noviembre –lo que se observa en el deterioro de la confianza de los consumidores hacia delante-, podrían eventualmente moderar el gasto de las familias y las inversiones corporativas.

Ventas al menudeo



Fuente: Bloomberg

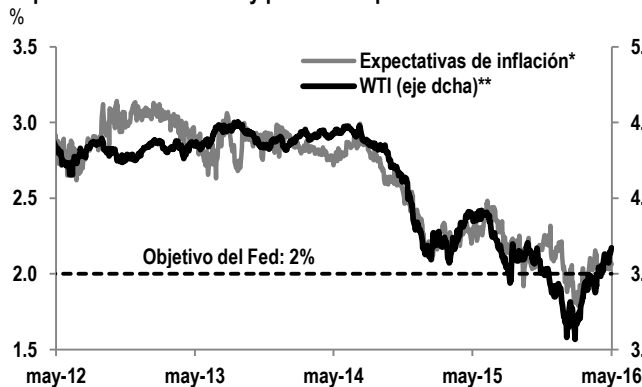
Confianza del consumidor del Conference Board



Fuente: Bloomberg

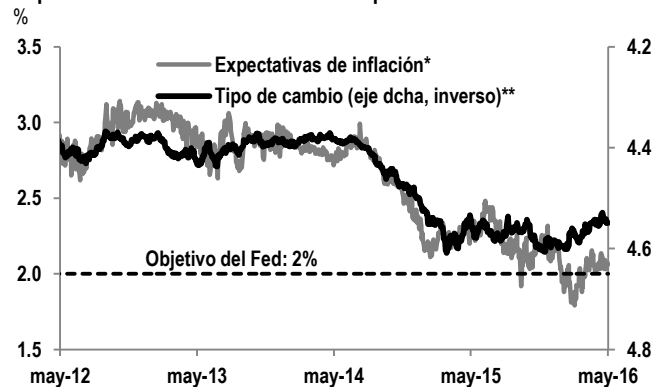
Expectativas de inflación determinadas por factores internacionales. Otro de los dos mandatos del Fed es mantener la dinámica de precios estable en el largo plazo, lo cual es consistente con una tasa de inflación de 2% en el índice de gasto de consumo personal o PCE. Cabe mencionar que este nivel no ha sido alcanzado desde abril de 2012 y que inclusive ha caído por debajo de 1% en marzo de este año. Esto se relacionó, al principio, con la lenta recuperación de la economía tras la *Gran Recesión* de 2008-2009. Más recientemente (a partir de junio de 2014), la inflación se mantiene por debajo del objetivo por la caída en los precios del petróleo, así como a la apreciación del dólar relacionada con el inicio de la normalización de la política monetaria por parte del Fed. Estos últimos dos factores también se relacionan con la caída en las expectativas de inflación, que hasta 2014 se habían mantenido relativamente ancladas en niveles entre 2.5% y 3%, pero que inclusive este año han llegado a tocar niveles por debajo de 2%. En este contexto, pensamos que dado que los precios del petróleo parecen haber tocado ya los niveles mínimos y se han empezado a recuperar, las expectativas de inflación –medidas por la tasa implícita en la tasa swap 5y/5y-, se mantendrán por encima de 2% (ver gráfico abajo a la izquierda). Adicionalmente, en la medida en que se reduzca la incertidumbre a nivel internacional, es muy probable que el dólar tenga un espacio limitado para una mayor apreciación, contribuyendo, por lo tanto, al anclaje de las expectativas por encima del objetivo (ver gráfico abajo a la derecha).

Expectativas de inflación y precios del petróleo



Fuente: Bloomberg
 *Implícitas en el swap 5y/5y
 **Logaritmo natural

Expectativas de inflación e índice de tipo de cambio

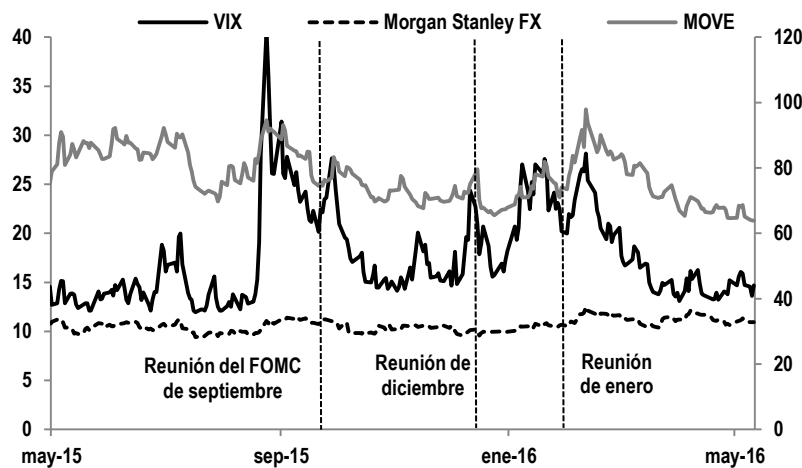


Fuente: Bloomberg
 *Implícitas en el swap 5y/5y
 **Logaritmo natural

La volatilidad ha dado un respiro, pero se ve difícil que permanezca baja por mucho tiempo. Desde el último salto de volatilidad a principios del año, hemos visto una moderación en la misma, como se muestra en la gráfica de abajo. Cabe mencionar que muchos de los factores que generaron dicho episodio se mantienen –incertidumbre sobre la economía de China, los bajos precios del petróleo, etc.–, mientras que se han añadido algunos, como es el caso de la posibilidad de la salida de Reino Unido (conocido como *Brexit*), las revisiones al rescate de Grecia. Estos han implicado oleadas de volatilidad que han resultado en un fortalecimiento del dólar y una reducción en los rendimientos de los *Treasuries* como ya hemos mencionado, incrementando las preocupaciones de los miembros del FOMC sobre el efecto que esto podría tener sobre la economía estadounidense. En este contexto, dado que el referéndum sobre el llamado *Brexit* tendrá lugar después de la reunión de junio (Fed 15-16 de junio vs. *Brexit* el 23 de junio), no podemos descartar que si la volatilidad en esa fecha es elevada, el Fed pudiera retrasar su decisión para julio.

Principales índices de volatilidad

Índice



Fuente: Bloomberg

Mantenemos nuestra expectativa de que el Fed volverá a subir tasas en junio. Consideramos que el Fed parece estar preparando al mercado para un alza en la próxima reunión de junio con diversos comentarios sobre la transitoriedad de la desaceleración del consumo y la actividad económica, al igual que la mejoría en el panorama de inflación y empleo, sin dejar de lado la mejoría de las condiciones financieras. No obstante, no podemos descartar un retraso adicional ante los riesgos que podría plantear el *Brexit*, mientras que puede ser que los datos de actividad económica para 2T16 no sean suficientes como para hablar de una recuperación de la actividad económica. Adicionalmente, es posible que el Fed quiera preparar más al mercado para el alza en tasas. En este contexto, estaremos atentos a los próximos eventos y reportes económicos, que se muestran en la siguiente tabla.

Eventos relevantes antes de la reunión del FOMC de junio

Fecha	Evento
26 de mayo	Jerome Powell habla sobre los recientes sucesos económicos, el potencial productivo de la economía y política monetaria
27 de mayo	Janet Yellen hablará en Harvard con Gregory Mankiw
27 de mayo	El segundo estimado del PIB que superará al dato preliminar
3 de junio	El reporte de empleo de mayo, luego de que en abril se generaran 160 mil plazas
6 de junio	La última intervención de Yellen antes de la reunión en Filadelfia
14 de junio	El reporte de ventas al menudeo que dará mayor información sobre el dinamismo del consumo
15 de junio	Reunión del FOMC
23 de junio	Referéndum por el <i>Brexit</i>

Fuente: Bloomberg

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, y Santiago Leal Singer, 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, 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
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

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