

## Minutas Banxico – Confirman que esperará al Fed, pero...

14 de mayo 2015

- Banxico publicó hoy las minutas de la reunión que sostuvo el pasado 30 de abril, 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) El balance de riesgos para el crecimiento continúa a la baja;
  - (2) El balance de riesgos para la inflación permanece igual (*i.e.* estará alrededor de 3%), aunque persisten riesgos al alza; y
  - (3) Comentan que el Fed probablemente inicie su ciclo de normalización después de lo que se anticipaba anteriormente
- En nuestra opinión, las minutas mantuvieron el mismo tono que percibimos en el comunicado de política monetaria, en el sentido de que están “*atados*” a las decisiones del Fed, pero...
- ...si bien piensan que adelantarse al Fed tendría más costos que beneficios, no descartan del todo la posibilidad de que, en caso de turbulencia en los mercados por el inicio de la normalización en EE.UU. el ajuste en la postura monetaria de México tuviera que adelantarse
- 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)
- Banxico valida las expectativas del mercado sobre un modesto incremento en tasas a finales de año

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

### 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.macal@banorte.com

**Minutas con tono similar al del último comunicado.** El Banco de México publicó hoy las minutas de la reunión de política monetaria que sostuvo hace dos semanas (30 de abril), 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 mantuvieron el mismo tono que percibimos en el comunicado de política monetaria anterior con un análisis más amplio sobre los siguientes temas: (1) El balance de riesgos para el crecimiento continúa a la baja; (2) el balance de riesgos para la inflación permanece igual (*i.e.* estará alrededor de 3%), aunque persisten riesgos al alza; y (3) los miembros comentan que el Fed probablemente inicie su ciclo de normalización después de lo que se anticipaba anteriormente.

**Balace de riesgos para el crecimiento continúa a la baja.** La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno comentó que el balance de riesgos para la economía mexicana continúa a la baja, aunque no se ha deteriorado respecto a la reunión anterior. 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 la confianza del consumidor-, la inversión ha presentado una recuperación moderada derivado del menor dinamismo del sector de la construcción, al mismo tiempo que la producción industrial se ha visto mermada por la reducción en la plataforma de producción petrolera y por la desaceleración temporal de la economía de Estados Unidos, la cual derivó en un menor desempeño de las exportaciones manufactureras. Del mismo modo, varios miembros comentaron sobre la holgura que persiste en la economía mexicana. Al respecto, las minutas mencionaron: *“...la mayoría de los miembros coincidieron en que el balance de riesgos para el crecimiento continúa inclinado a la baja si bien no se deterioró con respecto a la decisión de política monetaria anterior. Sobre este punto, algunos mencionaron los riesgos de que haya nuevos descensos en la producción petrolera y que la debilidad de la masa salarial frene el crecimiento del consumo. Por su parte, un miembro comentó que si se prolonga la reciente desaceleración de la economía estadounidense, la evolución de la economía mexicana se vería afectada, y que la normalización de la política monetaria de ese país podría impactar a la actividad económica en México en un grado mayor al previsto. Asimismo recalcó que no puede descartarse un impacto del anunciado ajuste fiscal sobre la demanda interna ni la posibilidad de que la desaceleración reciente del sector de la construcción se prolongue...”*

**Balace de riesgos para la inflación permanece igual, pero persisten riesgos al alza.** 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 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. Sin embargo, la junta de gobierno fue muy enfática al destacar los riesgos al alza, ya que la mayoría de los miembros destacaron: “...si bien el traspaso del tipo de cambio a los precios en la actualidad es bajo, el riesgo de un impacto mayor aumentará conforme continúe el proceso de recuperación en la economía. Otro miembro añadió que no puede descartarse que la actual depreciación, e incluso su intensificación, puedan traducirse en un mayor traspaso y efectos de segundo orden sobre los precios. Algunos miembros destacaron también la posibilidad de que ante el elevado crecimiento anual y la volatilidad que tradicionalmente presentan los precios de los productos agropecuarios, estos puedan ejercer presiones significativas sobre la inflación en los próximos meses...”*

**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: *“...existe mayor incertidumbre respecto a la posible fecha del primer incremento y posterior ritmo de aumentos subsecuentes en la tasa de fondos federales. Incluso, algunos integrantes apuntaron que las perspectivas del primer incremento van desde septiembre de este año hasta enero del siguiente, dependiendo del indicador que se considere...”*.

**“Atados” al Fed ante mayores costos en actuar antes...** La mayoría de los miembros coincidieron en que: *“...tomando en consideración el reciente ajuste fiscal y el que las expectativas de inflación están bien ancladas, adelantarse a la Reserva Federal tendría más costos que beneficios, lo que podría afectar la recuperación económica en México...”*

**...aunque no descartan del todo la posibilidad hacerlo.** Si bien dada las condiciones actuales de la economía mexicana los costos de adelantarse al Fed serían más elevados que los beneficios, al menos 4 miembros de la junta de gobierno coincidieron en que ante la mayor volatilidad generada en anticipación a la decisión de la Reserva Federal de aumentar las tasas de interés en Estados Unidos, la postura de política monetaria en México también tendría que anticiparse. En particular, las minutas destacan los siguientes comentarios: *“...Uno de los miembros de la Junta enfatizó que existe una probabilidad elevada de que los mercados se anticipen a la decisión de la Reserva Federal, y de que el periodo de mayor turbulencia se presente con anterioridad a la fecha en la que se decida aumentar las tasas de interés en Estados Unidos. En este caso, la postura de política monetaria en México también tendría que anticiparse, si se percibieran riesgos para la inflación y/o la estabilidad financiera. Este y otros miembros argumentaron que el actual relajamiento de las condiciones monetarias, debido a la depreciación del tipo de cambio, da margen de maniobra para restringir la política monetaria. Otro de ellos añadió que sería conveniente que el Banco de México actuara de manera preventiva adelantándose a la decisión del Banco de la Reserva Federal y comentó que no ve viable un atraso en el ajuste...”*

**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:*

**Banxico valida las expectativas del mercado sobre un modesto incremento en tasas a finales de año.** La publicación de las minutas de hoy confirmó que Banxico está dispuesto a mantenerse bajo una postura sin cambios hasta mayores noticias por parte del Fed, incrementando la posibilidad de un alza gradual en tasas, de la mano con su contraparte Norteamericana toda vez las condiciones económicas y globales permitan esta situación. La autoridad mexicana reconoció que la economía continúa reflejando un efecto de holgura, mientras que no hay presiones inflacionarias (sin evidencia de traspaso de las pérdidas cambiarias). Sin embargo, el banco central vigilará de manera importante la dinámica del tipo de cambio dados los factores de riesgo globales que pudieran incrementar la prima de riesgo en divisas emergentes. Como resultado, el mercado descuenta probabilidades implícitas del inicio del ciclo de alza en tasas del Fed en el 4T15, y un escenario en donde Banxico pudiera comenzar la normalización de condiciones monetarias en algún momento entre el 3T15 y 4T15. Las alzas implícitas acumuladas para fin de año se ubican en 18pb para la Reserva Federal y 51pb para Banxico. En relación a bonos mexicanos de largo plazo, la reacción a las minutas de Banxico fue limitada observando un modesto respiro siguiendo a sus contrapartes en EE.UU. los participantes del mercado reconocen los riesgos que prevalecen a nivel global y que pudieran generar un mayor *sell-off* en bonos soberanos mundiales (corrección en bonos europeos, incertidumbre sobre el Fed y el impasse de crédito en Grecia). Todavía pensamos que hay una valuación atractiva en el mercado, especialmente en Bonos M de 20 años como el May'31 y Nov'34. Sin embargo, creemos que las pérdidas observadas en los últimos días pudieran prevalecer ante la incertidumbre relacionada al Fed y a la espera de información económica muy importante en EE.UU. mañana. De esta manera seguimos sugiriendo paciencia a la espera de mejores niveles de entrada para posiciones largas direccionales. Es probable que esta situación continúe a pesar de una pendiente atractiva en la curva de Bonos M y un diferencial de tasas con EE.UU. que no refleja nos fundamentales de México. En específico, el diferencial entre los bonos de referencia de 10 años se encuentra actualmente en 377pb, por arriba del nivel de equilibrio de 360pb y de la media de los últimos 12 meses en 352pb.

En el cambiario y en línea con lo observado en tasas, el peso no reaccionó con fuerza y acumula una ganancia de 1% sobre el cierre de ayer, operando en 15.10 por dólar. Creemos que lo más relevante es la señal de mayor convicción por la mayoría de miembros de la poca conveniencia de actuar antes del Fed. Esto implicaría que continuarán los bajos diferenciales de tasas de corto plazo con EE.UU. y niveles de *carry*, en particular en comparación con otros emergentes. Por lo tanto, seguimos pensando que el desempeño relativamente débil del peso desde finales de marzo podría permanecer por lo menos hasta mediados de junio, en particular en un entorno de alta volatilidad debido a otros factores de riesgo global. También reiteramos nuestra opinión de que otras medidas podrían ser utilizadas por la Comisión de Cambios en caso de una depreciación desordenada del peso (por ejemplo, yendo rápidamente hacia 16.00 por dólar) aunque la preocupación debería de ser menor ahora dado que la divisa se ha apreciado desde alrededor de 15.30 el día de la junta. A pesar de las recientes ganancias debido a sorpresas negativas en los datos de EE.UU. seguimos neutrales en el peso y sugerimos no perseguir el *rally*, recomendando operar en rangos. En nuestra opinión la volatilidad intradía continuará elevada, particularmente si las tasas globales continúan ajustándose al alza, con el peso posiblemente operando en un amplio rango entre 15.00/15.10 hasta 15.50 por dólar.

## 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
<b>COMPRA</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	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 múltiples, 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	vroldan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454