

## Minutas Banxico – Atado al Fed, pero Banxico podría actuar aún si el Fed se retrasa

13 de agosto 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  
alejandra.cervantes@banorte.com

### Renta fija y tipo de cambio

#### Alejandro Padilla

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

#### Juan Carlos Alderete, CFA

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

- Banxico publicó hoy las minutas de la reunión que sostuvo el pasado 30 de julio, en la que la Junta de Gobierno decidió mantener la tasa de referencia en 3%
- Destacamos las siguientes características de la reunión:
  - (1) La decisión no fue unánime, ya que un miembro votó a favor de subir en 25 pb la tasa de referencia en julio;
  - (2) El subgobernador Manuel Ramos Francia no estuvo presente en la última reunión de política monetaria; y
  - (3) El Secretario de Hacienda, Luis Videgaray Caso estuvo presente en la reunión
- Las discusiones de la reunión giraron en torno a los siguientes temas:
  - (1) El balance de riesgos para el crecimiento se deterioró respecto a la reunión anterior;
  - (2) El balance de riesgos para la inflación ha mejorado (*i.e.* la inflación cerrará el año por debajo de 3%), aunque persisten riesgos al alza; y
  - (3) Seguimos percibiendo un debate al interior de la Junta de Gobierno de Banxico sobre la posibilidad de actuar antes del Fed
- En nuestra opinión, a pesar del voto disidente de un miembro de la Junta de Gobierno, 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
- Por lo pronto, la mayoría de los miembros consideró que en ausencia de un desanclaje de las expectativas de inflación adelantarse al Fed tendría más costos que beneficios
- Mantenemos nuestra expectativa de que el próximo movimiento de Banxico será un alza en la tasa de referencia (21 de septiembre), inmediatamente después de que el Fed empiece a subir la tasa de *Fed funds* (17 de septiembre)

**Postura monetaria sin cambios, con un voto a favor de subir la tasa de referencia.** El Banco de México publicó hoy las minutas de la reunión de política monetaria que sostuvo hace dos semanas (30 de julio), en la que la Junta de Gobierno decidió mantener la tasa de referencia en 3%, su mínimo histórico. Destacamos que un miembro votó a favor de subir en 25 puntos base (pb) la tasa de referencia en julio; mientras que 3 votaron a favor de dejar la tasa de referencia sin cambio. El cuarto subgobernador de Banxico, Manuel Ramos Francia, no estuvo presente en la reunión.

**Presencia del Secretario de Hacienda, Luis Videgaray.** Cabe destacar que durante los últimos seis años un representante de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público es invitado a las reuniones del comité de política monetaria de Banxico. El titular de la dependencia, en este caso, Luis Videgaray, ha estado presente generalmente una vez al año, siendo la última ocasión en la reunión del pasado 29 de enero. La presencia del Secretario de Hacienda en esta ocasión en particular se entiende en un contexto en el que, inmediatamente después del anuncio de política monetaria, la Comisión de Cambios –presidida por la SHCP–, hizo cambios al mecanismo de subastas de dólares.

**Débil crecimiento, baja inflación y posibilidad de actuar antes del Fed.** En nuestra opinión, a pesar del voto disidente de un miembro de la Junta de Gobierno, 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 se deterioró respecto a la reunión anterior; (2) El balance de riesgos para la inflación ha mejorado (i.e. la inflación cerrará el año por debajo de 3%), aunque persisten riesgos al alza; y (3) Seguimos percibiendo un debate al interior de la Junta de Gobierno de Banxico sobre la posibilidad de actuar antes del Fed.

**Balance de riesgos para el crecimiento se ha deteriorado.** Todos los miembros de la Junta de Gobierno coincidieron en 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, también reconocieron que otros indicadores como los asociados a la industria manufacturera no automotriz, la minería y la construcción siguieron presentando un pobre desempeño. En este contexto, un miembro destacó que a pesar de la fuerte depreciación de la divisa mexicana, la producción manufacturera mexicana se vio afectada por la contracción de dicho sector en Estados Unidos durante el primer semestre del año. Del mismo modo, varios miembros comentaron sobre la holgura que persiste en la economía mexicana. Ello va de la mano con la reciente disminución que realizó el banco central al rango de crecimiento de la economía mexicana para 2015 (de 2-3% a un nuevo estimado de 1.7% a 2.5%).

**Balance de riesgos para la inflación ha mejorado, pero persisten riesgos al alza.** Respecto a la inflación, la mayoría concordó en que el panorama de riesgos ha mejorado respecto a la reunión anterior. En particular, todos los miembros coinciden en que el traspaso a los precios ha sido limitado y que la inflación se mantendrá por debajo de 3% durante el resto del año.

**Un voto a favor de un alza de 25pb en la tasa de referencia.** A diferencia de las últimas reuniones de política monetaria, un miembro votó a favor de incrementar en 25 pb la tasa de referencia de manera preventiva. En particular, este miembro comentó que: “...ante las probables acciones de la Reserva Federal, especialmente cuando estas parecen inminentes, conviene adoptar una postura preventiva...”. El argumento de este miembro es que actuar preventivamente permite evitar hacer ajustes más significativos después, además de que manda una señal a los mercados de que se contribuirá a mitigar las dudas sobre la evolución futura de las condiciones monetarias relativas.

**“Atados” al Fed ante mayores costos en actuar antes...** No obstante, dados los bajos niveles de inflación y el lento ritmo de recuperación de la actividad económica, un miembro contra-argumentó que un ajuste preventivo no es conveniente y que los brotes de volatilidad pueden enfrentarse mediante ajustes en los mecanismos de provisión de liquidez al mercado cambiario. No obstante reconoció que: *“...de presentarse ajustes desordenados en los mercados que pongan en riesgo el control de la inflación o la estabilidad financiera, el Banco de México tendría que actuar de manera expedita aun cuando la Reserva Federal no haya iniciado la normalización de su política monetaria...”*.

**Mantenemos nuestra expectativa de que el próximo movimiento de Banxico será de alza, inmediatamente después del Fed.** Si bien la autoridad monetaria todavía percibe un escenario de debilidad en la actividad económica y espera que la inflación se mantenga por debajo del objetivo en lo que resta del 2015, la perspectiva de mayores tasas en Estados Unidos supone un riesgo significativo para el tipo de cambio y la inflación en México. Es por esto que pensamos que el próximo movimiento de Banxico será de alza, inmediatamente después de que el Fed inicie su proceso de normalización de la política monetaria en septiembre. Esto implica que Banxico podría estar subiendo tasas en su reunión del 21 de septiembre.

**No obstante, existe una creciente preocupación por la velocidad de la depreciación del tipo de cambio.** Si bien el Banco de México ha dado una señal muy clara de que aún cuenta con otros mecanismos para proteger a la economía mexicana ante nuevos episodios de volatilidad, percibimos a una autoridad monetaria cada vez más preocupada por el ajuste en el tipo de cambio y su efecto sobre el panorama inflacionario, por lo que no podemos descartar un ajuste preventivo en la política monetaria de Banxico a través de un aumento de tasas, en caso de que la decisión del Fed se llegara a retrasar más allá de septiembre. En cualquier caso, seguimos pensando que la autoridad monetaria evitará actuar fuera del calendario establecido de reuniones de política monetaria, tal y como lo comentó el día de ayer el propio gobernador Carstens durante la conferencia de presentación del *Informe Trimestral*.

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

**Mercados sin reacción a las minutas de Banxico pero reconociendo sus preocupaciones sobre el entorno global y las condiciones monetarias relativas con EE.UU.** Los inversionistas muestran una nula reacción a las minutas publicadas este día, tomando en cuenta que mucha de la información en el documento tiene un rezago respecto al Informe Trimestral de Inflación presentado ayer. No obstante, las minutas han ayudado a confirmar el deseo que tiene Banxico de subir tasas al mismo tiempo que el Fed, a pesar de que las expectativas de inflación se mantienen bien ancladas y que la perspectiva sobre crecimiento continúa reflejando retos importantes. El hecho de que un miembro de la Junta de Gobierno votara a favor de incrementar en 25pb la tasa de referencia ha validado los casi 60pb de alzas implícitas acumuladas que descuenta la curva de rendimientos mexicana para finales del año, con una elevada probabilidad de que pudiera incorporar incrementos implícitos adicionales en los próximos días. Tomando en cuenta las condiciones actuales mantenemos nuestra expectativa de un mayor aplanamiento de la curva sin cambios en nuestra perspectiva sobre tasas publicada en nuestra nota “*Informe Trimestral de Banxico – Menor crecimiento y baja inflación no detendrán alza de tasas*” [<pdf>](#) ayer. El Bono M de referencia de 10 años Dic’24 observa una modesta toma de utilidades de 1pb, operando actualmente en 5.99%, siguiendo de cerca la dinámica observada en el mercado de *Treasuries* en Estados Unidos. En el mercado cambiario, el peso opera con una caída de 0.3% en el día en 16.33 por dólar. La divisa no reaccionó a pesar de la mayor preocupación por el posible efecto de la depreciación sobre los precios y la estabilidad financiera. Esto probablemente haya estado detrás de la decisión de uno de los miembros para votar a favor de un aumento de 25pb. Creemos que las subastas diarias de USD han logrado limitar el alza en las volatilidades de corto plazo, mientras que el cambio reciente a un tono más *hawkish* por Banxico ha inducido incrementos en las tasas de corto plazo. Para el cambiario, esto se podría traducir en un mayor *carry* ajustado por volatilidad que podría darle cierto soporte a la moneda, sobre todo relativo a otros emergentes altamente sensibles al riesgo como el ZAR y TRY. Seguimos viendo una valuación y posicionamiento técnico favorable, por lo que mantenemos nuestra postura positiva en el peso para el intradía a pesar de las pérdidas de los últimos días. No obstante, la relación riesgo-rendimiento todavía no es lo suficientemente atractiva ante nuestra expectativa de una primera alza de tasas del Fed en septiembre, por lo que seguimos evitando largos direccionales en el MXN que podrían ser más favorables en caso de presiones adicionales a la zona de 16.50 por dólar.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, 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, 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 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.*

**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
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.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	ricardo.velazquez@banorte.com	(55) 5268 - 9879
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454