

Minutas del FOMC – Efectos modestos de la reforma fiscal sobre la economía

- El Fed acaba de publicar las minutas de la última reunión del FOMC de los días 12-13 de diciembre, en la cual decidieron incrementar el rango de la tasa de *Fed funds* en 25pb a 1.25%-1.5%
- Las discusiones del FOMC se centraron en los efectos de la reforma fiscal sobre la inflación y sobre el crecimiento económico
- En este sentido, los miembros esperan un impulso modesto sobre el consumo personal y sobre la inversión fija hacia adelante
- Sin embargo, aún se percibe división en torno a la trayectoria que seguirá la inflación
- Las condiciones financieras siguen siendo muy acomodaticias, mientras que se monitoreará más de cerca la pendiente de la curva de rendimientos
- Mantenemos nuestra expectativa de tres alzas en el rango de la tasa de *Fed funds* durante 2018, comenzando en la reunión del 20-21 de marzo
- Las minutas del Fed aluden a un aplanamiento de la curva de rendimientos en EE.UU. y la posibilidad de un dólar más fuerte en los próximos meses

Las minutas del FOMC se concentraron en los efectos de la reforma fiscal sobre las variables macroeconómicas. El Fed acaba de publicar las minutas de la última reunión del FOMC de los días 12-13 de diciembre, en la cual decidieron incrementar el rango de la tasa de *Fed funds* en 25pb a 1.25%-1.5%, en una decisión que no fue unánime. Las discusiones del FOMC se centraron en los efectos de la reforma fiscal sobre la inflación y sobre el crecimiento económico con un sesgo marginalmente *hawkish*.

El Fed espera un impulso modesto sobre el consumo personal y sobre la inversión fija hacia adelante. En la fecha en la que se llevó a cabo la reunión de política monetaria, el Congreso ya se encontraba cerca de la aprobación de la reforma fiscal, lo cual se plasmó directamente en las proyecciones macroeconómicas. En general, los participantes comentaron que esperan efectos modestos sobre el consumo personal –el cual estaría exacerbado por la fortaleza del mercado laboral– dado un incremento en la riqueza de las familias y por la propia confianza del consumidor, todo lo anterior a partir de la reforma fiscal. Sin embargo, unos pocos comentaron que una gran parte de esos efectos puede haberse adelantado en el 2017. Por otra parte, el recorte sobre el impuesto corporativo proveería un impacto modesto sobre la inversión fija. No obstante, reconocieron que los líderes de algunas empresas han declarado que serán relativamente cautelosos con la expansión de su capacidad y que una gran parte del flujo resultante del recorte se destinaría a fusiones y adquisiciones, a la reducción de la deuda o a recompra de acciones.

3 de enero 2018

www.banorte.com
www.ixe.com.mx
@analisis_fundam

Gabriel Casillas

Director General Adjunto
Análisis Económico
gabriel.casillas@banorte.com

Delia Paredes

Director Ejecutivo Análisis Económico
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
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio
alejandro.padilla@banorte.com

Juan Carlos Alderete, CFA

Estratega Senior, Tipo de Cambio
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio
juan.alderete.macal@banorte.com

Santiago Leal

Estratega
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio
santiago.leal@banorte.com

Documento destinado al público en general

Persiste la divergencia de opiniones en torno al panorama inflacionario. El Comité expresó que la inflación pronosticada para 2018 va muy en línea con la realizada en 2017, lo cual se explicaría por una caída en los precios de energéticos y por un alza en los precios del componente subyacente, así como por la desaparición de los factores transitorios que afectaron a la inflación durante 2017. Muchos miembros explicaron que las presiones provenientes de un mercado laboral más apretado podrían afectar a la inflación en el mediano plazo, aunque consideramos que por lo pronto eso no se ha dado a pesar de una holgura prácticamente nula dentro del mercado laboral. En el contexto de una disminución en el ritmo anual de la inflación subyacente durante 2017, algunos comentaron que esta podría permanecer por debajo del objetivo por un tiempo más prolongado de lo esperado. De hecho, varios explicaron que la persistentemente baja inflación pudo haber contaminado a las expectativas de inflación. Sin embargo, unos pocos participantes dijeron que dichas expectativas se mantuvieron estables durante el año.

Las condiciones financieras siguen siendo acomodaticias pese a los incrementos en la tasa de referencia. No obstante, un par de miembros del FOMC resaltaron que a la larga, esto podría ser un riesgo para la estabilidad financiera. Adicionalmente, debatieron la baja prima por plazo en los *Treasuries* de largo plazo y la reducción en los diferenciales entre las tasas de corto y largo plazo, con lo que se ha percibido un aplanamiento en la curva de rendimientos. En este contexto, los participantes comentaron que seguirán evaluando la pendiente de la curva.

Riesgos sobre el ritmo de normalización. Comentaron que la tasa de referencia podría elevarse de una forma más acelerada en el caso de un sobrecalentamiento de la economía como consecuencia del estímulo fiscal o de una postura monetaria muy acomodaticia. Por el otro lado, una normalización más lenta podría tener lugar en un escenario de menor inflación o de expectativas de inflación más bajas. Unos pocos se declararon a favor de una normalización más rápida de lo que indica el *dot plot* (3 alzas en 2018), mientras que otros pocos indicaron que preferirían un ritmo más pausado.

Mantenemos nuestra expectativa de tres alzas en el rango de la tasa de *Fed funds* durante 2018, comenzando en la reunión del 20-21 de marzo. En nuestra opinión, el efecto de la reforma fiscal no será tan amplio como se esperaba. Sin embargo, será un sustento para que el Fed siga normalizando las condiciones monetarias. El crecimiento económico y la situación del mercado laboral están dados para seguir con dicho proceso, por lo que toda la atención estará puesta sobre la dinámica de inflación. Consideramos que el avance anual del deflactor del PCE no alcanzará 2% en promedio durante 2018, pero para mantener la confianza de que regresará al objetivo habrá que monitorear el dinamismo de los *commodities*, de los salarios y de los precios de los activos. En este contexto, no esperamos cambios en la última reunión de Yellen al frente del FOMC (30-31 de enero), pero anticipamos un alza en la primera junta de política monetaria con Jerome Powell como Presidente del Fed.

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

Las minutas del Fed aluden a un aplanamiento de la curva de rendimientos en EE.UU. y la posibilidad de un dólar más fuerte en los próximos meses.

Las minutas de la última decisión de política monetaria del Fed de 2017 que se dio a conocer esta tarde han confirmado el plan de mayores incrementos en la tasa de referencia este año, es decir, continuidad en el proceso de normalización de condiciones monetarias. El documento mantuvo un tono bastante *hawkish*, en línea con lo previsto por el mercado, resultando en una reacción limitada por parte de los inversionistas este miércoles. A nuestro parecer, existen condiciones para pensar en 3 incrementos de 25pb cada uno en la tasa de los *Fed funds* (e.g. efectos de la reforma fiscal, expectativas de crecimiento, dólar más fuerte, entre otros), lo cual dista un poco de los 2 aumentos descontados en la curva de rendimientos en EE.UU., el primero en junio y el segundo en diciembre. Esta situación sugiere la posibilidad de observa presiones adicionales en las tasa de interés de corto plazo en EE.UU., con un *Treasury* de 2 años operando en 1.92% vs 1.30% en septiembre (tasa *forward* actual en 2.40%), con potencial para alcanzar niveles cercanos a 2.10% en el trimestre. Por otra parte, los instrumentos de mayor plazo podrían tener un comportamiento más defensivo, destacando la nota de 10 años, la cual opera en 2.45% actualmente y pudiera mantenerse relativamente estable entre el 2.45% y 2.50% en el trimestre. Esto suscitará un mayor aplanamiento en la curva de rendimientos en EE.UU. En México la reacción del mercado ha sido limitada, en donde el mercado de renta fija mantiene las ganancias de 5-7pb desde inicios de la sesión. Esta situación de la Reserva Federal probablemente agregará presiones para Banco de México, quien podría subir poco más de los 62pb implícitos en la primera mitad del año. En este contexto, mantenemos nuestras recomendaciones sobre Bondes D, *UMS* de 10 años y Udibono de 5 años como estrategias tácticas defensivas de corto plazo.

En lo que respecta al mercado cambiario, se espera que la combinación de estos factores pueda permitirle al dólar una recuperación en el trimestre después de que perdiera fuerza a lo largo de 2017. El DXY se mantiene alrededor de 92.15, cercano al soporte observado el año pasado (pasando de 103.21 en enero de 2017 a 92.23 en promedio en septiembre). El soporte de un Fed más *hawkish*, resultando en un *bear flattener* en EE.UU., podría ser un sustento relevante para la divisa, aunque probablemente con un potencial limitado hacia delante. En México el peso mantiene el comportamiento defensivo observado en las primeras sesiones de 2018, operando en USD/MXN 19.39 como resultado de la publicación de las minutas del Fed después de observar un mínimo intradía de 19.33 por dólar. La zona del 19.25 sigue siendo un objetivo de muy corto plazo en el mercado cambiario, con inversionistas que continúan asimilando la aprobación de la reforma fiscal en EE.UU. y aguardan con cautela la 6ª ronda de negociaciones del TLCAN en Montreal del 23 al 28 de enero. Probablemente observaremos un comportamiento más lateral de la divisa en el corto plazo previo a este evento respecto a lo que vimos en diciembre, reconociendo niveles importantes entre el 19.20 y el 19.90.

No obstante, de mediano plazo continuamos esperando un peso que mostrará mayor volatilidad y debilidad hacia finales del primer semestre del año. Más detalles en nuestra nota especial “*USD/MXN 2018 - Una montaña rusa con un destino favorable*” [<pdf>](#), publicada el 18 de diciembre de 2017. Por otro lado, la volatilidad implícita en el dinero de 1 mes se ha estabilizado cerca de 13%, después del aumento observado en diciembre de 9.92% a 12.97%, sugiriendo menores presiones por cobertura en los próximos días. No obstante, esta situación pudiera modificarse conforme nos acerquemos a la 6^a ronda de negociaciones previamente comentada. En términos de estrategia nos mantenemos neutrales sobre el peso, aguardando mejores niveles de entrada para abrir nuevamente largos en dólares.

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, Marissa Garza Ostos, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano y Gerardo Daniel Valle Trujillo 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	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
Francisco José Flores Serrano	Analista Economía Nacional	francisco.flores.serrano@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	Gerente 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
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@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	Subdirector Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Analista Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@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