

## Minutas de la reunión del FOMC – El escenario de inflación permite al Fed ser paciente

16 de agosto 2017

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 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

- El Fed acaba de publicar las minutas de la última reunión del FOMC de los días 25-26 de julio
- Las discusiones se centraron en el panorama inflacionario concluyendo que la inflación convergerá al objetivo en los próximos dos años, aunque no esperan que repunte sustancialmente este año
- El anuncio sobre la reducción del balance será “relativamente pronto”, el cual pensamos que se llevará a cabo en la reunión de septiembre
- Adicionalmente, mantenemos nuestra expectativa de un alza adicional a la tasa de *Fed funds* en diciembre
- Cabe mencionar que antes de la reunión de septiembre hay eventos importantes a considerar, entre los que destaca la conferencia del Fed de Kansas en *Jackson Hole* (24-26 de agosto)
- Ganancias en bonos mexicanos y el peso tras las minutas del Fed que sugieren menor posibilidad de alzas adicionales de la tasa de *Fed funds* este año debido a la baja inflación

### Estrategia de Renta Fija y FX

#### Alejandro Padilla

Director  
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio  
alejandropadilla@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

Las minutas del FOMC mostraron una profunda discusión sobre el panorama inflacionario. El Fed acaba de publicar las minutas de la última reunión del FOMC de los días 25-26 de julio. En dicha reunión se decidió mantener el rango de la tasa de *Fed funds* en 1.00%-1.25%, en una decisión unánime. Consideramos que las discusiones del FOMC se centraron particularmente en el panorama inflacionario con una amplia gama de visiones no sólo sobre el desempeño actual y en el mediano plazo, sino sobre cómo coexisten bajos niveles de desempleo e inflación. Adicionalmente, se comentó sobre las valuaciones en los mercados financieros y el efecto sólo limitado que esto tendría en los mercados, de acuerdo al Fed. Finalmente, se tocó brevemente el tema de la normalización del balance.

### El panorama para el crecimiento económico no cambió sustancialmente.

Los miembros del FOMC resaltaron que no hubo grandes cambios respecto a lo que se percibía en la reunión previa. No obstante, varios de ellos comentaron que la incertidumbre en torno a la política fiscal había comenzado a pesar sobre la inversión y sobre el empleo. De hecho, algunos de los miembros del Fed dijeron que la probabilidad de que se ponga en marcha un programa de estímulo fiscal en el corto plazo ha disminuido. Sin embargo, el comercio internacional ha mejorado. En cuanto al empleo, algunos comentaron que la posibilidad de un *overshooting* en el mercado laboral podría causar efectos indeseados. Lo cierto es que los salarios no han subido en la magnitud deseada, aunque algunos miembros sugirieron que el ritmo de crecimiento de los salarios nominales no es bajo en relación al avance de la productividad y al modesto incremento en precios.

**El debate sobre el avance de la inflación se intensificó.** Las minutas mostraron que en la opinión de los miembros del FOMC hay varios factores por los que la inflación ha tenido una reciente baja entre los que destacan: (1) Efectos de una sola vez; (2) una alta base de comparación que no permitirá que la inflación anual suba considerablemente este año, mientras que la inflación mensual se ha visto afectada por efectos estacionales; y (3) las bajas expectativas de inflación. En este contexto, varios indicaron que el balance de riesgos está inclinado a la baja. Por último, resaltaron que la reciente caída en la inflación se dio en un entorno de menor ociosidad en la economía y que la incertidumbre en este rubro ha aumentado.

**Vuelven las discusiones sobre la valuación de los activos.** En las últimas comunicaciones del Fed se ha comentado que las valuaciones dentro del mercado accionario son elevadas de acuerdo a estándares históricos. Adicionalmente, hicieron énfasis en que los rendimientos de los bonos gubernamentales están presionados a la baja por las compras de bancos centrales extranjeros y del propio Fed y en cómo esta presión comenzaría a disminuir cuando se normalicen las hojas de balance de dichas instituciones. Por lo anterior, varios participantes consideran que esto ha llevado a un relajamiento de las condiciones financieras.

**Los miembros del FOMC señalaron que se anunciará el inicio de la reducción del balance relativamente pronto.** Lo anterior dado que no se ha observado un ajuste en las condiciones financieras. En este sentido, muchos participantes notaron que el programa de reducción del balance contribuirá modestamente a la normalización monetaria. Por su parte, varios comentaron que cuando el programa ya esté en marcha, todos los ajustes adicionales a la política monetaria serán a través de la tasa de referencia. Aunque varios participantes estaban preparados para anunciar el inicio de la reducción del balance en esa reunión, la mayoría prefirió retrasar esa decisión para acumular información adicional sobre las perspectivas económicas y eventos que pudieran afectar a los mercados financieros. Por último, varios de ellos esperan un efecto sólo limitado en el desempeño de los instrumentos financieros.

**Mantenemos nuestra expectativa de que el Fed anunciará el inicio de la reducción del balance en septiembre e incrementará el rango de la tasa de referencia en diciembre.** Estas minutas mostraron que el FOMC está preocupado por la dinámica de inflación, particularmente en lo que resta de este año, aunque mantiene su confianza de que convergerá al objetivo en los próximos dos años. Si bien pensamos que esto no afectará su decisión de anunciar el inicio de la reducción del balance en la reunión de septiembre, sí creemos que es el punto clave a monitorear en los próximos meses para determinar si el FOMC elevará el rango de la tasa de *Fed funds* en diciembre. Por lo pronto, estaremos atentos a las distintas intervenciones de miembros del Fed, destacando el simposio de *Jackson Hole* entre el 24 y el 26 de agosto.

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

**Ganancias en bonos mexicanos y el peso tras las minutas del Fed que sugieren menor posibilidad de alzas adicionales de la fed funds este año debido a la baja inflación.** Los mercados reaccionaron positivamente ante la preocupación por la reciente baja en la inflación y falta de presiones a pesar de la fortaleza del empleo, con “muchos” participantes viendo una creciente probabilidad de que se mantenga por debajo del objetivo de 2% más de lo esperado originalmente. A pesar de que parece casi un hecho que la normalización del balance iniciará en septiembre, el claro sesgo hacia un tono más cauteloso de varios miembros respecto a un potencial repunte de los precios en el corto plazo (además de su posible impacto a la baja en las expectativas de mayor plazo) reafirma la expectativa de una estrategia muy gradual de alzas de tasas en el futuro. Por otro lado, se observó un mayor debate de la conveniencia de actuar debido a los riesgos de condiciones monetarias laxas, sugiriendo una baja probabilidad de que responderían con una política más restrictiva debido a este factor, al menos por el momento. En términos generales, esta postura es positiva para activos de riesgo y mercados emergentes, incluido México.

Las tasas de interés en EE.UU. registraron ganancias adicionales, sobre todo en la parte larga, mientras que la probabilidad de un alza de tasas del Fed de aquí al cierre de año pasó de 42% a 34%. Siguiendo en gran parte al comportamiento de los *Treasuries*, la curva de bonos M registró ganancias adicionales de alrededor de 1pb a lo largo de toda la curva, con la referencia de 10 años Jun'27 apreciándose 4pb hoy a 6.85%. En términos de estrategia, reiteramos nuestra recomendación abierta el 9 de agosto pasado de posiciones largas en el Udibono de 3 años Dic'20 con entrada en 3.05%, objetivo en 2.90%, *stop-loss* en 3.15% y nivel actual en 3.06%, considerando que este instrumento mantiene una valuación atractiva en un entorno de inflación que podría continuar deteriorado. El dólar extendió las pérdidas tras la publicación, con el índice *DXY* de *Bloomberg* cayendo 0.4% en lo que va de la sesión y alrededor de 0.2% después del reporte. El peso acumula una ganancia de 0.8% hoy y pasó de 17.70 a 17.67 por dólar, el euro repuntó de 1.1700 a 1.1773 (+0.7% como reacción inmediata) y el JPY en una magnitud similar a 110.13 por dólar. Mantenemos una postura neutral de corto plazo en el peso debido a una posición técnica desfavorable y con el inicio de la renegociación del TLCAN, con bajas volatilidades implícitas de corto plazo y elevadas posiciones largas de acuerdo a los futuros. No obstante, seguimos inclinados a favor de compras de pesos en momentos de debilidad y reticentes de largos en dólares a pesar del fuerte *rally* acumulado del peso en lo que va del año. En nuestra opinión, la decisión de hoy es un factor adicional a la incertidumbre geopolítica que podría mantener el apetito limitado por posiciones largas 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
<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 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