

Reunión del FOMC – El programa de normalización del balance empezará este año

- En línea con lo estimado, el FOMC incrementó el rango de la tasa de *Fed funds* en 25pb ubicándolo en 1.00%-1.25%
- La decisión del FOMC no fue unánime, al igual que en marzo, Neel Kashkari votó en contra de un alza
- En nuestra opinión, el mensaje en su conjunto fue balanceado, más positivo con respecto al crecimiento, pero con mayor preocupación por los bajos niveles de inflación
- El FOMC incorporó un párrafo en el que habló del balance del Fed, explicando que esperan empezar a implementar un programa de normalización este año
- La actualización del marco macroeconómico mostró un ajuste a la baja en el estimado de la tasa de desempleo y de la inflación
- El *dot plot* sigue anticipando tres alzas en la tasa de referencia durante todo el 2017, al igual que para el año 2018
- Mantenemos nuestra expectativa de un alza adicional a la tasa de *Fed funds* en lo que resta del año
- Activos mexicanos mostrando un comportamiento más defensivo que otros mercados ante información del Fed

El Fed subió la tasa y mostró un tono balanceado. Como era ampliamente esperado, el Fed incrementó la tasa de referencia de *Fed Funds* en 25pb, ubicándola en un rango entre 1.00%-1.25%. En nuestra opinión, el comunicado mostró un tono balanceado, ya que del lado *hawkish* la descripción de la actividad económica fue más positiva que en el comunicado anterior a la vez que se dijo que el programa de normalización del balance empezará este año, mientras que del lado *dovish*, se mostraron más preocupados por los bajos niveles de inflación (incluyeron una frase diciendo que los riesgos de corto plazo están balanceados, pero que estarán monitoreando el desarrollo de la inflación muy de cerca), a la vez que la votación no fue unánime con Neel Kashkari votando en contra del incremento al igual que en marzo. En nuestra opinión, del lado del crecimiento económico, si bien el Fed fue más optimista, consideramos que los datos recientemente publicados han sido mixtos y muestran una mejoría sólo moderada. Por su parte, la inflación subyacente medida por el PCE cumple cuatro meses consecutivos a la baja, con la variación anual ubicándose en 1.7% por abajo del objetivo del Fed de 2%. En este entorno, consideramos que el ciclo de alza en tasas seguirá siendo a un ritmo sólo gradual.

14 de junio 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

Estrategia de Renta Fija y FX

Alejandro Padilla

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

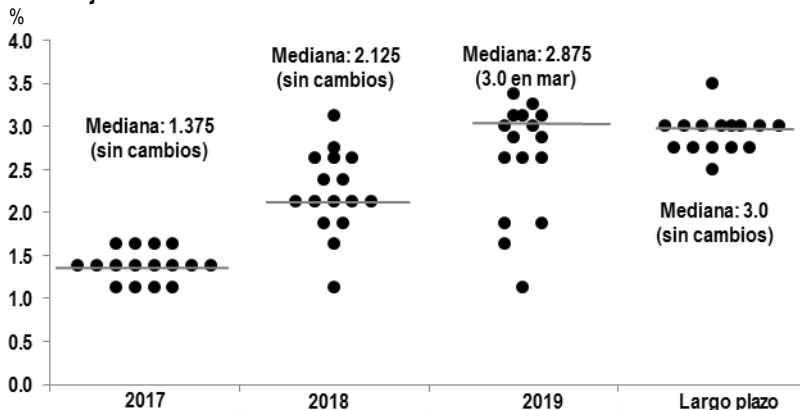
Juan Carlos Alderete, CFA

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

El FOMC dio a conocer su estrategia para depurar el balance. De acuerdo a las minutas de la pasada reunión, se esperaba la implantación de límites (*caps*) a las reinversiones de pagos de principal de los activos dentro del balance del Fed y se especulaba sobre un plan más agresivo al anunciado el día de hoy. En un comunicado especial, explicaron que los *caps* para los vencimientos de *Treasuries* comenzarán en 6mmd e irán subiendo en esa magnitud cada trimestre hasta llegar a 30mmd mensuales. Mientras tanto, los correspondientes a activos respaldados por hipotecas (MBS) comienzan en 4mmd y subirán en esa proporción cada trimestre hasta llegar a 20bn. Sin embargo, hemos observado que hay meses en los que no hay tal monto de vencimientos, particularmente en los MBS por lo que habrá que estar atentos a si saldrán al mercado a vender esos instrumentos. En el documento, se menciona que pretenden ubicar el saldo del balance en un nivel intermedio entre el observado antes de la crisis de 2008 y del nivel actual. Esto sería entre 1 billón de dólares y 4.2 billones de dólares, consistente con nuestra expectativa de un saldo final de alrededor de 3 billones de dólares. No obstante, sí dijeron que la principal herramienta de política monetaria es la tasa de referencia y que estarían preparados para asumir una postura más acomodaticia en caso de que sea necesario.

El dot plot prácticamente no presentó cambios. El gráfico que refleja la expectativa de los miembros en torno a la trayectoria de la tasa de referencia no mostró grandes cambios. Para 2017, la mediana se sitúa en 1.375%, lo que significaría un incremento adicional en este año y tres en total en la tasa de *Fed funds*, al igual que en marzo. Por su parte, los miembros también esperan tres aumentos en la tasa durante 2018. El único cambio fue para 2019, donde la mediana se situó en 2.875%, 12.5pb por debajo de lo proyectado en marzo. Acorde con nuestra expectativa, en el largo plazo, la mediana muestra un nivel de tasa de 3%, al igual que en la última emisión de los pronósticos de los miembros del FOMC. Esto es relevante en el contexto del debate que hemos observado sobre la tasa neutral de equilibrio tanto en el corto como en el largo plazo (ver gráfico abajo).

Dot-Plot junio 2017



Fuente: Reserva Federal

Cambios a la baja en los estimados de inflación y de desempleo. El estimado de crecimiento económico para este año se ajustó marginalmente hacia arriba con la tendencia central ubicándose en 2.1%-2.2% desde 2%-2.2% esperado en marzo, mientras que la proyección para el crecimiento de 2018 se rebajó ligeramente a un rango de 1.8%-2.2% desde 1.8%-2.3%. La proyección para 2019 se mantuvo constante, al igual que para el crecimiento de largo plazo. Las proyecciones para la tasa de desempleo durante este año se rebajaron de manera considerable a un rango de 4.2%-4.3% desde 4.5%-4.6%, al tiempo que se dieron revisiones de 0.3pp para 2018 y 2019. Por su parte el estimado de inflación para este año medido por el índice PCE y también para el PCE *core* se revisó a la baja de 1.8%-2% anterior a 1.6%-1.7%, mientras que el de 2018 se redujo de 1.9%-2% a 1.8%-2% (ver tabla abajo).

Estimados Macroeconómicos Tendencia Central: Junio 2017
%

| | 2017 | 2018 | 2019 | Largo plazo |
|-------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-------------|
| Crecimiento económico | 2.1 - 2.2 | 1.8 - 2.2 | 1.8 - 2.0 | 1.8 - 2.0 |
| Estimado marzo | 2.0 - 2.2 | 1.8 - 2.3 | 1.8 - 2.0 | 1.8 - 2.0 |
| Tasa de desempleo | 4.2 - 4.3 | 4.0 - 4.3 | 4.1 - 4.4 | 4.5 - 4.8 |
| Estimado marzo | 4.5 - 4.6 | 4.3 - 4.6 | 4.3 - 4.7 | 4.7 - 5.0 |
| Deflactor del PCE | 1.6 - 1.7 | 1.8 - 2.0 | 2.0 - 2.1 | 2.0 |
| Estimado marzo | 1.8 - 2.0 | 1.9 - 2.0 | 2.0 - 2.1 | 2.0 |
| Deflactor subyacente del PCE | 1.6 - 1.7 | 1.8 - 2.0 | 2.0 - 2.1 | |
| Estimado marzo | 1.8 - 1.9 | 1.9 - 2.0 | 2.0 - 2.1 | |

Fuente: Reserva Federal

El Fed subirá la tasa una vez más este año. Mantenemos nuestra expectativa de que el Fed subirá la tasa una vez más este año y anticipamos un incremento de 25pb en la reunión de septiembre que también vendrá acompañada de la actualización del marco macroeconómico y de conferencia por parte de Janet Yellen. Por su parte, esperamos que la normalización del balance inicie a finales de año.

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

Activos mexicanos mostrando un comportamiento más defensivo que otros mercados ante información del Fed. Los mercados locales mantuvieron un desempeño relativamente favorable, el cual se registró a lo largo de la sesión de este día, después de darse a conocer la decisión del Fed de subir en 25pb su rango de la tasa de los *Fed funds*, un movimiento ampliamente esperado por el mercado. La información adicional que acompañó a la decisión (*i.e.* pronósticos, *dot plots*, *addendum* al proceso de normalización y conferencia de prensa de Yellen) sugieren que a pesar de una fuerte discusión sobre la necesidad de normalizar las condiciones monetarias, incluida dentro de la estrategia el manejo de la hoja de balance, dicho proceso pudiera ser gradual a tal grado de evitar interrupciones en los mercados como fue el caso del *Taper tantrum* en 2013. En este contexto el mercado descuenta únicamente 19pb de incrementos implícitos acumulados para los próximos doce meses, una expectativa que a nuestro parecer es muy complaciente en contraste con lo comentado por Janet Yellen este día, y que pudiera resultar en un aplanamiento adicional en la curva de rendimientos en EE.UU., principalmente un *bear flattening bias*. En México, la curva se ha aplanado de manera significativa desde el año pasado, obedeciendo principalmente las acciones de Banxico. La reciente apreciación del tipo de cambio y el movimiento de las tasas de interés reflejan la posible estrategia de Banco de México de subir su tasa de referencia la próxima semana como reacción a la decisión del Fed hoy, una situación que mejora notablemente el valor por acarreo de activos en pesos (*i.e.* encarecimiento de los cortos en pesos) a diferencia de otros mercados emergentes en una situación distinta (*e.g.* países en Latinoamérica bajando tasas de interés), lo cual suscita un apetito adicional por parte de los inversionistas globales por activos mexicanos. En este contexto, las tasas mexicanas observan ganancias de 8pb en promedio, principalmente en activos de mediana y larga duración. En términos de estrategia recomendamos mantener las posiciones largas direccionales en los Bonos M Dic'23, Dic'24 y Mar'26, toda vez que consideramos que la fuerte apreciación observada desde la semana pasada pudiera extenderse durante estos días, en un contexto de contracción en la prima de riesgo local. Más detalles en nuestra publicación semanal "*Perspectiva Semanal de Renta Fija y Tipo de Cambio*" <[pdf](#)>, dada a conocer el 12 de junio de 2017.

En el mercado cambiario y en línea con nuestras expectativas, el dólar se recuperó. Esto fue más marcado frente al G10, sobre todo divisas con tasas de interés muy bajas. Resalta el EUR/USD que pasó de 1.1270 a 1.1202 (-0.6%), borrando las ganancias del día, y el CHF cayendo en la misma magnitud después del comunicado. En emergentes también se observa una moderación en las ganancias, con el MXN pasando de 17.92 a 18.00 por dólar, aún con una ganancia de 0.2% en la sesión y con ganancias por octavo día consecutivo.

Creemos que esto se debe en gran medida por una toma de utilidades de cortos en dólares. Sin embargo, los comentarios sobre iniciar “relativamente pronto” con la reducción del balance también apoyan al dólar a través del ajuste en tasas de los *Treasuries*. En este contexto, hoy en la mañana y antes de esta decisión, recomendamos tomar utilidades en posiciones tácticas largas sobre el MXN frente al USD iniciadas el 5 de junio pasado con entrada en alrededor de 18.40 por dólar, con el tipo de cambio operando prácticamente en el objetivo sugerido en 18.00. En este contexto recomendamos aguardar mejores niveles de entrada para evaluar nuevos largos en el peso mexicano, que esperamos que continúe soportado por niveles muy atractivos de *carry* y baja volatilidad en los mercados externos, pero con una posición técnica menos favorable tras el *rally* acumulado en lo que va del año.

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, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, y Francisco José Flores Serrano 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 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 | Gerente Deuda Corporativa | hugoa.gomez@banorte.com | (55) 1670 - 2247 |

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.cebaldos@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 |