

PANORAMA ECONÓMICO APOYARÁ MODERADA ALZA EN TASAS

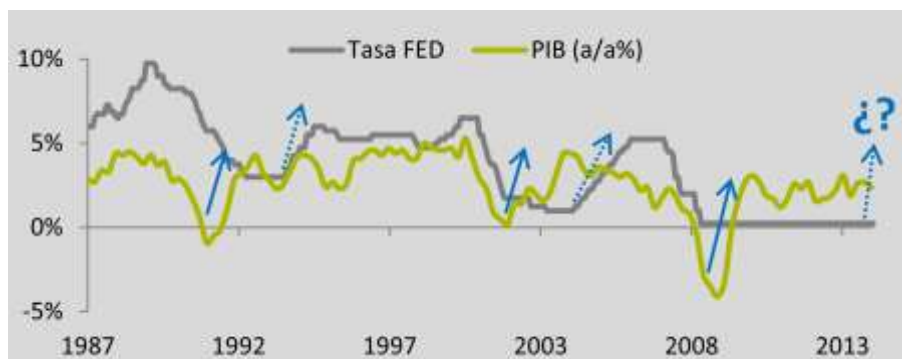
La economía de Estados Unidos (EUA) ha crecido a un promedio de 2.2% al año desde que comenzó la recuperación económica tras la crisis financiera de 2008. Se han recuperado más de 8.6 millones de empleos perdidos, observándose un efecto positivo en el consumo privado y en el dinamismo de la industria. En recuperaciones económicas pasadas, la Reserva Federal (FED) ha iniciado un ciclo de alza en tasas de manera inmediata a la recuperación (ver gráfica: Tasa de Referencia y PIB, EUA). En esta ocasión, la FED ha mantenido un tono de precaución, instrumentando diferentes programas de flexibilización cuantitativa para proveer a la economía de un apoyo adicional a la reducción de la tasa de referencia, que ya se encuentra en niveles mínimos. Paulatinamente, la FED ha comenzado a abrir la puerta para un alza en tasas en el corto/mediano plazo. En su reunión de ayer, cambió el lenguaje quitando la palabra paciencia (ver: [FED Elimina Frase de Paciencia](#), 18 mar. 15), lo cual hizo que algunos participantes de mercado anticiparan un alza en la tasa de referencia tan pronto como en junio de este año, desde 4T15 en encuestas previas. Desde nuestro punto de vista, existe una baja probabilidad de observar un incremento en la tasa de referencia en 2T15 y 3T15.

Esperamos que el ciclo de alza en tasas inicie en 4T15 de manera moderada, con cuatro incrementos subsecuente de 25 puntos base, finalizando 2016 en 1.50%.

Nuestra tesis de un alza moderada (puntos 1 y 2) y escalonada (punto 3) se basa en los siguientes argumentos:

- 1) Alineación de expectativas entre los miembros del FOMC;
- 2) Preocupación del FOMC por la recuperación económica y el impacto de un dólar fuerte en exportaciones y un alza en tasas de interés hipotecario en el mercado inmobiliario y;
- 3) Comunicación clara para generar certidumbre en cuanto al tiempo apropiado incrementar la tasa de referencia.

TASA DE REFERENCIA Y PIB, EUA



Fuente: GFBX+ /BEA /FED.

Esta nota se estructura de la siguiente manera. En la primera sección: **¿Qué Está Observado la FED?**, se detalla la evaluación de la economía de acuerdo con los comunicados de política monetaria. Posteriormente, asignamos una categoría de riesgo a cada variable. Un riesgo bajo implica que la variable tendrá poco impacto en la decisión de política monetaria, mientras que un riesgo alto implica que la variable podría afectar la magnitud, el inicio o la rapidez del inicio del ciclo de alza en tasas. En la siguiente sección:

Alza en Tasas: FED Será Cauta, se detallan los tres puntos que, desde nuestro punto de vista, sugieren que el ciclo de incrementos de la tasa de referencia podría comenzar en 4T15.

PRONÓSTICO DE TASA DE INTERÉS

Periodo	Tasa de Referencia
1T15	0.25%
2T15	0.25%
3T15	0.25%
4T15	0.50%
1T16	0.50%
2T16	1.00%
3T16	1.00%
4T16	1.50%

Fuente: GFBX+.

“No puedo cambiar la dirección del viento, pero puedo ajustar mis velas”

Jimmy Dean

Isaac Velasco
jvelascoo@vepormas.com.mx
5625 1682

19 MARZO 2015

¿EN QUE AFECTA?

VARIABLE QUE AFECTA	ACT.	EST.15
Tipo de Cambio	15.40	14.10
Inflación	3.08	2.90
Tasas de Interés	3.00	3.25
PIB	2.10	2.80
Tasa 10 años	5.95	6.50



CATEGORÍA:
ANÁLISIS / ESTRATEGIA



5 TIEMPO ESTIMADO
DE LECTURA (min)



OBJETIVO DEL REPORTE

Dar a conocer aspectos
económicos de menor
conocimiento general.

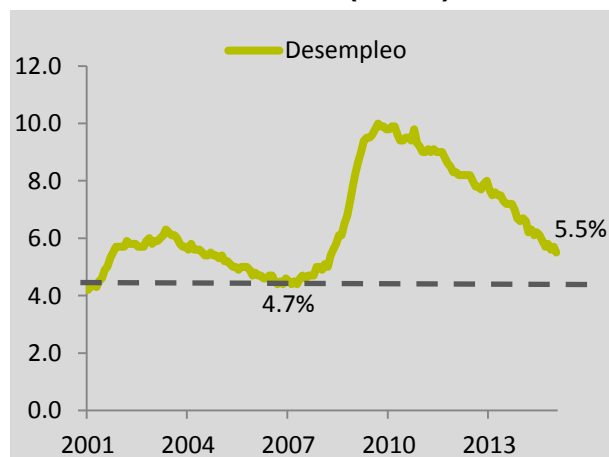
¿QUÉ ESTÁ OBSERVANDO LA FED?

A continuación mostramos el desarrollo de la evaluación de la FED de la situación económica. Es importante destacar que, con base en esta información, la FED ha tomado decisiones de política monetaria en los últimos meses, incluyendo el término del programa QE3 y el cambio en el lenguaje, el cual ha llevado a analistas y estrategias a modificar su perspectiva de política monetaria. Después se detalla la evaluación de la economía de acuerdo con los comunicados de política monetaria. Posteriormente, asignamos una categoría de riesgo a cada variable. Un riesgo bajo implica que la variable tendrá poco impacto en la decisión de política monetaria, mientras que un riesgo alto implica que la variable podría afectar la magnitud, el inicio o la rapidez del inicio del ciclo de alza en tasas.

Mercado Laboral: La FED ha mencionado en los últimos cuatro comunicados (de septiembre de 2014 a marzo de 2015) que el mercado laboral ha mostrado un crecimiento sólido. No obstante, sigue habiendo subutilización de los recursos laborales.

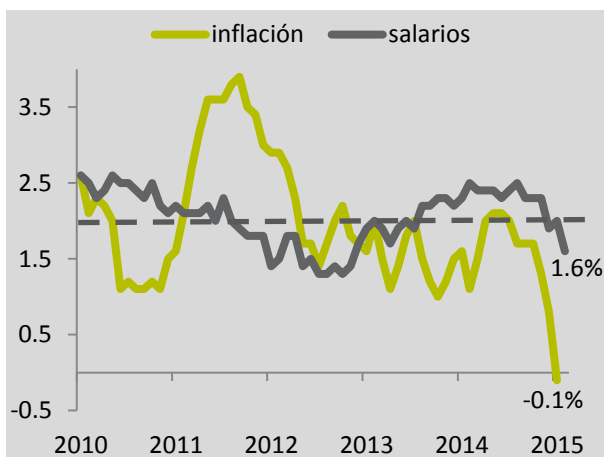
Riesgo Bajo: En BX+ estimamos que los principales riesgos para el mercado laboral provienen de un incremento débil en salarios y la posibilidad de menor creación de empleo en el sector energético dada la coyuntura de bajos precios de petróleo. No obstante, ambos riesgos son limitados. Los salarios en el sector privado han crecido a una tasa promedio de 2.0% en los últimos dos años, lo cual ha sido acorde con el buen desempeño del sector laboral. Por otro lado, el personal ocupado en la extracción de petróleo es de 197.1 mil personas, 0.2% del total de la población ocupada en EUA (117 millones). El efecto de la caída en precios del petróleo en el sector de extracción de crudo en EUA ha sido limitado. Entre enero y febrero se observó una caída de 4,800 empleos, lo cual representa 2.4% del total.

DESEMPLEO (% PEA)



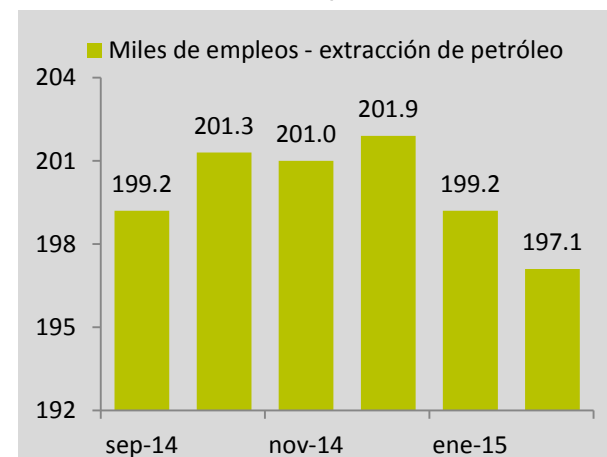
Fuente: GFBX+ /BLS.

VAR. % ANUAL



Fuente: GFBX+ /Bloomberg.

EMPLEO, MILES



Fuente: GFBX+ /BLS.

Consumo Privado: La evolución ha sido positiva de acuerdo a los comunicados de la FED, desde hace un año. En últimos meses se ha beneficiado de un incremento en el ingreso disponible debido a la caída de los precios de energéticos, la cual estimamos que es, para cada familia, cercana a \$1,000 dólares al año o 2.0% del ingreso promedio mensual de un hogar en EUA, ver. ([Petróleo, ¿Qué Está Pasando?](#), pág. 4, Ene. 15).

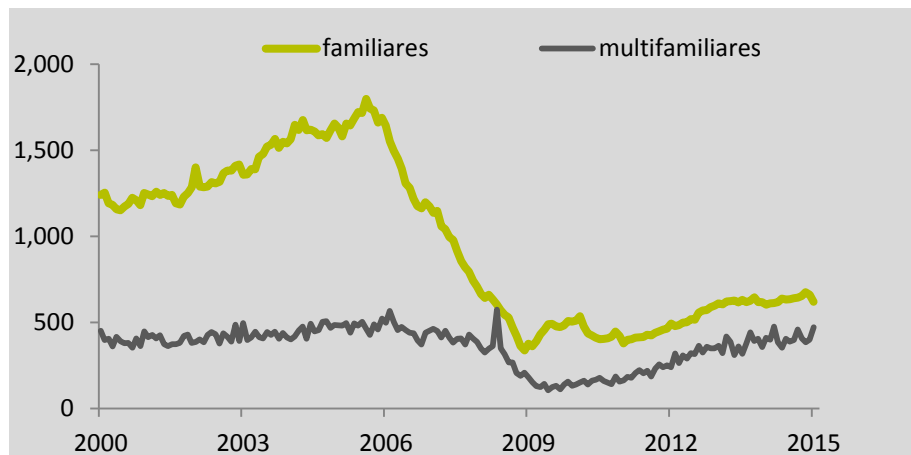
Riesgo Bajo: El principal riesgo para el consumo privado proviene de un deterioro de la confianza. Para ello, los catalizadores principales podrían ser una desaceleración en la creación de empleo y una menor perspectiva de crecimiento. Estimamos que los riesgos son limitados para el crecimiento del consumo privado, el cual ha acelerado su ritmo de crecimiento en los últimos trimestres a una tasa superior a 4.0%.

Sector Inmobiliario: Continúa siendo el sector con la recuperación más rezagada y más vulnerable al cambio en expectativas.

Riesgo Medio: El desempeño del sector inmobiliario ha sido uno de los principales factores que han influido en una política monetaria laxa en EUA por varios años. Desde la crisis del sector inmobiliario, que estalló en 2006, la construcción y venta de casas ha permanecido deprimida y se ha recuperado a un ritmo lento.

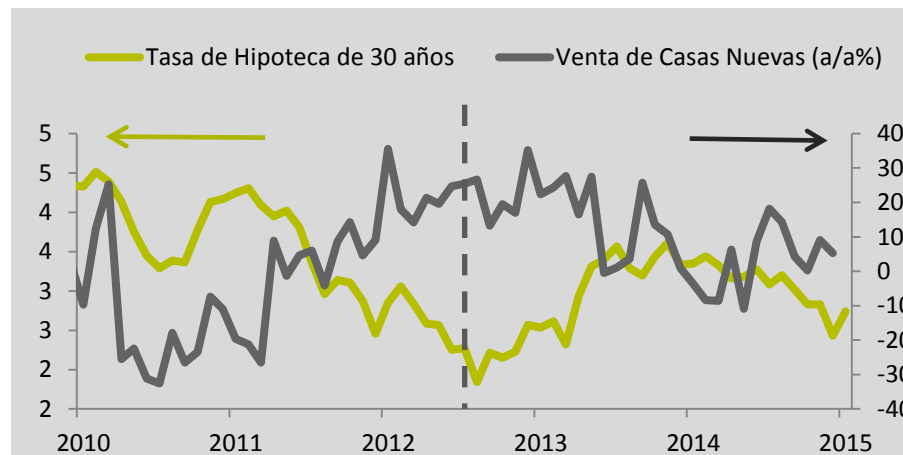
Cuando Ben Bernanke anunció que podría comenzar a reducir el programa de compra de activos QE3 en mayo de 2013, el mercado inmobiliario tuvo una importante desaceleración ante el alza en tasas hipotecarias en el mercado secundario (ver: gráfica sector inmobiliario).

PERMISOS DE CONSTRUCCIÓN, MILES



Fuente: GFBX+ /Bloomberg.

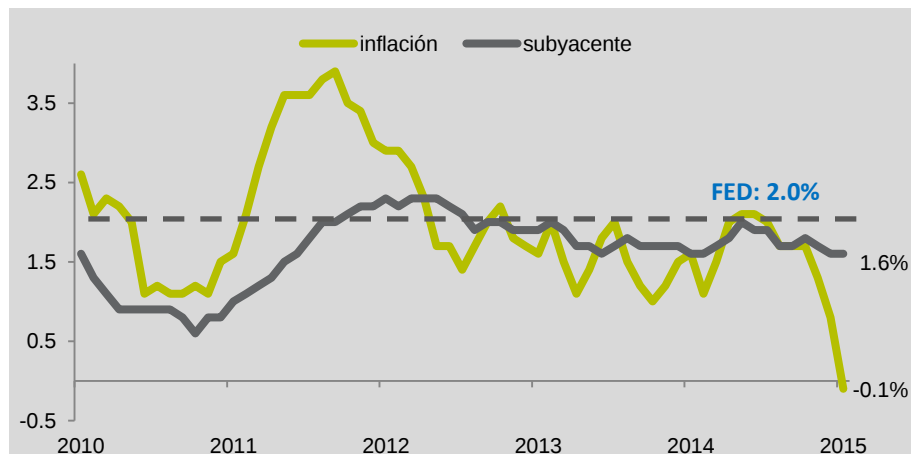
SECTOR INMOBILIARIO



Fuente: GFBX+ /Bloomberg.

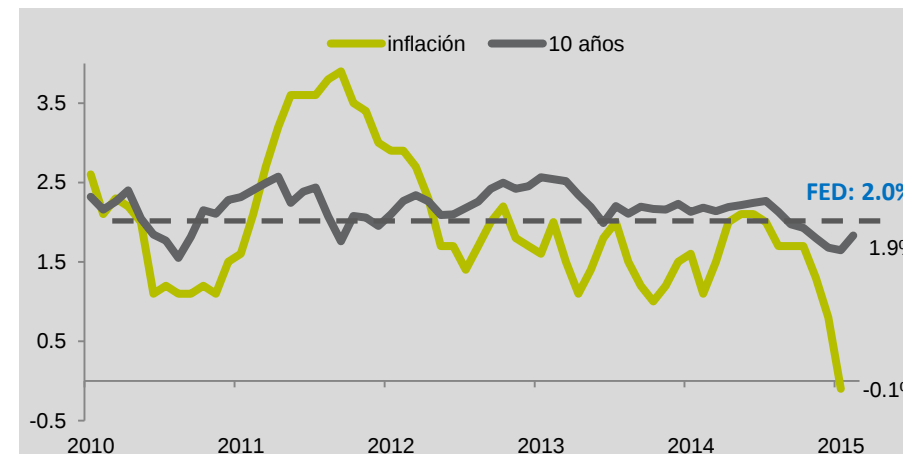
Inflación: El incremento en precios ha permanecido por debajo del objetivo de 2.0%, al igual que la prima inflacionaria implícita en los instrumentos gubernamentales. Por otra parte, las expectativas de encuestas sobre la inflación de largo plazo han permanecido estables.

INFLACIÓN, EUA (VAR. % ANUAL)



Fuente: GFBX+ /Bloomberg.

INFLACIÓN Y PRIMA DE INFLACIÓN (VAR. % ANUAL)

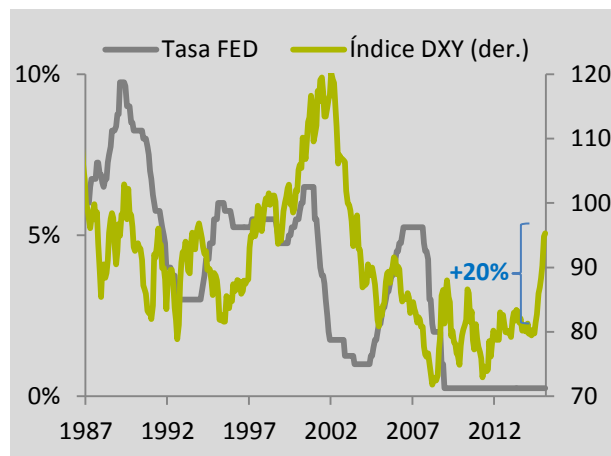


Fuente: GFBX+ /Bloomberg.

Riesgo Medio: La inflación medida por el índice de precios al consumidor se encuentra en terreno negativo debido a la caída en precios de energéticos. No obstante, el indicador subyacente muestra un avance de 1.6%. Por otra parte, la prima de riesgo inflacionario de largo plazo (10 años) se encuentra en 1.9%. Es decir, el mercado considera que la inflación convergerá al objetivo inflacionario. Mientras las expectativas se mantengan ancladas, el riesgo es limitado para la inflación. Finalmente, la fortaleza del dólar podría añadir presiones adicionales a la baja en la formación de precios debido a la disminución en costos de bienes importados.

Dólar: En el último comunicado de política monetaria se hizo énfasis en la debilidad del sector exportador. En 4T14, la economía creció menos de lo esperado, lo cual se debió en gran medida a una desaceleración de las exportaciones. La Reserva Federal redujo su estimado de crecimiento de un intervalo de 2.6% a 3.0% a uno de 2.3% a 2.7%.

DÓLAR Y FED



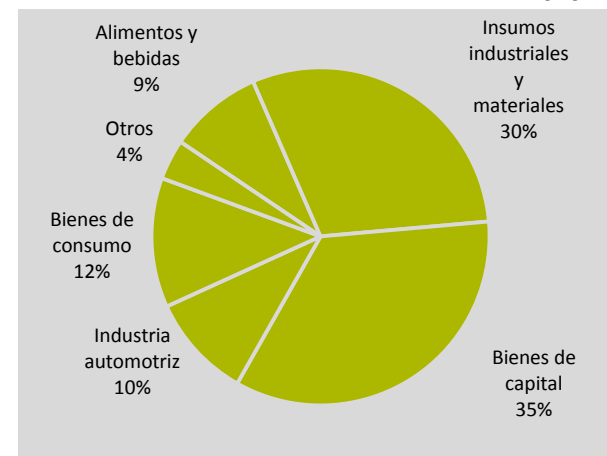
Fuente: GFBX+ /Bloomberg.

EXPORTACIONES (VAR. % ANUAL)



Fuente: GFBX+ /BEA.

COMPOSICIÓN DE EXPORTACIONES (%)



Fuente: GFBX+ /BEA.

Riesgo Alto: El riesgo por la apreciación del dólar en exportaciones es alto. La venta de productos al exterior creció a su ritmo más bajo en 4T14 (+0.8% anual) desde el último trimestre de 2009. La exportación de insumos industriales y materiales, que representa 30% de las exportaciones, cayó 6.5% en el último trimestre en relación con el trimestre previo y la de la industria automotriz, 10% del total, se contrajo 4.8%. La venta de bienes finales destinados a consumo, 12% del total, decreció 0.6%.

ALZA EN TASAS: FED SERÁ CAUTA

Dados los riesgos señalados en la sección anterior, consideramos que la FED mantendrá un tono cauto. A pesar de haber retirado la frase en la cual se mencionaba que la institución preferiría ser paciente antes de subir tasas, la lectura del comunicado sigue siendo *dovish* o favorable a mantener tasas en niveles mínimos por un tiempo prolongado. Debe notarse que la decisión de marzo fue unánime.

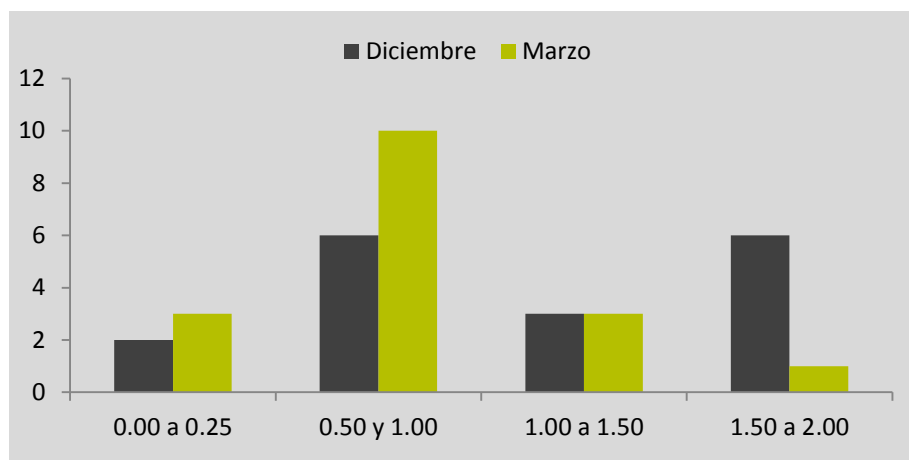
De acuerdo a nuestra lectura de los diferentes indicadores económicos y del *dot plot* de la FED (gráfica en la cual se presenta el nivel al cual los diferentes miembros de la junta de gobierno espera que se encuentre la tasa de referencia al término del año), existe una baja probabilidad de observar un incremento en la tasa de referencia en 2T15 y 3T15. Nuestra tesis se basa en los siguientes argumentos: 1) alineación de expectativas entre los miembros del FOMC, 2) preocupación del FOMC por la recuperación económica y el impacto de un dólar fuerte en exportaciones y un alza en tasas en el mercado inmobiliario, 3) comunicación clara para generar certidumbre en cuanto al tiempo apropiado para alzar tasas.

Alineación de Expectativas del FOMC

En la gráfica de diciembre, no existía un consenso claro entre los miembros de la junta de gobierno (FOMC) con respecto a qué nivel debería tener la tasa de referencia al finalizar 2015. La mayoría de las preguntas se encontraba entre 0.5% y 2.0%. En la reunión de marzo, el consenso se encontró entre 0.5% y 1.0%, con seis miembros esperando que la tasa de referencia se incremente a 0.5% al finalizar el año, es decir, habrá un incremento de 0.25 puntos porcentuales.

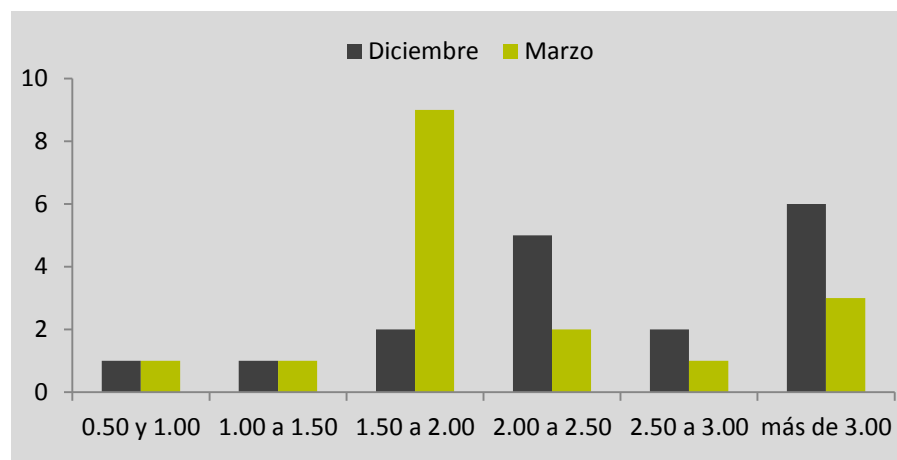
Con respecto a 2016, el FOMC alineó sus expectativas para un rango de entre 1.5% y 2.0%.

2015: EXPECTATIVAS DE TASA DE REFERENCIA, FED



Fuente: GFBX+ /FOMC FED.

2016: EXPECTATIVAS DE TASA DE REFERENCIA, FED



Fuente: GFBX+ /FOMC FED.

Preocupación por Recuperación Económica

Esperamos que la FED sea cauta en el inicio de alza en tasas principalmente por dos de los factores mencionados anteriormente. En primer lugar, un incremento en tasas aumentaría el valor relativo de activos denominados en dólares, lo cual propiciaría una mayor apreciación del dólar. Dado que la fortaleza del dólar es un factor de riesgo para la recuperación de la economía, esperamos que la FED señale un inicio de alza en tasas de manera gradual y moderada para no frenar el crecimiento económico. En segundo lugar, la FED será cauta con respecto al desarrollo del sector inmobiliario dada su lenta recuperación y el episodio de desaceleración que vivió en 2013.

Comunicación clara y tiempo apropiado para alzar tasas

La recuperación económica en EUA ha ocasionado un cambio en la política monetaria de EUA hacia una basada en la lectura de indicadores económicos de una forma más flexible, transición que es descrita por Ben Bernanke en un discurso que tuvo lugar en 2013 (Ver: [EUA: Transparencia en Política Monetaria](#), Nov. 13). El discurso de la FED es ahora más transparente y tiene el objetivo de minimizar la incertidumbre. Con base en lo anterior, proponemos el siguiente calendario de ciclo de alza en la tasa de fondos federales o tasa de referencia de EUA:

PRONÓSTICO DE INICIO DE ALZA EN TASAS

Periodo	Tasa de Referencia
1T15	0.25%
2T15	0.25%
3T15	0.25%
4T15	0.50%
1T16	0.50%
2T16	1.00%
3T16	1.00%
4T16	1.50%

Fuente: GFBX+.

REVELACIÓN DE INFORMACIÓN DE REPORTES DE ANÁLISIS DE **CASA DE BOLSA VE POR MÁS, S.A. DE C.V., GRUPO FINANCIERO VE POR MÁS**, destinado a los clientes de CONFORME AL ARTÍCULO 50 DE LAS Disposiciones de carácter general aplicables a las casas de bolsa e instituciones de crédito en materia de servicios de inversión (las “Disposiciones”).

Carlos Ponce Bustos, Rodrigo Heredia Matarazzo, Laura Alejandra Rivas Sánchez, Marco Medina Zaragoza, José María Flores Barrera, Ruben López Romero, Paulina Núñez Gómez, Juan José Reséndiz Téllez, Juan Antonio Mendiola Carmona, José Isaac Velasco, Dolores María Ramón Correa y Daniel Sánchez Uranga, Analistas responsables de la elaboración de este Reporte están disponibles en, www.vepormas.com.mx, el cual refleja exclusivamente el punto de vista de los Analistas quienes únicamente han recibido remuneraciones por parte de BX+ por los servicios prestados en beneficio de la clientela de BX+. La remuneración variable o extraordinaria que han percibido está determinada en función de la rentabilidad de Grupo Financiero BX+ y el desempeño individual de cada Analista.

El presente documento fue preparado para (uso interno/uso personalizado) como parte de los servicios asesorados y de Análisis con los que se da seguimiento a esta Emisora, bajo ningún motivo podrá considerarse como una opinión objetiva sobre la Emisora ni tampoco como una recomendación generalizada, por lo que su reproducción o reenvío a un tercero que no pueda acreditar su recepción directamente por parte de Casa de Bolsa Ve Por Más, S.A. de C.V. libera a ésta de cualquier responsabilidad derivada de su utilización para toma de decisiones de inversión.

Las Empresas de Grupo Financiero Ve por Más no mantienen inversiones arriba del 1% del valor de su portafolio de inversión al cierre de los últimos tres meses, en instrumentos objeto de las recomendaciones. Los analistas que cubren las emisoras recomendadas es posible que mantengan en su portafolio de inversión, la emisora recomendada. Conservando la posición un plazo de por lo menos 3 meses. Ningún Consejero, Director General o Directivo de las Empresas de Grupo Financiero, fungen con algún cargo en las emisoras que son objeto de las recomendaciones.

Casa de Bolsa Ve por Más, S.A. de C.V. y Banco ve por Más, S.A., Institución de Banca Múltiple, brindan servicios de inversión asesorados y no asesorados a sus clientes personas físicas y corporativos en México y en el extranjero. Es posible que a través de su área de Finanzas Corporativas, Cuentas Especiales, Administración de Portafolios u otras le preste o en el futuro le llegue a prestar algún servicio a las sociedades Emisoras que sean objeto de nuestros reportes. En estos supuestos las entidades que conforman Grupo Financiero Ve Por Más reciben contraprestaciones por parte de dichas sociedades por sus servicios antes referidos. La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos fidedignas, aún en el caso de estimaciones, pero no es posible realizar manifestación alguna sobre su precisión o integridad. La información y en su caso las estimaciones formuladas, son vigentes a la fecha de su emisión, están sujetas a modificaciones que en su caso y en cumplimiento a la normatividad vigente señalarán su antecedente inmediato que implique un cambio. Las entidades que conforman Grupo Financiero Ve por Más, no se comprometen, salvo lo dispuesto en las “Disposiciones” en términos de serializar los reportes, a realizar compulsas o versiones actualizadas respecto del contenido de este documento.

Toda vez que este documento se formula como una recomendación generalizada o personalizada para los destinatarios específicamente señalados en el documento, no podrá ser reproducido, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido parcial o totalmente aún con fines académicos o de medios de comunicación, sin previa autorización escrita por parte de alguna entidad de las que conforman Grupo Financiero Ve por Más.

Categorías y Criterios de Opinión

CATEGORÍA CRITERIO	CARACTERÍSTICAS	CONDICION EN ESTRATEGIA	DIFERENCIA VS. RENDIMIENTO IPyC
FAVORITA	Emisora que cumple nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	Forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Mayor a 5.00 pp
¡ATENCIÓN!	Emisora que está muy cerca de cumplir nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	Puede o no formar parte de nuestro portafolio de estrategia	En un rango igual o menor a 5.00 pp
NO POR AHORA	Emisora que por ahora No cumple nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	No forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Menor a 5.00 pp

Directorio

DIRECCIÓN			
Alejandro Finkler Kudler	Director General / Casa de Bolsa	55 56251500 x 1523	afinkler@vepormas.com.mx
Carlos Ponce Bustos	Director General de Análisis y Estrategia	55 56251537 x 1537	cponce@vepormas.com.mx
Fernando Paulo Pérez Saldivar	Director General de Mercados y Tesorería	55 56251517 x 1517	fperez@vepormas.com.mx
Juan Mariano Cerezo Ruiz	Director de Mercados	55 56251609 x 1609	jcerezo@vepormas.com.mx
Manuel Antonio Ardines Pérez	Director de Promoción Bursátil	55 56251500 x 9109	mardines@vepormas.com.mx
Ingrid Monserrat Calderón Álvarez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	55 56251541 x 1541	icalderon@vepormas.com.mx
ANÁLISIS BURSÁTIL			
Rodrigo Heredia Matarazzo	Subdirector - Sector Minería	55 56251515 x 1515	rheredia@vepormas.com.mx
Laura Alejandra Rivas Sánchez	Proyectos y Procesos Bursátiles	55 56251514 x 1514	lrivas@vepormas.com.mx
Marco Medina Zaragoza	Vivienda / Infraestructura / Fibras	55 56251500 x 1453	mmedinaz@vepormas.com.mx
Jose María Flores Barrera	Alimentos / Bebidas / Consumo Discrecional	55 56251500 x 1451	jfloresb@vepormas.com.mx
Ruben López Romero	Analista Bursátil	55 56251500 x 1709	rlopezr@vepormas.com.mx
Paulina Núñez Gómez	Analista Bursátil	55 56251500 x 1530	pnunezg@vepormas.com.mx
Juan Jose Reséndiz Téllez	Análisis Técnico	55 56251511 x 1511	jresendiz@vepormas.com.mx
Juan Antonio Mendiola Carmona	Analista Proyectos y Procesos Bursátiles y Mercado	55 56251508 x 1508	jmendiola@vepormas.com.mx
Daniel Sánchez Uranga	Editor Bursátil	55 56251529 x 1529	dsanchez@vepormas.com.mx
ESTRATEGIA ECONOMICA			
José Isaac Velasco Orozco	Economista Senior / México	55 56251500 x 1682	ivelascoo@vepormas.com.mx
Dolores María Ramón Correa	Analista Económico / Internacional	55 56251500 x 1546	dramon@vepormas.com.mx
ADMINISTRACION DE PORTAFOLIOS			
Mónica Mercedes Suarez	Director de Gestión Patrimonial	55 11021800 x 1964	mmsuarezh@vepormas.com.mx
Mario Alberto Sánchez Bravo	Subdirector de Administración de Portafolios	55 56251513 x 1513	masanchez@vepormas.com.mx
Ana Gabriela Ledesma Valdez	Gestión de Portafolios	55 56251526 x 1526	gledesma@vepormas.com.mx
Ramón Hernández Vargas	Sociedades de Inversión	55 56251536 x 1536	rhernandez@vepormas.com.mx
Juan Carlos Fernández Hernández	Sociedades de Inversión	55 56251545 x 1545	jfernandez@vepormas.com.mx
Heidi Reyes Velázquez	Promoción de Activos	55 56251534 x 1534	hreyes@vepormas.com.mx