

Mantenemos nuestra expectativa de un recorte adicional de 25pb pero tendrá lugar en octubre

9 de octubre 2019

www.banorte.com
@analisis_fundam

Delia Paredes

Director Ejecutivo Análisis Económico
delia.paredes@banorte.com

Katia Goya

Economista Senior, Global
katia.goya@banorte.com

- Las condiciones macroeconómicas siguen apuntando a una desaceleración de la actividad económica sin presiones inflacionarias
- Asimismo, el FOMC está dividido en torno a mantener sin cambios la tasa de referencia y hacer un recorte adicional
- No obstante, los riesgos geopolíticos siguen generando un escenario de gran incertidumbre
- En este contexto, seguimos pensando que el Fed reducirá la tasa de referencia en 25pb en 2019
- No obstante, consideramos que dicho movimiento tiene ahora más probabilidades de tener lugar en la reunión de octubre, en lugar de en diciembre, como había sido nuestra perspectiva previamente

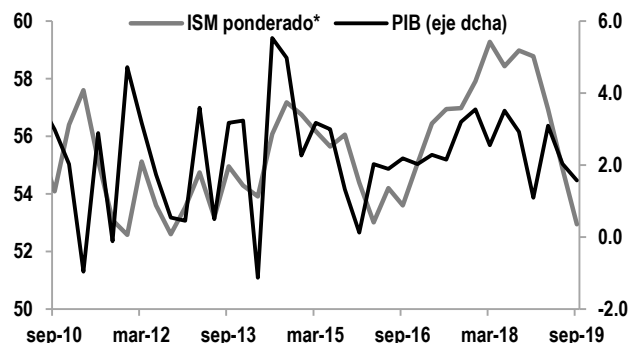
Un recorte más de 25pb en 2019. Mantenemos nuestra expectativa de que el Fed todavía podría reducir la tasa de referencia en 25pb en lo que resta de 2019. Para el año que entra, consideramos que podríamos ver recortes entre 25-50pbs. En nuestra opinión, si bien los indicadores económicos han resultado relativamente débiles, el nivel de actividad sigue mostrando un ritmo moderado de expansión. Adicionalmente vemos a un comité muy dividido en cuanto al futuro de tasas, mientras que el reinicio de las compras de *Treasuries* por parte del Fed -cuyo objetivo es evitar los problemas de liquidez en el mercado de *repos* que tuvieron lugar a finales de septiembre-, podría apoyar en el relajamiento de las condiciones monetarias. No obstante, los riesgos geopolíticos siguen generando un escenario de gran incertidumbre, por lo que no podemos descartar que, en caso de un deterioro adicional, el FOMC decida recortar nuevamente las tasas en diciembre. En este contexto, cabe mencionar que el comité tiene incentivos para mantener la expansión de la economía por el mayor tiempo posible dado el poco espacio de reducción que tiene para bajar tasas vs. otros escenarios de recesión.

Continúa la expansión moderada de la economía. La debilidad del sector manufacturero sigue siendo evidente en la mayoría de los indicadores publicados hasta ahora, con un moderado contagio en los indicadores del sector servicios, como se muestra en el gráfico abajo a la derecha. En este contexto, vemos el crecimiento en 3T19 en niveles de 1.6%, por debajo del 2% observado en el trimestre anterior. A su interior, el consumo se mantiene relativamente fuerte (~3% t/t anualizada estimada para 3T19), mientras que prevemos una ligera recuperación en los inventarios y en las exportaciones (ver gráfico abajo a la izquierda). Para el último trimestre del año, prevemos una tasa de expansión del PIB similar a la del tercer trimestre.

Documento destinado al público en general

ISM ponderado* y PIB en EE.UU.

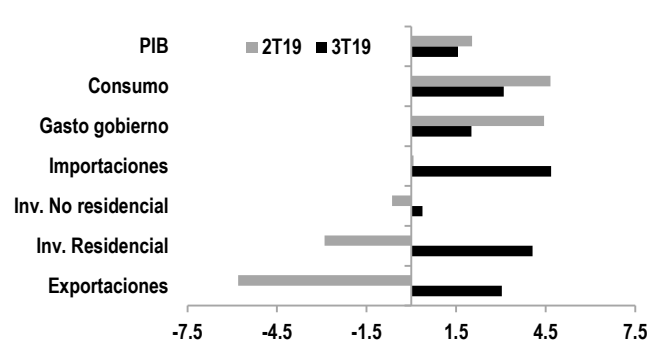
Índice; % anual



Fuente: Banorte con datos del BEA y Bloomberg
*Promedio ponderado del ISM manufacturero y no manufacturero

Estimado de crecimiento en 3T19

% t/t anualizado



Fuente: Banorte con datos del BEA

Sin embargo, el mercado laboral se mantiene relativamente fuerte. Si bien es cierto que el crecimiento del empleo se ha desacelerado este año, esta tendencia coincide con una economía que está muy cerca de llegar al pleno empleo. Similarmente, en septiembre la tasa de desempleo se ubicó en su nivel más bajo en los últimos años (3.5%), acompañado también de una caída en la tasa de subempleo y un aumento de la fuerza laboral, lo que añade a la evidencia de una situación de pleno empleo, en la que la tasa de desempleo podría empezar a incrementarse pronto. No obstante, en nuestra opinión, el escenario de recesión está todavía lejos.

En las últimas dos recesiones, la tasa de desempleo se incrementó en 0.4% en los tres meses previos a la recesión. Esto implicaría, con los datos actuales, que la tasa de desempleo tendría que pasar de 3.5% a 3.9%. Utilizando el modelo de creación de empleos del Fed de Atlanta estimamos: (1) La creación de empleo promedio necesaria para mantener en 3.5% la tasa de desempleo; y (2) el crecimiento promedio del empleo para que la tasa se incremente a 3.9%. En el primer caso, la creación de empleos promedio tendría que ser de 107 mil plazas entre los próximos 3 a 12 meses. Esto contrasta con el promedio de 157 mil empleos creados en los últimos 3 meses (*ver tabla abajo*). En el caso del incremento de la tasa a 3.9%, se tendrían que perder 104 mil empleos en promedio en los próximos 3 meses, crearse nada más 951 empleos en promedio en un período de 6 meses o 54 mil en promedio en 12 meses. Asumiendo que la tendencia de creación de empleos en el sector servicios se mantiene relativamente estable, esto implica una caída fuerte en el sector manufacturero, la cual no vemos por el momento en el período de proyección.

Tasa de desempleo y creación de empleo

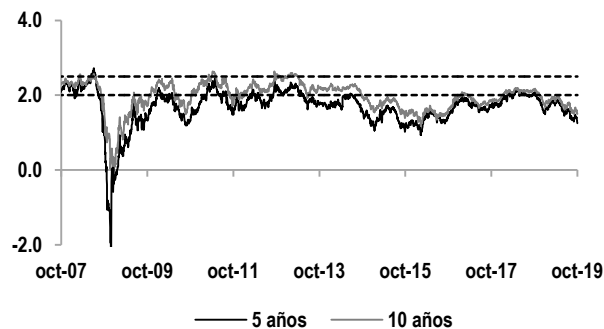
	3 meses	6 meses	12 meses
Tasa de desempleo objetivo (%):	3.9	3.9	3.9
Creación de empleos para mantener la tasa de desempleo actual (miles):	107	107	107
Creación de empleos para llegar a 3.9% (miles):	-104	1	54
<i>Creación estimada por sector:</i>			
Total	-104	1	54
Manufacturero	-218	-129	-86
Servicios	134	130	129
Otros	-20.8	0.2	11
Promedio actual:			
Total	157	150	179
Manufacturero	1	3	10
Servicios	119	121	144
Otros	37	26	25

Fuente: Banorte con datos del BEA y el Fed de Atlanta

Las expectativas de inflación siguen por debajo del objetivo. Las tasas implícitas en los instrumentos de mercado siguen apuntando a una inflación por debajo del objetivo de 2% (*ver gráfico abajo a la izquierda*), lo que es una indicación de que la economía no se está sobrecalentando, al menos por el momento. Si bien es cierto que el deflactor del gasto de consumo que excluye energéticos y medicinas se mantiene por debajo de 2%, otras medidas de inflación subyacente la mantienen alrededor de este nivel, sin que se sugiera que la reducida holgura de las condiciones económicas esté generando presiones significativas de inflación.

Inflación implícita en instrumentos de mercado*

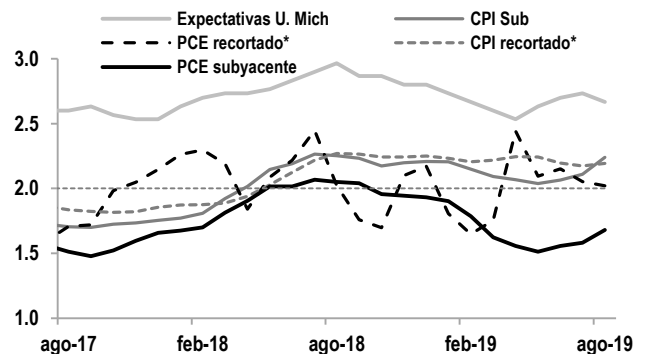
% anual



Fuente: FRED. *Tasa implícita en TIPS o *Treasury Inflation Protected Securities*

Indicadores seleccionados de inflación

% anual



Fuente: FRED. *Los índices recortados (*trimmed*) se refieren al cálculo de la inflación del Dallas Fed en el cual excluyen aquellos elementos del índice de inflación con variaciones de +/-2.5% anualizado en un mes dado

Un FOMC dividido. La última decisión de política monetaria del Fed no fue unánime, con dos miembros del comité votando en contra de la reducción de 25pb en el rango de los *Fed funds* mientras que uno votó a favor de una reducción más agresiva (50pbs). Tanto las minutas de la reunión (ver nota: [“Minutas del FOMC confirman discrepancia de opiniones dentro del Fed” <PDF>](#)), como en el *dot plot* y en los distintos discursos de miembros del FOMC tras la reunión de mediados de septiembre, se pueden distinguir dos grupos al interior del FOMC: (1) Los que piensan que no se requieren recortes adicionales de tasas, argumentando temores por la estabilidad financiera y reconociendo que la economía está todavía en un buen lugar y que la política monetaria es la correcta; y (2) los que creen que las condiciones justificarían un recorte adicional de 25pb. Entre los miembros del primer grupo, están los más *hawkish* (miembros con un sesgo restrictivo): Eric Rosengren, del Fed de Boston, y Esther George, de Kansas City. En el otro grupo, se encuentra la mayor parte de los miembros del Consejo del Fed, incluido su presidente, Jerome Powell y el vicepresidente Richard Clarida.

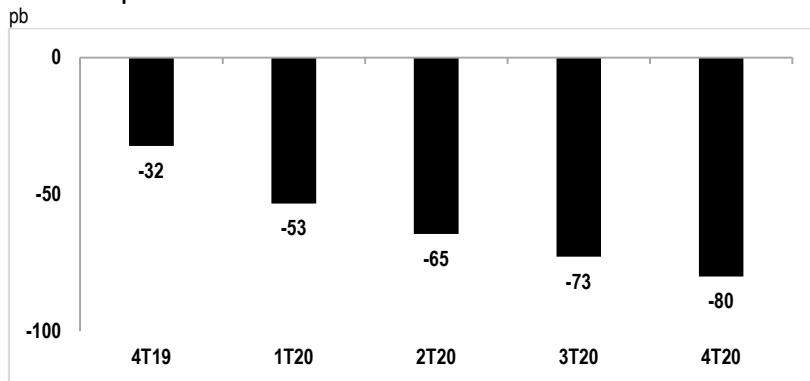
Los riesgos geopolíticos complican el panorama. Los últimos dos recortes por parte del Fed se han basado en la incertidumbre que rodea el escenario como resultado de temas geopolíticos, en particular, las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, el *Brexit*, las protestas en Hong Kong, las tensiones en el Medio Oriente y, más recientemente, el proceso de juicio político en contra del Presidente Trump. En este contexto, hemos venido argumentando que es muy posible que el presidente prefiera mantener un perfil más cauteloso en estas cuestiones ya que un freno innecesario a la actividad económica podría minar sus posibilidades de ser reelegido en noviembre de 2020. No obstante, el proceso de juicio político (*impeachment*) incrementa los riesgos de una posición más agresiva por parte del presidente en caso de que éste le beneficie y la economía muestre mayor resiliencia.

El Fed tiene incentivos para mantener la expansión de la economía el mayor tiempo posible. Si bien hemos argumentado que las condiciones macroeconómicas no parecen estarse deteriorando significativamente -con lo que se justificaría nada más una reducción adicional de la tasa de los *Fed funds*-, consideramos que, en un escenario de alta incertidumbre, el FOMC pudiera decidirse a continuar con el ciclo de baja con un recorte de 25pb en diciembre. En este contexto, es importante mencionar que en las últimas dos recesiones el Fed redujo la tasa entre 520 y 550 puntos base. En esta ocasión, el Fed tendría nada más 187.5pb de espacio, así como un limitado espacio para un programa de compras de activos (*quantitative easing*). Precisamente por este espacio limitado, el Fed tiene incentivos a hacer todo lo posible por mantener la expansión.

Adicionalmente, este año el Fed ha venido validando la expectativa del mercado. Desde que el comité diera una vuelta de 180 grados en su retórica con respecto a la política monetaria a principios de este año, el mercado pasó de esperar que siguiera el ciclo restrictivo, a una pausa indefinida para luego, a partir de junio, esperar recortes de tasas.

Cabe mencionar que, durante el año, el Fed ha validado la expectativa del mercado, no necesariamente reflejando cambios en las condiciones macroeconómicas, como fue el caso del último recorte. De hecho, en las minutas de la reunión del FOMC, algunos participantes (*'a few participants'*) consideraron que las expectativas del mercado con respecto al futuro de la tasa de los *Fed funds* sugieren un ciclo más agresivo de lo que está pensando el comité, por lo que sugirieron buscar la manera de alinear las expectativas. En este contexto, tras la publicación de las minutas del FOMC, para la reunión de octubre, los futuros de las tasas de *Fed funds* descuentan un recorte acumulado de 32pb en lo que resta de 2019 y otros 80pb en los próximos 12 meses, lo que implicaría 50pb adicionales de baja, por encima de la mediana del *dot plot* que mantiene sin cambios la tasa de referencia el año que entra. En un escenario de mayor deterioro en el frente geopolítico, el mercado es muy probable que incorpore la posibilidad de más recortes hacia delante por lo que será muy importante seguir los mensajes del Fed respecto a sus intenciones a futuro.

Recortes implícitos en la tasa de los *Fed funds*



Fuente: Bloomberg

Mantenemos nuestra expectativa de un recorte adicional de 25pb en lo que resta de 2019. No obstante, esperamos ahora que tendrá lugar en la reunión de octubre en lugar de en la junta de diciembre. Los datos económicos han resultado lo suficientemente débiles, particularmente en el sector manufacturero y en términos de inversión, lo que está en línea con una moderación de la actividad económica en el segundo semestre del año. Sin señales de presiones inflacionarias y con un escenario todavía de incertidumbre, el Fed querrá continuar con su estrategia de manejo de riesgos. Si bien no podemos descartar del todo otra reducción después de octubre, pensamos que por lo pronto tiene una limitada probabilidad. Para 2020, pensamos que el ciclo de baja podría continuar dependiendo del desempeño tanto del crecimiento como de la inflación.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, 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, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Leslie Thalía Orozco Vélez, 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 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, 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, 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 MANTENER VENTA	<p>Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.</p> <p>Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.</p> <p>Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.</p>

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.

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
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector Economía Nacional	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco José Flores Serrano	Gerente Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
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
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698

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
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
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	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente 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.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.roldan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454