

Minutas del FOMC – Tono muy *hawkish* refuerza expectativa de alza de 50pb en mayo

- El FOMC publicó las minutas de su reunión del 15-16 de marzo. Percibimos un tono muy *hawkish*, en línea con las recientes intervenciones de miembros del banco central
- En el documento quedó claro que el banco central está preocupado por las implicaciones del conflicto entre Rusia y Ucrania. En particular, considera que los riesgos al alza para la inflación son mayores que aquellos a la baja para el crecimiento económico debido a este evento
- Por su parte, varios miembros del Fed hubieran votado por un alza de 50pb en marzo si no fuera por la incertidumbre alrededor del conflicto bélico
- A pesar de que el conflicto continúa, las minutas muestran la disposición de subir la tasa en 50pb en una o varias de las próximas juntas si la inflación permanece elevada
- En nuestra opinión, es prácticamente un hecho que se anunciará el inicio de la reducción de la hoja de balance del Fed en la reunión de mayo, a un ritmo de alrededor de US\$95,000 millones mensuales
- Tras el documento, reiteramos nuestra expectativa de que el Fed subirá la tasa *Fed funds* en 50pb en mayo. Además, vemos una probabilidad elevada de un movimiento similar en junio, aunque por ahora mantenemos nuestro estimado sin cambios en +25pb
- Reacción limitada en *Treasuries* tras las minutas

Las minutas confirman un tono *hawkish*. Se publicaron las minutas de [la última reunión del FOMC](#), las que mostraron el tono *hawkish* que han estado proyectando los diferentes miembros del Fed en sus recientes intervenciones, destacando Powell. La agenda de apariciones tras la decisión ha sido muy abultada, percibiendo en general un tono cada vez más restrictivo. Todo esto en un contexto en el que las [recientes cifras de inflación](#) apuntan a que continúa el fuerte repunte en precios, además de que ha sido más generalizado (también reconocido por la mayoría de los participantes). Estimamos una inflación de 1.2% m/m en marzo, con lo que la variación anual se ubicaría en 8.3% a/a, desde 7.9% a/a en febrero. La subyacente también subiría, a 6.6% desde 6.4% previo. Al mismo tiempo, el mercado laboral sigue mostrando fortaleza, con una [creación de 431 mil plazas en marzo](#) y la tasa de desempleo en 3.6% desde 3.8%. Todo lo anterior nos llevó a modificar hace unos días nuestro estimado para la reunión del 4 de mayo, de +25pb a +50pb.

El conflicto entre Rusia y Ucrania es un elemento clave en sus decisiones de política monetaria. Los miembros del Fed consideran que el conflicto entre Rusia y Ucrania suma riesgos para las perspectivas, tanto de inflación como de crecimiento económico. En específico, los riesgos al alza para la primera superan aquellos a la baja para el segundo. Esto debido a que la inflación ya está muy alta, mientras que la exposición financiera y comercial de EE.UU. a Rusia es relativamente baja.

6 de abril 2022

www.banorte.com
@analisis_fundam

Juan Carlos Alderete, CFA
Director Ejecutivo de Análisis Económico y
Estrategia Financiera de Mercados
juan.alderete.macal@banorte.com

Katia Goya
Director Economía Internacional
katia.goya@banorte.com

Estrategia de Renta fija y tipo de
cambio

Manuel Jiménez
Director Estrategia de Mercados
manuel.jimenez@banorte.com

Leslie Orozco
Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de
Cambio
leslie.orozco.velez@banorte.com

Documento destinado al público en general

Lo anterior se añade a una serie de riesgos al alza para los precios. En las minutas también se destacaron otros riesgos para la inflación, entre ellos: (1) Los cuellos de botella por el lado de la oferta; (2) el alza en los precios de energía y otros *commodities*, exacerbados por el conflicto bélico; (3) las fuertes medidas para contener la propagación del COVID-19 en China, mismas que pueden generar distorsiones adicionales en las cadenas de suministro; y (4) la posibilidad de un desanclaje de las expectativas de inflación ante los elevados niveles actuales, así como su mayor persistencia a lo anticipado.

Por lo tanto, los miembros del Fed se mostraron dispuestos a implementar un ciclo alcista más agresivo. Todos estuvieron de acuerdo en iniciar el ciclo de alza en tasas en dicha reunión y dijeron que esperan continuar con más incrementos para alcanzar los objetivos del FOMC. Si bien en la votación sólo vimos a un disidente (James Bullard, que apoyó un alza de 50pb, en lugar de 25pb), el documento aclaró que muchos participantes hubieran votado a favor de subir la tasa en 50pb debido a una inflación muy por encima del objetivo y con riesgos al alza. Sin embargo, varios argumentaron que lo adecuado era subir sólo 25pb en dicha junta debido a la incertidumbre alrededor del conflicto entre Rusia y Ucrania. En nuestra opinión, probablemente veían prudente obtener más información sobre el impacto y duración del conflicto. En este sentido, creemos que las condiciones para el cumplimiento del mandato dual del Fed han empeorado desde el inicio de la invasión. De esta manera, hacia delante parecen dispuestos a ser más agresivos, ya que muchos participantes dijeron que una o varias alzas de 50pb serían necesarias en las próximas reuniones del FOMC, especialmente si las presiones inflacionarias continuaban altas o se intensificaban, como consideramos que ha sido el caso.

La reducción del balance iniciará tan pronto como en mayo... En las minutas se observa que los miembros del banco central estuvieron de acuerdo en que reducir el tamaño de la hoja de balance es clave en el proceso de lograr una postura monetaria menos laxa. Aunque no determinaron todavía una fecha, consideraron que podría ser adecuado iniciar tan pronto como en la reunión de mayo. Además, “acordaron de manera generalizada” que sería adecuado reducir el balance a un ritmo de US\$95 mil millones al mes. La composición sería de US\$60 mil millones en *Treasuries* y de US\$35 mil millones en *MBS* al mes. De acuerdo al documento, este total se alcanzará de manera gradual durante tres meses desde el inicio del proceso. En particular, también es importante mencionar que: (1) Para lograr este objetivo, se establecerían techos (“caps”) iguales a dicho montos para evitar una potencial reducción del balance mayor a estos límites; y (2) el Fed dejaría de reinvertir el principal y los cupones de instrumentos que vencen en su balance para alcanzar estos montos, lo que es diferente a *vender* instrumentos en el mercado secundario para alcanzarlo.

...y estará basada primordialmente en no reinvertir el principal de los instrumentos que vencen en el portafolio. En el caso de los *Treasuries*, si los pagos de principal provenientes de instrumentos *cuponados* fueran menores al techo de US\$60 mil millones, entonces el Fed dejaría vencer bonos cupón cero (*Treasury bills*) para compensar por el faltante para llegar al objetivo.

En los *MBS*, el banco central anticipa que los prepagos de estos instrumentos (que son inciertos y dependen en parte en los niveles de mercado de las tasas de interés para hipotecas) no serán tan elevados como para sobrepasar el límite de US\$35 mil millones al mes en una diversidad de escenarios.

Recordemos que el banco central ha sido enfático en que cuenta al menos con dos herramientas para reducir el estímulo monetario, la reducción del balance y alzas en la tasa de referencia. El objetivo del Fed es que esta última siga siendo su principal herramienta, con la reducción del balance como una estrategia más “pasiva”. A pesar de lo anterior: (1) Reafirmaron la necesidad de un monitoreo amplio, profundo y constante del mercado para evaluar la necesidad de ajustes en el ritmo de reducción si es necesario; y (2) que existe alta incertidumbre sobre el nivel “de equilibrio” que debería tener el balance al finalizar el proceso.

La duración y destino final del *quantitative tightening* permanece muy incierto, aunque probablemente será un proceso largo. Sobre el último punto, recordemos que el balance actualmente es cercano a US\$8.9 billones. Previo a la pandemia (febrero de 2020) se ubicaba en US\$4.2 billones, por lo que ha crecido poco más del doble. Asumiendo que se mantiene el ritmo propuesto de reducción sin cambios en US\$95 mil millones al mes, el proceso llevaría poco más de 4 años en completarse para regresar a niveles pre-pandemia. No obstante, creemos que es muy probable que el tamaño final sea más elevado ya que el apretamiento monetario esperado para este ciclo es más agresivo que en 2017-2019. En específico, la tasa *Fed funds* llegó a un máximo de 2.50% (con base en la parte alta del rango) en dicha ocasión, mientras que actualmente esperamos un máximo de 3.25%, con riesgos al alza. Ante el apretamiento adicional que implica el mayor aumento de la tasa y la reducción del balance (además de la necesidad de un balance más grande en caso de que la economía continúe creciendo), creemos factible que finalice en niveles por encima de los alcanzados antes de la pandemia. Por último, el Fed sigue señalizando que es muy probable que termine sólo con *Treasuries* en su balance.

Mantenemos nuestra expectativa de que el alza en mayo será de 50pb. Consideramos que el tono de las minutas fue muy *hawkish* y muestra la disposición de los miembros del banco central de acelerar el ciclo de alza en tasas. En específico, resaltó la opinión de que será apropiado mover la postura de política monetaria a neutral expeditamente”. En este contexto y ante el fuerte avance de la inflación que estimamos para marzo, mantenemos nuestra expectativa de un alza de 50pb en la próxima reunión del 4 de mayo. Asimismo, no descartamos otro movimiento de la misma magnitud en junio, con una probabilidad más elevada después de analizar este documento. No obstante, por ahora nuestro escenario base sigue siendo de 25pb en dicha reunión y en las subsecuentes del año. Por su parte, es claro que el anuncio del inicio de la reducción del balance se hará también en la próxima junta y, como ya se anticipó, el ritmo será cercano a los US\$100 mil millones al mes. En particular, creemos que la reacción de los mercados y condiciones financieras tras el inicio de este proceso será clave para determinar el ritmo más adecuado de alza de tasas en junio y las decisiones subsecuentes.

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

Reacción limitada en *Treasuries* tras las minutas. La curva mostró una reacción acotada y temporal. La parte corta diluyó las ganancias de la sesión de 3pb para ajustar +2pb, mientras que el extremo largo acumuló mayores presiones de hasta 8pb. Sin embargo, los ajustes se desvanecieron momentos después, regresando a un balance mixto. Los *Treasuries* iniciaron abril nuevamente con presiones asimilando comentarios más *hawkish* de Brainard ayer, aunque con un ligero sesgo de empinamiento. Esto es contrario al trimestre previo, donde inclusive la curva se invirtió en el segmento de 2 y 10 años. Este último diferencial alcanzó hasta -8pb por primera vez desde 2007 y actualmente cotiza en 10pb. Por su parte, la nota de 10 años alcanzó máximos desde principios de 2019 en 2.60% (+5pb). A nivel local, las tasas se mantuvieron prácticamente sin cambios. Las curvas de Bonos M y swaps de TIEE-28 conservaron presiones de 5pb y 4pb, respectivamente, en promedio. En términos de estrategia, vemos mayor atractivo en instrumentos de mediana duración, particularmente en el Bono Mar'26, tras el fuerte ajuste acumulado durante 1T22 en este segmento y las prevaecientes presiones de aplanamiento e inversión de la curva en EE.UU. y México.

En el cambiario, el dólar moderó las ganancias de la sesión como reacción inicial. Sin embargo, posteriormente acumuló un avance de 0.3% en los índices BBDXY y DXY. Por su parte, el peso mexicano osciló entre 20.05 y 20.19, estabilizándose en 20.15 (-0.7%). Consideramos que la divisa tiene poco espacio para una apreciación adicional. En este sentido, conservamos nuestra expectativa de un mayor fortalecimiento del USD y favorecemos compras en niveles debajo del psicológico de 20.00 pesos por dólar, aunque sólo tácticamente debido al *carry* negativo que implica.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, Juan Carlos Alderete Macal, Alejandro Cervantes Llamas, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, José Luis García Casales, Yazmín Selene Pérez Enríquez, José Itzamna Espitia Hernández, Carlos Hernández García, David Alejandro Arenas Sánchez, Paola Soto Leal, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Daniela Olea Suárez, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalía Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo e Isaías Rodríguez Sobrino, 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	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.

Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Financiero			
Alejandro Padilla Santana	Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Raquel Vázquez Godínez	Asistente DGA AEyF	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Itzel Martínez Rojas	Gerente	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Análisis Económico			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Ejecutivo de Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Director Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katía Celina Goya Ostos	Director Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Yazmín Selene Pérez Enríquez	Subdirector Economía Nacional	yazmin.perez.enriquez@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Luis Leopoldo López Salinas	Gerente Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Estrategia de Mercados			
Manuel Jiménez Zaldívar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio			
Leslie Thalia Orozco Vélez	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Isaías Rodríguez Sobrino	Gerente de Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities	isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Análisis Bursátil			
Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Carlos Hernández García	Subdirector Análisis Bursátil	carlos.hernandez.garcia@banorte.com	(55) 1670 - 2250
David Alejandro Arenas Sánchez	Subdirector Análisis Bursátil	david.arenas.sanchez@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Paola Soto Leal	Analista Sectorial Análisis Bursátil	paola.soto.leal@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 1746
Análisis Deuda Corporativa			
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248
Análisis Cuantitativo			
Alejandro Cervantes Llamas	Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
José Luis García Casales	Director Análisis Cuantitativo	jose.garcia.casales@banorte.com	(55) 8510 - 4608
Daniela Olea Suárez	Subdirector Análisis Cuantitativo	daniela.olea.suarez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Análisis Cuantitativo	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Banca Mayorista			
Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
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) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Oswaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	oswaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
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) 1670 - 1899