

## Reducción del balance del Fed – Las condiciones monetarias se normalizarán de manera casi imperceptible

16 de junio 2017

www.banorte.com  
www.ixe.com.mx  
@analisis\_fundam

**Juan Carlos García**  
Economista, Global  
juan.garcia.viejo@banorte.com

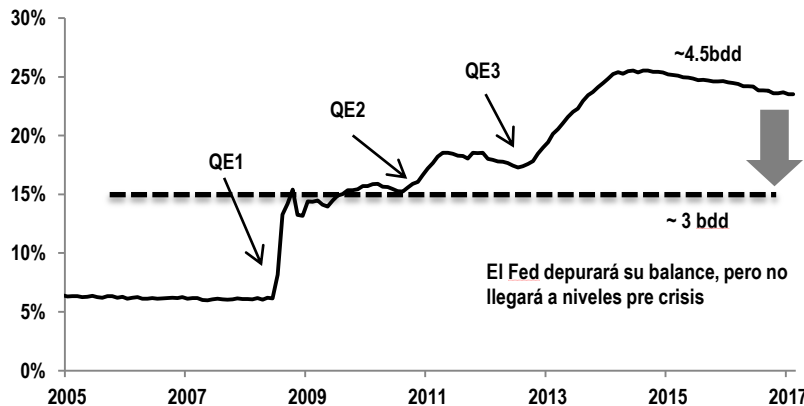
- El FOMC dio a conocer su estrategia para depurar el balance antes de lo esperado
- Existen opiniones encontradas sobre si es necesario o no reducir la hoja de balance, pero en nuestra opinión es una noticia positiva
- El balance del Fed muestra una composición balanceada entre *Treasuries* y MBS, pero la depuración de estos últimos podría tardar más de lo previsto
- Esperamos que el saldo del balance se ubique en 3 billones de dólares a finales de 2021
- En nuestra opinión, la curva de rendimientos se seguirá desplazando hacia arriba durante este proceso de depuración del balance del Fed
- Pensamos que este plan podría ponerse en marcha en diciembre, aunque no descartamos que se pueda adelantar a septiembre

**El FOMC dio a conocer su estrategia para depurar el balance antes de lo esperado.** Luego de varios meses de un debate sobre la necesidad de comenzar a reducir el saldo de la hoja del balance del Fed, se dio a conocer un plan detallado para hacerlo, de tal manera que cada vez habrá menos reinversiones de pagos de principal de los instrumentos que llegan a vencimiento. De acuerdo a las minutas de la reunión de mayo, 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 esta semana. 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 20mmd. 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 4.5 billones de dólares, consistente con nuestra expectativa de un saldo final de alrededor de 3 billones de dólares (ver gráfico abajo). Lo anterior está fundamentado en que pensamos que habrá una depuración de cerca de 300mmd en 2018, mientras que en los próximos años veríamos reducciones de 500mmd anuales, de tal manera que el balance se ubicaría ligeramente por debajo de 3 billones a finales de 2021. 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.

Documento destinado al público en general

### Evolución del balance del Fed

% del PIB con cifras nominales



Fuente: Bloomberg y Banorte-Ixe

**Existen opiniones encontradas sobre si es necesario o no reducir la hoja de balance.** Consideramos que los esfuerzos para reducir el balance son positivos, dado que de una forma muy gradual habrá condiciones monetarias menos laxas, lo que es especialmente relevante para la estabilidad en una economía que se acerca o ya está en pleno empleo. Se podría apretar la política monetaria únicamente vía tasa de interés, pero esto podría causar una apreciación del dólar, poniendo en riesgo la trayectoria de inflación y el desempeño de las exportaciones. Adicionalmente, esto reduce la participación del Fed dentro de los mercados financieros, al tiempo en que daría espacio para que en caso de una nueva crisis, la autoridad monetaria pueda responder nuevamente. Del lado contrario, la depuración de un balance de esta magnitud es desconocida, al tiempo en que la demanda dentro del mercado de deuda se reducirá. Además, el Fed tiene actualmente un control importante sobre las tasas de corto plazo, por lo que no hay incentivos para regresar a un esquema que contempla una cantidad mínima de reservas.

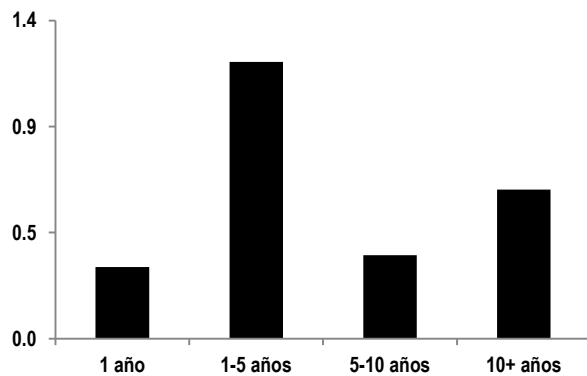
**El balance del Fed muestra una composición balanceada entre *Treasuries* y *MBS*.** Dentro de los estados del Fed, observamos que los *Treasuries* ostentan el 58% del portafolio de activos de deuda, lo que representa cerca de 2.46 billones de dólares, mientras que los activos respaldados por hipotecas significan el 32% restante y un total de 1.78 billones de dólares. Cabe mencionar que otros bonos gubernamentales también forman parte del balance, aunque son menos del 1% del total del mismo. En este contexto, el saldo de instrumentos de deuda dentro del balance del Fed es de 4.26 billones de dólares, mientras que el saldo total del balance es de 4.52 billones de dólares.

**Los *MBS* comienzan a vencer hasta dentro de unos años, por lo que su depuración del balance podría tardar más que los *Treasuries*.** Cabe destacar que en los próximos 5 años sólo vencerán 581 millones de dólares de los 1.77 billones, por lo que en caso de que no hubiera prepagos en estos instrumentos, habría que esperar más de 10 años para dejar que estos lleguen a vencimiento (ver gráfico inferior derecho).

Lo cierto es que estos instrumentos suelen prepagarse, por lo que puede haber meses en los que haya flujos inesperados. No obstante, vale la pena mencionar que en épocas de alza de tasas es más difícil que se prepaguen, dado que los refinanciamientos pueden resultar con una tasa mayor a la obtenida previamente. Por su parte, los *Treasuries* muestran un panorama distinto, ya que los vencimientos están mucho más nivelados en el tiempo, lo que hará más fácil su depuración del balance sin necesidad de salir a vender al mercado (ver gráfico inferior izquierdo). En promedio, durante los próximos 5 años, mensualmente vencerán cerca de 25 mil millones de dólares de *Treasuries*, aunque en un primer momento, más de la mitad de esos pagos de principal seguirían reinvirtiéndose. Paulatinamente, esperamos que los límites de reinversión vayan ajustándose hasta que todos los vencimientos dejen de reinvertirse. Sin embargo, no anticipamos que la autoridad monetaria salga a vender estos bonos gubernamentales a menos de que se requiera una política monetaria más restrictiva, por motivos como una alta inflación.

**Perfil de vencimientos de los *Treasuries***

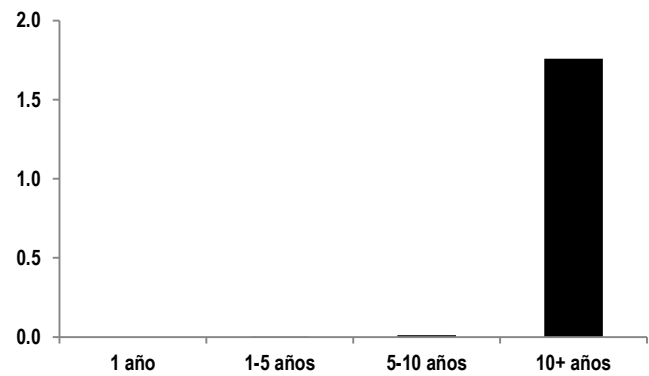
Billones de dólares



Fuente: Reserva Federal

**Perfil de vencimientos de los MBS**

Billones de dólares



Fuente: Reserva Federal

**En nuestra opinión, la curva de rendimientos se seguirá desplazando hacia arriba durante este proceso de depuración del balance del Fed.** Luego de la victoria de Donald Trump en noviembre de 2016, se registró un importante empinamiento de la curva de rendimientos, ante la perspectiva de mayor crecimiento e inflación hacia adelante. No obstante, a partir de que algunas de sus promesas de campaña se vieron truncadas o complicadas en términos de aprobación e implementación, se ha visto una reversión a una curvatura muy similar a la que se observaba antes de la elección presidencial, solamente que en niveles más elevados por los dos incrementos de la tasa de *Fed funds*. De hecho, el diferencial del *Treasury* de 10 años y del de 2 años se ubicaba en 38pb en agosto, cuando la campaña de Trump parecía perder fuerza, mientras que en diciembre alcanzó 98pb. Sin embargo, ahora se ubica en 63pb, prácticamente en línea con lo visto unos días antes de la elección del 8 de noviembre. Consideramos que el Fed subirá en dos ocasiones más la tasa de referencia en este año, para comenzar a dejar de reinvertir los pagos de principal de los instrumentos que se encuentran en el balance del Fed a principios de 2018.

En este sentido, la demanda por *Treasuries* de parte del banco central disminuirá, con lo que las tasas se presionarán, aunque creemos que la ausencia de una mayor perspectiva de crecimiento e inflación por un menor estímulo monetario, así como por la obstrucción a las políticas de Trump limitará el alza en las tasas de interés. La actual curvatura se podría mantener, aunque en niveles más elevados, dado que el Fed subirá la tasa de referencia en al menos dos ocasiones antes de comenzar con la depuración del balance.

**Pensamos que este plan podría ponerse en marcha en diciembre aunque no descartamos que se pueda adelantar a septiembre.** Consideramos que el anuncio oportuno del Fed permitió que los mercados tengan un tiempo para asimilar las noticias y evitar así lo sucedido en 2013, cuando Ben Bernanke anunció que no habría más compras de activos, para luego anunciar el famoso “tapering” que entró en vigor varios meses después. Janet Yellen comentó en su conferencia de prensa posterior a la reunión del FOMC de esta semana, que no hay todavía una fecha establecida para iniciar con este proceso, aunque sí dijo que podría ser relativamente pronto. El balance pasó de alrededor de 5% del PIB antes de la crisis de 2008 hasta más de 25% al final del *QE3* y pensamos que revertir esto en cierta proporción será una medida responsable para tener herramientas para combatir la próxima crisis económica.

## 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	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Cuando 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.cebillos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454