

Minutas FOMC – Sin discusión de tasas de interés negativas, pero sí de otras herramientas

- El Fed publicó las minutas de la última reunión del FOMC del 28 y 29 de abril
- Destacamos un tono *dovish* respecto al crecimiento económico y el hincapié de que los efectos de la pandemia sobre los precios son deflacionarios
- No hubo discusión sobre la posibilidad de utilizar la herramienta de tasas de interés negativas
- No obstante, es probable que haya cambios importantes en el *forward guidance* y la posibilidad de implementar el control de la curva de rendimientos. Además, se habló de la necesidad de ser más claros respecto a los montos y compras bajo el programa *QE*
- Reiteramos nuestra expectativa de que el rango de la tasa de referencia permanezca en el nivel actual al menos hasta el primer semestre de 2021

El Fed publicó las minutas de la última reunión del FOMC del pasado 28 y 29 de abril. Del documento destacamos los siguientes puntos: (1) Tono muy *dovish* respecto al crecimiento económico, destacando la preocupación de todos los participantes sobre los posibles efectos de mediano y largo plazo en la economía derivados de la pandemia; (2) la opinión de que el efecto general que ha tenido la pandemia sobre los precios es deflacionario debido a la caída en la demanda, a lo que se añade la fortaleza del dólar y la baja en los precios del petróleo; (3) no hubo discusión sobre la posibilidad de utilizar la herramienta de tasas de interés negativas. De hecho, notamos que la palabra “*negative*” aparece sólo dos veces en todo el documento, una de ellas donde se explica que los participantes de mercado ven probabilidad casi cero de que esto ocurra; y (4) es probable que haya cambios importantes en el *forward guidance*, la posibilidad de implementar el control de la curva de rendimientos y se habló de la necesidad de ser más específicos respecto a los montos y compras bajo el programa *QE*.

Tono muy *dovish* en cuanto al crecimiento económico. Se destacó que además de los efectos de corto plazo, la pandemia genera fuerte incertidumbre y hay riesgos elevados para la actividad económica en el mediano plazo. En las minutas se explicó que han trabajado sobre diferentes escenarios para el mediano plazo, en unos asumiendo un nuevo brote, en los que se verá un periodo de fuerte impacto sobre la actividad, y en otros donde la pandemia se reduce permitiendo a los hogares y empresas retomar sus actividades. Además de estas consideraciones, destacaron los efectos negativos para otras economías, en especial sobre los mercados emergentes que pueden entrar en extrema presión, contaminando y afectando a la economía de EE.UU. En cuanto a la demanda, destacaron que las categorías del consumo privado que se han visto más afectadas han sido los hoteles, gasolineras, viajes en avión, restaurantes y teatros, entre otros. Explicaron que, aun cuando se suavicen las medidas de contención, el gasto en estas categorías no se normalizará rápidamente. Esperan que el gasto de los hogares permanezca en niveles bajos debido a la caída en la confianza de los consumidores y un mayor ahorro preventivo. En cuanto a las empresas, se manifestó la preocupación de que un número elevado de pequeñas empresas no aguanten un choque que dure un periodo largo.

20 de mayo 2020

www.banorte.com
@analisis_fundam

Juan Carlos Alderete, CFA
Director, Análisis Económico
juan.alderete.macal@banorte.com

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

Documento destinado al público en general

Externaron también la incertidumbre de que aún después de que se suavicen las medidas de contención, varios modelos de negocios ya no sean económicamente viables, lo cual podría ocurrir si los consumidores deciden voluntariamente ya no participar en ciertas formas de actividad económica. Resaltaron también que la posibilidad de un segundo brote mantenga a las empresas renuentes a invertir en nuevos proyectos y/o contratar gente.

El impacto de la pandemia sobre los precios es deflacionario. Destacaron que, si bien la pandemia ha generado disrupciones en las cadenas productivas, lo que ha generado presiones al alza sobre los precios de algunos bienes, la pandemia también ha llevado a una caída en la demanda, lo que ha inducido efectos a la baja. Sin embargo, el documento menciona el efecto total de la propagación del virus es visto como deflacionario. Adicionalmente, la fortaleza del dólar y los bajos precios del petróleo han sido factores de presiones a la baja sobre la inflación, mientras que las expectativas se mantienen bajas. Destacaron que el regreso de la inflación a su objetivo de largo plazo de 2% se retrasará, mientras que las medidas de relajamiento de la política monetaria ayudarán a alcanzar dicho objetivo en el largo plazo.

Sin discusión sobre la posibilidad de tasas negativas... Cabe mencionar que este ha sido un tema de creciente interés para los inversionistas, con el mercado incluso anticipando brevemente esta posibilidad para principios de 2021. En este contexto, consideramos que el gobernador Powell y la mayoría de los miembros han sido muy enfáticos en que no es una opción que esté investigando el banco central. Entre las razones se ha mencionado que la evidencia de su efectividad es mixta, además de que conlleva riesgos para la rentabilidad de los bancos y el funcionamiento del sistema financiero, entre otros. En este sentido, destacamos que la palabra “*negative*” sólo aparece dos veces en todo el documento de las minutas: (1) Cuando se habla sobre las calificadoras, que pusieron en *Observación Negativa* o recortaron la calificación de muchos corporativos; y (2) cuando se analizan los resultados de las encuestas que realiza el Fed de Nueva York, en la cual los que respondieron otorgan una probabilidad casi de cero de que el FOMC implemente una tasa de referencia negativa. Consideramos que, en conjunto con los comentarios más recientes, esto otorga mayor fuerza al argumento de que no es una opción que esté considerando el Fed al menos para el futuro previsible.

...aunque señalizando posibles cambios al *forward guidance* y el uso de otras herramientas. Por otro lado, creemos que lo más relevante fue que el FOMC parece estar abierto a clarificar más sus intenciones sobre sus futuras acciones de política monetaria, lo que se conoce como *forward guidance*. En este sentido, algunos participantes comentaron que, el Comité podría ser más explícito sobre la trayectoria futura de la tasa de *Fed funds*. En particular, se habló sobre dos posibles cambios en esta herramienta. La primera, la de adoptar un *forward guidance* con base en resultados, como podría ser el compromiso de no incrementar la tasa hasta que ciertos objetivos se cumplan, tales como alcanzar un nivel específico de la tasa de desempleo o de inflación. Segundo, que dicho mecanismo podría estar basado en un horizonte de tiempo, mismo que indicaría que la tasa se incrementaría sólo después de un periodo determinado. En nuestra opinión, esto es muy relevante ya que podría ser una herramienta que influya de manera efectiva en plazos más largos de la curva de rendimientos al ser más explícitos sobre potenciales ajustes futuros.

Por el contrario, el debate es intenso ya que un compromiso de esta naturaleza podría reducir la flexibilidad de ajustar la política monetaria ante choques inesperados, como el que vivimos actualmente, o incluso sobre la propia credibilidad del banco central. En un tema relacionado, se mencionó también la posibilidad de proveer mayor claridad sobre las intenciones del Comité respecto a las compras de *Treasuries* e instrumentos respaldados por hipotecas, notando que la incertidumbre sobre la evolución del ritmo de adquisiciones podría aumentar con el tiempo.

También se habló sobre utilizar herramientas para el control de la curva de rendimientos. En este sentido, también destacamos que varios participantes comentaron sobre un posible programa de compra de bonos del Tesoro con el fin de mantener las tasas de interés de largo plazo bajas. Si bien este es uno de los principales objetivos de los programas de estímulo cuantitativo que ya han sido implementados antes, creemos que se refirieron a la posibilidad de un programa de control de la curva de rendimientos. Esta es una herramienta que actualmente utiliza el banco central de Japón, que se ha comprometido a comprar instrumentos para anclar la tasa de 10 años cerca de 0%. Si bien no hubo menciones más específicas, esto último está en línea con los comentarios de algunos participantes de que también se podría utilizar el balance del Fed para reforzar el *forward guidance* con compras de valores en una escala necesaria para fijar un techo en las tasas de interés de corto y mediano plazo por un periodo determinado de tiempo.

La tasa de referencia permanecerá en el nivel actual por un periodo prolongado. En nuestra opinión, las minutas conservan un tono muy *dovish*, derivado de: (1) La elevada preocupación sobre los efectos de corto, mediano y largo plazo de la pandemia en el crecimiento; (2) la perspectiva de inflación más baja y debajo del objetivo de 2%; y (3) las discusiones sobre posibles medidas adicionales que pudieran llevarse a cabo. En este contexto, reafirmamos nuestra expectativa de que el Fed mantendrá la tasa de referencia en el rango actual entre 0%-0.25% al menos hasta la primera mitad de 2021. Adicionalmente, creemos que la posibilidad de cambios significativos tan pronto como en 2020 en las diferentes herramientas de estímulo que podría utilizar el Fed ha aumentado. En este contexto, un evento clave será la finalización de la revisión al marco de política monetaria del Fed, probablemente más tarde este año, en la cual estos cambios podrían oficializarse.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, Alejandro Padilla Santana, Delia María Paredes Mier, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldivar, Marissa Garza Ostos, Tania Abdul Massih Jacobo, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, Santiago Leal Singer, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalía Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo y Eridani Ruibal Ortega, 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 múltiples, 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 Relación con Inversionistas			
Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Relación con Inversionistas	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados			
Alejandro Padilla Santana	Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Análisis Económico			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Análisis Económico	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Subdirector Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Luis Leopoldo López Salinas	Analista 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			
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Renta Fija y 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			
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
Valentín III Mendoza Balderas	Subdirector Análisis Bursátil	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Análisis Deuda Corporativa			
Tania Abdul Massih Jacobo	Director Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
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
Estudios Económicos			
Delia María Paredes Mier	Director Ejecutivo Estudios Económicos	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Estudios Económicos	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
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.roldan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454