

Acciones agresivas del Fed, seguidas de un recorte prudente por Banxico

- El domingo pasado, el Fed recortó la tasa de referencia en 100pb y anunció medidas de estímulo cuantitativo
- Adicionalmente, el FOMC anunció otras acciones para asegurar altos niveles de liquidez y disponibilidad de crédito
- Estas medidas han sido realizadas para aumentar la confianza de los mercados y reducir el impacto negativo sobre la economía por el Coronavirus
- En este sentido, los anuncios del Fed son similares a aquellos realizados durante la crisis financiera de 2008/2009
- Otros bancos centrales también han tomado medidas acomodaticias de manera agresiva para detener los efectos negativos del COVID-19, adentrándose a territorios no explorados
- De manera similar, Banxico ha tomado acciones para aumentar la liquidez y el movimiento ordenado de los mercados
- Creemos que el Fed mantendrá la tasa de referencia sin cambios al menos por el resto del año, manteniendo una postura vigilante en términos de la dinámica del mercado para proveer liquidez adicional
- En estas condiciones, la próxima decisión de Banxico se ha tornado muy compleja. Modificamos nuestro estimado a una reducción de 50pb en la reunión del 26 de marzo, a 6.50%. No obstante, vemos una alta probabilidad de que el banco central mantenga la tasa de referencia sin cambios, dependiendo de las condiciones de mercado, especialmente el tipo de cambio

El domingo pasado, el Fed recortó la tasa de referencia en 100pb y anunció mayor estímulo cuantitativo. En línea con nuestras expectativas, el domingo pasado el Fed anunció un recorte de 100pb del rango de la tasa de referencia, a 0.00%-0.25%. Con esta acción, el banco central ha regresado la tasa de los *Fed funds* a su nivel más bajo desde finales de 2015, cuando inició la normalización gradual de su política monetaria. Adicionalmente, el banco central reinició formalmente con el estímulo cuantitativo. En específico, el Fed anunció que comprará “al menos” US\$700,000 millones en activos, de los cuales US\$500,000 millones serían bonos del Tesoro y US\$200,000 millones de bonos asociados a préstamos hipotecarios. En la conferencia de prensa, el presidente del Fed, Jerome Powell, afirmó que las compras serían realizadas “durante los próximos meses”. En nuestra opinión, este último comentario tiene el objetivo de proveer mayor flexibilidad a la institución para realizar las compras en la magnitud que considere necesario, con base en las condiciones de mercado. En este sentido, Powell también afirmó que no hay un límite en las compras semanales y/o mensuales. El nivel de tasa de interés sobre excesos de reservas relativo a la *Fed funds* se mantuvo sin cambios, en 0.10%, al igual que el diferencial con la tasa de reportos inversos a un día, que bajó a 0.00%.

17 de marzo 2020

www.banorte.com
@analisis_fundam

Gabriel Casillas

Director General Adjunto Análisis Económico
y Relación con Inversionistas
gabriel.casillas@banorte.com

Alejandro Padilla

Director Ejecutivo Análisis Económico y
Estrategia Financiera de Mercados
alejandro.padilla@banorte.com

Juan Carlos Alderete, CFA

Director, Análisis Económico
juan.alderete.macal@banorte.com

Katia Goya

Subdirector Economía Internacional
katia.goya@banorte.com

Francisco Flores

Subdirector, Economía Nacional
francisco.flores.serrano@banorte.com

En términos del *forward guidance*, el *FOMC* dijo que espera mantener la tasa de referencia en este nivel hasta que tenga confianza de que la economía ha superado los recientes eventos (relacionados con la epidemia del coronavirus) y está en camino de alcanzar sus objetivos de estabilidad de precios y pleno empleo. Si bien la economía llegó a este periodo en una situación de fortaleza, el virus tendrá un impacto económico significativo en el corto plazo, incluido en industrias locales y la demanda externa. Sobre inflación, anticipan que se mantenga debajo del objetivo simétrico de 2% este año. Cabe destacar que tampoco se publicó la actualización de los estimados macroeconómicos, incluido el *dot-plot*, y que la decisión del domingo reemplaza la junta programada del 17-18 de marzo. Jerome Powell explicó que proveer estimados en este momento no sería útil ante la incertidumbre de la situación, por lo que la próxima actualización será hasta la decisión del 9-10 de junio.

Otras acciones de apoyo para asegurar la liquidez y disponibilidad de crédito...

En los últimos días, el Fed ha estado muy activo. Antes de las acciones del domingo, [el banco central recortó en 50pb la tasa de referencia en una junta no calendarizada](#) el 3 de marzo. Por otro lado, tanto el 11 como el 12 de marzo anunció cambios en sus operaciones de reporto, incluyendo: (1) Un incremento en los montos de las operaciones de uno y catorce días, además de las ya anunciadas de un mes; y (2) introducción de una subasta semanal por US\$500,000 millones cada una, en instrumentos de uno y tres meses. En este contexto y además de lo ya mencionado, el domingo se dieron a conocer medidas adicionales con el objetivo primordial de apoyar la provisión de crédito a los hogares y empresas a través del sistema financiero. Entre ellas, destacamos:

(1) *Reducción de la tasa de interés en la ‘ventanilla de descuento’ a 0.25%*. Esta facilidad permite a las instituciones con depósitos en el banco central, y al sistema financiero en general, acceder a una fuente de fondeo directamente con el Fed. Todos los préstamos a través de este mecanismo deben de ser con colateral y existen tres tipos –primario, secundario y estacional– con diferentes condiciones de elegibilidad. En específico, los préstamos de tipo primario se realizan comúnmente a instituciones con depósitos en el banco central, a plazo de un día y una tasa de interés fija de 50pb por encima del límite superior de la *Fed Funds*. Esto ayuda a que la tasa de interés del mercado no se desvíe demasiado de la *Fed funds* ya que las instituciones cuentan con una fuente de fondeo de respaldo si esto sucede. A pesar de que esta facilidad está disponible para una amplia gama de instituciones (bajo diferentes condiciones), típicamente no es utilizada ya que cuenta con el “estigma” de fondearse directamente con el banco central, lo que de manera indirecta podría señalar problemas en dichas instituciones.

En este contexto, el Fed redujo la tasa de interés en la ‘ventanilla de descuento’ a 0.25%, eliminando así por completo el diferencial previo de 50pb con el que contaba esta facilidad. Adicionalmente, hizo un llamado a las instituciones a utilizarla para proveer de los recursos demandados por hogares y empresas. Por último, anunció que los depositantes en el Fed podrán pedir préstamos por un periodo de hasta 90 días, prepagables y renovables diariamente. Todas estas medidas buscan incentivar el uso de la medida y reducir el “estigma” asociado a este tipo de fondeo. En este sentido, ayer ocho de los mayores bancos de EE.UU. anunciaron que la utilizarían a pesar de que cuentan con amplias fuentes de fondeo y suficiente liquidez.

(2) *Crédito intradía.* El banco central hizo un llamado a las instituciones depositantes a utilizar el crédito intradía que provee a través de los bancos regionales, mismo que puede ser con o sin colateral, para permitir el buen funcionamiento del sistema de pagos y apoyar la provisión de liquidez a hogares y empresas.

(3) *Utilización de amortiguadores de capital y liquidez.* El Fed afirmó que desde la crisis de 2008/2009, los bancos han acumulado importantes niveles de capital y liquidez, por encima de los requeridos. Las agencias regulatorias han incrementado dichos requerimientos de capital y liquidez además de mejorar la calidad del capital regulatorio y conducir pruebas de estrés. Considerando lo anterior, el banco central afirmó que: “...apoya a las instituciones que elijan utilizar estos amortiguadores de capital y liquidez para préstamos y llevar a cabo otras medidas de apoyo en una manera segura y responsable...”.

(4) *Reducción del requerimiento de reservas.* En una medida similar a las realizadas por el [BoE](#) y el [ECB](#) la semana pasada, el ratio de requerimiento de reservas bancarias se redujo a 0%, liberando recursos adicionales que pueden ser prestados por las instituciones a los hogares y empresas.

(5) *Mejores condiciones y mayores plazos en swaps de divisas.* Con el objetivo de asegurar el adecuado fondeo de dólares en otras regiones del mundo, el Fed anunció algunos cambios a los *swaps* de divisas que ofrece en coordinación con otros bancos centrales (Eurozona, Canadá, Reino Unido, Japón y Suiza). La tasa de interés por el fondeo en dólares en estos instrumentos se reducirá en 25pb, con una tasa igual al *Overnight Index Swap* más 25pb. Los bancos centrales extranjeros con los que se llegó a este acuerdo empezarán a ofrecer dólares en cada una de sus jurisdicciones a un plazo de 84 días cada semana, además de las operaciones con un plazo de una semana que actualmente ofrecen (en específico, estas últimas por el *BoE*, *BoJ*, *ECB* y *SNB*). En este contexto, es importante resaltar que México cuenta de manera separada con dos líneas *swap* con EE.UU. La primera es con el Fed por US\$3,000 millones, misma que ha sido renovada todos los años desde que fue establecida en 1994 dentro del marco del Tratado de Libre Comercio (TLCAN). De forma paralela, cuenta con una línea con el Tesoro de EE.UU. por US\$9,000 millones.

...además del fondeo para papel comercial el día de hoy. En un comunicado, anunciaron la creación de un vehículo de inversión que le permitirá adquirir deuda corporativa de corto plazo (papel comercial de 3 meses). Cabe señalar que, para que el Fed no infrinja con su mandato, la compras estarán respaldadas por el Departamento del Tesoro, el cual ofreció una garantía por US\$10,000 millones al banco central. Bajo este esquema, el Fed proveerá de financiamiento a este vehículo, con los préstamos realizados por el banco central asegurados por todos los activos con los que cuente este último. Existe la posibilidad de aumentar el monto del programa en el futuro. Los bonos pueden ser emitidos por empresas estadounidenses o extranjeras mientras que sean denominados en dólares y cumplan con una calificación mínima de A-1/P-1/F-1 bajo las escalas de las diferentes agencias calificadoras. Además, el monto máximo que el vehículo podrá tener de un solo emisor estará determinado por el máximo de deuda en circulación alcanzado entre el 16 de marzo de 2019 y 16 de marzo de 2020. Las compras se realizarán a partir de ahora y hasta el 17 de marzo de 2021, con la posibilidad de extender el plazo de ser necesario. Los activos adquiridos se mantendrán hasta su fecha de vencimiento.

Las acciones del Fed están encaminadas a incrementar la confianza ante el complejo entorno actual y a mitigar los efectos negativos sobre la economía.

Consideramos que las acciones del Fed están principalmente encaminadas a generar confianza en los mercados, pero sin duda buscan también amortiguar el fuerte impacto que la propagación del virus está teniendo sobre la actividad económica. Destacamos, sin embargo, que aún los analistas que están más negativos anticipan que se trata de un choque temporal, con un fuerte impacto en la primera mitad del año seguido de un repunte en el segundo semestre.

Si bien los datos en EE.UU. se habían mantenido bien hasta hace muy pocos días, como con el último reporte del mercado laboral sorprendiendo favorablemente, las cifras han empezado a reflejar finalmente el impacto del virus. Por un lado, aquellas relacionadas con el sentimiento tanto de los consumidores como de empresas muestran ya las preocupaciones. A esto se ha sumado el reporte de ventas al menudeo de febrero que mostró una caída de 0.5% m/m en las ventas totales (a pesar de que el mes previo se revisó fuertemente al alza, de 0.3% m/m previo a 0.6% m/m). El grupo de control registró un avance nulo, por abajo del incremento estimado por el consenso de 0.4% m/m (sin embargo, el dato del mes previo se ajustó al alza de 0.0% m/m a 0.4%). Mientras tanto, la producción manufacturera creció 0.1% m/m en febrero, tras un ajuste a la baja el mes previo de 0.1% m/m a 0.2%.

En este contexto, los analistas han empezado a realizar fuertes ajustes en sus estimados, con algunos incluso esperando que el virus lleve a EE.UU. a una recesión en la 1ª mitad de 2020. Sin embargo, tras esta fuerte caída muchos anticipan un fuerte repunte en la segunda mitad del año. Por su parte, no todos los analistas contemplan un escenario tan negativo y varios de ellos incluso ven un crecimiento en el 1T20 entre 0.5%-1.5% trimestral anualizado, con el mayor efecto en el segundo trimestre con un rango que va desde un avance nulo hasta una caída de 3.0%.

Las revisiones a la baja en el crecimiento de otras regiones, en específico de China, han sido mucho más pronunciadas, en un contexto donde los datos ya conocidos resultaron muy por debajo de lo esperado. Cabe recordar que debido al feriado del *Año Nuevo Lunar*, las cifras de enero y febrero se reportan juntas. Las ventas al menudeo se contrajeron 20.5% a/a, muy por debajo del estimado de -4.0%. La producción industrial cayó 13.5% y la inversión -24.5%. En este escenario, algunas corredurías anticipan una contracción del PIB en 1T20 de hasta 8.0% a/a.

Por su parte, la agencia calificadora S&P espera una recesión global en el 2020 (dos trimestres consecutivos de caídas) y un crecimiento de entre 1.0% y 1.5%, con riesgos a la baja. Destacan que los datos ya conocidos en China muestran que la economía ha sido impactada más de lo que se tenía proyectado, aunque con algunas señales de estabilidad. Mientras tanto, explicaron que EE.UU. y la UE están siguiendo un patrón similar, conforme las restricciones están limitando el contacto entre personas lo que anticipa un colapso de la demanda.

Medidas que tomó el Fed durante la crisis del 2008-2009. Después de alcanzar un máximo de cinco años en junio de 2006 en niveles de 5.25%, el Fed empezó a reducir la tasa de los *Fed funds* en septiembre de 2007 y en diciembre de 2008 la llevó a un nivel sin precedentes en un rango entre 0.0%-0.25%. El primer aumento en las tasas de interés tras ese recorte se materializó hasta diciembre de 2015, cuando el banco central subió el rango en 25pb a un rango de 0.25%-0.50%.

En otras acciones, en febrero de 2009, después de cuatro semanas de asumir el cargo, el Presidente Barack Obama firmó una medida de estímulo económico por US\$800,000 millones. Por su parte, el Fed tomó otras medidas cuantitativas. Desde noviembre de 2008 y hasta junio de 2010, el banco central compró más de US\$1.3 billones en valores respaldados por hipotecas, deuda bancaria y pagarés en su primer *QE*. Luego, desde noviembre de 2010 hasta junio de 2011, el Fed lanzó su segunda ronda, llamada *QE2*, comprando US\$600,000 millones de dólares en deuda del Tesoro. Más tarde, en septiembre de 2012, el Fed comenzó el *QE3*, comprando US\$40,000 millones de dólares en bonos respaldados por el gobierno cada mes, monto que subió en diciembre a US\$85,000 millones mensuales. En octubre de 2014, después de un proceso de reducción gradual de compras, el Fed finalizó el *QE3* tras agregar US\$1.8 billones de dólares a su balance. De septiembre de 2008 a noviembre de 2014, el *QE* agregó US\$3.6 billones al balance de la Reserva Federal, casi un 25% más que la expansión de US\$2.9 billones del PIB nominal durante el mismo período. Otras medidas incluyeron acciones coordinadas con el G-10 para mitigar presiones de liquidez en los mercados, una expansión de su programa de préstamos de valores (TSLF), entre otras acciones y ajustes.

En México, las autoridades financieras tomaron medidas para enfrentar la crisis. En particular, se anunciaron acciones tanto en los mercados de divisas como de renta fija, con el objetivo de calmar la volatilidad y garantizar el funcionamiento adecuado del mercado. Algunas de estas incluyeron: (1) Venta de dólares, tanto en el mercado *spot* como a través de varios mecanismos basados en reglas; (2) utilización de US\$3,200 millones de la línea *swap* de emergencia establecida con el Fed, que funcionó entre el 29 de octubre de 2008 y el 1 de febrero de 2010 con un monto total disponible de US\$30,000 millones; (3) medidas de refuerzo de liquidez, incluyendo permutas de bonos para disminuir la duración en el mercado y menores montos de emisión de valores a más largo plazo; (4) recompras de bonos del IPAB por parte del banco central, y (5) una ventana de liquidez adicional para bancos comerciales; entre otros. Cabe recordar también que, durante este período se estableció la línea de crédito flexible con el Fondo Monetario Internacional (17 de abril de 2009) por un monto de alrededor de US\$47,000 millones en dicho momento, la cual sigue vigente y no se ha utilizado.

Bancos centrales implementando estímulos más agresivos y con ello se adentran a territorios no explorados. La pandemia del COVID-19 ha representado un fuerte riesgo para la economía global y el desempeño de los mercados financieros, forzando a bancos centrales y gobiernos a reaccionar de una manera agresiva, similar a la crisis de 2008/2009. Como se muestra en la tabla inferior, en marzo (al menos al momento de la publicación de esta nota) 30 bancos centrales habían reducido su tasa de referencia para enfrentar esta situación, además de otras medidas para estimular la economía (*e.g. ECB*) o mejorar las condiciones de liquidez de empresas y mercados a través del estímulo cuantitativo y otras opciones dentro de su caja de herramientas (*e.g. Reserva Federal*). Esta reacción de política económica ha tenido lugar en una coyuntura distinta a la de 2008, con bancos centrales que hoy en día muestran un menor margen de maniobra.

El choque del Coronavirus ha venido en medio de un proceso de estímulo coordinado. Observamos el año pasado a 60 bancos centrales reduciendo sus tasas de interés, extendiendo esta estrategia durante inicios de 2020. Con los últimos movimientos de marzo, las tasas de interés de mayor plazo han alcanzado nuevos mínimos históricos, limitando el efecto de la política monetaria tradicional en los próximos trimestres. Iniciando 2008, la tasa de los *Fed funds* se ubicaba en 4.25%, considerablemente más alta que la parte media del rango de 1.625% a inicios de 2020; Los activos totales dentro de su hoja de balance eran considerablemente menores, representando US\$923,000 millones contra US\$4.2 billones al comienzo de este año y la pendiente de la curva de rendimientos (diferencial entre el instrumento de 3 meses contra el de 10 años) se ubicaba en 70pb diferente a casi nulo en enero del presente. Como consecuencia, los responsables de la política económica se encaminan hacia terrenos no explorados previamente, sugiriendo la posibilidad de nuevas formas en la conducción de la política monetaria y de enfrentar los efectos adversos del Coronavirus sobre la economía y los mercados, con el gran temor de que este choque podría suscitar la próxima recesión global.

Recortes de tasa de interés por parte de bancos centrales en marzo

Tasas de referencia y cambios en puntos base

País	Tasa	Cambio en la decisión	Fecha de decisión	Cambio en el año	País	Tasa	Cambio en la decisión	Fecha de decisión	Cambio en el año
Túnez	6.75	-100	17-mar.-20	-100	Ucrania	10.00	-100	12-mar.-20	-350
Pakistán	12.50	-75	17-mar.-20	-75	Mongolia	10.00	-100	11-mar.-20	-100
Turquía	9.75	-100	17-mar.-20	-225	Serbia	1.75	-50	11-mar.-20	-50
Armenia	5.25	-25	17-mar.-20	-25	Islandia	2.25	-50	11-mar.-20	-75
Jordania	2.50	-100	16-mar.-20	-150	Reino Unido	0.25	-50	11-mar.-20	-50
Chile	1.00	-75	16-mar.-20	-75	Mauricio	2.85	-50	10-mar.-20	-50
Egipto	9.25	-300	16-mar.-20	-300	Argentina	38.00	-200	5-mar.-20	-1700
EAU	1.25	-75	16-mar.-20	-125	Canadá	1.25	-50	4-mar.-20	-50
Arabia Saudita	1.00	-75	16-mar.-20	-125	Moldavia	4.50	-100	4-mar.-20	-100
Baréin	1.00	-75	16-mar.-20	-125	Jordania	3.50	-50	4-mar.-20	-50
Catar	2.50	-100	16-mar.-20	-175	Kuwait	2.50	-25	4-mar.-20	-25
Kuwait	1.50	-100	16-mar.-20	-125	Catar	3.75	-75	4-mar.-20	-75
Sri Lanka	6.25	-25	16-mar.-20	-75	Macao	1.50	-50	4-mar.-20	-50
Corea del Sur	0.75	-50	16-mar.-20	-50	Hong Kong	1.50	-50	4-mar.-20	-50
Macao	0.86	-64	16-mar.-20	-114	EAU	2.00	-50	3-mar.-20	-50
Hong Kong	0.86	-64	16-mar.-20	-114	Baréin	1.75	-50	3-mar.-20	-50
Nueva Zelanda	0.25	-75	16-mar.-20	-75	Arabia Saudita	1.75	-50	3-mar.-20	-50
EE.UU.	0.13	-100	15-mar.-20	-150	EE.UU.	1.13	-50	3-mar.-20	-50
Canadá	0.75	-50	13-mar.-20	-100	Malasia	2.50	-25	3-mar.-20	-50
Noruega	1.00	-50	13-mar.-20	-50	Australia	0.50	-25	3-mar.-20	-25

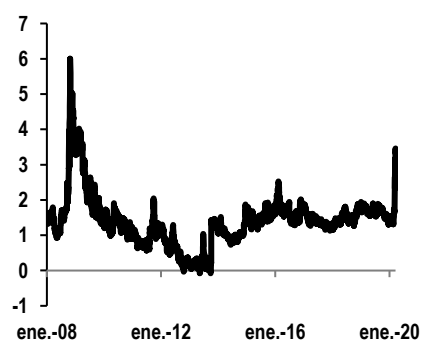
Fuente: Bloomberg y páginas de bancos centrales

Modificamos nuestra expectativa sobre la próxima decisión de Banxico, esperando un recorte la tasa de referencia de 50pb a 6.50% el 26 de marzo, aunque en una decisión muy difícil. Esto resultaría en línea con uno de los escenarios mostrados [en nuestro último comentario](#), en el cual habíamos dicho que, si el Fed reducía más la tasa de lo que anticipábamos, situación que de hecho se materializó, modificaríamos nuestro escenario base para Banxico. En consecuencia, ahora estimamos un recorte de 50pb a 6.50%, en vez de -25pb previamente. A pesar de esta situación, también consideramos que la decisión se ha vuelto mucho más complicada, con una alta posibilidad de que el banco central opte en cambio por mantener la tasa de referencia sin cambios.

En este contexto, la Junta de Gobierno es consciente de la importancia de mantener y promover la estabilidad en las condiciones financieras. Por otro lado, una diversidad de bancos centrales ha tomado fuertes medidas de estímulo, el panorama para el crecimiento global y doméstico se ha deteriorado de manera significativa, mientras que la incertidumbre sobre la inflación continúa muy elevada.

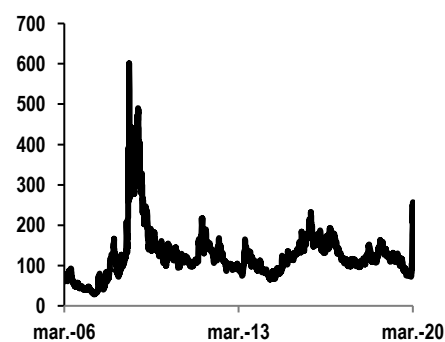
Sobre la estabilidad financiera, ha habido un fuerte ajuste al alza en las métricas de la prima de riesgo. En particular, los diferenciales de tasa relativo a EE.UU. han tenido un aumento importante, con el diferencial de 10 años entre los bonos mexicanos denominados en dólares (UMS) y los del *Treasuries* pasando de 134pb a 332pb en el último mes (ver gráfica abajo, izquierda). El *CDS* de 5 años alcanzó 231pb, su nivel más alto desde la crisis financiera de 2008/2009 (gráfica abajo, en medio). En los mercados domésticos, las condiciones de liquidez en el mercado cambiario y de bonos locales se ha deteriorado, mientras que la pendiente 2/10 de los Bonos M se incrementó a 54pb al viernes. Aunque las medidas implementadas hasta el momento en el mercado han ayudado, la incertidumbre sobre la magnitud y la persistencia de los efectos del brote de COVID-19 no nos permite eliminar la posibilidad de medidas aún más significativas. Además de esto, el considerable ajuste al alza en el tipo de cambio refuerza la necesidad de ser cautelosos, ya que está oscilando en niveles cercanos a su máximo histórico alrededor de 23.10 por dólar (gráfica abajo, derecha). Esto representa una depreciación de 24.6% desde su mínimo reciente del 14 de febrero. A pesar de la reciente evidencia de un efecto más moderado del traspaso del tipo de cambio a precios, este fuerte choque –así como su posible persistencia– podría resultar en presiones al alza, particularmente en el rubro subyacente.

Diferencial entre UMS y US *Treasuries* de 10 años
%



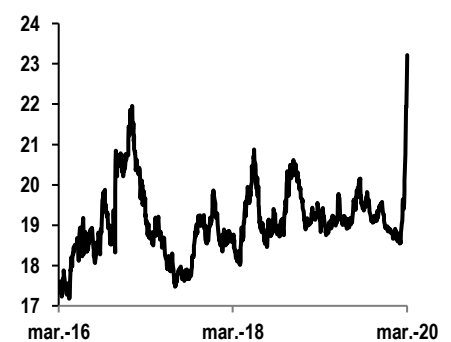
Fuente: Bloomberg

CDS de 5 años
Puntos base



Fuente: Bloomberg

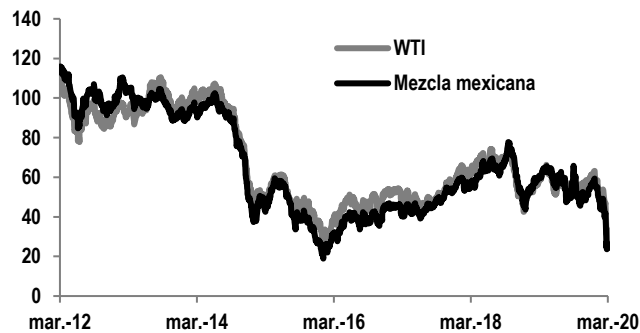
Peso mexicano
USD/MXN



Fuente: Bloomberg

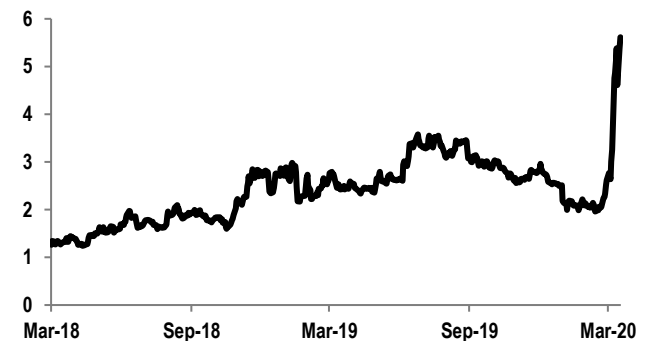
El aumento en la aversión al riesgo, en conjunto con el choque en los mercados petroleros [ante la guerra de precios entre Arabia Saudita y Rusia](#), ha incrementado los riesgos para Pemex. Los precios del petróleo han alcanzado mínimos (ver gráfica abajo a la izquierda), mientras que los bonos de la empresa productiva del estado han tenido un impacto importante (gráfica abajo, derecha) reflejando esta situación. Creemos que esto podría añadir mayor presión a las agencias calificadoras para pronunciarse sobre Pemex. Aunque pensamos que [los fundamentales macroeconómicos son fuertes](#), esto último sigue siendo un riesgo importante para Banxico, lo cual apoya el mantener una postura prudente.

WTI y mezcla mexicana
Dólares por barril



Fuente: Bloomberg

Diferencial entre los bonos soberanos y de Pemex de 10 años
%, bonos denominados en dólares

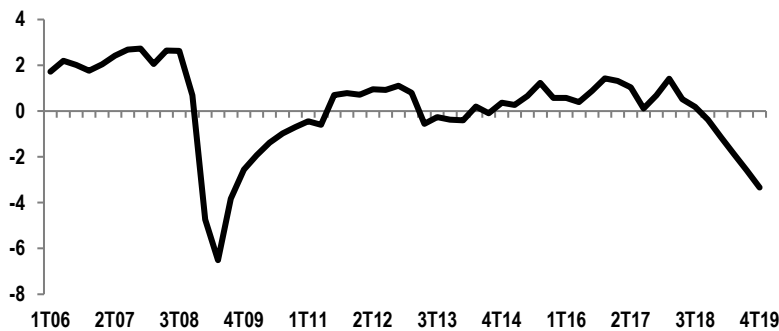


Fuente: Bloomberg

Del lado *dovish*, la postura monetaria relativa se amplió en 150pb acumulados ante las acciones del Fed, así como de otros bancos centrales mencionadas previamente. En nuestra opinión, esto también es un determinante clave dentro del proceso de toma de decisiones de la Junta de Gobierno, brindando un mayor espacio para recortar, particularmente si las condiciones del mercado mejoran significativamente entre hoy y la reunión de la próxima semana. No obstante, reconocemos que no está claro si esto será suficiente. En este contexto, el Gobernador Díaz de León comentó el viernes, en la *83ª Convención Bancaria*, que han visto significativas salidas de capital en días recientes, en línea con lo visto en otros países, particularmente emergentes. También añadió que si bien otros países han recortado tasas, ellos no estaban experimentando choques en su divisa. En este sentido, creemos que sería muy relevante ver al menos dos acontecimientos desde aquí para que el banco central decida recortar en la magnitud que esperamos: (1) Una moderación en las salidas de capital como resultado de condiciones más estables en los mercados financieros globales; y (2) mejores condiciones de operación en los mercados locales, incluyendo suficiente liquidez y profundidad en los mercados de divisas y renta fija.

Además de otros bancos centrales, el caso más importante para una reducción proviene del escenario para la actividad económica, el cual se ha tornado más negativo. Los riesgos a la baja se están materializando de manera muy rápida. Esto está explicado no solo por los choques tanto a la oferta como demanda externa, sino a la mayor posibilidad de que se tengan que implementar medidas de distanciamiento social en nuestro país, que como vimos en el brote de influenza (A)H1N1 puede tener un impacto positivo en mitigar la transmisión del virus, aunque con un costo en términos económicos. Esto en un contexto en el cual la brecha del producto para la economía mexicana se encuentra en su punto mínimo desde la crisis financiera, incluso sin tomar en cuenta el efecto del Coronavirus.

Brecha del producto % del PIB potencial



Fuente: Banxico

Sobre la inflación, el panorama sigue siendo muy incierto. Por una parte, si la depreciación del tipo de cambio es persistente, podríamos comenzar a ver un traspaso del tipo de cambio a precios, factor que sigue siendo el tercer riesgo más importante al alza para Banxico. Además de lo anterior, la dinámica más reciente mostró un fuerte incremento en los precios de los agropecuarios, lo cual hasta ahora, y de acuerdo a nuestro monitoreo no parecen haberse revertido. Por el contrario, la caída en el petróleo, lo cual ha resultado en menores precios internacionales para la gasolina, podría llevar el precio de este bien considerablemente a la baja, como hemos comenzado a ver en días recientes. Representantes de la Secretaría de Hacienda mencionaron la semana pasada que podría haber un incremento al IEPS de gasolinas. Esto tiene mucho sentido desde la arista de finanzas públicas, resultando en ingresos adicionales en momentos en que otras entradas, tales como el ISR y el IVA, podrían estar presionadas. Adicionalmente, la dinámica del precio del petróleo brinda espacio para ser consistentes con la promesa del Presidente de mantener los precios constantes en términos reales. No obstante, las acciones en este frente siguen siendo inciertas.

En conclusión, modificamos nuestro escenario, esperando ahora que Banxico recorte la tasa de referencia en 50pb a 6.50% (previo: -25pb). El tono del banco central probablemente será de precaución, estresando la necesidad de seguir de manera cercana el desarrollo global y local del virus. Comentarios recientes de los miembros de la Junta de Gobierno, así como pronunciamientos previos de algunos de ellos, sugieren que de ser necesarias medidas adicionales, también existen distintas herramientas que la autoridad monetaria puede utilizar para asegurarse que los mercados permanezcan líquidos y en pleno funcionamiento, tales como las [medidas recientes tomadas por la Comisión de Cambios](#), con una [subasta cambiaria especial llevándose a cabo el último jueves](#). No obstante, advertimos que la decisión final se hará en buena medida con base en la evolución de los mercados financieros hasta el día de la decisión, lo cual es muy difícil de pronosticar ante el fuerte entorno de volatilidad. En este sentido, no descartamos que Banxico decida mantener la tasa de referencia sin cambios, al menos por el momento. Finalmente, vemos sólo una probabilidad muy baja de un incremento a la tasa, ya que creemos que el banco central continuará prefiriendo, dado el contexto actual, usar medidas específicas para mitigar preocupaciones sobre las condiciones de operación en los mercados locales.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, Alejandro Padilla Santana, Delia María Paredes Mier, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, 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, Jorge Antonio Izquierdo Lobato 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 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 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
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
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.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454