

## Las miradas están puestas en la próxima decisión de política monetaria del ECB

5 de septiembre 2019

[www.banorte.com](http://www.banorte.com)  
[@analisis\\_fundam](mailto:@analisis_fundam)

**Katia Goya**  
Economista Senior, Global  
[katia.goya@banorte.com](mailto:katia.goya@banorte.com)

- El Consejo de gobierno del ECB está formado por los 6 miembros del Comité Ejecutivo que tienen voto permanente y por los 19 gobernadores de los bancos centrales de la región que rotan su voto
- Los recientes comentarios de los miembros del Consejo muestran opiniones encontradas respecto a lo que se anunciará en la próxima reunión de política monetaria del 12 de septiembre
- El tema de controversia es la reinstalación del *QE*
- Esperamos un recorte en la tasa de depósitos de 10pb de -0.4% actual a -0.5%
- No descartamos la reinstalación del programa de compra de activos por un monto de alrededor de 40 mil millones de euros mensuales y anticipamos cambios en el *forward guidance*

**¿Cómo se compone el Consejo de Gobierno del ECB?** El Consejo de Gobierno del ECB es el encargado de la política monetaria en la Eurozona y está formado por 6 miembros del Comité Ejecutivo que tienen voto permanente y los 19 gobernadores de los bancos centrales de la Eurozona. Estos últimos no votan en todas las reuniones sino que están sujetos a un sistema de rotación, pero cabe resaltar que todos los miembros del Consejo de Gobierno asisten a las reuniones de política monetaria y tienen derecho a voz. En general, el Consejo toma la mayoría de sus decisiones de manera consensuada. A diferencia de la rotación anual de los miembros del FOMC, la rotación de los miembros del Consejo de Gobierno del ECB con derecho a voto es mensual.

### Los 6 miembros del Comité Ejecutivo del ECB son:

- (1) Mario Draghi, presidente del ECB, quien termina su cargo a finales de octubre y será sustituido por Christine Lagarde a partir del 1 de noviembre de este año
- (2) Luis de Guindos, vicepresidente del ECB, quien tomó este cargo en junio del 2018
- (3) Benoit Coeuré, quien asumió el cargo en noviembre del 2011
- (4) Yves Mersch, miembro del Comité Ejecutivo del ECB desde diciembre del 2012
- (5) Sabine Lautenschlager, miembro del Comité Ejecutivo del ECB desde enero del 2012 y se desempeña como vicepresidenta del Consejo de Supervisión del Banco Central Europeo
- (6) Philip R. Lane, asumió su cargo en junio del 2019 y es el economista en jefe del banco central

Documento destinado al público en general

**Rotación del voto de los gobernadores de los bancos centrales.** En lo que se refiere a la rotación del voto de los gobernadores de los bancos centrales de los 19 miembros, los países de la Eurozona se dividen en dos grupos de acuerdo con el tamaño de sus economías y de sus sistemas financieros. En el primer grupo están los países clasificados del 1 al 5, entre los que actualmente están Alemania, España, Francia, Italia y Países Bajos. Los gobernadores de estos bancos centrales son Jens Weidman, Pablo Hernández de Cos, Francois Villeroy de Galhau, Ignazio Visco y Klaas Knot, respectivamente. Estos cinco miembros comparten 4 derechos de voto. Por su parte, los 14 miembros restantes, comparten 11 derechos de voto. La rotación es mensual.

**La atención está puesta en la decisión de política monetaria del próximo 12 de septiembre.** Recordemos que en la última reunión de política monetaria del 25 de julio, el ECB puso sobre la mesa todas las posibles opciones para implementar un mayor estímulo monetario. (1) Por un lado hizo un cambio en el *forward guidance* que consistió en decir que esperan que las tasas se mantengan en los niveles actuales *o por abajo* al menos hasta la primera mitad del 2020. El cambio respecto al comunicado previo fue que se incluyeron las palabras *o por abajo*. Asimismo, hablaron de reforzar el *forward guidance*; (2) dijeron que estarían examinando el tamaño y la composición de potenciales nuevas compras de activos (*QE*); y (3) mantuvieron el programa de reinversiones sin cambios.

**Los miembros del Consejo se muestran divididos respecto a las próximas decisiones de política monetaria.** En general se espera que el banco central anuncie un recorte de alrededor de 10pb en la tasa de depósitos de -0.4% actual a -0.5%, mismo que seguramente vendrá acompañado de la introducción de un “*tiering system*”, que es muy posible que consista en excluir parte de los excesos de reservas de la tasa de depósitos. Sin embargo, parece haber más dudas sobre si se decidirá o no a reinstalar el programa de compra de activos, ya que las recientes intervenciones de varios de los miembros del Consejo del ECB muestran diferencia de opiniones sobre el tema.

**Recientes comentarios de los miembros del Consejo del ECB:** Por un lado, ha habido comentarios en contra de la reinstalación del *QE*, aunque cabe destacar que la mayoría de estos comentarios han provenido de miembros que se consideran *hawk*, con excepción de Villeroy, gobernador del banco central de Francia que es considerado *dove*. Las cabezas de los bancos centrales de Alemania y Países Bajos dijeron que no ven la necesidad de anunciar un paquete de estímulo que incluya la reinstalación del programa de compra de activos, a la vez que el nuevo gobernador del banco central de Austria se describió como *hawk* y dijo que probablemente expresará más críticas sobre las propuestas de estímulo monetario adicional. Por su parte, en este mismo sentido, Sabine Lautenschlager dijo que reinstalar el *QE* debe ser la última opción. En tanto, la cabeza del banco central de Estonia dijo que no hay un caso fuerte para reactivar el *QE* ahora. Asimismo, el jefe del banco central de Eslovaquia dijo que el ECB necesitará de gran unidad en cualquier decisión de implementar estímulo monetario para su credibilidad.

Finalmente, Francois Villeroy de Galhau, gobernador del banco central de Francia, dijo que no necesariamente se deben de usar todas las herramientas al mismo tiempo y destacó que la prioridad hoy es anclar las expectativas de inflación hacia el objetivo reforzando el *forward guidance*.

Por su parte, apoyando la reinstalación del *QE*, el gobernador del banco central de España, Pablo Hernández de Cos, dijo que el ECB debe tener todas las opciones sobre la mesa para impulsar el crecimiento y la inflación incluyendo el *QE*. En tanto, Olli Rehn, gobernador del banco central de Finlandia, dijo que el entorno apunta a que el ECB debe implementar un gran paquete de estímulo. Cabe destacar que en esta reunión los miembros sin derecho a voto son los gobernadores del banco central de Francia, Irlanda, Grecia y Estonia.

**La posibilidad de que se reinstale el *QE* está sobre la mesa.** A pesar de la división de opiniones dentro del Consejo del ECB, uno de los argumentos que juega a favor de reactivar el programa de compra de activos es que, algunos miembros del ECB han dicho que las herramientas están diseñadas para ser complementarias y reforzarse unas con otras. Esto apunta a que pueden elegir anunciar un paquete de medidas, en lugar de sólo una, y luego tener que anunciar nuevas herramientas en caso de que no sea suficiente. En este contexto, no podemos descartar que se anuncien nuevas compras de activos por alrededor de 40 mil millones de euros mensuales por un horizonte de 12 meses.

**Esperamos, también cambios en el *forward guidance*.** En este contexto, también esperamos que se hagan cambios en el *forward guidance* y es probable que en caso de reinstalarse el *QE* se ligue a las tasas de interés con el programa de compra de activos, como se hacía cuando el programa estaba activo. El *forward guidance* podría explicar que “*las tasas de interés podrán permanecer en los bajos niveles actuales durante un periodo prolongado, más allá del horizonte del programa de compra de activos*”.

**Asimismo, consideramos que es probable que se siga discutiendo el tema de hacer cambios a su objetivo de inflación.** Recordemos que el objetivo actualmente se interpreta como un nivel ‘*por debajo pero cerca de 2%*’. El cambio iría en el sentido de definir el objetivo puntual en 2%, lo que eventualmente se espera que impulse las expectativas de inflación. No obstante, pensamos que esta decisión será materia ya de la sucesora de Mario Draghi, Christine Lagarde.

**Puede haber un ligero ajuste a la baja en el estimado de crecimiento.** Recordemos que los últimos pronósticos del banco central anticipan un crecimiento del PIB de 1.2% este año y 1.4% en el 2020. En tanto, se espera una inflación de 1.3% en el 2019 y de 1.4% el próximo año.

### Proyecciones macroeconómicas ECB – Junio 2019

% var. anual	2018	2019	2020	2021
Producto interno bruto	1.9	1.2 1.1	1.4 1.6	1.4 1.5
Inflación	1.7	1.3 1.2	1.4 1.5	1.6

Fuente: ECB

**Las recientes cifras muestran una desaceleración de la actividad económica.** El PIB de la Eurozona creció 0.2% t/t en 2T19, por abajo del 0.4% t/t reportado en 1T19 e igual que el 0.2% t/t observado en 4T18. En términos anuales, el PIB se expandió 1.1% en 2T19, después de un avance de 1.2% a/a el trimestre previo. Las primeras señales de 3T19 apuntan a que continúa la debilidad. Por un lado, la confianza en la economía de julio cayó moderadamente de 103.3pts a 102.7pts, pero subió ligeramente en agosto ubicándose en niveles de 103.1pts. Cabe destacar que el indicador se ubicaba en 107.4pts al cierre del 2018. Por su parte, el indicador de clima de los negocios cayó a terreno negativo en el séptimo mes del año y aunque volvió a situarse en terreno positivo en el octavo mes del año, los niveles reportados de 0.11 son muy inferiores a los que se observaban en el mismo mes del año pasado de 1.21. En tanto, el PMI manufacturero se mantuvo en terreno de contracción en julio y agosto en 46.5pts y 47pts, respectivamente. Mientras que las ventas al menudeo reportaron una caída de 0.6% m/m en julio, con lo que su variación anual se situó en 2.2% desde 2.8% el mes previo.

**La inflación se mantiene muy por abajo del objetivo del banco central.** La inflación general se mantuvo en 1.0% a/a en agosto, muy por abajo del objetivo del ECB. El reporte se vio impulsado al alza por un avance en los precios de los alimentos que se incrementaron a una tasa anual de 2.1% desde 1.9% a/a el mes previo, en tanto los precios de los servicios avanzaron a un ritmo ligeramente mayor que el mes anterior (1.3% a/a desde 1.2% a/a previo). Sin embargo, estos avances se vieron compensados por una contracción de 0.6% a/a en el precio de los energéticos. Cabe destacar que el avance en el costo de los energéticos venía moderándose desde hace varios meses. Por su parte, la inflación subyacente - que excluye alimentos y energéticos- se mantuvo estable en 0.9% a/a.

### Estimados de Banorte del crecimiento y la inflación en la Eurozona

	2018	2019p	2020p	2018		2019				2020	
				3T	4T	1Tp	2Tp	3Tp	4Tp	1Tp	2Tp
Producto interno bruto	1.9	<u>1.1</u>	<u>1.2</u>	1.7	1.2	1.2	1.1	<u>1.1</u>	<u>1.1</u>	<u>1.2</u>	<u>1.3</u>
Inflación	1.8	<u>1.3</u>	<u>1.4</u>	2.1	1.9	1.4	1.4	<u>1.1</u>	<u>1.3</u>	<u>1.4</u>	<u>1.4</u>

Fuente: Banorte

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Marissa Garza Ostos, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Leslie Thalía Orozco Vélez, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo declaramos que no hemos recibido, 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
<b>COMPRA</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	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.**
**Directorio de Análisis**

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

**Análisis Económico**

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector Economía Nacional	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco José Flores Serrano	Gerente Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

**Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio**

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698

**Análisis Bursátil**

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

**Análisis Deuda Corporativa**

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248

**Banca Mayorista**

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.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