

Minutas del ECB confirman expectativa de medidas de estímulo en septiembre

22 de agosto 2019

www.banorte.com
@analisis_fundam

Delia Paredes Mier

Director Ejecutivo Análisis y Estrategia
delia.paredes@banorte.com

Katia Goya

Economista Senior, Global
katia.goya@banorte.com

Luis Leopoldo López

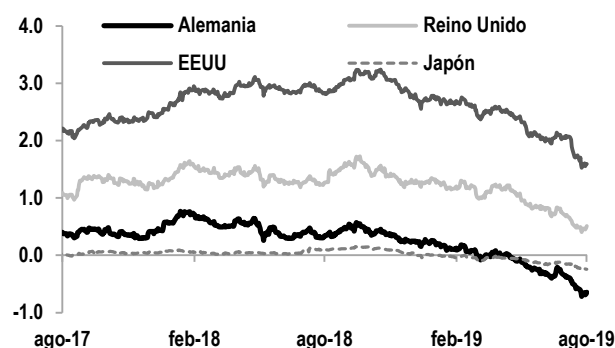
Analista, Global
luis.lopez.salinas@banorte.com

- Las minutas de la última reunión de política monetaria del ECB mostraron un tono *dovish*, igual que las recientes intervenciones de miembros del ECB
- Los miembros del ECB estuvieron de acuerdo en que la incertidumbre del escenario y los niveles de inflación por debajo del escenario garantizan condiciones monetarias acomodaticias por un período más prolongado
- Entre las medidas discutidas estuvieron:
 - (1) Cambios en el *forward guidance*;
 - (2) Reducción de tasas de referencias; y
 - (3) Programa de compras de activos
- Asimismo, las discusiones parecen indicar que los miembros del Consejo del ECB podrían estar cerca de redefinir el objetivo de inflación
- En nuestra opinión, las minutas refuerzan nuestra expectativa de que el ECB reducirá la tasa de los depósitos en su reunión de septiembre

El ECB publicó el día de hoy las minutas de su última reunión de política monetaria. En dicha reunión, que tuvo lugar el pasado 24 y 25 de julio, el ECB mantuvo sin cambios las tasas de referencia, aunque hizo cambios en el *forward guidance*. Esto implica que la tasa de refinanciamiento, la tasa marginal de crédito y la de depósitos se mantuvieron en 0%, 0.25% y -0.4%, respectivamente, mientras que los cambios en el *forward guidance* se refieren al hecho de que el Consejo del ECB espera ahora que las tasas se mantengan en los niveles actuales *o por debajo* al menos hasta la primera mitad de 2020. El cambio respecto al comunicado previo es que se incluyó la frase '*por debajo*'.

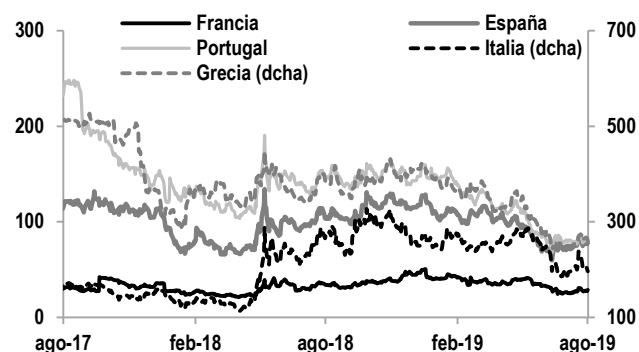
Las minutas destacaron un escenario que todavía tiene alta incertidumbre, en un ambiente en el que las condiciones financieras se han relajado. La evaluación al escenario de la autoridad monetaria europea incluye condiciones financieras menos restrictivas, particularmente ante la expectativa de los mercados de que los principales bancos centrales del mundo tomarían acciones para relajar sus respectivas políticas monetarias. Esto se refleja en la caída de los rendimientos de los bonos a 10 años tanto en EE.UU. como en Alemania, el Reino Unido y Japón, como se observa en la gráfica abajo a la izquierda. Asimismo, también se observa una reducción en los diferenciales vs. el bono alemán a 10 años en España, Portugal y Grecia en particular (ver gráfico abajo a la derecha). En este contexto, el Consejo del ECB consideró que el balance de riesgos para el escenario sigue sesgado a la baja ante la presencia prolongada de incertidumbre relacionada con factores geopolíticos (*e.g. Brexit*), el incremento del proteccionismo y vulnerabilidades en economías emergentes.

Rendimiento de bonos a 10 años
%



Fuente: Bloomberg

Diferencial de tasas vs. el bono alemán de 10 años
%



Fuente: Bloomberg

Escenario de crecimiento en línea con lo esperado, aunque riesgos podrían llevar a revisiones a la baja. Con respecto al crecimiento, los miembros del consejo estuvieron de acuerdo en que la información había estado en línea con las proyecciones presentadas en junio, confirmando las expectativas de una desaceleración en el crecimiento en la segunda mitad del año. Destaca en particular las discusiones sobre la dicotomía que existe entre la debilidad del sector manufacturero y la resiliencia de otros sectores como el de servicios y la construcción, lo que se traduce, por el lado de la demanda, en debilidad del sector exportador, pero solidez en el consumo y la inversión residencial. Si bien dicha dicotomía es una consecuencia lógica derivada de las tensiones comerciales, la preocupación está en los efectos de contagio que eventualmente podrían tener lugar, ya que se considera que el sector manufacturero es un indicador adelantado del comportamiento del sector servicios. En este contexto, consideraron que los riesgos al crecimiento están sesgados a la baja, lo que eventualmente podría llevar a la necesidad de revisar sus escenarios de crecimiento.

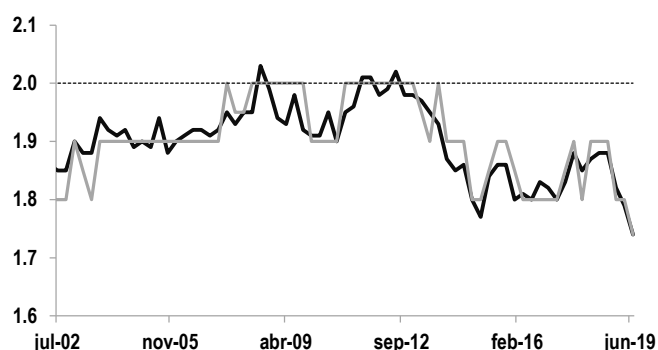
Estimados macroeconómicos del ECB (junio)

Indicador	2018	2019	2020	2021
Crecimiento (% anual)	1.8	1.2	1.4	1.4
Desempleo (%)	8.2	7.7	7.5	7.3
Inflación (% anual)	1.8	1.3	1.4	1.6

Fuente: ECB

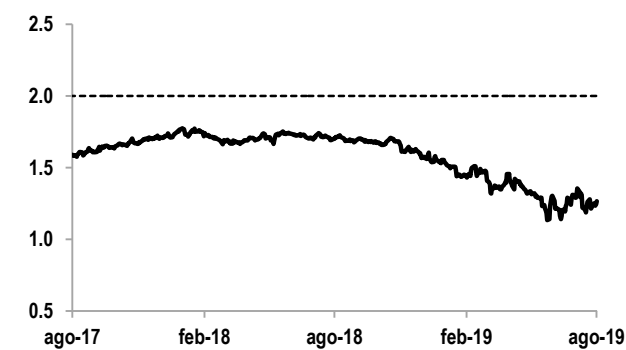
Implicaciones de niveles de inflación persistentemente por debajo del objetivo. Con respecto a la inflación, señalaron que no sólo las lecturas más recientes han resultado menores a lo esperado, sino que les preocupa que las expectativas que se desprenden de las encuestas de analistas, así como de aquellas implícitas en instrumentos de mercado se encuentran por debajo del objetivo de 2% de la autoridad monetaria (ver gráficos abajo). En este contexto, se discutió la posibilidad de una modificación a la definición del objetivo actual: mantener la estabilidad de precios, que se traduce como una inflación ‘por debajo pero cerca de 2%’. No obstante, se acordó que este cambio se deberá estar acompañado de una revisión más amplia de la estrategia de política del ECB con el fin de asegurar la consistencia de la estrategia.

Expectativa de inflación de largo plazo*
% anual



Fuente: ECB. *Encuesta de expectativas de analistas del ECB (julio)

Inflación implícita en tasa swap a 5 años
%



Fuente: Bloomberg

Miembros del ECB se mostraron de acuerdo con posibles medidas de relajamiento monetario. Estas medidas incluyen los cambios hechos en el *forward guidance*, así como el iniciar los trabajos preparatorios para reducir las tasas de referencia, aplicar medidas de mitigación, como sería el caso de un sistema de remuneración de reservas escalonado, así como opciones para un nuevo programa de compras de activos. Esto con el objetivo de señalar que el ECB tiene no solo determinación, sino también capacidad de actuar y estar preparado para ajustar la política monetaria en caso de ser necesario.

Las minutas del ECB refuerzan nuestra expectativa de que se anunciarán medidas de estímulo monetario en la reunión del ECB de septiembre. En nuestra opinión, las minutas se suman al tono *dovish* que hemos visto en las recientes intervenciones por parte de miembros del ECB, como fue el caso reciente de Olli Rehn, del banco central de Finlandia, quien comentó que “...es importante que el ECB diseñe un paquete de política significativo y de gran impacto...”, mismo que incluirá compras de activos, así como recortes a las tasas de referencia. En este contexto, esperamos una reducción en la tasa de los depósitos mientras que vemos altas posibilidades de que se reactive el QE con compras mensuales de alrededor de 50mme. No obstante, reconocemos que estas medidas traen consigo algunos riesgos importantes. En el caso de una reducción adicional de la tasa de depósitos podría distorsionar los mercados de dinero mientras que, en el caso del programa de compras, existe el debate de que no hay suficientes bonos en el mercado para comprar lo que eventualmente podría llevar al banco central a empezar a comprar acciones de empresas, tal y como ha sido la experiencia con el Banco de Japón.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, 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, 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.
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