

## El ECB repetirá mañana que el QE durará al menos hasta septiembre 2016

14 de abril 2015

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

Livia Honsel  
Economista, Europa  
livia.honsel@banorte.com

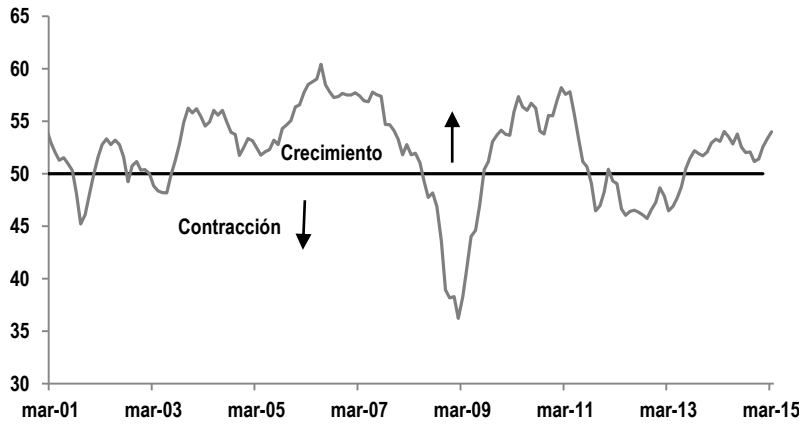
- Consideramos que el ECB dejará su postura monetaria sin cambio en la tercera reunión del año
- Las condiciones de actividad e inflación inclinan el Consejo a mantener el *statu quo* en los próximos meses y a conservar un tono de cautela
- La autoridad monetaria minimizará la posibilidad de que el QE pueda concluir antes de la fecha anunciada en septiembre 2016
- El balance del QE a un mes de su lanzamiento es positivo
- Pero la incertidumbre por Grecia sigue oscureciendo el panorama

Consideramos que el ECB dejará su postura monetaria sin cambio en la tercera reunión del año. El Consejo de Gobierno dará a conocer su decisión de política monetaria mañana a las 6:45am seguida por la conferencia de prensa del presidente del banco central Mario Draghi a las 7:30am. Pensamos que la autoridad monetaria dejará sin cambio la postura monetaria, es decir la tasa refi en 0.05%, la tasa de depósitos en -0.2% y el programa de compra de activos (QE) en 60mme al mes. La atención se centrará en los comentarios del presidente Draghi sobre la implementación del QE y su impacto así como en la situación en Grecia. Las minutas de la reunión se publicarán dentro de cuatro semanas.

Las condiciones de actividad e inflación inclinan al Consejo a mantener el *statu quo* en los próximos meses y a conservar un tono de cautela. La recuperación económica está cobrando ímpetu de acuerdo a los últimos datos de actividad. Los reportes PMI en el conjunto de la Eurozona y las encuestas nacionales de actividad apuntan a un crecimiento del PIB de 0.4%t/t en 1T15 (vs 0.3%t/t en 4T14). En general, consideramos que el panorama de crecimiento está mejorando, apoyado por el QE, por la depreciación del tipo de cambio y por la recuperación del crédito al sector privado. Por su parte, la inflación moderó su caída en los últimos dos meses – al pasar de -0.6%a/a en enero a -0.1%a/a en marzo - como resultado del repunte en los precios de la gasolina. Preveamos que la inflación se recupere gradualmente en los próximos meses – como resultado de la depreciación del euro y de la estabilización de los precios energéticos - pero que continúe muy por debajo de la meta del ECB de 2%. En contexto, pensamos que el ECB mantendrá sin cambio su postura monetaria en los próximos meses para evaluar el impacto del programa de expansión cuantitativa. Si bien, el presidente Draghi debería recalcar los avances recientes en la conferencia de prensa mañana, creemos que conservará un tono *dovish* (orientado a mantener la política monetaria acomodaticia) ante los riesgos negativos para el crecimiento (débil demanda externa, incertidumbre por Grecia, etc.) y la muy baja inflación.

Documento destinado al público en general

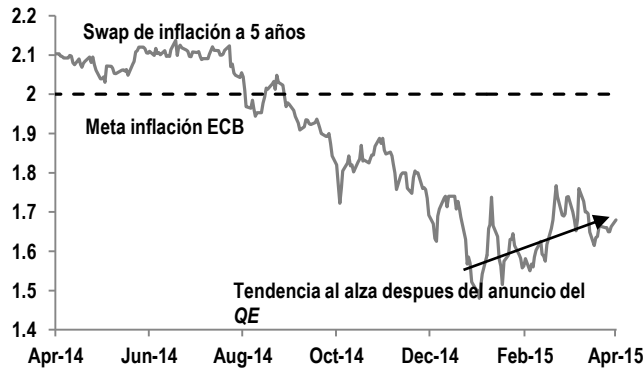
**Eurozona, PMI compuesto de actividad**  
(índice)



Fuente: Markit Economics

**La autoridad monetaria minimizará la posibilidad de que el QE pueda concluir antes de la fecha anunciada.** Las señales de aceleración del crecimiento económico y la menor caída de la inflación, elevaron las expectativas de los inversionistas de que el ECB podría interrumpir las compras de activos antes de la fecha prevista en septiembre 2016. Creemos que el presidente Draghi reiterará que las compras de bonos se llevarán a cabo “*hasta septiembre 2016 y en cualquier caso hasta que se observe un ajuste sostenido en el ritmo de inflación consistente con el objetivo de alcanzar la meta de 2% en el mediano plazo*”. Pensamos que la duración del programa dependerá en gran medida de la evolución de la inflación y de las expectativas de inflación de mediano plazo. En el contexto actual, no esperamos que el Consejo empiece a debatir sobre la salida del QE (*tapering*) antes de finales del año.

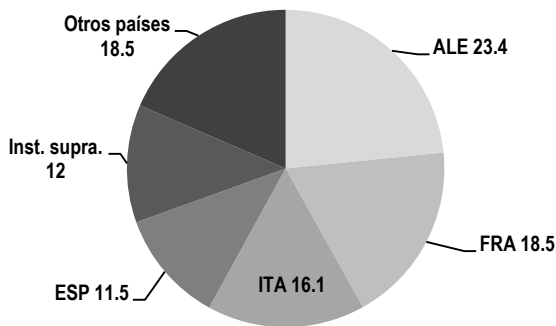
**Expectativas de inflación del mercado**  
(%)



Fuente: Bloomberg

**El balance del QE a un mes de su lanzamiento es positivo.** Los datos publicados la semana pasada por el ECB confirmaron que las compras de activos públicos y privados alcanzaron la meta mensual de 60mme en marzo con la compra de 47.4mme de deuda pública (bonos soberanos y de instituciones internacionales) y de 13mme de ABS y de bonos garantizados. Esperamos comentarios positivos del presidente Draghi acerca del lanzamiento y del impacto positivo del programa en las condiciones financieras: (1) El tipo de cambio se siguió debilitando; (2) los rendimientos de los bonos soberanos cayeron con excepción de Grecia; (3) en general, los índices accionarios presentaron ganancias. Con respecto a las condiciones del programa, creemos que el único cambio que podría anunciar el Consejo sería una extensión de la lista de instituciones supranacionales y de agencias gubernamentales elegibles para las compras de deuda (*ver cuadro abajo*).

**ECB, Compras de deuda pública por emisor en marzo**  
(% del total)



Fuente: ECB

**Lista de instituciones y agencias europeas que forman parte del programa**

Instituciones europeas	Agencias europeas
Banco de Desarrollo del Consejo de Europa	CADES
Comunidad Europea de la Energía Atómica	UNEDIC
Fondo Europeo de Estabilidad Financiera	Instituto de Crédito Oficial
Mecanismo Europeo de Estabilidad	KfW
Banco Europeo de Inversión	NRW.Bank
Unión Europea	L-Bank
Banco Nórdico de Inversión	Rentenbank

Fuente: ECB

**Grecia sigue oscureciendo el panorama.** A pesar de la recuperación económica de la Eurozona y del lanzamiento exitoso del QE, la situación de Grecia sigue generando nerviosismo. El Consejo de Gobierno evaluará nuevamente la posibilidad de incrementar la línea de asistencia de liquidez (ELA) para los bancos griegos, actualmente en 73.2mme, en un contexto de mayor preocupación por las salidas de depósitos. Sin embargo, no esperamos muchos comentarios por parte del presidente Draghi en espera de que Atenas entregue la lista final de reformas. Si logra convencer a sus socios del Eurogrupo en la reunión del 24 de abril, Atenas recibirá el tramo de rescate pendiente que le permitirá hacer frente a los próximos vencimientos de pagos (203 millones de euros el 1 de mayo y 770 millones de euros el 12 de mayo con el FMI).

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Juan Carlos Alderete Macal, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Santiago Leal Singer, Rey Saúl Torres Olivares; Manuel Jiménez Zaldívar, Víctor Hugo Cortes Castro, Marisol Huerta Mondragón, Marissa Garza Ostos, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, María de la Paz Orozco, Tania Abdul Massih Jacobo, Hugo Armando Gómez Solís, Valentín III Mendoza Balderas, 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 Ixe y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

### Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

### Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

### Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

### Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	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 Análisis Económico	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Análisis Económico	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

**Análisis Económico**

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	livia.honsel@banorte.com	(55) 1670 - 1883
Miguel Alejandro Calvo Dominguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Rey Saúl Torres Olivares	Analista Economía Nacional	saul.torres@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

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

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector de Estrategia de Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

**Análisis Bursátil**

Manuel Jiménez Zaldivar	Director de Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5004 - 1275
Victor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 5004 - 1231
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 - 1179
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5004 - 1227
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 5004 - 1266
Valentín III Mendoza Balderas	Gerente de Análisis	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 5268 - 9000 x 1267
María de la Paz Orozco García	Analista	maripaz.rozco@banorte.com	(55) 5004 - 5262

**Análisis Deuda Corporativa**

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 5004 - 1437

**Banca Mayorista**

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Jorge de la Vega Grajales	Director General Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Banca Patrimonial y Privada	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General de Administración de Activos y Desarrollo de Negocios	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velazquez Rodriguez	Director General Banca Internacional	rvelazquez@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9879
Victor Antonio Roldan Ferrer	Director General Banca Corporativa Transaccional	vrolدان@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454