

Reunión ECB – Draghi decepciona al no aumentar el monto mensual del QE

3 de diciembre 2015

www.banorte.com
www.ixe.com.mx
@analisis_fundam

Delia Paredes

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

Katia Goya

Economista Senior, Global
katia.goya@banorte.com

Juan Carlos García

Economista, Global
juan.garcia.viejo@banorte.com

Estrategia de Renta Fija y FX

Juan Carlos Alderete, CFA

Subdirector, Mercado Cambiario
juan.alderete.macal@banorte.com

- El ECB redujo en 10pb su tasa de depósitos, con lo ahora se ubica en **-0.3%**
- Adicionalmente, el Consejo aumentó el plazo del programa de compra de activos hasta marzo de 2017, con posibilidad de extenderse nuevamente en caso de ser necesario
- El ECB decepcionó al mercado al no incrementar el monto mensual de compras de activos, aunque sí anunciaron un mayor espectro de instrumentos elegibles
- Draghi reconoció que los riesgos a la baja para la inflación permanecen, por lo que los nuevos estimados se revisaron hacia abajo

Cambios en la tasa de depósito. El Consejo de Gobierno bajó su tasa de depósitos en 10pb, con lo que esta llegó a niveles de -0.3%, en línea con nuestra expectativa y la del consenso. Mientras tanto, mantuvo la tasa *refi* y la tasa de facilidad marginal de crédito en 0.05% y en 0.3%, respectivamente. Cabe destacar que la decisión fue dividida, pero la mayoría estuvo de acuerdo en la penalización a los depósitos.

Por lo que respecta al QE, el Consejo decidió aumentar el plazo del programa por lo menos hasta marzo de 2017. Esta decisión contrasta con nuestra expectativa de que la extensión del programa sería hasta diciembre de 2016. No obstante lo anterior, no se anunciaron cambios en el monto de las compras, lo que decepcionó a los mercados luego de los múltiples comentarios *dovish* por parte del propio presidente del ECB, Mario Draghi, y otros miembros del Consejo que señalaban que usarían todas las herramientas a su alcance para lograr que la inflación evolucionara favorablemente y se ubicara cerca, pero por debajo del objetivo de 2%. Del lado positivo, el presidente del ECB dijo que reinvertirán los pagos de principal de los instrumentos que se encuentran en el balance del banco central en el mismo periodo del programa de QE e incluso más allá de marzo de 2017. Con esta decisión, el monto total del programa ascenderá al menos hasta 1.5 billones de euros contemplando que el programa concluya en marzo de 2017, desde un previo de 1.1 billones de euros.

El programa de compra de activos sí se flexibilizará por medio de más instrumentos elegibles. Como ya mencionamos, el Consejo del ECB decidió ampliar el espectro de instrumentos permitidos para el programa de QE. Estos abarcan principalmente los bonos municipales de la Eurozona, aunque señalaron que los detalles se publicarán en el debido tiempo. Con ello, el ECB seguirá proveyendo de toda la liquidez requerida por los bancos hasta que el año 2017 finalice.

En nuestra opinión, el efecto de los instrumentos de política monetaria del ECB es limitado. Cabe recordar que si bien el ECB fue uno de los últimos bancos centrales en implementar un programa de *QE*, tiene pocos instrumentos adicionales de política monetaria en caso de ser necesario. De hecho, este aumento de 360mme en el monto total de compra de activos por una extensión en el plazo resulta en un monto de 1.5 billones de euros, lo que equivale al 15% del PIB de la Eurozona. Esta cifra contrasta con el monto del programa implementado por el BoE o por el propio Fed, cuyos programas representaron más del 25% del PIB. Adicionalmente, el programa de compras de activos ha hecho poco por modificar las expectativas de inflación mientras los precios al consumidor se mantienen en niveles bajos, explicado en parte por la caída en los precios de las materias primas. De hecho, según el reporte publicado esta semana, en noviembre los precios se incrementaron 0.1% anual, explicado principalmente por la caída de 7.3% en los precios de energéticos mientras que excluyendo este componente, la inflación anual está en 1%, muy por debajo del objetivo de 2%.

Revisiones marginales a la baja en los estimados de inflación y desempleo, y un alza ligera en el crecimiento económico. Los estimados macroeconómicos 2015-2017 presentaron cambios mínimos. Destacan los pronósticos de inflación para 2016 y 2017, los cuales se revisaron a la baja en 0.1%, mientras que la inflación subyacente para 2016 se revisó en la misma magnitud a la baja. Por su parte, el estimado de desempleo en 2016 se revisó en 0.1pp a 10.5%. En el caso del crecimiento económico, la revisión para este año fue modesta pasando de 1.4% previo a 1.5%, mientras que para 2017 se observó también un pequeño ajuste de 1.8% a 1.9%.

Proyecciones macroeconómicas del ECB

	dic-15			sep-15		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Producto interno bruto	1.5	1.7	1.9	1.4	1.7	1.8
Desempleo	11.0	10.5	10.1	11.0	10.6	10.1
Inflación	0.1	1.0	1.6	0.1	1.1	1.7
Ex. Alimentos y energía	0.9	1.3	1.6	0.9	1.4	1.6

Fuente: ECB

De nuestro equipo de Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Fuerte reacción de renta fija y divisas a la sorpresa negativa del ECB

El mercado reaccionó fuertemente tanto en renta fija y divisas ante elevadas expectativas de mayores medidas a las anunciadas, mismas que ya habían sido incorporadas en los precios de los activos. En nuestra opinión este ajuste -que estuvo acompañado de un fortalecimiento del EUR/USD y aumento de la probabilidad implícita de un alza de 25pb en diciembre por el Fed a nuevos máximos de 76%- también alude a que será más fácil en el margen para el FOMC iniciar el ciclo de alza en dos semanas, dado que la divergencia esperada con el ECB sería menor a la pronosticada antes de la decisión. Los bonos europeos en plazos de 10 años registran alzas de alrededor de 20pb en Italia, España y Portugal (considerados como los países más vulnerables de la región) mientras que Alemania y Francia pierden 16pb en promedio. La mayor sorpresa fue la ausencia de un aumento en el monto mensual de compras, lo que ha impactado también en un *selloff* de los bonos en EE.UU. y México, En específico, el UST de 10 años sube 11pb a 2.29%, máximo desde mediados de noviembre, mientras que el bono M de referencia Dic'24 opera con una pérdida de 6pb en 6.11%, con el resto de la curva al alza entre 4 a 7pb. Mantenemos nuestra recomendación de inversión formada por recibir el derivado de TIEE-28 de 1 año (13x1) con un nivel de entrada de 3.92%, objetivo 3.67%, *stop-loss* en 4.10% y actual en 3.88%. Por último, seguimos creyendo que existe valor en la curva de Bonos M, principalmente en aquellos nodos que comprenden del Dic'18 al Dic'24.

En el cambiario el efecto también fue muy significativo, en particular en el EUR/USD que se depreció hasta 0.6% antes del evento a 1.0525 para revertir dicha pérdida al apreciarse 2.7% sobre el cierre de ayer en 1.0902. En línea con nuestras expectativas, esta decepción generó un fuerte movimiento, probablemente exacerbado por la fuerte posición especulativa corta en euros que aumentó significativamente en las últimas tres semanas. Por su parte, el EUR/MXN sube 3.7% al pasar de 17.50 a 18.23, su mayor nivel desde principios de noviembre. En nuestra opinión este nivel es atractivo para nuevos largos en el peso fondeadas con euros ante la expectativa de que el euro permanezca con a la baja en el mediano plazo al ser la principal moneda de fondeo a nivel global. En este contexto, reiteramos nuestro pronóstico de que el EUR/MXN podría regresar alrededor de 17.30-17.50. En contraste, seguimos muy cautelosos y recomendando compras de USD/MXN, defensivos a la espera del reporte laboral mañana y la decisión del Fed del 16 de diciembre, reiterando nuestro pronóstico de cierre de año en 16.80 por dólar.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Alejandro Cervantes Llamas, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, Marisol Huerta Mondragón, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Rey Saúl Torres Olivares, Santiago Leal Singer, y María de la Paz Orozco, 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 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
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
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Juan Carlos García Viejo	Gerente Economía Internacional	juan.garcia.viejo@banorte.com	(55) 1670 - 2252
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 Cambio	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 Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

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
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 1670 - 1746
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
María de la Paz Orozco García	Analista	maripaz.rozco@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	Gerente Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@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