

## Minutas ECB – La atención ahora está en las medidas que entrarán en vigor en junio

19 de mayo 2016

- Las minutas del ECB revelaron los detalles de la discusión del Comité durante la reunión que tuvo lugar el 21 de abril
- Percibimos un tono *dovish* al igual que en el comunicado y la conferencia de Mario Draghi que acompañaron a la decisión
- El Consejo reiteró la necesidad de acciones de política fiscal y de reformas estructurales para lograr una recuperación sostenida
- Destacaron que ahora la atención está en las medidas ya anunciadas que faltan por implementarse y que entrarán en vigor en junio de 2016
- Si bien no descartamos medidas adicionales de estímulo monetario en caso de un deterioro de las perspectivas económicas, no creemos que estas se anunciarán en el corto plazo

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

### Katia Goya

Economista Senior, Global  
katia.goya@banorte.com

### Juan Carlos García

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

Las minutas del ECB revelaron los detalles de la discusión del Consejo que tuvo lugar el pasado 21 de abril. Las minutas de la última reunión del ECB celebrada el 21 de abril, mostraron un tono *dovish*, destacando la preocupación por las bajas expectativas de inflación y la poca implementación de reformas estructurales y política fiscal. Cabe recordar que en dicha junta, el Consejo de Gobierno conservó las tasas de interés de referencia sin cambios (tasa refi: 0%; tasa de depósitos: -0.4%; tasa de facilidad marginal de crédito: 0.25%). Mientras tanto, el programa de expansión cuantitativa (*QE*) tampoco sufrió cambios, luego de que en la reunión previa se diera un aumento de 20mme al monto mensual, que actualmente se ubica en 80mme. Es importante mencionar que hay medidas que se anunciaron en la reunión de marzo que aún no han sido puestas en marcha, tales como: (1) El programa de compra de bonos corporativos; y (2) el programa de cuatro TLTROs (TLTRO-II) con vencimiento de cuatro años. Ambas medidas comenzarán a aplicarse en junio de este año.

Los miembros del ECB mostraron preocupación por la desvinculación de las expectativas de inflación y los precios de la gasolina. Respecto a la dinámica de precios, comentaron que esperaban que la inflación regresara a terreno negativo para luego comenzar a subir en los últimos meses del año. En efecto, la inflación anual se ubicó en -0.2% en abril. Los participantes destacaron que la inflación implícita en los próximos 5 años estaba por debajo de las proyecciones del ECB que ubican la inflación de largo plazo en 1.8%. Adicionalmente, se mostraron preocupados debido a que si bien los precios de la gasolina se han comenzado a estabilizar, las medidas de expectativas de inflación no han mostrado señales de un alza, situación que podría sugerir una desvinculación de las expectativas y los precios del hidrocarburo y menores niveles de inflación, al menos en el corto plazo. Los miembros del Consejo siguen viendo un escenario de baja inflación y dijeron que no se rendirán para lograr que la inflación regrese al objetivo, dejando la puerta abierta para nuevas medidas de estímulo en caso de que las actuales no tengan el efecto deseado.

**Siguen viendo riesgos provenientes del exterior.** Los participantes coincidieron en que el balance de riesgos sigue sesgado a la baja. Si bien comentaron que las condiciones financieras han mejorado, no descartan un regreso de la volatilidad por la desaceleración de las economías emergentes, incluyendo China, al igual que los riesgos geopolíticos tales como el *Brexit*. Sin embargo, resaltaron el mejor dinamismo de la economía en 1T16, aunque consideran que la economía seguirá avanzando a un ritmo sólo moderado.

**La autoridad monetaria reiteró que necesitan la implementación de reformas y medidas de política fiscal para lograr una recuperación sostenible.** En el documento, el ECB lamentó la baja implementación de reformas estructurales en los países de la región y su efecto negativo sobre la inflación. En lo que se refiere a política fiscal, destacaron la necesidad de que las naciones del bloque cumplan las condiciones del *Pacto de Estabilidad y Crecimiento*, a la vez que pidieron una composición más propicia para estimular el crecimiento económico por medio de una reducción en tasas impositivas para las familias, pero una estructura de menor gasto del gobierno pero con una mayor participación de la inversión pública. Con ello, confirmaron que esperan una colaboración de otras políticas para lograr un mayor crecimiento en el mediano y largo plazo, aunque están conscientes de que el rol de la política monetaria es relevante en el corto plazo.

**La atención ahora está en las medidas ya anunciadas pero que aún no se han implementado.** Se lanzará un programa de cuatro TLTROs (TLTRO-II). Cabe recordar que el instrumento conocido como TLTRO (*Targeted long-term refinancing operations*) fue introducido por el ECB en junio del 2014 y la primera operación se llevó a cabo en septiembre de ese año, para reactivar el crédito bancario al sector privado (excluyendo los créditos hipotecarios) con el fin de mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria (proceso por el cual las decisiones de política monetaria afectan a la economía en general y al nivel de precios en particular). En este nuevo programa TLTRO-II se ofrecerá cada una de estas operaciones de manera trimestral iniciando en junio del 2016 y terminando en marzo del 2017 con un vencimiento a cuatro años, por lo que la última operación TLTRO vencerá en marzo del 2021, con la posibilidad de reembolso después de dos años. El monto que los bancos pueden pedir prestado está ligado al monto de préstamos que tengan en sus hojas de balance. Con esta herramienta se busca ofrecer condiciones atractivas de fondeo a largo plazo para los bancos para lograr un mayor relajamiento de las condiciones de crédito para los bancos privados y estimular la creación de crédito. Las contrapartes podrán pedir prestado en estas operaciones por un monto máximo de 30% de una parte específica de sus préstamos al 31 de enero del 2016, restando la cantidad que se haya prestado previamente o que esté actualmente en las dos primeras TLTROS del 2014. La tasa de interés de los préstamos está basada en la tasa *refi* vigente.

**Esperamos que el ECB no anuncie nuevas medidas de estímulo monetario en el corto plazo.** En nuestra opinión, el tono de las minutas y los recientes comentarios de miembros del ECB fue *dovish*. A pesar de lo anterior, consideramos que el ECB esperará varios meses para evaluar el impacto del agresivo paquete de estímulo anunciado en marzo, del que todavía queda pendiente la implementación de la compra de bonos corporativos y el programa de cuatro TLTROs en el próximo mes de junio. No obstante, dijeron que seguirán vigilantes y que no se rendirán ante la baja inflación, lo que abre la puerta a mayor estímulo en caso de ser necesario. Por lo anterior, no descartamos medidas adicionales cuando se tenga mayor evidencia del efecto de la política propuesta en la reunión de marzo.

## 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, y Santiago Leal Singer, 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 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
<b>COMPRA</b>	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	Cuando 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	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 / Cementos / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250

**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 Velazquez Rodriguez	Director General Adjunto Banca Internacional	ricardo.velazquez@banorte.com	(55) 5268 - 9879
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454