

## Minutas del ECB – Tono *dovish* se suma a las recientes intervenciones de miembros del ECB

11 de julio 2019

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

**Katia Goya**

Economista Senior, Global  
katia.goya@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
- Destacaron los riesgos relacionados con factores geopolíticos, proteccionismo y vulnerabilidades de los mercados emergentes
- Explicaron que hasta ahora, los beneficios de las tasas de interés negativas han excedido los costos
- Se habló de la posibilidad de poner más énfasis en la simetría de su objetivo de inflación de mediano plazo
- En nuestra opinión, el ECB hará cambios en su comunicación en la reunión de política monetaria del 26 de julio, preparando al mercado para un recorte en la tasa de depósitos en la reunión de septiembre

**Hoy se publicaron las minutas de la última reunión de política monetaria de junio del ECB.** Cabe recordar que en dicha reunión, el ECB mantuvo sin cambios las tasas de referencia. 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. Sin embargo, la autoridad monetaria hizo un cambio al *forward guidance*, mostrando la expectativa del banco central de que las tasas se mantendrán en los niveles actuales por más tiempo del que tenían estimado. Asimismo, se anunciaron los detalles de la nueva serie de TLTROs (TLTRO-III), con condiciones menos favorables de lo que se esperaba.

**Las minutas destacaron la debilidad económica y los riesgos en el entorno externo.** Las minutas mostraron que la evaluación que tienen de los riesgos es que los relacionados con el entorno externo siguen siendo negativos debido a la persistencia de incertidumbre relacionada con factores geopolíticos, la amenaza del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes. En particular, se habló del deterioro de las relaciones comerciales entre EE.UU. y China, y la incertidumbre con respecto al *Brexit*. Se destacó la preocupación del impacto de la incertidumbre en el entorno externo sobre las perspectivas del crecimiento mundial.

**Las cifras económicas apuntan a un crecimiento más débil en 1T19 y 3T19.** En cuanto al crecimiento económico en la Eurozona, los miembros del ECB explicaron que los datos recientes han resultado mixtos. Cabe recordar que el PIB de la región creció 0.4%t/t en 1T19, después de un avance de 0.2%t/t en 4T18. Sin embargo, los datos que ya se conocen, apuntan a un crecimiento más débil en el segundo y tercer trimestres.

Documento destinado al público en general

Las minutas también mostraron la preocupación sobre la disparidad de crecimiento entre los diferentes países de la región. Explicaron que la debilidad observada en la actividad se debe principalmente a dos de las economías más grandes de la Eurozona, que tenían sectores manufactureros orientados a la exportación, mientras que la actividad en otros países parece estar más sólida.

**Discusión sobre las tasas de interés negativas.** De acuerdo con los miembros del Consejo, la política de tasa de interés negativas del ECB sigue apoyando el crecimiento del crédito, así como el crecimiento económico y la inflación. Explicaron que los costos de la política de tasas de interés negativas se consideran, en general, limitados. Destacaron que hasta ahora, estos costos se han visto compensados por los beneficios. Sin embargo, se resaltó que, esta evaluación podría no ser válida para tasas más bajas o para horizontes más largos que los previstos actualmente por el Consejo.

**Las minutas explicaron que el ECB debe mostrar su determinación de actuar en caso de ser necesario.** Asimismo, hubo un amplio acuerdo sobre que la mayor incertidumbre podría tener implicaciones para la inflación, por lo tanto, se consideró importante que el Consejo demostrara su determinación de actuar, ajustando su postura de política monetaria en la reunión actual, y preparándose para enfrentar contingencias adversas en el próximo período. De esta manera, se acordó hacer cambios en el *forward guidance* explicando que el Consejo ahora esperaba que las tasas se mantuvieran en sus niveles actuales "al menos hasta la primera mitad de 2020"; en segundo lugar, reiterar las orientaciones futuras del Consejo sobre reinversión; y tercero, establecer la tasa de interés en las próximas operaciones de TLTRO III igual a la tasa promedio de refinanciamiento más 10pb durante la vida útil de la operación respectiva, y tan baja como la tasa promedio de depósitos más 10pb para aquellos bancos cuyos préstamos netos elegibles superen un punto de referencia. Al mismo tiempo, hubo un amplio acuerdo en que, dada la creciente incertidumbre que probablemente se extendería aún más en el futuro, el Consejo necesita estar listo para ajustar la política monetaria utilizando todos sus instrumentos, según proceda, para lograr su objetivo de estabilidad de precios. Las posibles medidas a considerar incluyeron modificar el *forward guidance*, reanudar las compras de activos netos y disminuir las tasas de política.

**Podría ser necesario hacer más énfasis en el objetivo simétrico de inflación.** En este contexto, también se señaló que, si continuaba prevaleciendo el entorno de una inflación demasiado baja, podrían justificarse consideraciones de carácter más estratégico para reforzar la credibilidad de la política monetaria del ECB. Se señaló que la comunicación del Consejo debería poner más énfasis en la simetría de su objetivo a mediano plazo, al aclarar que las desviaciones de la inflación con respecto al objetivo de inflación del Consejo se tolerarían de manera simétrica, en ambas direcciones, siempre que esto apoyara el logro del objetivo de inflación de manera sostenida a medio plazo.

**Mantenemos 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. Esperamos que el banco central prepare al mercado para las medidas de estímulo adicionales haciendo cambios a su comunicación en la reunión de política monetaria del 26 de julio y luego anunciado un recorte en la tasa de depósitos en la reunión del 12 de septiembre.

|

## 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, Francisco Duarte Alcocer, 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
<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
Francisco Duarte Alcocer	Analista Economía Internacional	francisco.duarte.alcocer@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	hugo.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