

## Voces más *dovish* dentro del ECB

6 de junio 2019

- Como era ampliamente esperado, el ECB mantuvo sin cambios las tasas de referencia
- Hicieron cambios al *forward guidance*, explicando que esperan que las tasas se mantengan en los niveles actuales al menos hasta la primera mitad del 2020
- Draghi explicó que algunos miembros hablaron de reinstalar el QE y algunos de recortar tasas
- Hicieron ligeras modificaciones al marco macroeconómico
- La autoridad monetaria europea dio los detalles de la nueva serie de TLTROs (TLTRO-III)
- En este contexto, vemos muy difícil que el ECB decida subir las tasas de referencia no sólo en el 2019 sino también durante todo el 2020

www.banorte.com  
@ analisis\_fundam

**Katia Goya**

Economista Senior, Global  
katia.goya@banorte.com

**Francisco Duarte**

Economista Global  
francisco.duarte.alcocer@banorte.com

**Tono más *dovish* en el comunicado, aunque los detalles de las TLTRO-III fueron menos favorables de lo que se anticipaba.** Como era ampliamente esperado, 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 mantienen 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.

**Cambio en el *forward guidance*.** La autoridad monetaria europea espera ahora que las tasas se mantengan en los niveles actuales por lo menos hasta la primera mitad del 2020 y durante el tiempo que sea necesario para asegurar que continúe la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque cercanos al 2% en el mediano plazo. Esto contrasta con sus comunicados anteriores donde dijo que esperaba que estos niveles se mantuvieran al menos *hasta finales del 2019*. Lo anterior en un entorno, donde Draghi en conferencia de prensa explicó que, los riesgos son a la baja destacando el proteccionismo, los riesgos geopolíticos y los riesgos en los mercados emergentes. Asimismo, cabe destacar otros comentarios de Draghi donde explicó que algunos miembros hablaron de la posibilidad de reiniciar el *QE*, mientras que algunos resaltaron la posibilidad de recortar las tasas. Consideramos que esto da un tono más *dovish* a la información recibida hoy por parte del ECB.

Documento destinado al público en general

**Se dieron los detalles de la nueva serie de operaciones de refinanciamiento de largo plazo (TLTRO-III).** Se explicó que la tasa de interés que se fijará en cada operación será 10pb superior a la tasa promedio aplicada en las principales operaciones de refinanciamiento a lo largo de la vida de la respectiva TLTRO. Sin embargo, explicaron que para los bancos cuyo préstamo neto elegible exceda un índice de referencia, la tasa que se aplicará en la TLTRO III será más baja y puede ser tan baja como la tasa de interés promedio que aplica en la facilidad de depósito que prevalezca durante la vida de la operación más 10pb. Cabe recordar que las TLTRO son una herramienta no convencional de política monetaria, mediante las que se ofrecen préstamos a largo plazo a empresas y consumidores en la Eurozona. La primera serie de TLTRO se inició en 2014 y la segunda en marzo del 2016. La TLTRO-III iniciará en septiembre del 2019 y terminará en marzo del 2021 con un vencimiento de dos años.

**Adicionalmente, el programa de reinversiones se mantiene sin cambios.** El banco central fue muy claro en que continuará con su programa de reinversión. Explicaron que seguirán reinvertiendo íntegramente el principal de los activos que adquirieron bajo el programa de compra de activos conforme vayan venciendo durante un periodo prolongado tras la fecha en la que decidan empezar a subir las tasas de referencia y “...en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de estímulo monetario...”.

**Ligeras modificaciones al marco macroeconómico 2019-2021.** La reunión del día de hoy vino acompañada de una ligera revisión al alza en el estimado de crecimiento del 2019 de 1.1% previo a 1.2% reflejando principalmente un mayor crecimiento en el primer trimestre del año de lo que se anticipaba, mientras que la expectativa de crecimiento económico para el 2020 se revisó a la baja de 1.6% previo a 1.4%, en tanto el estimado del avance del PIB en el 2021 pasó de 1.5% a 1.4%, como se observa en la tabla abajo. Las cifras económicas recientemente publicadas muestran que el ritmo de avance se ha moderado en 2T19 respecto a lo que se observó en 1T19. Por su parte, los estimados de inflación, mostraron tan sólo pequeñas modificaciones. La expectativa para el 2019 se ubicó en 1.3% desde 1.2% previo, mientras que el estimado para el 2020 se ubicó en 1.4% desde 1.5% anterior, en tanto la perspectiva para el 2021 se mantuvo en 1.6%.

**Proyecciones macroeconómicas ECB – Junio 2019**

% var. anual

	2018	2019	2020	2021
Producto interno bruto	1.9	1.2 1.1	1.4 1.6	1.4 1.5
Inflación	1.7	1.3 1.2	1.4 1.5	1.6

Fuente: ECB

**El ECB está muy lejos de subir tasas.** En medio de un entorno global cada vez más complejo y ante las señales de una desaceleración global que se puede profundizar aún más ante el escalamiento de las tensiones comerciales, la postura de los principales bancos centrales seguirá siendo *dovish*. Consideramos importante destacar los comentarios de Draghi de que algunos miembros hablaron de la posibilidad de reinstalar el *QE*, mientras que algunos comentaron sobre la posibilidad de recortar tasas. En nuestra opinión, por ahora luce poco probable esperar que el ECB suba tasas no sólo durante el 2019 sino tampoco durante el 2020. Hacia adelante, estaremos atentos a las TLTRO-III y al cambio de estafeta en la presidencia del ECB, con el mandato de Draghi finalizando en octubre de este año. Se espera que se llegue a un acuerdo sobre el nombramiento de su sucesor en la Cumbre de la Unión Europea del 20-21 de junio, pero la decisión puede retrasarse. La contienda para suceder a Draghi parece principalmente concentrada en Erkki Liikanen quien dejó el puesto de gobernador de Finlandia el pasado verano y cuya posición al frente del banco de Finlandia le dio una posición en el Consejo de Gobierno del ECB hasta julio pasado cuando finalizó su periodo y en Francois Villeroy de Galhau, actual gobernador del banco central de Francia, quien dada su actual posición, es miembro del Consejo del ECB. Sin embargo, no se puede descartar que sea Jens Weidmann, actual gobernador del Bundesbank, el nuevo presidente del ECB.

## 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, 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	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