

Minutas del ECB – El banco central no pretende fomentar expectativas excesivas de estímulo

18 de agosto 2016

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 de Gobierno durante la reunión que tuvo lugar el 20 y 21 de julio
- El Consejo destacó la resistencia de los mercados financieros posterior al *Brexit*
- La dinámica de precios inquieta nuevamente a los miembros del ECB
- El crecimiento seguirá siendo moderado, pero se encuentran a la espera de más datos económicos y de la actualización de estimados macroeconómicos
- Destacaron la complicada situación del entorno bancario previo al resultado del stress test del EBA
- Era prematuro discutir nuevas medidas de estímulo en la reunión de julio y enfatizaron en que no pretenden fomentar expectativas excesivas
- Consideramos que eventualmente habrá un ajuste a la postura monetaria para garantizar el buen funcionamiento de los distintos programas de estímulo

Las minutas del ECB revelaron los detalles de la discusión del Consejo de Gobierno que tuvo lugar el pasado 20 y 21 de julio. Las minutas de la última reunión del ECB mostraron un tono *dovish*. 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, permaneciendo en 80mme de compras mensuales.

El ECB destacó la resistencia de los mercados financieros posterior al *Brexit*. Los miembros comentaron que el resultado de salida de la Unión Europea, resultó en una caída significativa en los rendimientos de los bonos gubernamentales, lo que resultó en un desplazamiento hacia abajo y un aplanamiento de las curvas de rendimientos, aunque las consecuencias en conjunto fueron menos marcadas de lo anticipado. Los mercados de capitales tuvieron un importante retroceso pero en días subsecuentes vieron una recuperación rápida, exceptuando los índices que incluyen compañías del Reino Unido y las acciones de bancos europeos. En cuanto al mercado cambiario, destacaron la depreciación de la libra esterlina y del euro, aunque éste último se recuperó a niveles cercanos a los vistos al principio de junio. En general, las condiciones financieras se han relajado y el estrés del mercado se contuvo.

La dinámica de precios inquieta nuevamente a los miembros del ECB. Las discusiones revelaron que la inflación no ha logrado mostrar signos contundentes de una tendencia alcista y comentaron que es una fuente de preocupación, particularmente debido a que la inflación subyacente no ha podido elevarse más. De hecho, esto se confirmó con el análisis monetario, por lo que deberán mantener la postura acomodaticia para que el aumento anual en precios se ubique cerca, pero por debajo de 2%. Si bien siguen esperando que la inflación aumente a finales de año por efectos de base de comparación en los precios de energéticos, las expectativas de inflación medidas por el mercado han caído luego del *Brexit* y han seguido su tendencia a la baja posteriormente.

El crecimiento seguirá siendo moderado. El banco central destacó que los efectos de la salida del Reino Unido sobre la economía eran aun difíciles de cuantificar y recalcaron que mantienen un optimismo cauto en torno al crecimiento económico del bloque. La incertidumbre comenzará a reducirse a manera que las negociaciones de salida del bloque comiencen a tomar forma. Recalcaron la resistencia del consumo privado y que las políticas fiscales deberán ser propicias para el crecimiento económico. No obstante, notaron que en este año la postura fiscal ha sido ligeramente expansionista, pero se tornará neutral en 2017.

Destacaron la complicada situación del entorno bancario previo al resultado del stress test del EBA. Los miembros dijeron que posterior al *Brexit* y en vísperas del resultado del stress test bancario, era necesario cuidar la transmisión monetaria a los bancos comerciales. Particularmente, en un contexto de fuertes caídas en los precios de las acciones de los mismos, que también estuvieron causadas por la debilidad de las utilidades y por la amplia exposición de algunos de ellos a créditos morosos. Sin embargo, destacaron el incremento en los requerimientos de capital para contrarrestar los riesgos de la cartera vencida y al fondeo efectivo de parte de la autoridad monetaria. De hecho, los resultados del stress test fueron mejor a lo esperado, aunque prevalece el escenario de cautela.

Era prematuro discutir nuevas medidas de estímulo en la reunión de julio. Si bien varios de los miembros del Consejo consideran que la economía necesitará de más acciones en el frente monetario, la información hasta ese momento no era suficiente para poder tomar una decisión, aunque el balance de riesgos se había deteriorado. Se dijeron a la espera de más datos económicos, así como de la actualización de estimados macroeconómicos en septiembre. No obstante, comentaron que un mayor estímulo podría verse reflejado en el programa de compra de bonos corporativos (CSPP) debido a su reciente entrada en vigor, así como de las operaciones de liquidez del programa TLTRO-II. Reiteraron su capacidad para actuar en caso de ser necesario, aunque sin fomentar expectativas excesivas sobre mayor estímulo hacia adelante.

Consideramos que eventualmente habrá un ajuste a la postura monetaria para garantizar el buen funcionamiento de los distintos programas de estímulo. En nuestra opinión, el ECB se ha mostrado paciente respecto a posibles acciones en el frente monetario, en un entorno que incluye la materialización del *Brexit*, menores perspectivas de crecimiento, una baja inflación e incertidumbre en el sector bancario. Han comentado que los datos económicos a publicarse próximamente, así como los estimados macroeconómicos del ECB que se darán a conocer en la próxima reunión de política monetaria esclarecerán más la situación actual del bloque. No obstante, el buen funcionamiento del programa de compra de activos podría verse comprometido por el desplazamiento hacia abajo de las curvas de rendimientos en diversos países de la Eurozona, lo que complica las compras de bonos gubernamentales, al tiempo que desmintieron un mal desempeño del programa de bonos corporativos. Si bien un recorte a la tasa de depósitos podría volver a hacer elegibles a una cantidad importante de bonos, la realidad es que esto también impacta a los bancos comerciales, que se encuentran en una situación adversa a pesar de la provisión de liquidez del ECB. Consideramos que el recorte en la tasa de depósitos se podría dar eventualmente, sin descartar que se pudiera dar en septiembre, además de que se podría extender el plazo del programa de *QE* hasta septiembre de 2017, ya que el banco central ha mencionado que este seguirá hasta ver un incremento sostenido en precios. Pero por lo pronto, las acciones serían para garantizar el buen funcionamiento de las herramientas de política monetaria y no para dar estímulo adicional debido a los efectos esperados del *Brexit*. De acuerdo con el Presidente del Bundesbank, Jens Weidmann, por el momento no es necesario.

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, 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 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	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	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
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 / Comercio Especializado	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 / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Eugenia Ivonne Arias Medina	Analista	eugenia.arias.medina@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