

El ECB adopta un tono *dovish* ante panorama de crecimiento adverso

7 de marzo 2019

www.banorte.com
@analisis_fundam

- Como era ampliamente esperado, el ECB mantuvo sin cambios las tasas de referencia
- La autoridad monetaria europea adoptó un tono decididamente *dovish* al hacer cambios al *forward guidance* y anunciar una nueva serie de TLTROs (TLTRO-III)
- Lo anterior ante un fuerte ajuste de su estimado de crecimiento económico y de inflación para el 2019-2020
- En este contexto, no esperamos cambios en las tasas de referencia del ECB durante el 2019

Tono más *dovish* en un entorno de menor crecimiento y sin presiones inflacionarias. 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. No obstante, consideramos que la autoridad monetaria europea dio un giro de 180 grados en su retórica, adoptando un tono decididamente *dovish* al hacer cambios al *forward guidance* y anunciar una nueva serie de TLTROs (TLTRO-III).

Cambio en el *forward guidance*. La autoridad monetaria europea espera ahora que las tasas se mantengan en los niveles actuales por lo menos durante todo el 2019 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 el verano de 2019*. Este cambio de alguna manera refrenda nuestra expectativa, y la del consenso, de que era muy probable que se aplazara el alza de tasas más allá de principios del tercer trimestre del año, en un entorno de menor crecimiento económico e inflación contenida.

El anuncio más destacado fue el de la nueva serie de operaciones de refinanciamiento de largo plazo (TLTRO-III). Las TLTRO son una herramienta no convencional de política monetaria. Mediante estas operaciones 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. Lo que anunció hoy el ECB es la TLTRO-III que iniciará en septiembre del 2019 y terminará en marzo del 2021 con un vencimiento de dos años. Cabe destacar que una de las razones por las que se anunció esta nueva TLTRO es porque en los próximos meses vencen varias de las líneas que se emitieron en 2016 (68% del monto). En algunos casos las líneas representan hasta 6.5% de los activos de los bancos, particularmente en Italia y España.

Delia Paredes

Director Ejecutivo Análisis Económico
delia.paredes@banorte.com

Katia Goya

Economista Senior, Global
katia.goya@banorte.com

Documento destinado al público en general

A reserva de que se dijo que más tarde se darán más detalles de estas operaciones, se explicó que se podrá pedir prestado hasta 30% del *stock* de los préstamos elegibles al 28 de febrero de 2019 a una tasa indexada a la tasa de interés de las principales operaciones de refinanciamiento durante la vida de cada operación.

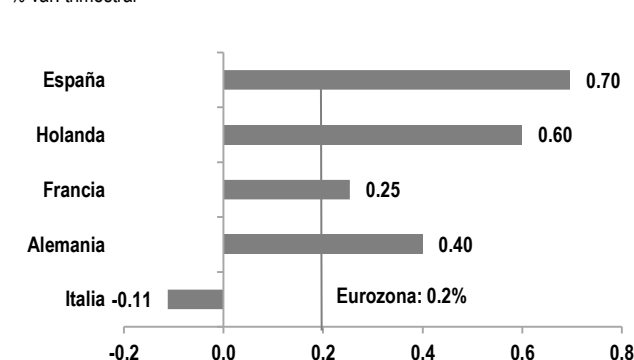
Adicionalmente, el programa de reinversiones se mantiene sin cambios, lo que hace que la postura del ECB siga siendo acomodaticia. Nuevamente dejaron en claro que seguirán con el programa de reinversiones. El banco central fue muy claro en que continuará con su programa de reinversión. Explicaron que 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...”.

Modificaciones significativas al marco macroeconómico 2019-2020. La reunión del día de hoy vino acompañada de una revisión a la baja significativa de las previsiones de crecimiento para 2019 y 2020, como se observa en la tabla abajo a la izquierda. Lo anterior en un contexto en el que la mayoría de las cifras económicas recientemente publicadas han resultado por debajo de lo esperado, sobresaliendo la debilidad del sector manufacturero. Destacamos la desaceleración en la primera economía de la región, Alemania, donde el crecimiento en nulo en 4T18, luego de una contracción de 0.2%t/t en 3T18. Mientras tanto, Italia está en una recesión técnica con dos trimestres consecutivos de contracción de su economía (-0.1% t/t en 3T18 y 4T18). Por su parte, Francia mantuvo una tasa de crecimiento de 0.3% t/t en la segunda mitad del año pasado, mientras que España terminó el año con una tasa de 0.7% t/t.

% var. anual	2018	2019	2020	2021
Producto interno bruto	1.9	1.1 4.7	1.6 4.7	1.5
Inflación	1.7	1.2 4.6	1.5 4.7	1.6 4.8
Desempleo	8.2	7.9 7.8	7.7 7.5	7.5 7.4

Fuente: ECB

Crecimiento del PIB en 4T18

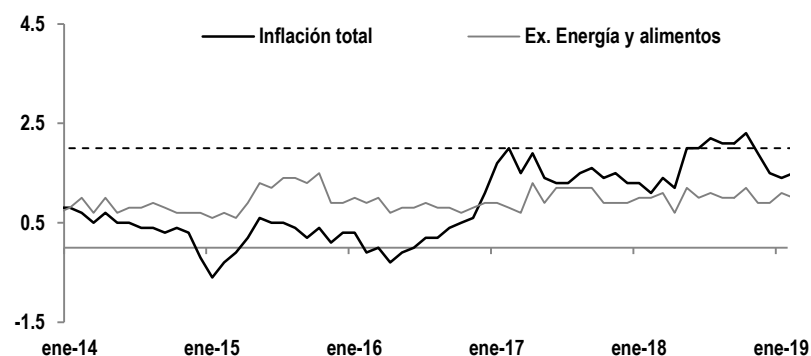


Fuente: Eurostat

A esto hay que añadir que la inflación no muestra presiones, a pesar del avance de los salarios en algunas de las economías de la región. En lo que se refiere a la inflación, en febrero observamos un nivel de 1.5%, por abajo del 1.6% observado en diciembre del 2018 (ver gráfico abajo). Por su parte, la inflación subyacente se mantiene en niveles cercanos al 1%, mostrando un entorno de presiones en precios contenidas. En su conferencia de prensa, el día de hoy, Draghi explicó que un menor crecimiento económico disminuirá el paso de mayores salarios a la inflación. Dijo también que la inflación va a converger al objetivo pero que tomará más tiempo.

Precios al consumidor

% a/a



Fuente: Bloomberg

En este contexto, no esperamos cambios en las tasas de referencia del ECB durante el 2019. Esto en un entorno donde los bancos centrales están cada vez más *dovish*, en medio de un menor crecimiento global, especialmente en el sector manufacturero. La autoridad monetaria ha dejado en claro que las tasas permanecerán sin cambios hasta que la inflación se acerque de manera sostenida al objetivo de 2%. Hasta ahora la inflación se mantiene contenida a pesar de que los salarios ya han empezado a presionarse, pero la actividad económica ha mostrado un desempeño más débil al esperado. En este contexto, todo parece indicar que no habrá espacio para subir tasas en el 2019 y creemos que el primer movimiento al alza será hasta el 2020. En los próximos meses estaremos atentos a las TLTRO-III y al cambio de estafeta en la presidencia del ECB, que tendrá lugar en noviembre de 2019.

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
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
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	Analista 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