

Minutas del ECB - Algunos miembros apoyaron que el *forward guidance* mostrara un retraso mayor del alza en tasas

4 de abril 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 que algunos miembros apoyaron que el *forward guidance* hablara de mantener las tasas sin cambios al menos hasta marzo de 2020 en lugar de diciembre del 2019
- No se dieron más detalles sobre las TLTRO-III
- Las recientes cifras económicas siguen apuntando a una desaceleración de la actividad económica
- No esperamos cambios en la postura monetaria del ECB en la reunión de la próxima semana y tampoco esperamos que se den detalles adicionales sobre las TLTRO-III, creemos que es más probable que los detalles se den a conocer en junio

Hoy se publicaron las minutas de la última reunión de política monetaria de marzo 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. No obstante, 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). 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*. La reunión vino acompañada también de una revisión a la baja significativa de las previsiones de crecimiento para 2019 y 2020,

Las minutas destacaron la debilidad económica y los riesgos en el entorno externo. Las minutas mostraron que los miembros consideran que los datos recientes y los resultados de las encuestas continuaron siendo débiles, en particular en el sector manufacturero, lo que refleja la desaceleración de la demanda externa. Explicaron que el debilitamiento de los datos económicos apunta a una moderación considerable en el ritmo de la expansión económica que se extenderá hasta el año en curso. Destacaron que los riesgos en el entorno externo se consideran negativos, debido a la persistencia de incertidumbres relacionadas con los factores geopolíticos, la amenaza del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes. Los miembros destacaron la desaceleración en el crecimiento mundial y en el comercio. Se hizo referencia a una serie de factores, entre ellos el impacto de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, la amenaza planteada por una disputa comercial entre la UE y EE.UU y los riesgos relacionados con un *Brexit* desordenado.

Documento destinado al público en general

También se destacó la desaceleración del crecimiento en China, así como la evolución de la economía de EE.UU. la que se espera se desacelere debido a la dilución del impacto de la reforma fiscal.

En cuanto a la actividad de la Eurozona, los miembros coincidieron en que los datos recientes continuaron siendo más débiles de lo esperado. Se consideró que la debilidad en el crecimiento estaba siendo más duradera de lo que se había esperado anteriormente, con el resultado de que ahora es probable que el crecimiento esté por debajo del potencial por varios trimestres más. Sin embargo, se destacó que más allá del corto plazo, una serie de factores continuaron apoyando la expansión económica de la Eurozona, incluidas las condiciones favorables de financiamiento, el aumento del empleo y la aceleración del crecimiento de los salarios, así como la expansión en curso, aunque algo más lenta, en la actividad global. Asimismo, explicaron que la probabilidad de una recesión sigue siendo relativamente baja. Se destacó que las revisiones a las proyecciones de crecimiento se debieron principalmente al corto plazo y que se esperaba un repunte de la actividad en la segunda mitad del año, lo que refleja el desvanecimiento de factores temporales, la mejora del comercio exterior y la relajación de los conflictos comerciales.

Con respecto a la evolución de los precios, consideran que la inflación general probablemente se mantendrá alrededor de los niveles actuales, antes de caer hacia el final del año. Las medidas de inflación subyacente en general se mantuvieron sin presiones, pero las tensiones sobre los costos laborales se han fortalecido y ampliado en medio de los altos niveles de capacidad utilizada y el fortalecimiento de los mercados laborales. Hacia adelante, se espera que la inflación subyacente aumente a mediano plazo, apoyada por las medidas de política monetaria del ECB, la expansión económica y el aumento del crecimiento de los salarios. Se consideró que la transmisión del incremento en los salarios a la inflación sigue siendo un tema clave para el panorama a mediano plazo de la inflación. Explicaron que hasta ahora no se ha visto un traspaso, ya que las empresas absorbieron los aumentos al reducir los márgenes de ganancias. Sin embargo, se expresó cierta confianza en que las presiones salariales finalmente pasarán a la inflación subyacente.

En cuanto a la política monetaria, varios miembros expresaron una preferencia inicial por extender el *forward guidance* no sólo hasta finales del año, sino hasta el final del primer trimestre de 2020. Se argumentó que una clara señal de flexibilización sería importante en vista de las importantes revisiones a la baja de las proyecciones macroeconómicas del ECB. Otros miembros prefirieron extender el *forward guidance* hasta el final de 2019, ya que se consideró que era más coherente con las proyecciones que prevén un repunte de la economía en la segunda mitad de 2019. Se expresó precaución acerca de comprometerse a un período mayor. En el horizonte del año siguiente, en una situación de alta incertidumbre, los datos entrantes podrían evolucionar de formas muy diferentes. En vista de la alta incertidumbre prevaleciente, un enfoque gradualista basado en datos se consideró el más apropiado, mientras que también se argumentó que el Consejo de Gobierno debería evitar dar la impresión de que la política está casi predeterminada hasta el fin de año.

Los miembros también expresaron un amplio apoyo a lanzar una nueva serie de operaciones de financiamiento a plazo más largo (TLTRO-III).

Explicaron que estas nuevas operaciones ayudarán a garantizar que las condiciones de los préstamos bancarios sigan siendo favorables y respalden la transmisión sin problemas de la política monetaria a través del sector bancario. A la luz de los inminentes efectos relacionados con la maduración de las operaciones de TLTRO-II, los próximos requerimientos regulatorios y el riesgo de algún deterioro en las condiciones de financiamiento de los bancos, TLTRO-III ayudará a evitar el aumento de las presiones de financiamiento para los bancos. En la discusión, se enfatizó la naturaleza principalmente preventiva de TLTRO-III, ya que en general aún no se ha observado un endurecimiento de las condiciones crediticias. TLTRO-III actuará como un respaldo en un momento de alta incertidumbre con riesgos inclinados a la baja. Cabe destacar que las minutas no dieron información adicional sobre las TLTRO-III de la que se dio en marzo.

Mantenemos nuestra expectativa de que no habrá cambios en las tasas de referencia del ECB durante el 2019. Consideramos que la parte más relevante de las minutas es que se destacó que hubo miembros que apoyaban una extensión más larga del *forward guidance*, lo que le da un tono más *dovish*. A esto se suman los recientes comentarios de miembros del ECB y las cifras económicas que siguen mostrando debilidad, destacando el reporte del día de hoy de las ordenes a fábricas en Alemania que mostró una contracción de 8.4%a/a en febrero. En el tema de las TLTRO-III vemos muy difícil que se den más detalles en la reunión de política monetaria del ECB la próxima semana y vemos más probable que esos detalles se anuncien en la reunión de junio. Lo que hasta ahora se sabe es que la TLTRO-III iniciará en septiembre del 2019 y terminará en marzo del 2021 con un vencimiento de dos años. 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. Mantenemos nuestra expectativa de que no habrá cambios en la tasa de referencia durante este año y estaremos atentos 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	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