

## Reunión ECB – El QE se extendió más de lo esperado pero con un menor monto mensual

8 de diciembre 2016

[www.banorte.com](http://www.banorte.com)  
[www.ixe.com.mx](http://www.ixe.com.mx)  
[@analisis\\_fundam](mailto:@analisis_fundam)

**Katia Goya**  
Economista Senior, Global  
[katia.goya@banorte.com](mailto:katia.goya@banorte.com)

**Juan Carlos García**  
Economista, Global  
[juan.garcia.viejo@banorte.com](mailto:juan.garcia.viejo@banorte.com)

- El ECB mantuvo sin cambios sus tasas de referencia, aunque extendió su programa de compra de activos en nueve meses hasta diciembre de 2017, superando las expectativas de ampliación de seis meses
- A partir de marzo, la compra mensual se reducirá de 80mme a 60mme
- El Consejo de Gobierno decidió eliminar la restricción de compra de bonos con rendimiento por debajo de la tasa de depósitos que se ubica en -0.4%
- Asimismo, ahora podrán adquirir bonos de menor duración, debido a la reducción del límite inferior de 2 años a 1 año, dejando el espectro elegible de 1 a 30 años
- Los estimados macroeconómicos tuvieron pocos cambios, donde destaca un alza marginal para crecimiento e inflación durante el próximo año
- No obstante, los riesgos políticos y geopolíticos prevalecen y son una amenaza para las proyecciones del banco central
- En nuestra opinión, el QE podría seguir más allá de diciembre de 2017 por la débil tendencia al alza de la inflación

El ECB mantuvo sin cambios sus tasas de referencia, aunque extendió su programa de compra de activos en nueve meses hasta diciembre de 2017. 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) se ajustó de manera importante, con una extensión de 9 meses hasta diciembre de 2017, lo que superó la expectativa del mercado una ampliación de sólo 6 meses. Por otro lado, las compras mensuales seguirán siendo de 80mme, pero a partir de marzo, se reducirán a 60mme. Estas acciones permitirán mantener una postura monetaria acomodaticia que es necesaria para lograr que la inflación regrese cerca pero por debajo del objetivo de 2%.

Los parámetros del programa fueron modificados acorde a nuestra expectativa. Estos contemplan dos cambios fundamentales: (1) El rango de duración de la compra de bonos gubernamentales se extendió en el límite bajo, pasando de 2 años a 1 año, con lo que se pretende tener mayor presencia también en los bonos de menor duración, de esta forma, podrán adquirir bonos con duración de 1 a 30 años; y (2) el Consejo de Gobierno decidió eliminar la restricción de compra de bonos con rendimiento por debajo de la tasa de depósitos que se ubica en -0.4%, restricción que ya comenzaba a ser considerada un problema para el programa, debido a que se observaban algunos signos de escasez de instrumentos por el desplazamiento hacia abajo de las curvas de rendimientos de varios países de la Eurozona, particularmente en la parte de corto y mediano plazo, llegando a niveles por debajo de la tasa de depósitos.

Documento destinado al público en general

**El ECB no espera una desaceleración de la economía durante 2017.** De acuerdo con la actualización de estimados del ECB, la economía crecerá 1.7% este año. Para 2017 esperan un crecimiento en la misma proporción, ligeramente por arriba del estimado hecho en septiembre. Para 2018 y 2019 proyectan un crecimiento de 1.6%. No obstante, el presidente del ECB fue claro en que el balance de riesgos para el crecimiento se sigue deteriorado. Esto tiene su origen principalmente en la incertidumbre política y geopolítica derivada de hechos como el *Brexit*, el triunfo del “NO” en el referéndum por la reforma constitucional en Italia, y las elecciones en Francia y Alemania. Por ello, toma relevancia el argumento de que la política fiscal y las reformas estructurales son necesarias para una recuperación más robusta que permita un incremento en la productividad e impulsar el crecimiento potencial.

**La política monetaria acomodaticia es vital para lograr un incremento en la inflación.** Los estimados macroeconómicos del banco central muestran un avance anual de 0.2% en 2016, mientras que para 2017 esperan un avance de 1.3%, estimado 0.1pp más elevado respecto al de la reunión del mes de septiembre. Para 2018 anticipan un incremento en precios de 1.5%, por debajo del 1.6% proyectado en la última publicación. El ECB ve una mejoría en la inflación en los próximos meses debido al comportamiento de los precios del petróleo, que permitirá un mayor incremento de los precios de energéticos por una baja base de comparación. Sin embargo, la inflación subyacente sigue sin dar signos convincentes de una tendencia de alza. Si bien ya existía cierta presión de parte del mercado y de los propios miembros con un sesgo *hawk* dentro del Comité para reducir el ritmo de compra de activos, los mismos pronósticos del banco central aluden a una débil tendencia de alza de la inflación, por lo que si bien los ajustes anunciados hoy son positivos, pueden ser considerados como insuficientes.

**En nuestra opinión, el QE podría seguir más allá de diciembre de 2017 por la débil tendencia al alza de la inflación.** Si bien la decisión del día de hoy implica un aumento total del programa de compra de activos por 540mme mayor que los 480mme si se hubiera extendido el programa en 80mme mensuales pero sólo por 6 meses más, creemos que las perspectivas de un todavía débil desempeño de la inflación dejan abierta la puerta a que el estímulo pueda tener que extenderse aún más. Las proyecciones de inflación y los comentarios de Mario Draghi muestran que la perspectiva para la inflación sigue siendo la misma que cuando empezó el *QE* en 2015. Durante los próximos meses veremos una tasa anual más alta por la baja base de comparación de los primeros meses de 2015, pero esto se podría disipar hacia finales del 2017. Adicionalmente, deberán mantener la postura acomodaticia para sostener al frágil crecimiento del bloque que se podría ver afectado por la incertidumbre política y geopolítica y la volatilidad derivada de ello.

## 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, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, y Francisco José Flores Serrano 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 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
<b>COMPRA</b>	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	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
Francisco José Flores Serrano	Analista Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
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
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

**Análisis Deuda Corporativa**

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugo.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.cebaldos@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