

Minutas del ECB – Diferencia de opiniones respecto a la respuesta adecuada de política monetaria

10 de octubre 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 explicaron los beneficios del agresivo paquete de estímulo anunciado en dicha reunión...
- ...y dejaron en claro que hay diferencia de opiniones en cuanto a la respuesta de política monetaria que se considera adecuada en el complejo entorno actual
- Reiteraron la necesidad de una postura monetaria altamente acomodaticia durante un periodo prolongado de tiempo
- Explicaron que están preparados para ajustar todos sus instrumentos

Hoy se publicaron las minutas de la última reunión de política monetaria de septiembre del ECB. Cabe recordar que en dicha reunión, el ECB anunció un agresivo paquete de estímulo monetario que incorporó un recorte a la tasa de depósitos, cambios en el *forward guidance*, la reinstalación del *QE*, se hicieron modificaciones a las modalidades de la TLTRO III, se mantuvo el programa de reinversiones y se incorporó un “*two-tier system*”. En las minutas se explicaron los beneficios de usar estas herramientas y se pudo observar que al igual que al interior del FOMC, dentro del Consejo de Gobierno del ECB, también hay fuerte división de opiniones respecto a la respuesta de política monetaria adecuada en el complejo entorno actual.

En las minutas se destacó que el banco central considera que el balance de riesgos sigue inclinado a la baja. Esto en gran parte debido a la prolongada presencia de incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos, la creciente amenaza de proteccionismo y vulnerabilidades en los mercados emergentes. El marco bajo el cual el Consejo de Gobierno anunció el agresivo paquete de estímulo se resume en (1) Una desaceleración prolongada de la economía de la Eurozona; (2) persistentes riesgos a la baja; y (3) una perspectiva de inflación que sigue por debajo de su objetivo de medio plazo.

Hubo voces que destacaron que las nuevas proyecciones de crecimiento podrían ser demasiado optimistas. Las minutas resaltaron que los supuestos atrás de las proyecciones del ECB de septiembre se consideraron relativamente optimistas porque los estimados se basan en un *Brexit* ordenado, mientras que la probabilidad de un *Brexit* sin acuerdo ha aumentado recientemente, a lo que hay que añadir que se asumió que eventualmente habrá una resolución a las tensiones comerciales. Ambos supuestos podrían considerarse optimistas.

Documento destinado al público en general

En el complejo entorno actual, el Consejo, apoyó la implementación de un agresivo paquete de estímulo monetario. Se explicó que se requería de una respuesta integral para respaldar la convergencia de forma sostenida hacia el objetivo de inflación a mediano plazo. Las minutas destacaron que el conjunto de medidas proporcionaría apoyo monetario a través de una variedad de mecanismos.

Discrepancia de opiniones en cuanto a la magnitud de la baja en la tasa de depósitos. En las minutas se explicó que la reducción de la tasa de la facilidad de depósitos, junto con los cambios en el *forward guidance*, operaría a lo largo de la curva de rendimientos, especialmente en los segmentos de corto a mediano plazo. Una gran mayoría de los miembros estuvo de acuerdo en reducir la tasa de depósitos en 10pb a -0.50%. Mientras que, algunos miembros expresaron su disposición a considerar reducir la tasa en 20pb en dicha reunión, en particular como parte de un paquete que excluiría el *QE*. Mientras que, otros miembros no apoyaron el recorte en ninguna magnitud, preocupados por la posibilidad de efectos secundarios cada vez más adversos de los recortes de tasas adicionales.

Cambios en el *forward guidance*. Por su parte, se explicó que el fortalecimiento del *forward guidance*, proporcionaría una señal clara para las expectativas de tasas al ligar la política monetaria con condiciones más estrictas para las perspectivas de inflación. Además, al mantener el sesgo *dovish* de las tasas de interés, el Consejo de Gobierno indicaría que aún tiene margen para reducir aún más las tasas, si fuera necesario.

En tanto, la decisión de reanudar el programa de compra de activos (*QE*), se consideró un complemento importante para la política de tasas de interés. Se resaltó que el programa de compra de activos tuvo un mayor impacto en las tasas a más largo plazo, brindando más apoyo a los costos de financiamiento que son relevantes para las empresas y los hogares. Además, explicaron que este programa tuvo un importante efecto de riqueza en los balances de los bancos y otras entidades y que el programa tendió a tener un efecto más poderoso en la formación de expectativas de inflación al demostrar el compromiso del banco central de utilizar todos los instrumentos en busca de su objetivo. Explicaron que al utilizar todos los elementos a la vez, se logra un equilibrio al garantizar que implementan instrumentos que se refuerzan mutuamente de la manera más eficiente, en lugar de depender excesivamente de cualquier instrumento

La mayoría apoyó el *QE*, peor hubo voces en contra. Si bien las intervenciones de los miembros del ECB, previas a la última reunión de política monetaria, mostraban fuerte división de opiniones con respecto a la reinstalación del *QE*, en las minutas se explicó que una clara mayoría de los miembros estuvo de acuerdo con reiniciar las compras a un ritmo mensual de € 20 mil millones a partir del 1 de noviembre, continuarlas durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de las tasas de política y poner fin a ellas poco antes de que se elevaran las tasas de interés del ECB. Lo anterior, ya que se consideró que la pura reinversión de los pagos del principal de los valores que vencen se consideró insuficiente.

Se explicó que reiniciar el *QE* proporcionaría una fuerte señal de la determinación y la voluntad del Consejo de Gobierno de actuar a la luz de las actuales perspectivas de baja inflación. Sin embargo, varios miembros del Consejo, consideraron que el *QE* es un instrumento de último recurso que sólo debe utilizarse en caso de contingencias más graves y que no se justifica a la luz de las perspectivas actuales.

Se consideró que una discusión sobre los límites del *QE* podría esperar. En cuanto a la preocupación de los participantes del mercado de que bajo los límites actuales, podría no haber activos suficientes en el mercado para las compras del ECB, en las minutas se explicó que el ritmo de las compras por € 20 mil millones por mes, es mucho más pequeño que en las fases anteriores del programa. Asimismo se dijo que, la actual postura expansiva de la política fiscal permitiría al Consejo de Gobierno continuar las compras dentro de los límites actuales por un período de tiempo significativo.

En lo que se refiere a los otros elementos de la propuesta... Explicaron que un escenario de TLTRO III más atractivo respaldaría las condiciones de financiamiento bancario en un entorno de débil crecimiento. Se garantizará que los bancos continúen ofreciendo condiciones de préstamo favorables a las empresas y los hogares, lo que garantizaría la transmisión adecuada de la política monetaria y respaldaría aún más la postura acomodaticia de la misma. Explicaron que prolongar el vencimiento a tres años alinea mejor las operaciones con el típico vencimiento del financiamiento bancario de proyectos de inversión, mejorando así el apoyo de la TLTRO III al financiamiento de la economía real. Finalmente, explicaron que, un “*two-tier system*” ayuda a mantener los efectos positivos de la política de tasas negativas del Consejo de Gobierno sobre la economía al mitigar el costo directo para los bancos de mantener reservas en exceso. Se destacó que el Consejo de Gobierno reiteró la necesidad de una postura de política monetaria altamente acomodaticia durante un período prolongado de tiempo y que están preparados para ajustar todos sus instrumentos, según corresponda, para garantizar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida.

|

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, 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, Luis Leopoldo López Salinas, 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
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@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