

El ECB revelará detalles del QE en su reunión de marzo

4 de marzo 2015

www.banorte.com
www.ixe.com.mx
@analisis_fundam

Livia Honsel
Economista, Europa
livia.honsel@banorte.com

- Después del anuncio del QE en enero, pensamos que la reunión de mañana (5 de marzo) será menos relevante para los mercados en términos de cambios en la política monetaria
- No obstante, los mercados estarán atentos los detalles adicionales sobre las modalidades del programa de compra de activos (QE)
- El QE del ECB debería apoyar un mayor dinamismo económico en la Eurozona este año
- El Consejo dará a conocer los estimados actualizados de inflación y crecimiento que incluirán por primera vez los de 2017
- La atención se centrará también en los comentarios sobre Grecia

Después del anuncio del QE, pensamos que la reunión de mañana será menos relevante para los mercados. El pasado 22 de enero, el Consejo de Gobierno anunció la ampliación del programa de compra de activos (QE) con el objetivo de cumplir con el mandato de estabilidad de precios del ECB. A partir de este mes, el ECB empezará a adquirir deuda emitida por los gobiernos de la Eurozona, por agencias y por instituciones europeas. Estas compras se añaden a los programas de compras de bonos respaldados por activos (ABSPP por sus siglas en inglés) y de compras de bonos garantizados por hipotecas (CBPP3 por sus siglas en inglés) iniciados en 4T14. En la reunión de mañana, pensamos que la autoridad monetaria dejará sin cambio la postura monetaria. La atención se centrará en los comentarios adicionales sobre las modalidades de las compras de deuda pública (con la posible publicación del Acta Legal del programa). En la tabla abajo, recordamos las principales características del programa de expansión cuantitativa o QE.

ECB - Principales características del QE

Nombre del programa	Expanded Asset Purchase Programme (EAPP)
Monto mensual de las compras	60mme
Duración del programa	De marzo 2015 a septiembre 2016 o "hasta que se observe un ajuste sostenido de la trayectoria de inflación"
Composición del programa	(1) Deuda pública (deuda de los gobiernos de la Eurozona, de agencias y de instituciones europeas); (2) Bonos de titulación de activos (ABS) (3) Bonos garantizados (CB)
Repartición del riesgo de pérdidas en la compra de deuda pública	20% de riesgo compartido entre ECB y BCN y 80% asumido por los BCN
Tratamiento de la deuda pública	Pari passu frente a otros inversionistas
Distribución entre los países	Todos los países con grado de inversión en función de su capital clave en el ECB
Vencimiento de los bonos	2 a 30 años
Límites	Por emisor: 33%; por emisión: 25%
Información sobre las compras	Publicadas cada semana por el ECB

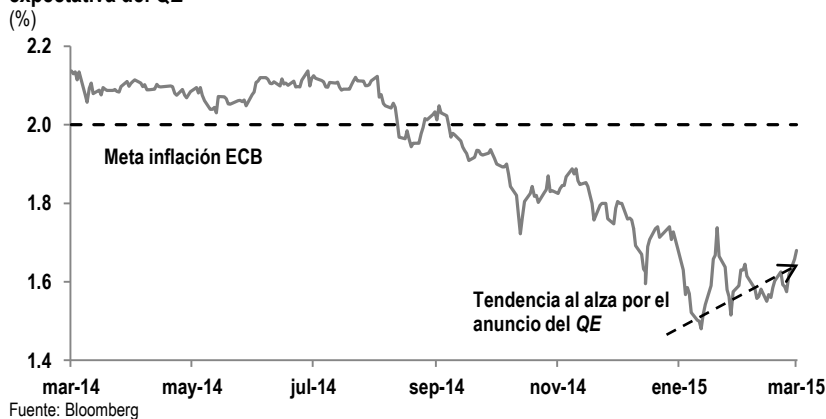
Fuente: Banorte-Ixe con datos del ECB

Documento destinado al público en general

Los mercados centrarán su atención en los detalles adicionales sobre las modalidades del QE. A pesar de que el ECB ya dio a conocer algunas características del programa, todavía hay varias dudas a pocos días de que empiecen las compras. La atención se enfocará en los siguientes temas:

- (1) La fecha exacta del inicio de las compras. Un miembro del Consejo Ejecutivo del ECB – Benoît Coeuré – afirmó que las compras iniciarán en la primera quincena de marzo. Concretamente, pensamos que empezarán el próximo lunes 9 de marzo después de la reunión y de la publicación del Acta Legal del programa;
- (2) El importe mensual de compras de deuda pública. Dentro de las compras mensuales totales de activos de 60mme, pensamos que las correspondientes a bonos garantizados y ABS continuarán oscilando alrededor de 10mme mensuales. Por lo tanto, la adquisición de deuda pública se ubicaría en 50mme mensuales. Adicionalmente, el ECB indicó que las compras de bonos de instituciones europeas representarán 12% de las compras de deuda pública (es decir, 6mme en nuestra opinión). Por lo tanto, consideramos que la adquisición mensual de bonos de gobierno y de agencias se elevaría a unos 44mme.
- (3) La duración del programa de compra de deuda pública. El Consejo señaló en el comunicado que prevé que las compras “...continúen al menos hasta septiembre 2016 y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la trayectoria de inflación que sea compatible con su objetivo de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos al 2% a medio plazo...”. Por lo tanto, la evolución de las expectativas de inflación por parte del mercado y de los analistas será clave en la decisión del ECB de cuando interrumpir el QE.

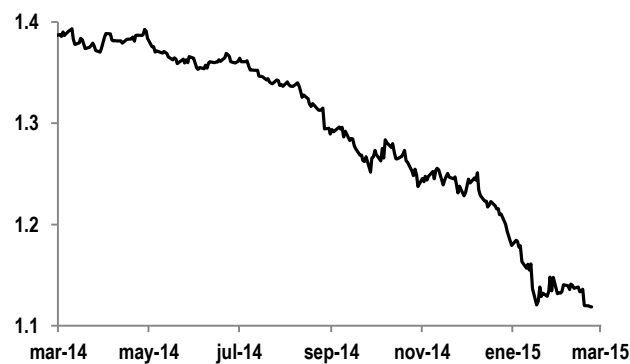
Las expectativas de inflación a 5 años muestran una tendencia al alza por la expectativa del QE



- (4) La compra de bonos soberanos con rendimiento negativo. En nuestra opinión, las compras del ECB deberán incluir los bonos soberanos con rendimiento negativo. De lo contrario, excluiría una parte importante del mercado de bonos.
- (5) La coordinación de las compras entre el ECB y los bancos centrales nacionales (BCN). Las compras por parte del ECB se realizarán a través de los diecinueve BCN. Sin embargo, no sabemos si cada BCN comprará únicamente bonos emitidos por su país o también de otros países miembros.
- (6) Las agencias e instituciones europeas que formarán parte del programa de compras.

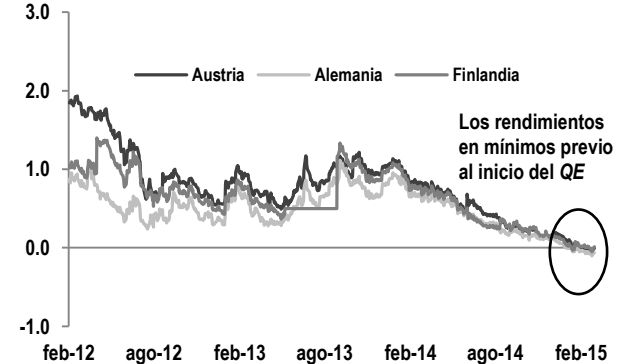
La expansión cuantitativa del ECB debería apoyar un mayor dinamismo económico en la Eurozona este año. En nuestra opinión, el programa de compra de activos del ECB respaldará un mayor dinamismo de la actividad económica en la región este año a través de diferentes canales de transmisión: (1) Un mayor optimismo por parte del sector privado, que ya se ve reflejado en las encuestas (PMI, IFO, ESI); (2) la depreciación del euro frente al dólar que permitirá una mayor competitividad de la Eurozona frente a sus socios; (3) el declive de las tasas de interés de los bonos soberanos (*ver gráficas abajo*) que debería impulsar la reactivación del crédito al sector privado y de la inversión.

Tipo de cambio del euro frente al dólar
USD/EUR



Fuente: Bloomberg

Rendimientos soberanos en países del "núcleo"
%



Fuente: Bloomberg

El Consejo dará a conocer los estimados actualizados de inflación y crecimiento que incluirán por primera vez los de 2017. Prevemos una fuerte revisión a la baja de la proyección de inflación en 2015 y en menor medida en 2016, actualmente en 0.7% y 1.3% respectivamente (Banorte-Ixe: -0.1% y 1% respectivamente, *ver tabla abajo*), debido al bajo nivel de los precios del petróleo. Los inversionistas estarán particularmente atentos a la proyección de inflación en 2017 que podría dar una señal sobre si el *QE* podría extenderse después de 2016. Al mismo tiempo, el *staff* posiblemente ajustará al alza las proyecciones de crecimiento en 2015 y 2016 actualmente en 1% y 1.5% respectivamente (Banorte-Ixe: 1.3% y 1.6% respectivamente), tomando en cuenta el efecto positivo del *QE*, de la depreciación del euro y del bajo nivel de inflación que ya se está reflejando en los datos de actividad.

Proyecciones de crecimiento e inflación en la Eurozona
%

	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB			
ECB (dic 14)	0.8	1.0	1.5
Comisión Europea (feb 15)	0.8	1.3	1.9
FMI (ene 15)	0.8	1.2	1.4
Consenso de <i>Bloomberg</i>	0.8	1.1	1.6
Banorte-Ixe	0.8	1.3	1.6
Inflación			
ECB (dic 14)	0.5	0.7	1.3
Comisión Europea (feb 15)	0.4	-0.1	1.3
FMI (oct 14)	0.5	0.8	1.2
Consenso de <i>Bloomberg</i>	0.4	0.2	1.2
Banorte-Ixe	0.4	-0.1	1.0

Fuentes: Banorte-Ixe, ECB, FMI, Comisión Europea, Bloomberg

La atención se centrará también en los comentarios sobre Grecia. En la conferencia de prensa, esperamos preguntas sobre:

- (1) Si el ECB autorizará un aumento de las emisiones de deuda de corto plazo por parte del gobierno. Grecia se enfrenta a varios vencimientos este mes y no dispone de reservas suficientes para cubrirlos. Las emisiones autorizadas se limitan a 15mme;
- (2) Si el ECB volverá a aceptar los bonos griegos como colateral de sus préstamos a los bancos ahora que fue aprobada la prórroga por cuatro meses del programa de asistencia financiera; y
- (3) Si el ECB transferirá en el corto plazo a Grecia el importe de 1.9mme correspondiente a las utilidades generadas por los bonos griegos en el portafolio del banco central.

Nueva rotación de votos. De acuerdo con el nuevo sistema de voto rotativo, los gobernadores de los bancos centrales de Italia, Grecia, Chipre y Lituania no votarán en esta reunión (*ver tabla abajo*). Cabe recordar que desde el 1º de enero 2015, los seis miembros del Consejo Ejecutivo (Draghi, Constancio, Mersch, Coeuré, Lautenschlaeger y Praet) conservan el derecho de voto permanente en las decisiones de política monetaria mientras que los diecinueve gobernadores de los bancos centrales nacionales comparten quince derechos de voto con una rotación mensual. Las minutas de la reunión de mañana se publicarán el 2 de abril.

Calendario Consejo de gobierno del ECB - Presidentes de los BCN que no votan

Meses	Grupo 1	Grupo 2		
ene-15	Linde, España	Hansson, Estonia	Honohan, Irlanda	Stourmaras, Grecia
feb-15	Noyer, Francia	Honohan, Irlanda	Stourmaras, Grecia	Georghadji, Chipre
mar-15	Visco, Italia	Stourmaras, Grecia	Georghadji, Chipre	Vasiliauskas, Lituania
abr-15	Knot, Países Bajos	Georghadji, Chipre	Vasiliauskas, Lituania	Rimsevics, Letonia
may-15	Weidmann, Alemania	Vasiliauskas, Lituania	Rimsevics, Letonia	Reinesch, Lux.
jun-15	Linde, España	Rimsevics, Letonia	Reinesch, Lux.	Bonnici, Malta
jul-15	Noyer, Francia	Reinesch, Lux.	Bonnici, Malta	Nowotny, Austria
ago-15	Visco, Italia	Bonnici, Malta	Nowotny, Austria	Costa, Portugal
sep-15	Knot, Países Bajos	Nowotny, Austria	Costa, Portugal	Jazbec, Eslovenia
oct-15	Weidmann, Alemania	Costa, Portugal	Jazbec, Eslovenia	Makuch, Eslovaquia
nov-15	Linde, España	Jazbec, Eslovenia	Makuch, Eslovaquia	Liikanen, Finlandia
dic-15	Noyer, Francia	Makuch, Eslovaquia	Liikanen, Finlandia	Coene, Bélgica

Fuente: ECB

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Julia Elena Baca Negrete, Juan Carlos Alderete Macal, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Santiago Leal Singer, Rey Saúl Torres Olivares; Manuel Jiménez Zaldívar, Víctor Hugo Cortes Castro, Marisol Huerta Mondragón, Marissa Garza Ostos, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, María de la Paz Orozco, Tania Abdul Massih Jacobo, Hugo Armando Gómez Solís, Valentín III Mendoza Balderas, 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
COMPRA MANTENER VENTA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
	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 Análisis Económico	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Análisis Económico	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
Julieta Álvarez Espinosa	Asistente Dir. Ejecutiva Análisis y Estrategia	julieta.alvarez@banorte.com	(55) 5268 - 1613
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katía Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Julia Elena Baca Negrete	Gerente Economía Internacional	julia.baca.negrete@banorte.com	(55) 1670 - 2221
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	livia.honsel@banorte.com	(55) 1670 - 1883
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Rey Saúl Torres Olivares	Analista Economía Nacional	saul.torres@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Estrategía de Renta Fija y Tipo de Cambio			
Alejandro Padilla Santana	Director Estrategía de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector de Estrategía de Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategía de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Análisis Bursátil			
Manuel Jiménez Zaldivar	Director de Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5004 - 1275
Victor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 5004 - 1231
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 - 1179
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5004 - 1227
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 5004 - 1266
Valentín III Mendoza Balderas	Gerente de Análisis	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 5268 - 9000 x 1267
María de la Paz Orozco García	Analista	maripaz.orozco@banorte.com	(55) 5004 - 5262
Análisis Deuda Corporativa			
Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 5004 - 1437
Banca Mayorista			
Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Jorge de la Vega Grajales	Director General Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Banca Patrimonial y Privada	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General de Administración de Activos y Desarrollo de Negocios	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velazquez Rodríguez	Director General Banca Internacional	rvelazquez@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9879
Victor Antonio Roldan Ferrer	Director General Banca Corporativa Transaccional	vrolدان@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454