

El programa de compra de activos del ECB sufre en un entorno de debilidad de la banca italiana

13 de julio 2016

- **La postura monetaria acomodaticia del ECB lleva ocho años sin dar los resultados esperados**
- **Las tasas de referencia permanecerán bajas por un periodo prolongado en la Eurozona**
- **El crédito ha perdido impulso en los últimos meses, pero esto se podría revertir por el inicio del TLTRO-II**
- **El ECB podría aumentar la duración del actual programa de *QE* debido a la escasez de instrumentos elegibles**
- **Las condiciones de crédito en Italia han tenido un desempeño más débil del promedio de la región y los créditos morosos van en aumento**
- **La especulación por una crisis bancaria en Europa ha aumentado**
- **Consideramos que habrá intervención pública Italia y no descartamos nuevas medidas del ECB en el mediano plazo**

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

Delia Paredes

Director Ejecutivo Análisis y Estrategia
delia.paredes@banorte.com

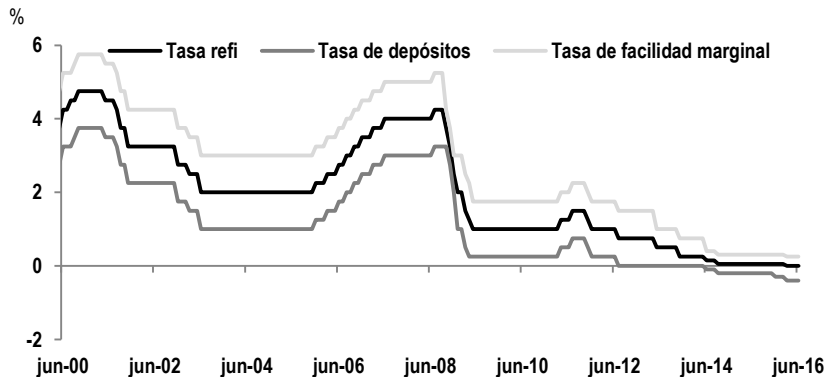
Juan Carlos García

Economista, Global
juan.garcia.viejo@banorte.com

La postura monetaria acomodaticia del ECB lleva ocho años sin dar los resultados esperados. El banco central de la unión monetaria ha intentado revivir al crecimiento y la inflación por medio de una política monetaria acomodaticia, al igual que otras autoridades alrededor del mundo. Sin embargo, las bajas tasas de interés y el exceso de liquidez no han logrado los resultados esperados. El ECB sigue enfatizando que combatirán las presiones deflacionarias con todas las herramientas disponibles. Hasta junio, la tasa anual de inflación se ubicó en 0.1% y se encuentra muy lejos del objetivo del banco central, el cual ha mostrado su preocupación por efectos de segunda vuelta y las presiones deflacionarias provenientes de las economías emergentes. Actualmente, la tasa *refi* se ubica en 0%, mientras que la tasa de depósitos se ha recortado hasta -0.4% y la tasa de facilidad marginal de crédito se sitúa en 0.25%. Adicionalmente, el banco central ha implementado medidas alternas como lo son las TLTROs, que son programas que tienen como propósito dar un fondeo dirigido a las instituciones financieras a un costo bajo. El segundo programa TLTRO ha entrado en vigor durante el mes de junio de este año y podría dar un nuevo impulso al crédito, en el tiempo en que este comenzaba a dar signos de menor dinamismo. Por su parte, el programa de compra de activos que comenzó en marzo de 2015 con un monto de 60mme mensuales se ha incrementado hasta 80mme y se extenderá ahora por lo menos hasta marzo de 2017. El *QE* del ECB está compuesto por la compra de bonos gubernamentales (PSPP) y de bonos corporativos (CSPP) más recientemente incorporado.

Las tasas de referencia permanecerán bajas por un periodo prolongado en la Eurozona. En este entorno de baja inflación y crecimiento sólo moderado, el ECB tiene pocos instrumentos para dar mayor estímulo, y posterior al *Brexit*, la posibilidad de un nuevo recorte a la tasa de depósitos ha aumentado considerablemente. La probabilidad implícita de recorte para la reunión de la próxima semana está en 18%, pero para la reunión de septiembre está en torno a 56%. Adicionalmente, los bonos en la Eurozona cada vez tienen un rendimiento menor, particularmente la deuda gubernamental. Consideramos que hay cuatro causas importantes del desplazamiento hacia abajo de las curvas de rendimientos para los distintos países del bloque: (1) Los bajos niveles en los que se sitúan las tasas de referencia, lo que afecta en mayor proporción a la parte corta de la curva; (2) la expectativa de menores niveles de inflación y crecimiento hacia adelante, lo que afecta a la parte media y larga de la curva; (3) la poca confianza de los inversionistas de que las políticas actuales tengan un efecto significativo sobre los precios y el crecimiento económico; y (4) el poco premio por riesgo y por plazo que existe actualmente en los mercados desarrollados.

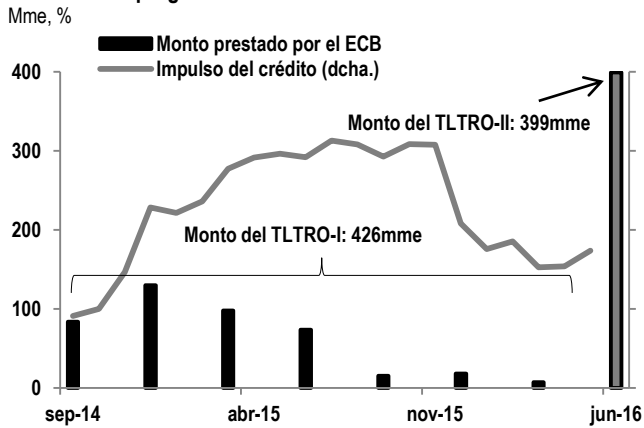
Tasas de referencia del ECB



Fuente: Bloomberg

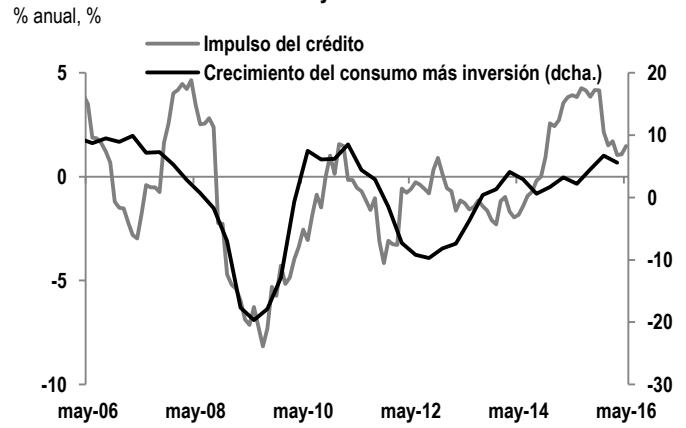
El crédito ha perdido impulso en los últimos meses, pero esto se podría revertir por el inicio del TLTRO-II. En las últimas minutas del ECB, los integrantes del Consejo se dijeron confiados en los efectos positivos del CSPP y del nuevo TLTRO-II, mismo que podría disminuir los costos de financiamiento del sector privado y dar un mayor impulso a la originación de crédito. Cabe recordar que el primer programa de operaciones de refinanciamiento dirigido de largo plazo se lanzó en junio de 2014 y tuvo un efecto positivo sobre el impulso del crédito sobre la economía. Sin embargo, las operaciones tenían un monto más acotado al observado en la primer subasta del segundo programa en donde se colocaron casi 400mme (ver gráfico de la izquierda). Adicionalmente, la economía real avanza un paso moderado, pero el crédito ha comenzado a mostrar un efecto menos significativo sobre la economía real, como se observa en el gráfico del lado inferior derecho.

Efecto de los programas TLTRO sobre las condiciones de crédito



Fuente: Bloomberg

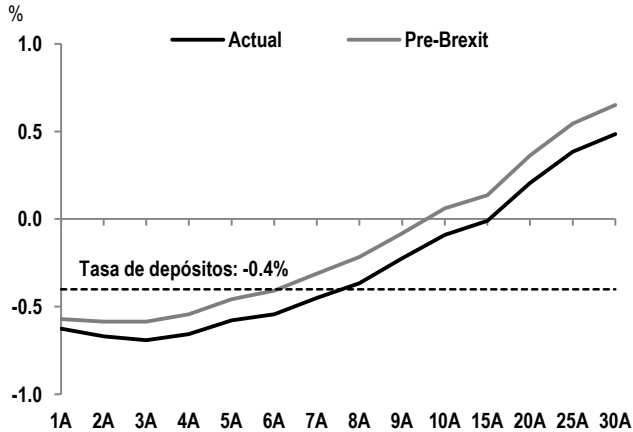
Crecimiento de la economía real y las condiciones de crédito



Fuente: Bloomberg

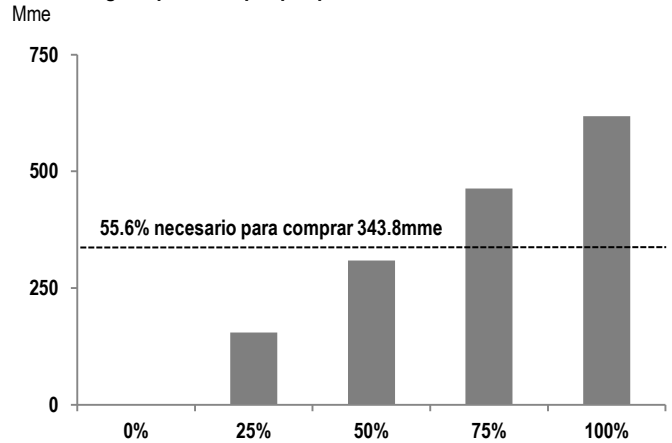
El ECB podría aumentar la duración del actual programa de QE debido a la escasez de instrumentos elegibles. El Consejo ya ha comenzado a discutir uno de los temas que podría incidir sobre su postura monetaria en los próximos meses. A raíz de las bajas perspectivas de crecimiento de los países que conforman al bloque, las curvas de rendimientos han tenido un desplazamiento hacia abajo, y han mostrado un deterioro adicional por los efectos del *Brexit*. Es importante mencionar que uno de los requisitos para la compra de bonos por parte de los bancos centrales locales es que el bono tenga un rendimiento superior a la tasa de depósitos (-0.4% anual). Sin embargo, en los últimos días, el rendimiento de los bonos ha caído significativamente, lo que hace que una mayor parte de la curva se encuentre por debajo del nivel de la tasa de depósitos, causando que el universo de instrumentos elegibles sea menor. Un ejemplo de ello es Alemania, donde el promedio ponderado de duración restante de los bonos soberanos y estatales es de 7.44 años, y donde el bono de 7 años tiene un rendimiento de -0.45%, lo que hace inelegible prácticamente a la mitad de los instrumentos que podrían comprarse en caso de que tuvieran un rendimiento mayor (ver gráfico abajo a la izquierda). De hecho, el Bundesbank debe comprar 343.8mme hasta marzo de 2017, pero del universo elegible actual de 618mme tendría que comprar el 55.6%, como se observa en el gráfico en la parte inferior derecha. No obstante, los bancos centrales locales solamente tienen derecho a una tenencia de un tercio de los instrumentos en circulación. Por lo que consideramos que el ECB pudiera alargar el plazo del QE para dar más margen a las autoridades monetarias de cada país, o bien, modificar el porcentaje de los activos totales que pueden conservar. Cabe recalcar que una escasez de instrumentos podría generar volatilidad en el precio de los mismos.

Curva de rendimientos de Alemania



Fuente: Bloomberg

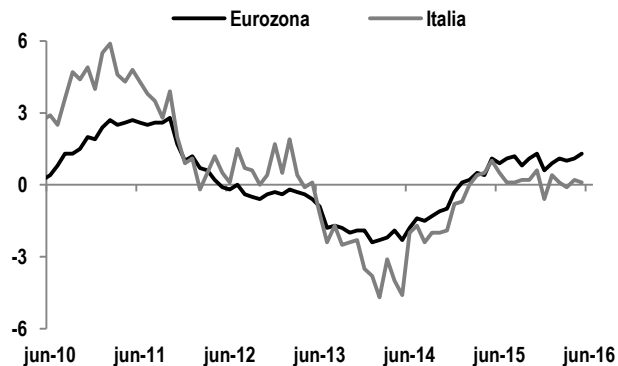
Deuda elegible para compra por parte del Bundesbank



Fuente: Bloomberg

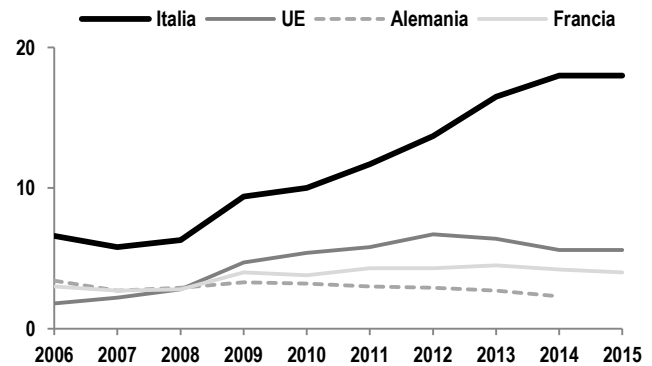
Las condiciones de crédito en Italia han tenido un desempeño más débil del promedio de la región y los créditos morosos van en aumento. Las últimas cifras de crédito en Italia han corroborado un debilitamiento del sector bancario, debido a que la colocación de crédito ha dejado de crecer. Está claro que a partir de 2013, las condiciones de financiamiento han estado por debajo del promedio de los demás países de la unión monetaria, como se observa en el gráfico abajo a la izquierda. A pesar de que en un inicio se desmentía la posibilidad de que los bancos italianos estuvieran sufriendo de falta de capital, en los últimos días se ha hecho evidente que el *Brexit* tuvo un efecto adverso sobre los recursos de las instituciones financieras italianas. El gobernador del Banco Central de Italia, Ignazio Visco, ha dicho que dado el riesgo en un entorno de alta incertidumbre, la confianza en el sistema financiero podría tener un deterioro, por lo que no se podría descartar una intervención pública. Lo anterior se da en el contexto de una alta morosidad en los créditos en Italia, donde cerca del 18% de ellos caen en impago, superando lo visto en otros países del bloque como Alemania y Francia y solamente superado por las cifras de Grecia (ver gráfico abajo a la derecha).

Crédito de instituciones financieras a no financieras ex. gobierno
% anual



Fuente: Bloomberg

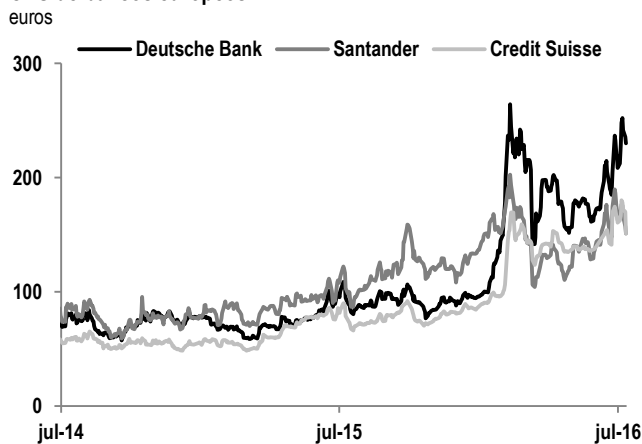
Créditos morosos
% del total de créditos



Fuente: Bloomberg

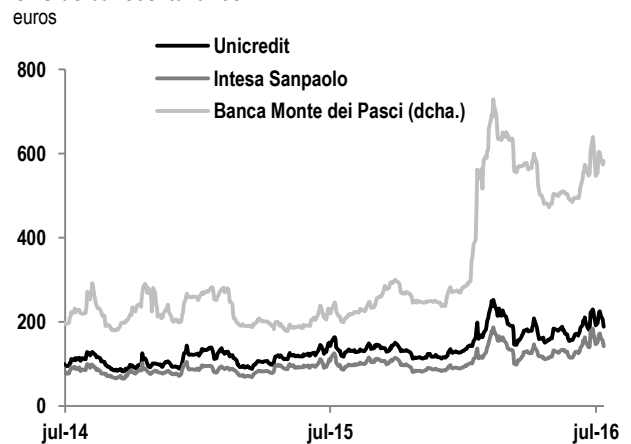
La especulación por una crisis bancaria en Europa ha aumentado. Mientras tanto, Matteo Renzi, primer ministro de Italia, ha comenzado a buscar la posibilidad de un rescate para el Banco Monte dei Paschi di Siena, debido a la fuerte proporción de créditos que han caído en impago y de la cual ha sido instruido para deshacerse. Adicionalmente, el primer ministro ha propuesto una reforma para negociar los nuevos requerimientos en la Eurozona, particularmente en lo referente a que los accionistas y acreedores deberán responder ante las pérdidas de las instituciones financieras. Este asunto será muy sensible en caso de que los resultados del *stress test* a publicarse el 29 de julio muestren la necesidad de mayor capital para fondear a los bancos italianos. Las acciones de los bancos italianos han sufrido desde que se dio a conocer la noticia del *Brexit* y de que existen 360mme de créditos morosos en el sistema. El principal implicado antes mencionado ha tenido una pérdida de más de 42% en el valor de su capital. En este entorno, el Consejo del ECB ha dado señales de precaución en lo referente a la cartera vencida o morosa en los bancos de la Eurozona. De cualquier manera, comentaron que las acciones del ECB permitirían que los bancos tuvieran mayor fondeo y mejores utilidades, a través de una demanda de crédito más alta. Sin embargo, el Fed dio a conocer sus resultados de su último *stress test* la semana pasada, donde recalcó el riesgo de entidades bancarias como Deutsche Bank y Santander, al igual que el estadounidense Morgan Stanley, aunque este último pasó la prueba pero se encuentra en niveles aun comprometidos. Por su parte, el FMI dijo recientemente que Deutsche Bank es la institución financiera más riesgosa del mundo y que podría ser la fuente de choques externos al sistema financiero mundial. Dentro de las sistémicamente relevantes, aparecen detrás HSBC y Credit Suisse.

CDS de bancos europeos



Fuente: Bloomberg

CDS de bancos italianos



Fuente: Bloomberg

Consideramos que habrá intervención pública en Italia y no descartamos nuevas medidas del ECB en el mediano plazo. En Europa, diversos funcionarios públicos han comentado que existe el riesgo de un contagio financiero, precisamente con la nueva regulación que está diseñado para limitar los costos de rescate para el contribuyente e imponer las pérdidas a los inversionistas cuando los bancos se quedan sin capital. Por ello, es probable que haya una ayuda por medio de un programa similar al TARP implementado en Estados Unidos durante la crisis de 2008 para limpiar el balance de los bancos de los créditos en problemas pero a cambio de una participación de parte del Estado. A la par, consideramos que el *Brexit* incidirá sobre la función de reacción del ECB y les obligará a dar un mayor estímulo por medio de una prolongación del plazo del programa de *QE* y una ampliación del porcentaje de tenencia permitido sobre los activos en circulación, derivado del retroceso de los rendimientos en la curva de los países del bloque, sin descartar también un nuevo recorte en la tasa de depósitos.

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, Marisol Huerta Mondragón, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, y Santiago Leal Singer, 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, ni 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	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
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
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	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
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas / Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 1670 - 1746
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cementos / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes	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	hugoa.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.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 Velazquez Rodriguez	Director General Adjunto Banca Internacional	ricardo.velazquez@banorte.com	(55) 5268 - 9879
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454