

Decisión del ECB: Tasas sin cambios, con medidas enfocadas a aumentar la liquidez

12 de marzo 2020

www.banorte.com
@analisis_fundam

Juan Carlos Alderete, CFA
Director, Análisis Económico
juan.alderete.macal@banorte.com

Katia Goya
Subdirector Economía Internacional
katia.goya@banorte.com

- En su decisión de política monetaria hoy, el *ECB* mantuvo sin cambios sus principales tasas de interés, en línea con nuestras expectativas
- En específico, la tasa de interés de depósitos se mantuvo en **-0.50%**, la de refinanciamiento en **0.00%** y la tasa marginal de préstamos en **-0.25%**
- Por otro lado, se anunciaron una serie de medidas para incrementar la oferta de crédito y la liquidez en el sistema financiero de la Eurozona. Estas incluyeron:
 - (1) Aumento temporal del programa de compra de activos en **€120,000 millones** hasta el cierre del año, adicional al monto actual de compras de **€20,000 millones** al mes;
 - (2) Nuevas operaciones de refinanciamiento (*LTROs*) para proveer liquidez al sistema financiero de manera inmediata y hasta junio de este año, cuando se realizará la cuarta operación del tercer programa de *TLTRO*; y
 - (3) Mejores condiciones de financiamiento y accesibilidad para los préstamos “dirigidos” de largo plazo (*TLTRO III*) a partir de junio de 2020 y hasta junio de 2021
- El Consejo de Supervisión Bancaria anunció medidas adicionales que relajan algunos requerimientos regulatorios para apoyar la provisión de liquidez y de crédito
- Por otro lado, el banco central redujo sus estimados de crecimiento a **0.8%** desde **1.1%** para 2020, **1.3%** desde **1.4%** para 2021 y sin cambios para 2022 en **1.4%**. Los pronósticos de inflación se mantuvieron sin cambios ante un panorama altamente incierto
- En la conferencia de prensa, Christine Lagarde volvió a hacer un llamado a la necesidad de una respuesta de política fiscal coordinada para hacer frente a los riesgos producto del COVID-19
- No descartamos medidas adicionales enfocadas a aumentar la liquidez, pero creemos que el *ECB* esperará, manteniendo sus llamados para que la política fiscal juegue también un rol primordial en el difícil contexto actual

El ECB anuncia nuevas medidas de estímulo. Tras las recientes acciones de otros bancos centrales –entre ellos [el Fed](#) y [el BoE](#)–, el *ECB* decidió de manera unánime una serie de medidas para hacer frente al impacto que el Coronavirus está teniendo sobre las cadenas de suministro y el gasto de hogares y empresas. Estas tienen el objetivo de incrementar la liquidez y el acceso al financiamiento, con especial énfasis en pequeñas y medianas empresas. Asimismo, el *ECB* recortó sus estimados de crecimiento, en particular para 2020, manteniendo los pronósticos de inflación sin cambios ante un panorama altamente incierto. En la conferencia de prensa, Christine Lagarde mostró un tono *dovish*, asegurando que las medidas están diseñadas para atender los riesgos derivados del virus y mitigar el impacto en los mercados, el acceso al crédito y la economía.

Documento destinado al público en general

Tasas de interés sin cambios, con medidas enfocadas a aumentar la liquidez y asegurar la disponibilidad de crédito en condiciones favorables. En primer lugar, destacamos que las tasas de interés se mantuvieron sin cambios, con la de depósitos en -0.50%, refinanciamiento en 0.00% y marginal de préstamos en -0.25%. En el primer caso, las opiniones de los analistas estaban muy divididas, con algunos esperando un recorte de 10pb. En este sentido, consideramos que la decisión de mantener las tasas sin cambios señala con fuerza que la opinión prevaleciente de la Junta de Gobierno es que las tasas negativas están teniendo un efecto negativo en el sistema bancario. Así, la decisión sugiere que la mayoría ve el espacio para mayores reducciones prácticamente agotado, con Christine Lagarde afirmando que las medidas son las más eficientes y enfocadas para la coyuntura. En particular, el paquete de medidas anunciado incluyó:

- (1) *Aumento temporal del estímulo cuantitativo.* Adicional al paquete de estímulo de septiembre del año pasado que involucra compras de activos por €20,000 millones al mes, el *ECB* realizará un incremento temporal del programa. En específico, se anunció la compra de €120,000 millones adicionales en instrumentos hasta el cierre de este año, asegurando una contribución más importante de valores del sector privado. En la conferencia de prensa, Lagarde afirmó que se utilizará toda la flexibilidad del programa, sin especificar un monto determinado al mes y con el portafolio pudiendo divergir temporalmente de las reglas de capital establecidas, aunque convergiendo hacia ellas al final de su vigencia.
- (2) *Nuevas operaciones de refinanciamiento (LTROs).* Estas operaciones serán temporales y tienen el objetivo de proveer liquidez al sistema financiero de la Eurozona de manera inmediata. Estas serán colocadas a la tasa de interés promedio de depósitos (-0.50%) y estarán vigentes hasta junio del 2020, cuando se realizará la cuarta operación del programa de *TLTRO III*
- (3) *Mejores condiciones de financiamiento y accesibilidad para los préstamos “dirigidos” de largo plazo (TLTRO III).* Cabe recordar que, bajo este esquema, el *ECB* realiza préstamos a un plazo de dos años a los bancos. Los préstamos son “dirigidos” ya que cuentan con restricciones muy claras para asegurar que los recursos sean prestados a hogares y/o empresas, con especial énfasis en pequeñas y medianas. De no ser así, los penaliza con una mayor tasa de interés por estos recursos. En este sentido, el banco central está dispuesto a pagarle intereses a estas instituciones para que realicen estos préstamos. El *TLTRO III* se anunció en marzo del año pasado e inició en septiembre del 2019, mismo que consta de siete operaciones trimestrales, la siguiente de ellas en junio de este año.

El *ECB* anunció dos mejoras. Primero, el monto de recursos en este esquema aumentará al 50% del acervo de préstamos elegibles, desde 30% anteriormente. Por el otro, el costo de este tipo de financiamiento mejorará. En específico, la tasa de interés de los *TLTRO III* podría ser de -25pb (lo que significa 25pb debajo de la tasa de refinanciamiento, actualmente en 0.00%) y podría ser hasta de -75pb para aquellas contrapartes que mantengan sus niveles de provisiones por riesgo de crédito (es decir 25pb por debajo de la tasa de depósitos, actualmente en -0.50%).

El Consejo de Supervisión Bancaria anunció otras medidas. Estas tienen el objetivo de relajar algunos requerimientos regulatorios de los bancos para que las instituciones puedan proveer mayor liquidez y realizar más préstamos. Entre ellas, destacan: (1) Los prestamistas podrán utilizar algunos de los recursos que han acumulado de manera prudencial para cumplir con los requerimientos de capital y liquidez; (2) habrá mayor flexibilidad en el tratamiento de la cartera vencida en los balances de los bancos; (3) el banco central permitirá a los bancos operar con menores niveles de suficiencia de capital y menores restricciones sobre los instrumentos permitidos; y (4) ordenó investigar medidas para relajar las condiciones del colateral, con lo que busca asegurar el uso de los esquemas anunciados. En términos generales, las medidas pretenden aminorar la carga regulatoria de las instituciones, liberando capital que les permitirá incrementar la oferta de crédito a los agentes económicos, con la expectativa de que no sean utilizados para incrementar dividendos o compensaciones variables.

Menor crecimiento esperado, con alta incertidumbre sobre el panorama de inflación. Ante el impacto del Coronavirus, Lagarde mencionó que el panorama de corto plazo ha empeorado, aunque se espera que el crecimiento mejore en el mediano plazo ante condiciones financieras más laxas. En particular, el estimado de crecimiento del PIB para 2020 fue recortado a 0.8% a/a desde 1.1%, con la revisión concentrada sobre todo en el primer semestre. Afirmó que los riesgos están sesgados a la baja, y que las proyecciones ya habían sido revisadas en esta dirección incluso antes de la propagación del virus. Para 2021, el pronóstico se redujo a 1.3% desde 1.4%, mientras que para 2022 se mantuvo sin cambios en 1.4% (ver tabla abajo).

Los estimados de inflación se mantuvieron sin cambios en 1.1%, 1.4% y 1.6%, para éste y los próximos dos años. Lagarde mencionó que la inflación general probablemente caiga en el corto plazo ante la fuerte baja del precio del petróleo. No obstante, existe una alta incertidumbre sobre el panorama, ya que el Coronavirus podría inducir un sesgo a la baja en los precios debido a una menor demanda agregada. Sin embargo, por el otro lado, también podría generar presiones alcistas derivadas de las interrupciones a las cadenas de suministro. Por último, la presidenta dijo que el proceso para la revisión de la estrategia del banco central –que se estimaba finalizar hacia el cierre de este año– se retrasará por lo menos seis meses, mientras que la próxima conferencia de prensa será de manera virtual.

Pronóstico de crecimiento e inflación de la Eurozona

%			
	2020	2021	2022
PIB	0.8	1.3	1.4
	4.4	4.4	4.4
Inflación	1.1	1.4	1.6

Fuente: ECB

No descartamos medidas adicionales de liquidez. Consideramos que el *ECB* tiene un margen de maniobra menor al de otros bancos centrales y el hecho de haber dejado hoy sin cambios la tasa de depósitos en -0.50%, parece dejar en claro que esta herramienta está agotada. También pone en relieve las preocupaciones por los efectos adversos de las tasas de interés negativas sobre los bancos y los ahorradores. En este sentido, consideramos que las medidas anunciadas hoy, están orientadas a garantizar la oferta de crédito y reducen de manera sustancial la probabilidad de una crisis en el sistema bancario. Sin embargo, el riesgo es que no exista la demanda suficiente para que el crédito sea canalizado a la economía real. Adicionalmente, tenemos dudas de si los bancos estarán lo suficientemente cómodos para realizar los préstamos ante el fuerte incremento del riesgo de crédito debido a las medidas implementadas para contener la propagación.

Hacia adelante, no vemos medidas adicionales por parte del *ECB*, que mantendrá los llamados para que la política fiscal juegue también un rol primordial. Esto en un contexto en el cual, el choque a la demanda ha sido más severo que en otras regiones, lo que puede ser atacado de manera más eficiente con estas políticas. No obstante, de profundizarse el impacto del virus, lo cual puede ocurrir ante las medidas de contención (como es el caso en Italia) y en específico las restricciones de viaje anunciadas por Trump para los vuelos con la Unión Europea, no podemos descartar medidas adicionales enfocadas a seguir aumentando la liquidez. Entre éstas podrían considerarse mayores compras de activos, incluidos valores privados –como acciones de empresas–, y créditos con mejores condiciones, entre otros.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, Alejandro Padilla Santana, Delia María Paredes Mier, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Tania Abdul Massih Jacobo, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, Santiago Leal Singer, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalía Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Eridani Ruibal Ortega, 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.

Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Relación con Inversionistas			
Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Relación con Inversionistas	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados			
Alejandro Padilla Santana	Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Análisis Económico			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Análisis Económico	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Subdirector Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katía Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Estrategia de Mercados			
Manuel Jiménez Zaldívar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio			
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Renta Fija y 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			
Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Subdirector Análisis Bursátil	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Análisis Deuda Corporativa			
Tania Abdul Massih Jacobo	Director 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
Estudios Económicos			
Delia María Paredes Mier	Director Ejecutivo Estudios Económicos	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Estudios Económicos	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
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.roldan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454