

Decisión del **ECB**: Tasas y **QE** sin cambios, nuevas medidas enfocadas a mantener la liquidez necesaria

30 de abril 2020

www.banorte.com
@analisis_fundam

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, también mantuvo sin cambios el programa de compra de activos **PEPP** para hacer frente a la pandemia, en **€750,000 millones**
- Sin embargo, el **ECB** anunció nuevas medidas enfocadas a la liquidez:
 - (1) Las condiciones de financiamiento y accesibilidad para los préstamos “dirigidos” de largo plazo (**TLTRO III**) se relajarán aún más; y
 - (2) Se anunció una nueva serie de operaciones de refinanciamiento de largo plazo de emergencia para hacer frente a la pandemia (**PELTROs**)
- **Christine Lagarde** reafirmó la necesidad de que el estímulo fiscal apoye la actividad económica y espera una contracción del PIB de la región de **12%** en el 2020
- Hacia adelante, no descartamos que se anuncie una ampliación del programa de compra de activos

El **ECB** anunció medidas adicionales de estímulo. El banco central anunció nuevas medidas principalmente encaminadas a reducir los costos de fondeo de los bancos. No obstante, mantuvo sin cambios las principales tasas de referencia y el programa de compra de activos, sorprendiendo a algunos participantes de mercado que anticipaban que este último sería expandido.

Medidas de liquidez anunciadas recientemente. Antes de describir de lleno las medidas anunciadas hoy, cabe recordar que, a mediados de marzo, el **ECB** anunció una serie de medidas que incluyeron:

- (1) *Aumento temporal del estímulo cuantitativo.* Adicional al paquete de estímulo de septiembre del año pasado que involucraba compras de activos por €20,000 millones al mes, el **ECB** realizó 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
- (2) *Nuevas operaciones de refinanciamiento (LTROs).* Se explicó que 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**

Documento destinado al público en general

(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 en dicha ocasión. Primero, el monto de recursos en el esquema aumentaría al 50% del acervo de préstamos elegibles, desde 30% anteriormente. Por el otro, el costo de este tipo de financiamiento mejoraría.

(4) Un nuevo programa de compra de activos privados y públicos (*New Pandemic Emergency Purchase Program, PEPP*) por €750,000 millones que terminará a finales del 2020

Nuevas medidas anunciadas hoy. El banco central anunció que, las condiciones de financiamiento y accesibilidad para los préstamos “dirigidos” de largo plazo *TLTRO III*, (medida tres en el párrafo anterior) se relajarán aún más. La tasa de interés para estas operaciones en el periodo de junio de 2020 y hasta junio de 2021 será 50pb menor que la tasa de refinanciamiento, actualmente en 0.0%. Previamente la tasa de interés de los *TLTRO III* podría ser de -25pb, lo que significa 25pb debajo de la tasa de refinanciamiento). Mientras tanto, aquellas contrapartes que mantengan sus niveles de provisiones por riesgo de crédito podrán tener acceso a una tasa de interés 50pb menor a la tasa de depósitos, que se encuentra actualmente en -0.50%. Por lo tanto, esta facilidad de financiamiento podría otorgar préstamos a una tasa de interés de hasta -1.00%, en vez de -0.75% como límite inferior previamente.

Por otra parte, también se anunció una nueva serie de operaciones de refinanciamiento de largo plazo de emergencia para hacer frente a la pandemia (*PELTROS*). Estas operaciones están destinadas a asegurar que existe la liquidez necesaria en el sistema bancario para garantizar el funcionamiento adecuado de los mercados. Serán siete operaciones, a una tasa de interés que podrá ser 25pb por debajo de la tasa de refinanciamiento (actualmente en 0.0%), y la primera será anunciada el 19 de mayo. La duración de las operaciones se irá reduciendo en las siete operaciones que se realizarán. La primera tendrá una duración de 16 meses, mientras que la última será de sólo 8 meses.

Consideramos que las medidas anunciadas hoy están orientadas a garantizar la oferta de crédito. Asimismo, reducen 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 préstamos ante el fuerte incremento del riesgo de crédito derivadas de las medidas implementadas para contener la propagación.

Lagarde, hizo nuevamente un llamado a que la política fiscal apoye el crecimiento económico. En la conferencia de prensa, Christine Lagarde, dijo que la economía podría contraerse 15% en 2T20 y 12% en todo el año. Asimismo, reiteró como lo ha hecho desde hace meses, que es necesario el apoyo de la política fiscal para estimular la actividad económica. Dijo que se requiere de una respuesta ambiciosa y coordinada en este frente y destacó que los ministros de finanzas deben actuar de manera conjunta y solidarizarse con los más afectados por la crisis.

Consideramos que, el banco central ya no quiere reducir más las tasas de referencia. En nuestra opinión, el *ECB* tiene un margen de maniobra menor al de otros bancos centrales y el hecho de haber dejado desde hace algunas reuniones 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.

Hacia adelante no descartamos que el ECB anuncie un incremento del programa de compra de activos. Lo anterior debido a que, dicho programa es menor que el de otros bancos centrales, y al ritmo actual, no se está logrando reducir los diferenciales de los bonos en países con menor calidad crediticia relativo a los *Bunds* alemanes. Lo que está ocurriendo tiene que ver con: (1) El hecho de que algunos países de la región están resintiendo los efectos de la propagación del COVID-19 más que otros; y (2) la carga fiscal y el impacto sobre la deuda de implementar medidas de estímulo para ayudar a mitigar los efectos del virus, no está siendo homogénea entre los países. Destacamos a Italia y España, donde las condiciones de la deuda les dan poco espacio para actuar en el frente fiscal.

Sin embargo, en caso de ser necesario, el *ECB* podría optar por seguir anunciando medidas como las de hoy encaminadas a mantener la liquidez necesaria, mientras continúa con la presión para que la política fiscal juegue un rol más predominante. 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.

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	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	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.

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
Katia 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.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454