

## **Decisión del ECB – Un tono menos *dovish* en el margen, pero listos para actuar si es necesario**

- El ECB mantuvo sin cambios su postura monetaria después de las agresivas medidas de estímulo anunciadas al cierre del 2020
- Los cambios en el comunicado fueron pequeños, pero el tema que destaca es que por primera vez se incluyó la frase de que el monto del programa de compra de activos no tiene que usarse en su totalidad y puede ser recalibrado en caso de que sea necesario mantener condiciones financieras favorables, resaltando la flexibilidad del programa
- En conferencia de prensa, Lagarde reafirmó que los riesgos para el crecimiento económico siguen inclinados a la baja, pero son menos pronunciados, lo que mostró un tono menos *dovish* en el margen. Sin embargo, en nuestra opinión permanecen claros riesgos a la baja para el crecimiento, sobre todo en el corto plazo
- La presidenta del ECB reafirmó la preocupación por el fortalecimiento del euro, reafirmando que estarán monitoreando el tipo de cambio y su impacto sobre la inflación
- Destacó que la incertidumbre sigue siendo muy elevada y que el ECB está listo para usar todos sus instrumentos
- Reafirmamos nuestra expectativa de que no habrá anuncios adicionales de una ampliación del estímulo monetario, pero si vemos probable un *front-loading* de las compras de activos bajo el *PEPP*

Como era ampliamente esperado, el ECB mantuvo sin cambios la postura monetaria. Esto después de las [agresivas medidas de estímulo anunciadas el año pasado](#). En este contexto, el banco central: (1) Mantuvo las tasas de referencia sin cambios, con la de depósitos en -0.50%, refinanciamiento en 0.00% y marginal de préstamos en 0.25%; (2) dejó sin cambios el programa de compra de activos para hacer frente a la pandemia (*PEPP*), en €1.85 billones con una vigencia hasta marzo de 2022. La reinversión de los activos que vencen bajo este programa seguirá hasta finales de 2023; (3) no anunció modificaciones a la tercera serie de operaciones de financiamiento a plazo más largo “dirigidas” (*TLTRO III*), después de la recalibración que se anunció en la reunión previa; (4) reafirmó que las compras netas en el programa de compra de activos (*APP*) continuarán a un ritmo mensual de €20,000 millones, con la intención de continuar reinvertiendo en su totalidad los pagos de principal durante un período prolongado después de la fecha en que empiecen a subir las tasas de interés clave; y (7) la línea de recompra del Eurosistema para bancos centrales (*EUREP*) y todas las líneas *swap* y de recompra temporales con bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro se mantiene hasta marzo de 2022, como ya se había anunciado.

21 de enero 2021

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

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

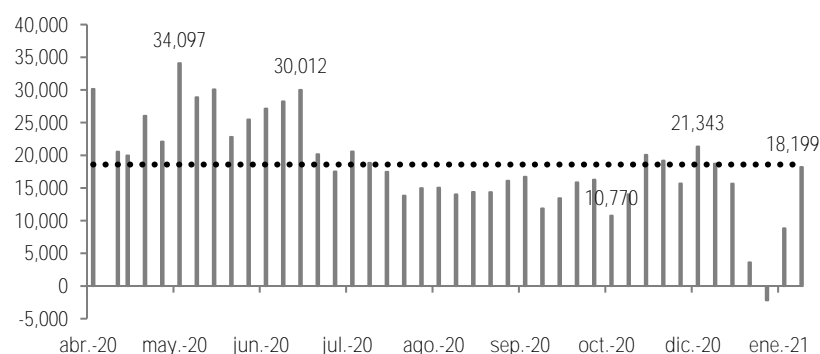
Documento destinado al público en general

**Se resaltó la flexibilidad del programa de compra de activos PEPP.** Los cambios en el comunicado fueron pequeños, pero el tema que destaca es que por primera vez se incluyó la frase de que el monto del programa de compra de activos no tiene que usarse en su totalidad. Si bien esto ya se había explicado desde la reunión previa, es la primera vez que se incluye explícitamente dentro del comunicado. Por otra parte, también se resaltó que el programa puede ser recalibrado en caso de que sea necesario mantener condiciones financieras favorables. Consideramos que esto es una clara señal de que el banco central quiere resaltar la flexibilidad del PEPP.

**Con un tono menos dovish en el margen, Lagarde reafirmó que los riesgos para el crecimiento siguen inclinados a la baja, aunque son menos pronunciados.** La presidenta del ECB dijo que la economía de la Eurozona probablemente volvió a registrar una contracción en el 4T20 como consecuencia del repunte en el número de contagios y las renovadas medidas de contención, lo que pesará también en la actividad del 1T21. Estos comentarios no sorprenden a la luz de las estimaciones del consenso, que ubican el crecimiento del PIB de la región en el último trimestre del año pasado en -2.4% t/t y en 0.4% t/t en 1T21. Asimismo, consideramos muy relevante que Lagarde dejó en claro que la prolongación de las restricciones en el primer trimestre y las dificultades de la puesta en marcha de los programas de vacunación se habían tenido en cuenta en las últimas proyecciones macroeconómicas publicadas en diciembre, por lo que siguen siendo válidas. A pesar de estas preocupaciones, consideramos que el tono de Lagarde respecto al desempeño de la actividad hacia adelante fue ligeramente más optimista, al destacar: (1) El avance en los últimos meses en el lanzamiento de las vacunas; (2) el acuerdo con el Reino Unido sobre las relaciones comerciales tras el *Brexit*; (3) la aprobación del Fondo de Recuperación por parte de los líderes europeos; y (4) el resultado de las elecciones en Estados Unidos, incluyendo la segunda vuelta en Georgia por el Senado, lo que eliminó la incertidumbre en este frente. Sin embargo, en nuestra opinión el riesgo a esta percepción permanece sesgado a la baja, especialmente después de que Alemania extendió severas medidas de contención hasta el 14 de febrero.

**Ritmo de compras de activos del PEPP se aceleró recientemente...** Cabe mencionar que, desde su inicio en abril del 2020 y hasta el 15 de enero de este año, las compras promedio semanales han sido de €18,589 millones (ver gráfica abajo). Por su parte, el monto acumulado de compras hasta ahora es de €780,732 millones. Por otro lado, en la última compra se ve un incremento en el monto a €18,199 millones, desde un promedio en diciembre de €14,832 millones. En este contexto y como ya mencionamos, el ECB ha destacado la importancia de la flexibilidad de este programa. En nuestra opinión, esto sugiere la posibilidad de que en un contexto donde los mayores riesgos para el crecimiento y la inflación están concentrados en 1S21, el ECB decida hacer un *front-loading* de las compras bajo el PEPP en los próximos meses.

Compras semanales de activos bajo el PEPP  
Millones de euros



Nota: La línea punteada denota el promedio semanal hasta el momento, en €18,589 millones al 15 de enero 2021  
Fuente: Banorte con datos del ECB

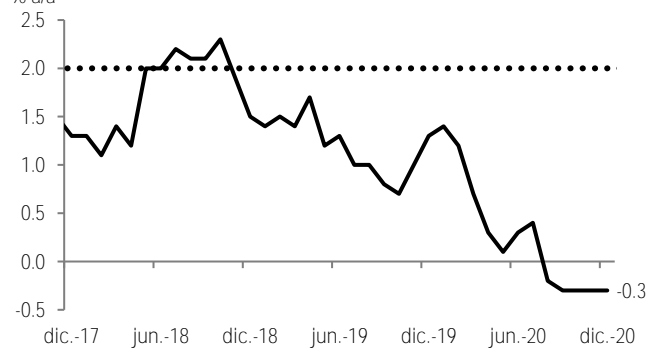
Finalmente, la apreciación del euro frente al dólar (ver gráfica abajo, izquierda) es otro factor que preocupa al banco central desde hace meses, generando mayores presiones a la baja para la inflación (gráfica abajo, derecha) que ya lleva cinco meses consecutivos en terreno negativo. En este contexto, el ECB destacó que continuará monitoreando muy de cerca este tema.

Tipo de cambio  
Dólares por euro



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Inflación en la Eurozona  
% a/a



**No esperamos anuncios adicionales de estímulo monetario, pero si un *front-loading* de las compras bajo el PEPP.** Ante las perspectivas menos pesimistas sobre el crecimiento económico y las señales que se percibieron en las minutas de la reunión previa, vemos pocas probabilidades de anuncios adicionales de estímulo monetario. En dichas minutas quedó claro que no todos los miembros del Consejo estuvieron de acuerdo en el monto de ampliación del PEPP, además de que no están evaluando un nuevo recorte en tasas. En este contexto, con los mayores riesgos concentrados en la primera parte del año y la expectativa de una recuperación en la segunda mitad debido a la administración de la vacuna, lo que parece más probable no es la ampliación del estímulo, sino un *front-loading* de las compras de activos bajo el PEPP. Lo anterior teniendo en cuenta que el ECB ha hecho cada vez más énfasis en la flexibilidad del programa. Por último, en caso de fuertes sorpresas negativas sobre la evolución de la pandemia y/o respecto a la aplicación de las vacunas, seguimos creyendo que el ECB optaría en primera instancia por modificar sus programas de provisión de crédito y liquidez en vez de bajas adicionales de tasas. En este sentido, Lagarde volvió a reafirmar el objetivo de mantener condiciones de financiamiento muy laxas para empresas y hogares. Sin embargo, este no constituye nuestro caso base.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, 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, Eridani Ruibal Ortega y Juan Barbier Arizmendi, 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
<b>COMPRA</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	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.

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 Zaldivar	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
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Juan Barbier Arizmendi, CFA	Analista	juan.barbier@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Análisis Deuda Corporativa			
Tania Abdul Massih Jacobo	Director Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.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	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
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) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Osvaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	osvaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
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) 1670 - 1899