

ECB – Sin cambios, pero con guía más *hawkish* de lo esperado

- En su primera decisión de política monetaria después del inicio de la invasión de Rusia a Ucrania, el ECB mostró un tono más *hawkish* al anunciar una aceleración relativa en la reducción de los estímulos
- El banco central informó que las compras de activos bajo el APP serán más moderadas de lo anunciado en las reuniones de diciembre y febrero
- Asimismo, el comunicado mostró un cambio importante en el *forward guidance* al eliminar la frase que mencionaba que las tasas de interés podrían ubicarse por debajo de los niveles actuales
- Por otro lado, extendieron la facilidad para otorgar liquidez en euros a los bancos centrales fuera del bloque monetario
- En la conferencia de prensa, Lagarde explicó que el conflicto entre Rusia y Ucrania genera riesgos sustanciales al alza para la inflación
- En este contexto, ajustó al alza sus estimados de inflación y a la baja los de crecimiento económico
- Consideramos que el tono más *hawkish* del ECB muestra mayores preocupaciones por el posible impacto que tendrá el conflicto bélico sobre la inflación que sobre el crecimiento económico
- Esperamos que el estímulo proveniente del programa de activos termine en 1S22 y consideramos muy probable que el primer incremento en tasas sea hasta 2023

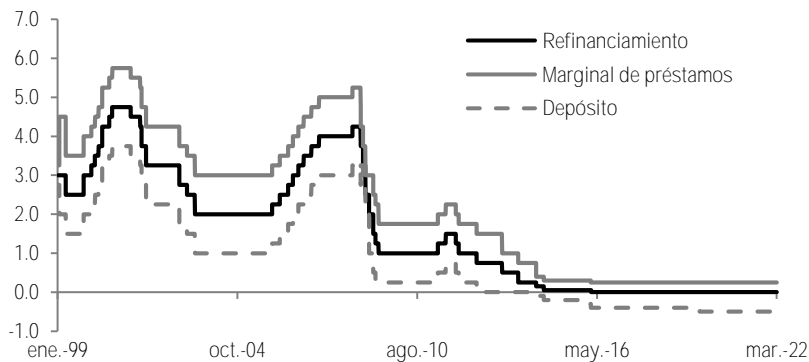
10 de marzo 2022

www.banorte.com
@ analisis_fundam

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

Como era ampliamente esperado, el ECB mantuvo sin cambios las tasas de referencia y reafirmó que el *PEPP* finalizará en marzo del 2022. El banco central mantuvo las tasas de referencia sin modificaciones, con la de depósitos en -0.50%, refinanciamiento en 0.00% y marginal de préstamos en 0.25% (ver gráfica abajo). Asimismo, reafirmó que el programa de compra de activos de emergencia para hacer frente a la pandemia (*PEPP*) terminará en marzo.

Tasas de interés del ECB
%



Fuente: Banorte con datos del Bloomberg

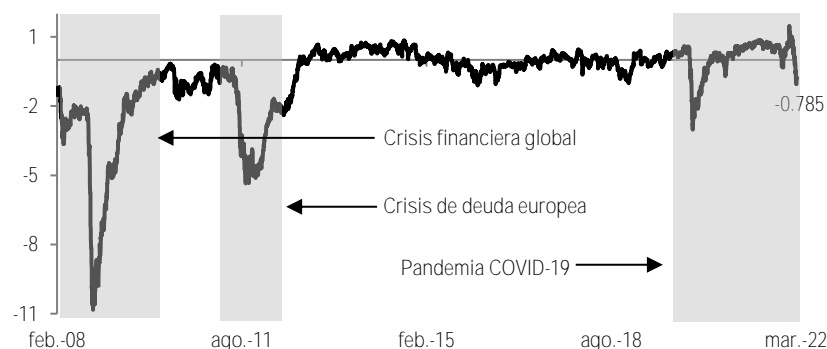
Documento destinado al público en general

El ECB mostró una postura más *hawkish* al reducir el estímulo antes de lo que había anunciado. Recordemos que, en las reuniones de [diciembre](#) y [febrero](#), se explicó que en sustitución del *PEPP*, se haría una ampliación del otro programa de compra de activos (*APP*), de €20,000 millones mensuales actualmente a €40,000 millones en 2T22, para bajar a €30,000 millones en 3T22 y a partir de octubre regresar a €20,000 millones. En contraste, en esta reunión se explicó que en abril el monto también subiría a €40,000 millones, aunque bajará de manera más acelerada, a €30,000 millones en mayo y €20,000 millones en junio. Se explicó que la calibración en 3T22 dependerá de los datos, con la posibilidad de que el estímulo termine ese trimestre. Aunque la situación por la dinámica de precios y el conflicto en Ucrania sigue muy incierta, creemos que es muy probable que el estímulo de las compras de activos termine en la primera mitad del año.

También explicaron que el ciclo alcista sería gradual. El ECB hizo cambios importantes en su *forward guidance*, eliminando de su comunicado la frase donde decían que las tasas de referencia podrían ubicarse debajo de los niveles actuales. Con esto descartó posibles recortes en tasas. Al mismo tiempo, explicaron que el ciclo de alza será gradual y no empezará hasta *algún momento* después de terminar con los programas de compra de activos. Esto contrasta con la frase previa que decía que el ciclo de alza en tasas empezaría *poco después* de terminar dichas compras. Dado que es muy probable que las compras de activos terminen en la primera mitad del año, esto abre la puerta a un inicio del ciclo de alza en tasas en el 2S22. Sin embargo, el cambio en la comunicación parece dar tiempo al banco central para actuar hasta 2023. Creemos que aún hay muchas cosas por definirse, entre ellas el impacto y duración del conflicto bélico sobre la actividad económica de Europa y el efecto de los recientes choques en precios de energéticos sobre la inflación, incluyendo su persistencia. Por lo tanto, la frase también señala un mayor grado de flexibilidad y mayor paciencia para empezar con el ciclo de alzas en tasas.

El ECB extendió una facilidad para otorgar liquidez en euros. Ante los riesgos de mayor inestabilidad financiera en la región derivados del conflicto en Ucrania, el ECB extenderá hasta el 15 de enero de 2023 una facilidad para otorgar liquidez en euros a los bancos centrales fuera del bloque monetario. Esta facilidad es conocida como EUREP (*Eurosystem Repo Facility for Central Banks*, por sus siglas en inglés) y se estableció como parte de las medidas implementadas por la pandemia. Originalmente, estaba programado para terminar este mes. En específico, los bancos centrales que la utilicen podrán recibir euros a través de reportos con colateral de valores denominados en euros. En este sentido, la facilidad sirve como un complemento de otros acuerdos bilaterales de líneas *swaps* y *reportos*, siendo atractivo únicamente en caso de difíciles condiciones de mercado. Algunos bancos centrales fuera del bloque que ya cuentan con acuerdos vigentes de líneas *FX swap* con el ECB –independientes del EUREP– incluyen Bulgaria y Croacia, mientras que Polonia ha dicho que está discutiendo la apertura de este tipo de facilidades con el ECB, Fed y SNB, entre otros. A su vez, es una medida precautoria que tiene el objetivo de reducir la probabilidad de un fuerte apretamiento de las condiciones financieras (ver gráfica abajo) ante la situación en Ucrania.

Condiciones financieras de la Eurozona*
Índice



* Nota: Frecuencia diaria con el último dato disponible al 10 de marzo 2022
Fuente: Banorte con datos del Bloomberg

El ECB ajustó al alza sus estimados de inflación y a la baja los de crecimiento.

Lo más relevante de las proyecciones es que incluyen una primera estimación del impacto del conflicto bélico sobre la Eurozona. Si bien el alza en los precios de los energéticos explica la mayor parte de la revisión al alza en las proyecciones de inflación, el banco central también ve presiones subyacentes acelerándose. Adicionalmente, consideran que los riesgos para la inflación se inclinan al alza. Sin embargo, los tres escenarios del banco central ven a la inflación en el objetivo en el horizonte de proyección. En este contexto, su escenario base incorpora una inflación de 5.1% este año, arriba del estimado de diciembre de 3.4%, mientras que ubican su estimación en 2.1% y 1.9%, en 2023 y 2024, respectivamente. En cuanto al crecimiento, la revisión se concentró en 2022, con un importante ajuste a la baja. Las proyecciones para 2023 y 2024 se mantuvieron prácticamente sin cambios. Para este año esperan un crecimiento del PIB de 3.7% desde 4.2% previo.

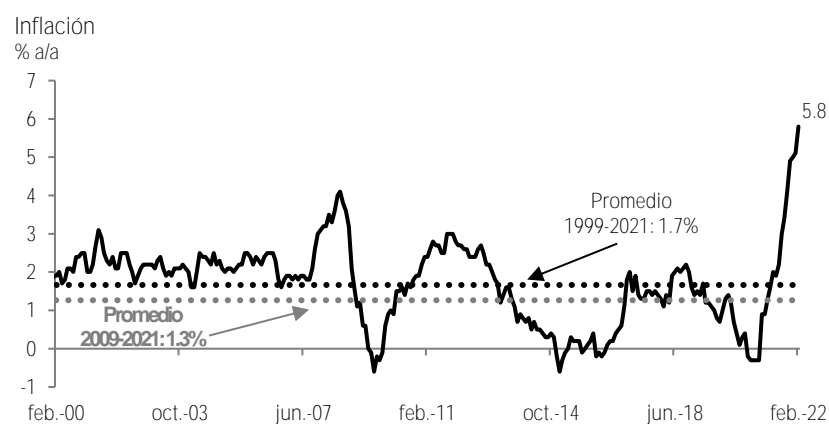
Escenarios alternos para el PIB, Inflación y tasa de desempleo en la junta de marzo*

	Proyecciones de mar.-22											
	Escenario optimista				Escenario base				Escenario pesimista			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
PIB	5.4	3.7	2.8	1.6	5.4	2.5	2.7	2.1	5.4	2.3	2.3	1.9
Inflación	2.6	5.1	2.1	1.9	2.6	5.9	2.0	1.6	2.6	7.1	2.7	1.9
Tasa de desempleo	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

	Proyecciones de dic.-21											
	Escenario base				Escenario base				Escenario pesimista			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
PIB	5.3	6.4	2.6	1.3	5.1	4.2	2.9	1.6	4.9	1.5	2.2	2.5
Inflación	2.6	3.4	2.1	2.0	2.6	3.2	1.8	1.8	2.6	3.1	1.4	1.3
Tasa de desempleo	7.7	6.6	6.1	5.9	7.7	7.3	6.9	6.6	7.7	7.9	8.1	7.6

* Nota: Las cifras en verde indican cambio al alza, rojo a la baja y negro sin cambios respectivamente
Fuente: Banorte con datos del ECB

Mayor preocupación por la inflación, pero con una postura flexible. Lagarde explicó que el conflicto bélico significa importantes riesgos al alza para la inflación. Sin embargo, el ECB decidió mantener la flexibilidad que ha estado utilizando desde hace muchos meses en sus acciones de política monetaria. Lagarde dijo que la decisión que se tomó es la de actuar paso a paso para enfrentar la incertidumbre adicional, sumando opcionalidad a sus decisiones. En este contexto, creemos que es muy probable que el ECB decida esperar al menos hasta 4T22 –y más probable aún hasta 2023– para empezar a subir tasas. A pesar de que este es nuestro escenario base, es muy importante recalcar que esto es contingente a la evolución del conflicto. Si se extiende por todo el año, pensamos que el banco central tendería a ser más *dovish* para los mismos niveles de inflación. Por el contrario, un desenlace más rápido –y favorable para la Eurozona– implicaría que el ciclo alcista muy probablemente sí iniciaría este año.



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, Juan Carlos Alderete Macal, Alejandro Cervantes Llamas, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, José Luis García Casales, Yazmín Selene Pérez Enríquez, José Itzamna Espitia Hernández, Carlos Hernández García, David Alejandro Arenas Sánchez, Paola Soto Leal, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Daniela Olea Suárez, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalía Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo e Isaías Rodríguez Sobrino, 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.

Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Financiero			
Alejandro Padilla Santana	Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Raquel Vázquez Godínez	Asistente DGA AEyF	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Itzel Martínez Rojas	Gerente	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Análisis Económico			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Ejecutivo de Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Director Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Director Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Yazmín Selene Pérez Enríquez	Subdirector Economía Nacional	yazmin.perez.enriquez@banorte.com	(55) 5268 - 1694
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			
Leslie Thalia Orozco Vélez	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Isaias Rodríguez Sobrino	Gerente de Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities	isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com	(55) 1670 - 2144
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
Carlos Hernández García	Subdirector Análisis Bursátil	carlos.hernandez.garcia@banorte.com	(55) 1670 - 2250
David Alejandro Arenas Sánchez	Subdirector Análisis Bursátil	david.arenas.sanchez@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Paola Soto Leal	Analista Sectorial Análisis Bursátil	paola.soto.leal@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 1746
Análisis Deuda Corporativa			
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
Análisis Cuantitativo			
Alejandro Cervantes Llamas	Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
José Luis García Casales	Director Análisis Cuantitativo	jose.garcia.casales@banorte.com	(55) 8510 - 4608
Daniela Olea Suárez	Subdirector Análisis Cuantitativo	daniela.olea.suarez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Análisis Cuantitativo	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.cebaldos@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
Oswaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	oswaldo.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