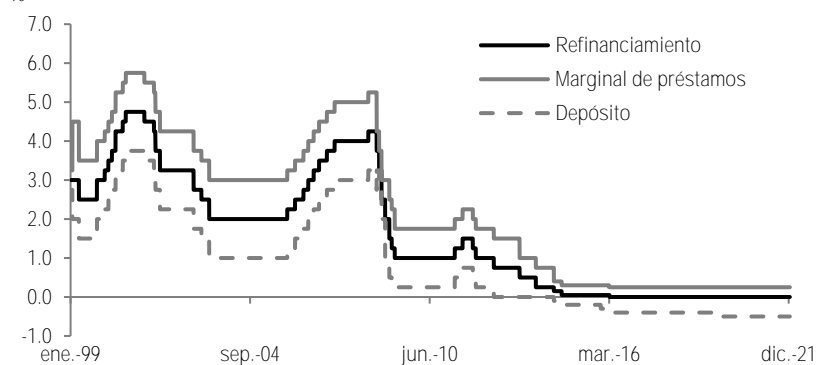


## ECB – Empieza el retiro del estímulo, pero aun falta mucho para empezar a subir tasas

- En su decisión de política monetaria hoy, el ECB mantuvo sin cambios las tasas de referencia, pero anunció una reducción en el ritmo de compra de activos bajo el *PEPP* en 1T22 y la terminación del programa en marzo del 2022
- Las compras bajo el *PEPP* serán sustituidas en 2T22 y 3T22 por un aumento en las compras del otro programa conocido como *APP*
- Se revisó el estimado de inflación para 2022 fuertemente al alza de 1.7% a 3.2% y la expectativa de crecimiento a la baja de 4.6% a 4.2%
- Lagarde explicó que. Es muy poco probable que se eleven las tasas de referencia durante el próximo año
- En este contexto, no esperamos alzas en tasas el próximo año y vemos muy poco probable un incremento en el 2023

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). Sin embargo, sí hizo cambios en su comunicación respecto al programa de compra de activos de emergencia para hacer frente a la pandemia (*PEPP*), reafirmando como se esperaba, que el programa terminará en marzo del 2022. En sustitución a este programa, como anticipábamos, se anunció 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.

Tasas de interés del ECB  
%



Fuente: Banorte con datos del Bloomberg

Las compras bajo el *PEPP* serán menores en 1T22 que en 4T21. El ECB anunció que las compras bajo el *PEPP* serán menores en 1T22 que en el último trimestre de este año. En este contexto, cabe mencionar que, después de compras promedio mensuales de €75,346 millones en el tercer trimestre del año (ver gráfica abajo), ha habido una reducción en 4T21, con el promedio mensual de compras en octubre y noviembre ubicándose en €66,154 millones.

16 de diciembre 2021

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

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

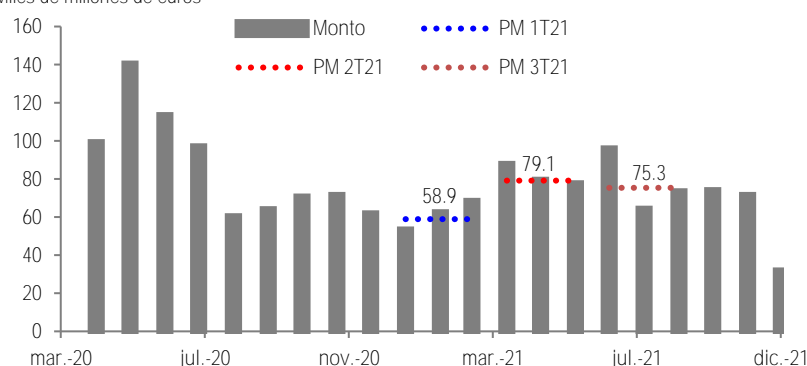
Luis Leopoldo López  
Analista, Global  
luis.lopez.salinas@banorte.com

Documento destinado al público en general

En este contexto, parece que podemos esperar compras cercanas a los €55,000-€60,000 millones en 1T22.

Compras mensuales de activos bajo el PEPP\*

Miles de millones de euros



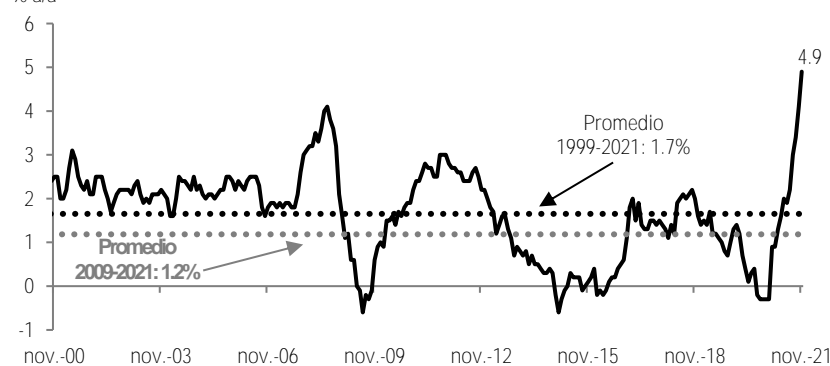
Nota: La línea punteada denota el promedio trimestral. Diciembre 2021 solo incluye las 2 primeras semanas del mes.  
Fuente: Banorte con datos del ECB

**El ECB revisó fuertemente al alza su proyección de inflación para el 2022.** El banco central actualizó su marco macroeconómico, del que destacamos el aumento en el estimado de inflación para este año de 2.2% a 2.6% y de 1.7% a 3.2% para 2022. La proyección para 2023 pasó de 1.5% a 1.8%. Mientras que su estimado para 2024, presentado por primera vez, se ubicó en 1.8%. En la conferencia de prensa, Lagarde dijo que la inflación refleja principalmente la fuerte alza en los costos de los energéticos y que espera que éstos se estabilicen en el 2022. En cuanto a la proyección de inflación explicó que estima que se mantenga por encima de 2.0% gran parte del 2022, pero que irá bajando a lo largo del año. Por otro lado, explicó que las expectativas de inflación están relativamente estables desde octubre, pero se ubican cerca de la meta de 2.0% y dentro de los riesgos mencionó que la inflación podría ser mayor si los salarios suben más rápidamente.

Consideramos que lo más relevante es que la proyección para 2023 y 2024 se mantiene por debajo de la meta del banco central de 2.0%, lo que fortalece la expectativa de que no habrá alza en tasas durante todo 2022 y creemos que es muy probable que tampoco veamos alzas en 2023.

Inflación

% a/a



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

**Por su parte, se hicieron ajustes a la baja en el estimado del PIB del 2022.**

Para 2021 la proyección del ECB pasó de 5.0% a 5.1%, mientras que, el crecimiento esperado para 2022 se revisó a la baja de 4.6% a 4.2%. En tanto, la estimación para 2023 subió de 2.1% a 2.9%. Esto en un contexto en el que, Europa se enfrenta a una nueva ola de contagios, a pesar de que dos terceras partes de la población ya están vacunadas. Si bien la región había tenido menores tasas de contagio que EE.UU. durante la pandemia, recientemente los casos diarios confirmados se han incrementado de manera pronunciada, al igual que la tasa de muertes diarias. Ante esta situación, varios países de la región han decidido reforzar las restricciones.

En la conferencia de prensa, Lagarde dijo que la recuperación económica requiere de estímulo fiscal y explicó que espera que el crecimiento económico repunte de manera importante a lo largo del 2022, pero mencionó que el contagio de la nueva variante ómicron puede ser un freno persistente para el crecimiento de la economía.

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

	Proyecciones de dic.-21											
	Escenario optimista				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

	Proyecciones de sep.-21											
	Escenario base				Escenario base				Escenario pesimista			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
PIB	5.8	5.7	1.9		5.0	4.6	2.1		4.1	2.2	2.3	
Inflación	2.2	1.8	1.7		2.2	1.7	1.5		2.2	1.5	1.2	
Tasa de desempleo	7.8	7.2	6.8		7.9	7.7	7.3		8.1	8.7	8.4	

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

**No esperamos alza en tasas al menos durante todo 2022 y es muy probable que tampoco en 2023.** Ante el fuerte repunte en la inflación que se ubicó en 4.9% a/a en noviembre, muy por encima de la meta del banco central, el ECB ha empezado a retirar el estímulo monetario, dejando expirar el *PEPP* en marzo. Sin embargo, las perspectivas para el crecimiento enfrentan riesgos, especialmente ante el repunte en el número de contagios, la variante ómicron y las medidas que están tomando varios países para contener la propagación. En este contexto, el retiro del estímulo está siendo muy gradual con el ECB anunciando un aumento en las compras bajo el programa *APP* por dos trimestres una vez finalizado el *PEPP*. En este contexto y ante las proyecciones de inflación que la ubican debajo de 2% en 2023 y 2024 no vemos alzas en tasas en el 2022 y vemos muy probable que tampoco se materialicen en 2023. En esta misma línea, en la conferencia de prensa, Lagarde dijo que es muy poco probable que haya alza en tasas en 2022.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, Santiago Leal Singer, José Itzamna Espitia Hernández, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalía Orozco Vélez y Gerardo Daniel Valle Trujillo, 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 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>	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	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.*

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 DGAE	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Itzel Martínez Rojas	Analista	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 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 Thalia 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
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
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
Estudios Económicos			
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.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