

ECB – Moderación en el ritmo de alzas, pero tono que sorprende del lado *hawkish*

15 de diciembre 2022

www.banorte.com
@ analisis_fundam

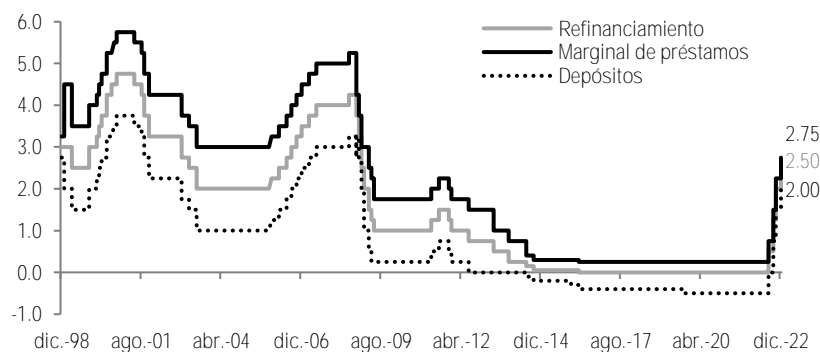
Juan Carlos Alderete, CFA
Director Ejecutivo de Análisis Económico y
Estrategia Financiera de Mercados
juan.alderete.macal@banorte.com

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

- Como se estimaba, el ECB moderó el ritmo de alza en tasas con un incremento de sólo 50pb. No obstante, mostró un tono muy *hawkish* en el comunicado y en la conferencia de prensa de Lagarde
- El banco central dijo que espera seguir subiendo las tasas significativamente porque la inflación se mantiene muy alta y estiman que seguirá por arriba del objetivo por un largo periodo
- En la conferencia de prensa, Lagarde afirmó que necesitan subir las tasas de interés más de lo que los mercados están descontando. Adelantó que es correcto estimar más alzas de 50pb por un periodo de tiempo
- El ECB elevó sus estimados de inflación en todo el horizonte de proyección y espera converger al objetivo hasta el 2025
- Estimamos incrementos de 50pb en las tasas de referencia en las reuniones de febrero y marzo, además de +25pb en mayo y junio. Con esto la tasa terminal se ubicaría en 3.50%, aunque con sesgo al alza

Como se esperaba, el ECB moderó su ritmo de alza en tasas a +50pb. Después de los últimos datos de inflación que ubican la variación anual en doble dígito, el último comunicado de política monetaria y el tono de varios miembros del banco central, quedaba bastante claro que el ciclo alcista continuaría. Sin embargo, las opiniones adentro del banco central apuntaban a diferentes posturas respecto a la magnitud del movimiento en esta reunión. En términos generales, la balanza parecía inclinada hacia un alza de sólo 50pb, por lo que la decisión de hoy respecto a dicho ajuste no fue una sorpresa. A pesar de lo anterior, hoy se dio a conocer que existieron bastantes presiones de un nuevo aumento de 75pb en la decisión. Con esto, la tasa de depósitos se ubica en 2.00%, la de refinanciamiento en 2.50% y la marginal de préstamos en 2.75% (ver gráfica abajo). La tasa está ya en lo que se estima como niveles neutrales, pero es claro que será necesario llegar a terreno restrictivo. En este sentido, la duda se centra cada vez más en qué tan alta podría ser la tasa terminal.

Tasas de interés del ECB
%

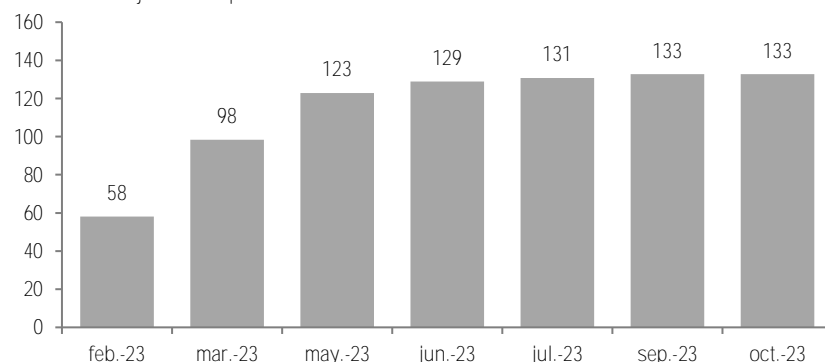


Fuente: Banorte con datos del Bloomberg

Documento destinado al público en general

Tono muy hawkish, anticipando más alzas en las próximas reuniones. En el comunicado se explicó que esperan seguir subiendo las tasas “significativamente” porque la inflación se mantiene muy alta y seguirá por arriba del objetivo por un largo periodo. Por lo tanto, es necesario mantener las tasas en terreno restrictivo por un tiempo prolongado, lo que reducirá la inflación al limitar la demanda agregada y evitará un deterioro de las expectativas de inflación. Sobre el ritmo de ajustes en el futuro, se resaltó que las próximas decisiones dependerán de la evolución de los datos económicos, por lo que se irán tomando junta por junta. En nuestra opinión, el grado de dependencia de los datos del banco central es más elevado debido a que ya se han alcanzado niveles consistentes con una postura neutral. Por su parte, consideramos que Lagarde mostró un tono más *hawkish* al anticipado en la conferencia de prensa. Entre los comentarios, aseguró que el banco central necesita subir las tasas de interés más de lo que los mercados están descontando. Esto se debe a que lo estimado no permitiría al ECB llevar la inflación al objetivo de 2.0%. Dijo que es correcto esperar más alzas de 50pb por un periodo de tiempo. En este sentido, al cierre de ayer, los mercados veían una tasa terminal cercana al 3.00% (para la tasa de depósitos) en 2S23. Tras la decisión de hoy que la llevó a 2.00%, esto habría implicado 100pb más de incrementos. Después de este mensaje, el mercado ha incorporado una tasa terminal entre 3.25% - 3.50%.

Estimado del mercado de alzas acumuladas
Pb al mes de la junta correspondiente



Fuente: Banorte con datos del Bloomberg

Puntos clave del proceso de reducción del balance, pero se darán más detalles en febrero. Se explicó que, a partir de marzo del 2023, el programa de compra de activos se reducirá a un paso medible y predecible ya que no se reinvertirán todos los vencimientos. En particular, el total de activos bajo el programa *APP* es de €3.3 billones. La reducción será de €15,000 millones en promedio al mes hasta el final de 2T23 y el ritmo hacia delante se decidirá más tarde. Asimismo, dijeron que en la reunión de febrero darán los detalles del proceso. El calendario muestra que los vencimientos mensuales promedio el próximo año son de €29,000 millones, por lo que se estarán reinvertiendo sólo la mitad de los mismos. Lagarde explicó que las tasas interés siguen siendo su principal instrumento de política monetaria, pero la reducción de balance complementará esta herramienta.

Mayor inflación esperada durante todo el horizonte de proyección. La estimación para este año se ajustó de 8.1% en septiembre a 8.4%. La del 2023 subió de 5.5% a 6.3% y la de 2024 de 2.3% a 3.4%. La de 2025, que se presentó por primera vez, se ubicó en 2.3%. Es decir que el banco central no espera llegar al objetivo sino hasta finales de su horizonte de proyección. Esto deja en claro que mantendrán las tasas en terreno restrictivo por un largo periodo. En lo que se refiere al crecimiento económico, el estimado para este año se revisó ligeramente al alza, de 3.1% a 3.4%. Estiman una contracción de la actividad en 4T22 y 1T23, pero esperan que la recesión sea corta y moderada. Para 2023 la proyección se ajustó a la baja ligeramente de 0.9% a 0.5% (ver tabla abajo).

Escenario base para el PIB, Inflación y tasa de desempleo en la junta de diciembre*
%

	Proyecciones de dic.-22			
	2022	2023	2024	2025
PIB	3.4	0.5	1.9	1.8
Inflación	8.4	6.3	3.4	2.3
Tasa de desempleo	6.7	6.9	6.8	6.6

	Proyecciones de sep.-22			
	2022	2023	2024	2025
PIB	3.1	0.9	1.9	--
Inflación	8.1	5.5	2.3	--
Tasa de desempleo	6.7	6.9	7.0	--

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

Estimamos alzas de 50pb en febrero y marzo, además de +25pb en mayo y junio. Consideramos que el tono del comunicado y de la conferencia de prensa de Lagarde fue muy *hawkish*, anticipando un incremento sustancial hacia delante en las tasas de interés. Esto fue respaldado por ajustes al alza en las proyecciones de inflación para todo el horizonte de proyección. En particular, estiman que la convergencia al objetivo se dará hasta el 2025. Tras la decisión, ajustamos nuestras expectativas sobre la política monetaria del ECB. Ahora esperamos: (1) Un aumento de 50pb tanto en febrero como en marzo, así como dos alzas adicionales más de 25pb en mayo y junio; (2) con esto, la tasa terminal sería de 3.50%, ubicándose en terreno restrictivo. Por último, creemos que el riesgo sobre esto último está sesgado hacia una tasa terminal inclusive más alta, lo que dependerá a su vez de la evolución de la guerra en Ucrania (sobre todo, su impacto sobre la dinámica del precio de los energéticos en la región) y de las cadenas de suministro, así como el desempeño de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, entre los factores más relevantes.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, Juan Carlos Alderete Macal, Alejandro Cervantes Llamas, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Katia Celina Goya Ostos, Francisco José Flores Serrano, José Luis García Casales, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Carlos Hernández García, Leslie Thalía Orozco Vélez, Hugo Armando Gómez Solís, Yazmín Selene Pérez Enríquez, Cintia Gisela Nava Roa, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Daniela Olea Suárez, José De Jesús Ramírez Martínez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Isaiás Rodríguez Sobrino, Paola Soto Leal y Daniel Sebastián Sosa Aguilar, 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 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 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
María Fernanda Vargas Santoyo	Analista	maria.vargas.santoyo@banorte.com	(55) 1103 - 4000

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
Katía Celina Goya Ostos	Director Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Yazmin Selene Pérez Enriquez	Subdirector Economía Nacional	yazmin.perez.enriquez@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Cintia Gisela Nava Roa	Subdirector Economía Nacional	cintia.nava.roa@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Luis Leopoldo López Salinas	Gerente 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
Isaías 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
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
José De Jesús Ramírez Martínez	Subdirector Análisis Cuantitativo	jose.ramirez.martinez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Daniel Sebastián Sosa Aguilar	Gerente Análisis Cuantitativo	daniel.sosa@banorte.com	(55) 1103 - 4000

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.faes@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