

ECB – Tono *dovish*, pero mayor preocupación por el alza en la inflación

- Como se esperaba, en su decisión de política monetaria hoy, el ECB mantuvo sin cambios las tasas de referencia y no hizo anuncios respecto a lo que ocurrirá cuando expire el *PEPP* en marzo del 2022
- En la conferencia de prensa, Lagarde reafirmó una postura *dovish* y enfatizó tres principales factores detrás del alza en la inflación
- Esperamos que en la reunión del 16 de diciembre se explique que el *PEPP* expirará en marzo del 2022, como está estipulado. Sin embargo, creemos que se mantendrán las compras de activos, aunque bajo otro esquema
- Las condiciones apuntan a que las tasas de interés de referencia se mantendrán sin cambios por un periodo prolongado, que estimamos al menos durante todo 2023

El ECB mantuvo sin cambios las tasas de referencia y sus programas de compra de activos. El banco central dejó sus herramientas sin cambios: (1) 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, izquierda); (2) no anunció cambios a la tercera serie de operaciones de financiamiento a plazo más largo “dirigidas” (*TLTRO III*); (3) reafirmó que las compras bajo el *PEPP* se mantendrán a un paso ligeramente más moderado de lo observado en 2T21 y 3T21; (4) 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 periodo prolongado después de la fecha en que empiecen a subir las tasas de interés clave; y (5) 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.

28 de octubre 2021

www.banorte.com
@ analisis_fundam

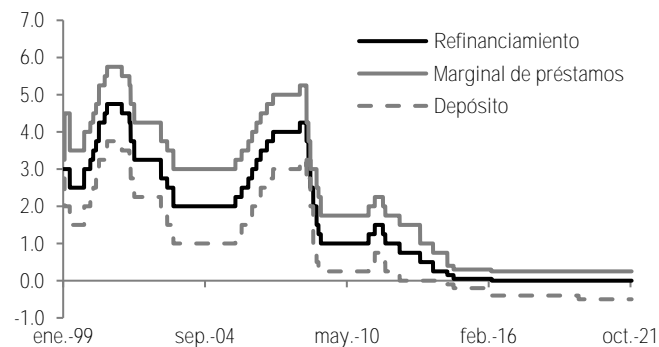
Juan Carlos Alderete, CFA
Director Análisis Económico
juan.alderete.macal@banorte.com

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

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

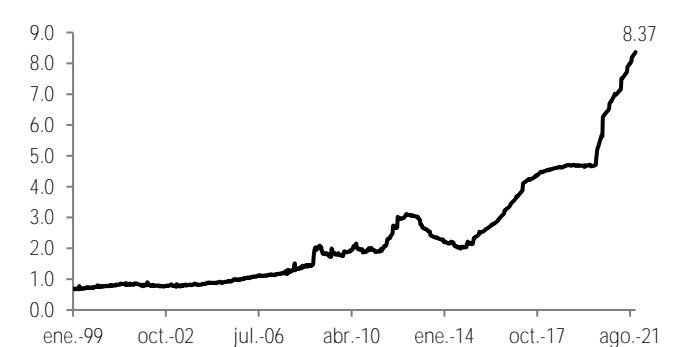
Documento destinado al público en general

Tasas de interés del ECB
%



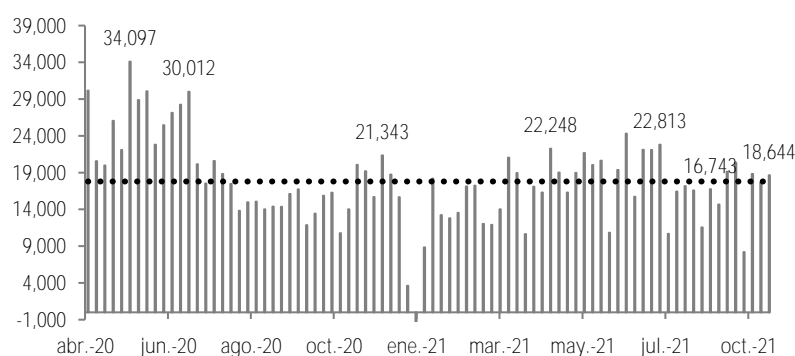
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Balance del ECB
Billones de euros



En la conferencia de prensa, Lagarde reafirmó una postura *dovish*. En nuestra opinión, los principales temas en los que se concentró la conferencia de prensa fueron: (1) El panorama de inflación y los factores detrás de la dinámica; (2) la expectativa del mercado sobre potenciales alzas de las tasas de interés; y (3) el futuro del programa de compra de activos de emergencia (*PEPP*). Sobre el segundo, nos pareció muy relevante el comentario de que el análisis del banco central anticipa que las condiciones de su *forward guidance* para alzas no se cumplirán para el momento en el cual los mercados están anticipando ajustes. Respecto al tercero, dio una señal muy clara de que el *PEPP* finalizará en marzo de 2022, como ya se anticipaba, a pesar de que los detalles de la decisión en este frente se anunciarán hasta la reunión de diciembre. Por su parte, dijo que aún no saben si se utilizará o no todo el monto del programa para esa fecha.

Compras semanales de activos bajo el PEPP
Millones de euros



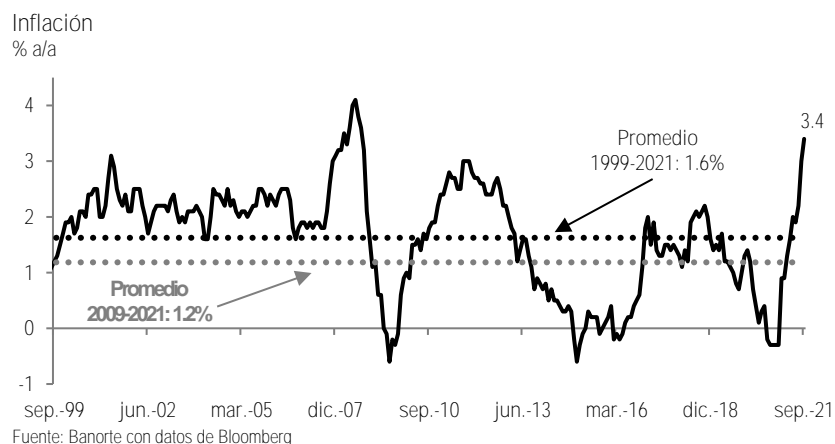
* Nota: La línea punteada denota el promedio semanal hasta el momento, en €17,796 millones al 22 de octubre
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Se enfatizaron tres principales factores detrás del aumento en la inflación.

Del lado negativo, Lagarde mencionó que esperan que la inflación siga aumentando el resto del año, que el incremento ha sido mayor y la fase de precios elevados durará más tiempo al anticipado previamente. En este sentido, resaltó tres principales factores que explican esta dinámica: (1) El alza en los precios de los energéticos, en especial del petróleo, gas y electricidad; (2) el efecto de la recuperación por la reapertura tras el choque de la pandemia, lo que está generando una desconexión entre la oferta y la demanda agregada; y (3) efectos de base muy retadores, resaltando en particular el recorte al IVA en Alemania el año pasado y que desaparecerá de la comparación anual a principios de 2022 (reduciendo la inflación anual alrededor de 50pb). A pesar de lo anterior, aseguró que la influencia de estos factores se moderará a lo largo del próximo año y que buena parte de las presiones son transitorias. Aseguró que están confiados en que la inflación bajará, mencionando también que episodios previos con dinámicas similares han mostrado una subsecuente reducción.

Recordemos que desde las minutas de la última reunión se observaron mayores preocupaciones por este repunte en la inflación, pero el banco central se mostró confiado de que se trata de un alza temporal. Como mencionó Lagarde, la reciente alza en los precios de energía, entre otros factores, impulsó la inflación de la Eurozona a máximos de más de una década en 3.4% a/a en septiembre, con la subyacente en 1.9% a/a.

Las cifras de octubre publicadas hoy en algunos países confirman que los incrementos continúan, ante un escenario donde los precios del gas en Europa se han disparado en meses recientes. Los operadores están nerviosos de que no haya suficientes inventarios de gas para el invierno, sobre todo conforme la demanda de China, Japón e India se ha incrementado. Debido a que los consumidores tendrán que utilizar otras fuentes de energía, los precios de estas últimas también han subido. La inflación de octubre en España fue de 5.5% a/a mostrando fuertes presiones, mientras que en Alemania se ubicó en 4.6% a/a, por arriba de lo anticipado y del dato previo en 4.1% a/a.



Sin embargo, los mercados están algo escépticos. En nuestra opinión, la reacción de los principales activos alude a cierta preocupación de los inversionistas respecto a los comentarios y panorama de inflación. A pesar de que el tono permanece *dovish*, los rendimientos de los bonos de 10 años de Alemania y el EUR/USD subieron, mientras que el índice accionario Stoxx 50 presentó caídas. Consideramos que todo esto es consistente con la posibilidad de una normalización más rápida de lo esperado –incluyendo los programas de compra de activos–, en un contexto en el cual otros bancos centrales, tanto de mercados desarrollados como emergentes, han adoptado una postura menos acomodaticia en el margen.

Esperamos que se deje expirar el PEPP en marzo del 2022. Tras la reunión de hoy, se confirma que en la reunión del 16 de diciembre –con la presentación nuevamente de la actualización del marco macroeconómico– se explicará que pasará con el PEPP una vez que expire en marzo del 2022. Nosotros esperamos que el programa no se extienda más allá de esa fecha. A pesar de lo anterior, esto no será el fin de las compras de activos. Hace unos días se explicó que el banco central está estudiando un nuevo programa de compra de bonos para evitar volatilidad en los mercados cuando finalice. Si bien esto no fue confirmado por miembros del ECB, se habla de que el programa reemplazaría la herramienta de crisis existente y complementaría el esquema antiguo que sigue operando actualmente. Bajo este último se están adquiriendo €20,000 millones de activos al mes. Ante un crecimiento moderado y el repunte en la inflación que se considera como transitorio, en fechas recientes, varios miembros del banco central han explicado que es clave mantener la flexibilidad de las compras de activos después de que el PEPP finalice en marzo.

Los comentarios han destacado que, con la inflación aún por debajo del objetivo del 2% en el mediano plazo, la política monetaria seguirá siendo muy acomodaticia aun cuando acabe el programa de emergencia. En este mismo sentido, el FMI recomendó que, con el *PEPP* finalizando en marzo, el ECB deberá aumentar las compras de activos bajo otros programas para alcanzar su objetivo de inflación.

No esperamos alza en tasas al menos durante todo 2023. A pesar de la especulación y de las medidas menos acomodaticias que están tomando varios bancos centrales debido a las fuertes presiones inflacionarias a nivel global (*e.g.* BoC, BoE y el próximo *tapering* del Fed, entre países desarrollados), ante las proyecciones del banco central sobre la trayectoria de la inflación, estimamos que el periodo sin cambios en las tasas de referencia se extenderá al menos hasta finales del 2023. Inclusive, no descartamos que podría ampliarse hasta 2024, dependiendo de la evolución económica y el progreso hacia el objetivo de inflación.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, Delia María Paredes Mier, 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, Alik Daniel García Álvarez, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalía Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo 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
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.

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 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
Alik Daniel García Álvarez	Subdirector Análisis Bursátil	alick.garcia.alvarez@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Juan Barbier Arizmendi, CFA	Analista	juan.barbier@banorte.com	(55) 1670 - 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
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.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
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