

Decisión del ECB – Sin cambios, pero más *dovish*, anticipando mayor estímulo en diciembre

- El día de hoy, el ECB llevó a cabo su decisión de política monetaria
- En línea con lo esperado, el banco central no realizó cambios en su postura monetaria. En específico, mantuvo la tasa de depósitos en -0.50%, la de refinanciamiento en 0.00% y marginal de préstamos en 0.25%
- El programa de compra de activos para hacer frente a la pandemia, *PEPP*, se mantiene en €1.35 billones, con vigencia hasta junio del 2021
- Por su parte, el paquete de compras de activos anunciado en septiembre del año pasado, que involucra compras de activos por €20,000 millones al mes, también permaneció sin cambios
- A pesar de lo anterior, el ECB mostró un tono más *dovish*, resaltando que “...en el entorno actual los riesgos están claramente sesgados a la baja...”. En nuestra opinión, esto refleja una mayor preocupación sobre el crecimiento y la trayectoria de inflación ante la difícil situación de la región en términos de los contagios del COVID-19, entre otros factores
- En la conferencia de prensa, Lagarde explicó que el banco central utilizará toda la flexibilidad de sus herramientas y que recalibrarán todos sus instrumentos en la decisión de diciembre para hacer frente a esta coyuntura
- La recalibración dependerá de los cambios en sus estimados, anticipando revisiones a la baja en el crecimiento ante mayor debilidad del 4T20 y niveles de inflación muy contenidos
- Esperamos un mayor ritmo de compras del *PEPP* en el corto plazo y que anuncie un aumento por €500,000 millones de este programa en diciembre, extendiéndolo hasta el cierre de 2021

Sin sorpresas en la decisión del ECB. En línea con lo esperado, el banco central mantuvo su postura monetaria y sus principales programas de compra de activos y provisión de liquidez sin cambios. La decisión se da en un entorno de creciente especulación sobre mayores medidas ante el deterioro de las condiciones epidemiológicas en la región, llevando a varios países –entre ellos Alemania, Francia, Italia y España– a anunciar mayores restricciones en la operación de los negocios. En específico, anunciaron que: (1) Las tasas de referencia se mantienen sin cambios, con la de depósitos en -0.50%, refinanciamiento en 0.00% y marginal de préstamos en 0.25%; (2) el programa de compra de activos para hacer frente a la pandemia, *PEPP*, se mantiene en €1.35 billones, con vigencia hasta junio del 2021; (3) el paquete de compras de activos anunciado en septiembre del año pasado, que involucra compras de €20,000 millones al mes, también permanece sin cambios; y (4) continuará otorgando amplia liquidez a través de sus operaciones de refinanciamiento. A pesar de esto, creemos que el tono fue más *dovish*, resaltando que realizarán una calibración de todos sus instrumentos en la decisión de diciembre (cuando actualicen sus estimados macroeconómicos), señalizando que un mayor estímulo está por venir y que podría involucrar cambios en todas las herramientas con las que cuenta el banco central.

29 de octubre 2020

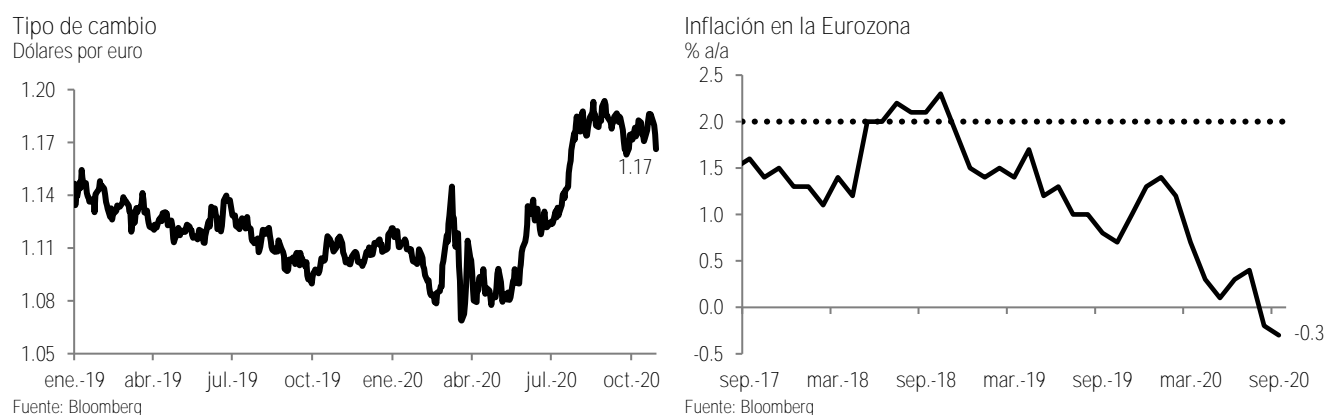
www.banorte.com
[@analisis_fundam](https://twitter.com/analisis_fundam)

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

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

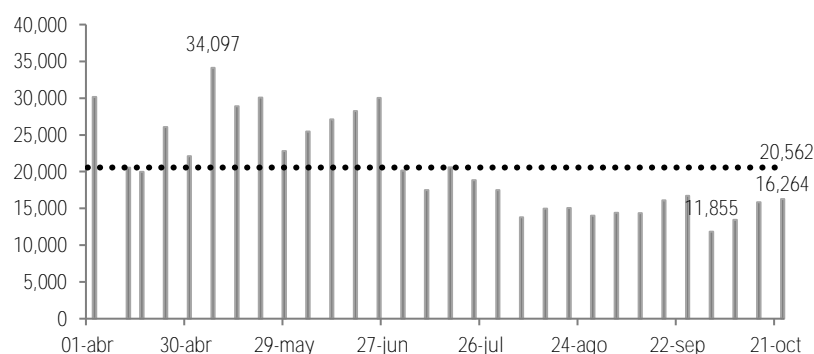
Luis Leopoldo López
Analista, Global
luis.lopez.salinas@banorte.com

Tono más *dovish* ante mayores riesgos al crecimiento y bajos niveles de inflación. En conferencia de prensa, Christine Lagarde afirmó que la economía está perdiendo dinamismo más rápido de lo esperado debido al resurgimiento de casos de COVID-19, lo que a su vez ha llevado a mayores restricciones en varios países. Esta situación ha aumentado los riesgos a la baja en el corto plazo, anticipando que el estimado de crecimiento del 4T20 (actualmente en 3.1% t/t) probablemente se revisará a la baja, reflejando una moderación desde septiembre e indicadores muy débiles esperados para noviembre. También seguirán muy atentos al panorama sobre la disponibilidad y posible distribución de una vacuna, además de la dinámica del euro. La divisa ha registrado una apreciación relevante desde junio pasado y acumula una ganancia de 4% en lo que va del año (ver gráfica abajo, izquierda), aumentando los riesgos a la baja para la inflación. Esta última se ubicó en -0.3% a/a en septiembre, (ver gráfica abajo, derecha), con alzas limitadas por los bajos niveles de demanda agregada (sobre todo en servicios turísticos), factores de una sola vez como la reducción de impuestos en Alemania, y bajos precios de energéticos, entre otros. En este contexto, enfatizó que los nuevos estimados macroeconómicos permitirán al banco central recalibrar sus instrumentos de política monetaria para mantener una postura acomodaticia, señalizando claramente una alta probabilidad de mayores estímulos en la reunión del 10 de diciembre.



Ritmo de compras de activos en el programa de emergencia relativamente bajo... El ECB mantuvo el programa de compra de activos para hacer frente a la pandemia (*PEPP*) sin cambios en €1.35 billones, con vigencia al menos hasta junio del 2021. En este contexto, cabe mencionar que desde su inicio en abril y hasta el 23 de octubre, las compras promedio semanales han sido de €20,562 millones, con un rango entre €11,855 a 34,097 millones (ver gráfica abajo). Por su parte, el monto acumulado de compras hasta ahora es de €616,856 millones. Por otro lado, en lo que va de octubre el ritmo ha sido de solo €14,350 millones. Si este último ritmo se mantuviera, el remanente de €733,144 millones alcanzaría para compras por alrededor de 51 semanas adicionales (cercano a 13 meses), lo que implicaría una disponibilidad de recursos hasta alrededor de octubre 2021. Si consideramos el monto promedio semanal desde el inicio del programa (€20,562 millones), el programa se podría extender alrededor de 9 meses más, hasta julio del próximo año, muy cercano a la vigencia mínima reafirmada hoy por el banco central.

Compras semanales de activos bajo el PEPP
Millones de euros



Nota: La línea punteada denota el promedio semanal hasta el momento, en €20,562 millones
Fuente: Banorte con datos del ECB

...con una alta probabilidad de un aumento en el corto plazo. Dado el entorno más complicado en la región, consideramos muy probable que el ritmo de compras semanales aumente en el corto plazo. En este contexto, destacamos que Christine Lagarde enfatizó que seguirán utilizando las herramientas disponibles hasta ahora, en especial toda la flexibilidad que les otorga el *PEPP*. Esto incluye la posibilidad de desviaciones respecto a los montos de suscripción de capital de los países miembros (*'capital key'*), tipo y vencimiento de los instrumentos adquiridos, entre otros. En este sentido, recordó que actuaron con rapidez durante la primera ola de contagios y que lo harán nuevamente en esta ocasión. En nuestra opinión, esto apunta a que el ritmo de compras aumentará en el corto plazo –lo que a su vez dependerá del impacto en los mercados financieros de los anuncios de medidas de contención– con el objetivo de: (1) Mantener condiciones financieras laxas e impulsar la recuperación de la región; (2) limitar un fuerte incremento en las primas de riesgo; y (3) evitar potenciales dificultades en el acceso al financiamiento de los países miembros.

Christine Lagarde enfatizó que realizarán una recalibración de todos sus instrumentos. En la conferencia de prensa, la presidenta del banco central dijo que todos los miembros estuvieron de acuerdo en la necesidad de mayores acciones. En este sentido, adelantó que existen pocas dudas de que actuarán en la decisión del 10 de diciembre. Adicionalmente, resaltó que todos los instrumentos disponibles del banco central serán evaluados para encontrar la mejor mezcla de medidas para proveer estímulo. Dicha mezcla será determinada en buena medida por los ajustes que el *staff* realice a los estimados macroeconómicos, mismo que incluirá cambios en los escenarios (base, optimista y pesimista). Si bien no se discutió ningún cambio específico en esta reunión, esta evaluación integral incluirá la revisión de las condiciones, volúmenes, costos, reglas de operación y forma de interacción de los programas implementados, entre otros factores.

Posible escenario de crecimiento en 'W', con poca ayuda fiscal coordinada hasta ahora. Sobre el crecimiento, creemos que este panorama más complicado resultará en revisiones a la baja en la trayectoria esperada en todos los escenarios, sin descartar inclusive que uno de ellos anticipe una posible recuperación en forma de 'W', con una caída tan pronto como en el 4T20, ante el rebrote en los contagios y las nuevas medidas de contención.

Por otro lado, Lagarde volvió a mencionar la necesidad de una respuesta fiscal ambiciosa y coordinada, con medidas focalizadas y temporales, para apoyar la recuperación. En este sentido, destacamos que [el paquete de estímulo y presupuesto de €1.8 billones de la Unión Europea](#) parece estar estancado. El *Paquete de Recuperación Económica*, que incluye €750 mil millones de euros en deuda respaldada conjuntamente y un presupuesto común de la UE de €1.07 billones, está destinado a ayudar a combatir la recesión y necesita la aprobación de los 27 países miembros. No obstante, las naciones no han podido ponerse de acuerdo sobre cómo asegurar que el dinero no sea mal utilizado por países donde los controles y equilibrios democráticos son débiles. Asimismo, existe un grupo de naciones que también rechazan la propuesta actual, argumentando que no va lo suficientemente lejos.

El frente de inflación también apoya mayores medidas. Christine Lagarde recalcó que no ven un escenario deflacionario a pesar de que la métrica anual se encuentra en terreno negativo. Esto se debe a que varios de los factores que han inducido la baja de la inflación son de una sola vez, entre ellos menores precios de energéticos, la reducción de tasas impositivas en Alemania y descuentos en tarifas de servicios turísticos, entre otros. Sin embargo, las expectativas de inflación se encuentran por debajo del objetivo de “cercano, pero por debajo, del 2%”. En nuestra opinión, esta última situación representa un riesgo importante, a pesar de que el banco central se mantiene confiado de que la economía se recuperará con fuerza después de que la pandemia sea controlada, lo que induciría un aumento en la demanda agregada y los precios.

Esperamos mayor estímulo del ECB en diciembre. Consideramos que el comunicado y los comentarios de Lagarde en la conferencia de prensa dejan poca duda de que el banco central actuará en la próxima reunión. En este contexto, anticipamos un mayor ritmo de compras del *PEPP* en el corto plazo y que el banco central anuncie un incremento de €500,000 millones de este programa en diciembre (para un total de €1.85 billones), además de extenderlo al menos hasta el cierre de 2021 (actual: junio 2021). Por otro lado, creemos que la mayoría de los miembros seguirán poco dispuestos a reducir las tasas de interés dado su limitado impacto y los riesgos que representa para el sistema financiero. Por último, no esperamos cambios en el programa de compra de activos, aunque no descartamos ajustes en los montos –actualmente con compras de €20,000 millones al mes– o las condiciones del programa. En nuestra opinión, el banco central preferirá concentrar sus esfuerzos en el *PEPP* ya que este programa otorga mayor flexibilidad para realizar ajustes en caso de ser necesario, lo que es una ventaja importante en este entorno de elevada incertidumbre respecto a la evolución e impacto de la pandemia además de otros riesgos en el horizonte, tales como el proceso del *Brexit*.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, 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
COMPRA	<i>Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.</i>
MANTENER	<i>Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.</i>
VENTA	<i>Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.</i>

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
Katía 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.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
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