

ECB – Recalibración del estímulo de emergencia, pero no *tapering*

- 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 4T21
- Lagarde destacó que fue una decisión unánime y que no se trata de un *tapering* sino de una recalibración del estímulo ante mejores condiciones financieras en la región
- Estimamos un ritmo de compra de activos similar al de 1T21, en alrededor de €60,000 millones mensuales
- No se dieron detalles sobre el futuro del programa, destacando que eso se discutirá en la reunión de política monetaria del 16 de diciembre
- Esperamos que en dicha reunión se confirme que el programa terminará en marzo del 2022 y no se extenderá
- Por su parte, el ECB ajustó al alza su estimados de inflación del 2021 al 2023, pero el pronóstico después del año actual se mantiene por abajo del objetivo de 2.0%
- Debido a lo anterior, todo apunta 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, pero anunció una reducción en el ritmo de compra de activos bajo el *PEPP*. El banco central dejó varias de 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 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 (4) 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.

Sin embargo, sí hizo cambios en su comunicación respecto al programa de compra de activos para hacer frente a la pandemia (*PEPP*). El ECB explicó que, dada la mejoría en las condiciones financieras y el avance de la recuperación económica, el ritmo de compras en 4T21 será ligeramente más moderado que en los dos trimestres previos. Mientras tanto, reafirmó que el monto total del programa permanece en €1.85 billones, con vigencia al menos hasta marzo de 2022 y la reinversión de activos que vencen hasta finales de 2023.

9 de septiembre 2021

www.banorte.com
@analisis_fundam

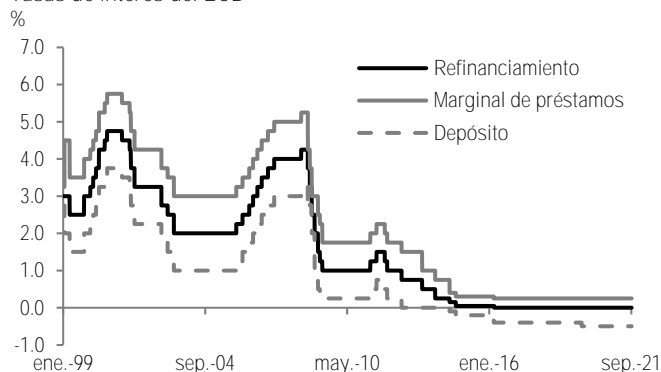
Juan Carlos Alderete, CFA
Director Análisis Económico
juan.alderete.macal@banorte.com

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

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

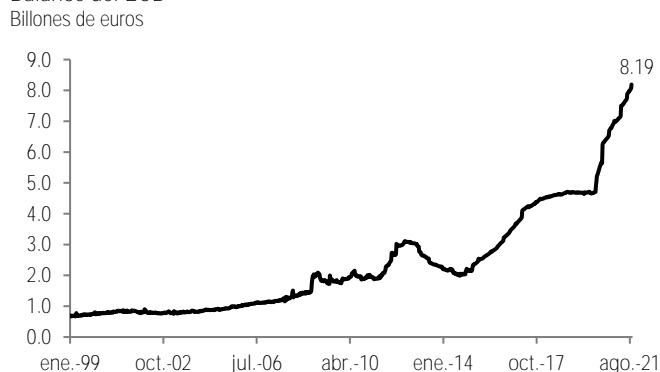
Documento destinado al público en general

Tasas de interés del ECB



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Balance del ECB

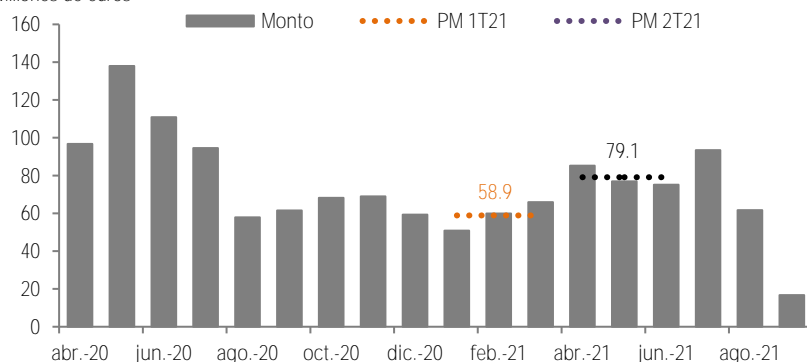


Estimamos compras promedio mensuales bajo el PEPP en 4T21 similares a las del primer trimestre.

En el comunicado se explicó que la reducción en el monto de compras se debe a la mejoría en las condiciones financieras. Más tarde, en la conferencia de prensa, Lagarde explicó que la decisión sobre las compras bajo el PEPP fue unánime, recordando que este es un programa de emergencia debido a la pandemia. En este contexto, recordemos que las compras promedio al mes en el primer trimestre fueron de €58,891 millones, subiendo a un promedio mensual de €79,221 millones en 2T21 y de €77,569 millones en promedio en julio y agosto (ver gráfica abajo). Tras el anuncio de hoy, estimamos que el ritmo de compra de activos en el cuarto trimestre podría ubicarse alrededor de los €60,000 millones mensuales, similar al 1T21.

Compras mensuales de activos bajo el PEPP*

Millones de euros



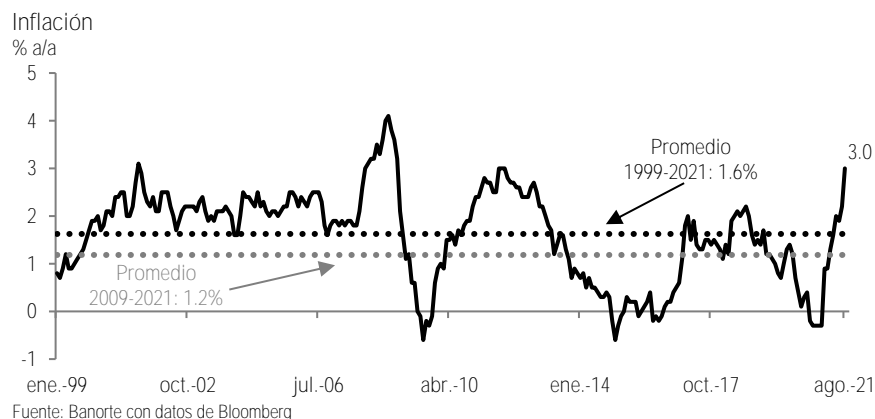
Nota: La línea punteada denota el promedio trimestral. Septiembre 2021 solo incluye la primera semana del mes.

Fuente: Banorte con datos del ECB

El ECB revisó al alza sus proyecciones de inflación.

El banco central actualizó su marco macroeconómico, del que destacamos el aumento en el estimado de inflación para este año de 1.9% a 2.2% y de 1.5% a 1.7% para 2022. La proyección para 2023 pasó de 1.4% a 1.5%. En la conferencia de prensa, Lagarde explicó que la inflación puede exceder moderadamente la meta durante un periodo de transición y dijo que el impacto y persistencia de los problemas de la oferta agregada sobre los precios está por verse. Asimismo, destacó que no ve alzas significativas en los salarios, de tal manera que no anticipan efectos de segundo orden en este frente. Todo esto en un contexto en donde el reporte de inflación de agosto mostró una variación anual de 3.0%, su nivel más alto en una década y el objetivo de 2.0% del banco central. Por su parte, la inflación subyacente se ubicó en 1.6% a/a, en niveles también históricamente elevados.

A pesar de lo anterior, consideramos que lo más relevante es que la proyección para los próximos dos años se mantiene por debajo de la meta del banco central de 2.0%, lo que parece implicar que continuará la política monetaria acomodaticia todavía por un periodo prolongado, con las tasas de referencia sin cambios al menos durante todo 2023.



Por su parte, se hicieron importantes ajustes al alza en los estimados del PIB.

Para 2021 pasó de 4.6% a 5.0%, por arriba del consenso que se ubica en 4.8%. El crecimiento esperado para 2022 se revisó ligeramente a la baja de 4.7% a 4.6%, también por arriba de las expectativas en 4.4%. Mientras que el de 2023 se mantuvo en 2.1%, en línea con el mercado. Lagarde explicó que la economía de la región está repuntando claramente y destacó que el ritmo de recuperación depende de la pandemia y del proceso de vacunación.

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

	Proyecciones de sep.-21								
	Escenario optimista			Escenario base			Escenario pesimista		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
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

	Proyecciones de jun.-21								
	Escenario base			Escenario base			Escenario pesimista		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
PIB	6.2	5.5	2.2	4.6	4.7	2.1	2.9	2.3	2.2
Inflación	1.9	1.7	1.7	1.9	1.5	1.4	1.8	1.2	1.1
Tasa de desempleo	7.9	7.1	6.6	8.2	7.9	7.4	8.4	9.0	8.7

* Nota: Las cifras en verde indican cambio al alza, rojo a la baja y negro sin cambios respectivamente

Fuente: Banorte con datos del ECB

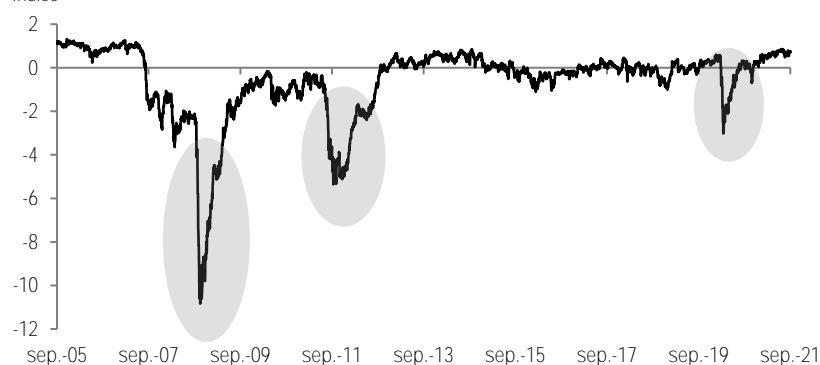
Conferencia de prensa enfocada en más detalles sobre el futuro del PEPP. La mayoría de las preguntas en la conferencia de Lagarde se concentraron en los detalles sobre la decisión respecto al ritmo de compra de activos en el programa de emergencia.

Como ya comentamos, resaltó la afirmación de que la decisión de reducir el ritmo no significa qué es un *tapering* –como ha señalado el Fed que podría hacer más tarde este año–, sino más bien una recalibración del instrumento. Esto es similar a lo que realizaron en el segundo y tercer trimestre.

La decisión fue unánime y se basó en la evaluación de las condiciones financieras (ver gráfica abajo), que permanecen favorables, y la mejoría en el panorama de inflación respecto al objetivo.

Por lo tanto, los miembros del Consejo no ven la necesidad de realizar compras en un monto tan elevado como lo habían hecho en los últimos dos trimestres. La recalibración estará vigente para los próximos tres meses y el instituto no discutió que podrían hacer en el futuro, adelantando que lo que ocurrirá hacia delante con el programa será discutido en la decisión de diciembre. Por lo tanto, no señaló una potencial finalización en marzo de 2022, sin comprometerse a nada y reforzando así la necesidad de una alta flexibilidad. En general, creemos que el mensaje de la presidenta del ECB tuvo un sesgo *dovish*, enfatizando sobre todo la flexibilidad del programa y evitando asociar la decisión a una postura menos acomodaticia de manera permanente. Esto se reflejó en una moderación de la apreciación inicial del EUR, bajas en tasas de interés de bonos gubernamentales de la región y alza del mercado accionario relativo a los niveles observados antes de iniciar la conferencia.

Condiciones financieras en la Eurozona*
Índice



* Nota: Un valor positivo indica condiciones financieras acomodaticias, mientras que un valor negativo indica condiciones financieras restrictivas. Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

No esperamos alza en tasas al menos durante todo 2023 y anticipamos que el PEPP finalizará en marzo de 2022 como está estipulado, sin extenderse. Como ya comentamos, 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. Por otro lado, consideramos que la disminución en el ritmo de compra de activos bajo el PEPP es muy probablemente la antesala de lo que ocurrirá con el programa en su totalidad. Lagarde explicó que en diciembre discutirán ampliamente sobre el mismo. En este contexto, esperamos que en la reunión del 16 de diciembre –con la presentación nuevamente de la actualización del marco macroeconómico– se explique que el PEPP no se extenderá más allá de marzo del 2022.

En este escenario, existe la posibilidad de que se aumenten las compras mensuales dentro del programa de compra de activos convencional –APP, actualmente en €20,000 millones mensuales– para seguir estimulando la economía.

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, 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 Thalia 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 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
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	alik.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.cebillos@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