



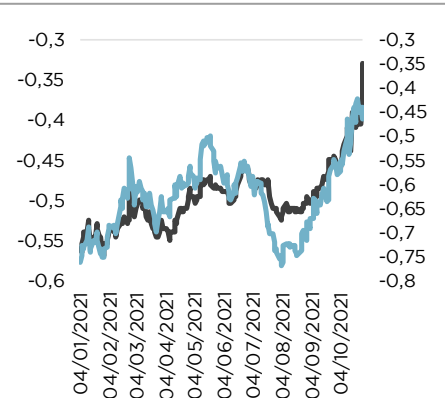
NOTA DE ANÁLISIS

octubre de 2021

Reunión del BCE: Octubre del 2021

GRÁFICO 1: Expectativas de tipos del BCE vs curva de gobierno alemana

Fuente: Bloomberg



Tipo implícito Futuro Euribor
3 meses (Sep-22)

TIR 5 años Alemania (e.d.)

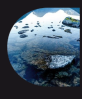
La reunión del BCE era el principal acontecimiento de la semana para el mercado. En este sentido, no era de esperar el anuncio de acciones efectivas en materia de política monetaria, aunque sí se manejaba que Lagarde hiciese alguna mención a las expectativas de subida de tipos que había construido el mercado recientemente y que habían afectado claramente al comportamiento de las curvas de gobierno de la UME (ver gráfico 1).

Así, en este informe queremos analizar los puntos de mayor interés que se pueden sacar de la reunión del Consejo del BCE y, especialmente, de la posterior comparecencia de Lagarde ante los medios.

Sin cambios en materia de política monetaria

La Autoridad Monetaria confirmó todas medidas en materia de política monetaria, es decir:

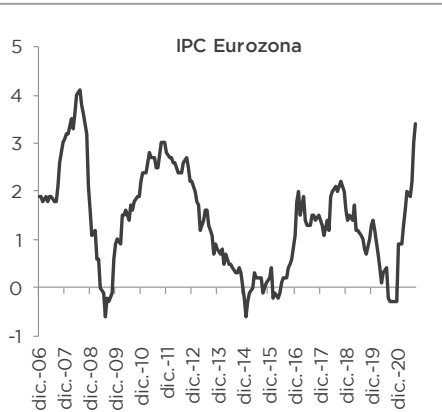
- 1) Mantiene el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y de depósito en el 0.0%, 0.25% y -0.5% respectivamente.
- 2) El APP permanece sin variaciones, planteando un volumen de compras netas de 20.000 millones de euros al mes durante el tiempo que sea necesario y, en cualquier caso, hasta poco antes de comenzar el proceso de subida de tipos (parte final del 2022 según la visión actual de los mercados). El proceso de reinversión también se mantiene sin cambios.
- 3) Se dejó el volumen total del PEPP en 1.85 billones de euros hasta marzo del 2022 y, en todo caso, hasta que se considere que los efectos de la crisis del Covid-19 han terminado. En este sentido, el Consejo sigue considerando, tal y como anunció en el mes de septiembre, que pueden mantenerse unas condiciones de financiación favorables con un ritmo de compras netas de activos en el marco del PEPP "ligeramente" inferior al del segundo y tercer trimestre de este año. Cabe recordar que, en media, en el segundo trimestre del año las compras ascendieron a unos 80.000 millones de euros mensuales, mientras que en el 3T.21 las mismas se redujeron a unos 75.000 millones. Teniendo estos en consideración, sería factible ver acciones en el entorno de los 70.000 millones de euros en los próximos meses.
- 4) Por último, se señaló que se continuará proveyendo liquidez abundante mediante las operaciones de financiación y, muy particularmente, con las TLTRO III.



Reunión del BCE: Octubre del 2021

GRÁFICO 2: Evolución IPC UME

Fuente: Bloomberg



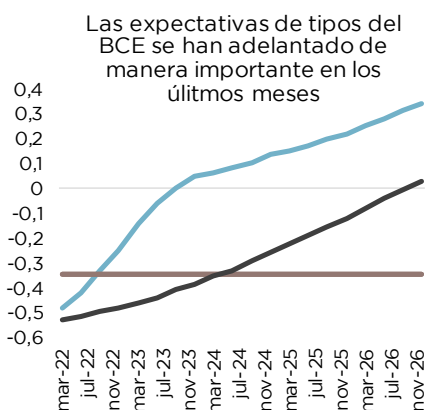
Lagarde sigue defendiendo la “temporalidad” de las elevadas lecturas de inflación.

Ante el repunte en las expectativas de subidas de tipos puestas en precio por el mercado en las últimas semanas como consecuencia de las elevadas lecturas de inflación existentes (ver gráfico 2), la comparecencia de Lagarde se centró fundamentalmente en materia de IPC. En este sentido, la Presidenta incidió una vez más en la temporalidad de dichas lecturas, intentando alejar en el tiempo cualquier acción por parte de la Autoridad Monetaria en materia de tipos. Así, recalcó que el incremento en los precios se debe a tres factores y que se espera que todos ellos vayan moderándose a lo largo de 2022 o incluso desapareciendo:

- Factores relacionados con la pandemia y la recuperación posterior. Así, como consecuencia de la crisis sanitaria y de la paralización de la economía global, unido al impacto de los notables estímulos fiscales implementados en los principales países desarrollados que impulsaron la demanda fuertemente, se empezaron a generar cuellos de botella en los canales de suministro que están elevando los precios de producción de manera importante y, además, trasladándose al conase final de los bienes. En este sentido, se espera que el desajuste actual se vaya reduciendo a lo largo del próximo ejercicio.
- Factores relacionados con el repunte de los precios de la energía, principalmente crudo, gas y electricidad. En este sentido, dijo que los mismos se estabilizarán a lo largo del próximo año, lo que debe provocar que el efecto base que predomina en estos momentos se vaya diluyendo igualmente.
- Efectos fiscales. En este apartado sigue destacando especialmente la bajada del IVA que realizó Alemania en la segunda mitad de 2020. Esta medida está generando un efecto base positivo que probablemente alcance su pico en el mes de noviembre y, posteriormente, se diluya en el inicio del próximo año.

GRÁFICO 3: Expectativas de subidas de tipos por parte del mercado

Fuente: Bloomberg



28/10/2021
01/09/2021
Subida tipo depo 10 pb

Así, Lagarde trató de justificar que la temporalidad de estos elementos hará que las lecturas de inflación se empiecen a moderar a lo largo del próximo ejercicio, llegando incluso a situarse por debajo del 2.0% en la parte final del año. En cualquier caso, admitió que el proceso será más largo de lo estimado hace unos meses.

En este sentido, la Presidenta rechazó claramente la expectativa del mercado de que el BCE aumentaría tipos a principios de 2022 (ver gráfico 3), ya que las mismas contradicen el Forward Guidance de la Autoridad Monetaria, según el cual el BCE sólo aumentará la facilidad de depósito cuando la inflación alcance el 2% a mitad del horizonte temporal de previsiones y que permanezca en esos niveles a partir de entonces.



Reunión del BCE: Octubre del 2021

Conclusiones:

- 1) Tal y como se esperaba el BCE mantuvo sin cambios su política monetaria.
- 2) Lagarde siguió defendiendo la temporalidad de las elevadas lecturas de inflación existentes con el fin de justificar la inacción en materia de tipos por parte del BCE. Así, rechazó cualquier subida en los próximos meses.
- 3) Aunque no compartimos la visión tan optimista del BCE en cuanto a un descenso de las lecturas de inflación en el medio plazo, lo cierto es que plantear un proceso de subida de tipos actualmente podría acarrear grandes inconvenientes, especialmente de cara a los países más endeudados del sur de Europa. Por lo tanto, esperamos que el BCE siga manteniendo una política acomodaticia durante un largo tiempo.



Inverseguros S.V.
DUNAS CAPITAL



Análisis  Tel. +34 914 26 38 20/6

Borja Gómez (Director)
fbgomez@inverseguros.es

Silvia Verde (Analista)
sverde@inverseguros.es

Pedro Cid (Analista)
pcid@inverseguros.es

Patricia Rubio (Apoyo)
correo@inverseguros.es

AVISO LEGAL

La presente Nota ha sido elaborada por Inverseguros Sociedad de Valores, SAU (Entidad que pertenece al Grupo Dunas Capital) y se facilita sólo a efectos informativos. Inverseguros Sociedad de Valores, SAU es una entidad inscrita en España, autorizada y regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

La presente Nota no puede considerarse asesoramiento financiero personalizado, ni una oferta de compra o venta de acciones. La misma ha sido elaborada con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El receptor de la misma que tenga acceso debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a los que se hagan referencia pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración de la presente nota, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias, así como la información pública existente sobre dicho valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV y en la entidad emisora. Asimismo, debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Asimismo, advertimos que toda inversión en cualquier valor está sujeta a riesgos de pérdida, incluso del principal invertido, así como que las inversiones en mercados cotizados conllevan gastos que no se están teniendo en consideración en este informe. Inverseguros Sociedad de Valores, SV no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Las opiniones expresadas en este informe reflejan las opiniones personales del equipo de análisis de Inverseguros Sociedad de valores, SAU. Asimismo, el equipo de análisis no recibe ni recibirá ingreso alguno por proporcionar una opinión específica en la presente Nota. No obstante, dichos analistas pueden haber recibido ingresos o recibir ingresos en relación, entre otros factores, a los resultados del Grupo Dunas Capital.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha actuado de buena fe y de manera razonable para que dicha información no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se puede garantizar que sea, precisa, exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

Es posible que alguna Entidad que forme parte del Grupo Dunas Capital o cualquiera de las IICs, ECR o FP gestionados por sus Entidades Gestoras, así como sus respectivos accionistas, consejeros directores o empleados, pueden tener una posición en el valor al que se refiere la presente Nota. Asimismo, Inverseguros Sociedad de Valores, puede negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento, colocación, aseguramiento u otros servicios al emisor de dicho valor, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados.

Inverseguros Sociedad de Valores cuenta con Política de Conflictos de Interés, así como un Reglamento Interno de Conducta (RIC), de obligado cumplimiento para todos sus empleados, directivos y Consejeros.

Cualquier Entidad de las que forman parte del Grupo Dunas Capital, así como sus empleados y directores, pueden emitir comentarios de mercado a sus clientes que difieran a las contenidas en la presente Nota.

La presente Nota no podrá ser reproducida, distribuida ni publicada por ningún receptor de la misma.