

## Perspectiva 1T20 – Los riesgos geopolíticos seguirán afectando al crecimiento

15 de enero 2020

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

### Gabriel Casillas

Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas  
gabriel.casillas@banorte.com

### Alejandro Padilla

Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados  
alejandro.padilla@banorte.com

### Juan Carlos Alderete, CFA

Director Análisis Económico  
juan.alderete.macal@banorte.com

### Manuel Jiménez

Director Estrategia de Mercados  
manuel.jimenez@banorte.com

El año inició con noticias geopolíticas relevantes (e.g. escalamiento de las tensiones EE.UU.-Irán), confirmando que la economía global y los mercados continuarán estresados por estos factores, como lo han expresado organismos internacionales (e.g. *Perspectiva Económica Global 2020 del Banco Mundial*, publicada la semana pasada). En nuestra opinión, el principal evento de 2020 será la elección general en EE.UU. el 3 de noviembre, con el Presidente Trump buscando la reelección. Aunque en esta etapa inicial las encuestas anticipan un resultado cerrado, nuestro escenario base considera que Trump está bien posicionado para ganar la contienda. En este contexto, existe una alta probabilidad de que utilizará su impacto mediático con una retórica más radical, especialmente en tres aspectos: (1) Política exterior y seguridad nacional; (2) agenda proteccionista (e.g. tensiones comerciales); y (3) migración (enfocándose en México). En este contexto, el juicio político y el estado actual de la economía también serán variables cruciales en la ecuación política.

Además de EE.UU., los inversionistas se enfocarán en el proceso del *Brexit*, las protestas sociales en Latinoamérica y otras regiones, así como el nuevo orden en el Medio Oriente, sobre todo ante los eventos más recientes. Otro tema internacional relevante se centra en el crecimiento, con la expectativa de desaceleración en EE.UU. y China y dificultades en la Eurozona. Identificamos vientos en contra para la economía global, lo que incrementa la probabilidad de una recesión al final de este año y principios del 2021. A pesar de esto, la economía estadounidense ha sido muy resistente, incrementando el debate sobre si podría o no ser un amortiguador suficiente para estimular la actividad en el resto del mundo. Tomando en cuenta este complicado escenario, la respuesta de política económica será crucial. El 2019 estuvo caracterizado por un estímulo monetario coordinado de varios bancos centrales. Sin embargo, actualmente existe un menor espacio para una política monetaria más acomodaticia, con mayor énfasis y presión sobre la política fiscal.

En México, la economía observó en 2019 una desaceleración típica de un primer año de gobierno, con algunos choques transitorios que restaron actividad económica, incluyendo debilidad de la manufactura en EE.UU., que tuvo un impacto importante en las exportaciones de nuestro país. Este año esperamos una recuperación a partir de la reactivación de la inversión pública y privada, con un T-MEC ratificado en EE.UU. Entre los riesgos de mercado destacamos el efecto del alza al salario mínimo, potenciales cambios a la calificación crediticia del soberano y de Pemex, el panorama fiscal y otras respuestas de política económica, incluyendo la magnitud del ciclo de baja de tasas de Banxico.

### Pronósticos de las principales variables macroeconómicas y financieras en México

Fin de periodo	1T20	2T20	3T20	4T20	2020
PIB (% anual)	0.9	0.8	1.0	0.6	0.8
Inflación (% anual)	3.6	3.6	3.8	3.6	3.6
USD/MXN	18.60	18.90	19.91	19.80	19.80
Tasa de referencia de Banxico (%)	6.75	6.50	6.50	6.50	6.50
TIIE de 28 días (%)	7.00	6.75	6.80	6.70	6.70
IPC (puntos)	-	-	-	48,500	48,500

Fuente: Banorte

Documento destinado al público en general

## México

El 2020 será un año de recuperación económica. Anticipamos un crecimiento de 0.8% a/a para este año. Si bien es ligeramente menor al que proyectamos hace algunos meses (1.4%), es importante destacar que implica una aceleración relevante después de haber crecido a tasas cercanas a cero por ciento en 2019. Del lado de la demanda, esperamos que el principal motor de crecimiento siga siendo el consumo, fincado en la fortaleza de los salarios reales, remesas y cierto impulso de programas sociales, aunque resintiendo mayor ahorro y un ligero aumento del desempleo. Esto implicaría un avance más moderado respecto a lo previsto anteriormente. La inversión se estabilizaría, con factores positivos como [el plan de infraestructura](#) y algunos proyectos clave del gobierno federal, aunque todavía limitada por el proceso gradual con el que se ha restablecido la confianza empresarial. Por el lado de la oferta (gráfica abajo, izquierda), seguimos esperando que la minería contribuya de manera positiva por primera vez en casi 8 años, impulsada por una mayor producción petrolera. La construcción podría mejorar en el margen, en línea con el desempeño de la inversión. Las manufacturas continuarían creciendo, apoyadas por [la probable ratificación del T-MEC](#) y menor incertidumbre comercial, aunque por otro lado afectadas por la desaceleración global, incluyendo a EE.UU. Los servicios mejorarían en el margen, a pesar de algunos factores que podrían limitar al consumo privado.

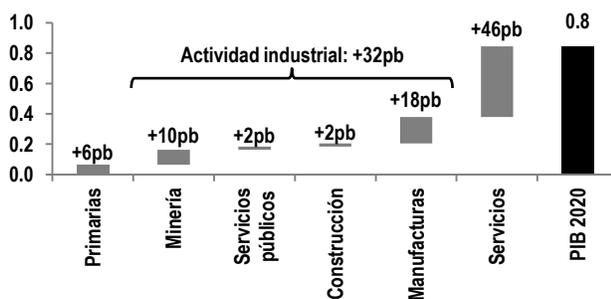
**Francisco Flores**

Subdirector, Economía Nacional  
francisco.flores.serrano@banorte.com

[Esperamos la inflación en 3.6% anual en 2020](#), con la subyacente en 3.5% (gráfica abajo, derecha). Creemos que la dinámica de esta última estará influida por [el alza del salario mínimo](#), manteniendo cierta resistencia a la baja a pesar de la holgura de la economía (con la brecha del producto en alrededor de -2%). En el rubro no subyacente esperamos un aumento controlado en los energéticos –en línea con la promesa de mantener el precio constante en términos reales–, mientras que los agropecuarios se acelerarían tras una dinámica muy favorable en 2019.

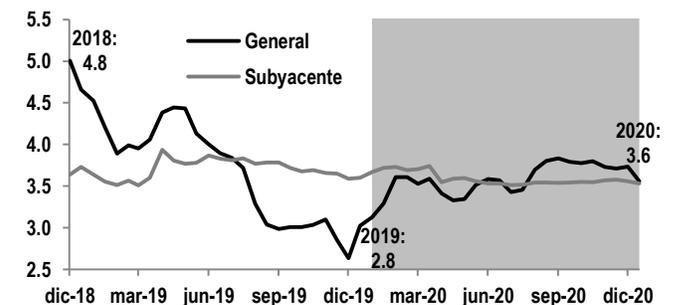
Con respecto a la política monetaria, ahora anticipamos que el ciclo de relajamiento monetario podría detenerse en 6.50%, 50pb por arriba de nuestro estimado previo. Esperamos tres recortes de 25pb cada uno en las reuniones de febrero, marzo y mayo. Nuestro cambio de estimado se basa en cuatro principales factores: (1) Un panorama de inflación más retador al anticipado actualmente por Banxico; (2) un sesgo de la Junta de Gobierno más conservador; (3) [la pausa del Fed](#), limitando el espacio de recortes en términos relativos; y (4) un balance de riesgos al crecimiento con un menor sesgo a la baja, reconociendo una ligera aceleración en la actividad.

**PIB 2020: Contribución al cambio anual**  
%, puntos base



Fuente: Banorte

**Trayectoria de inflación**  
% a/a, frecuencia quincenal



Fuente: INEGI, Banorte

## Estados Unidos

La economía global se ha estado desacelerando y habrá crecido cerca de 3.0% en el 2019 desde 3.6% en el 2018, mientras que el más reciente pronóstico del FMI para el 2020 se ubica en 3.4%. En este contexto, la economía de EE.UU. se ha mostrado muy resistente, siendo una de las principales contribuyentes al crecimiento global. Para 2020, nuestro estimado del PIB de EE.UU. se ubica en 1.8% a/a (ver tabla, abajo), tras un avance de 2.3% el año pasado. Esperamos que el mayor impulso siga proviniendo del consumo, con un alza de 2.4% desde 2.6% en 2019, apoyado por: (1) La fortaleza del mercado laboral –con la tasa de desempleo manteniéndose cerca de su nivel actual de 3.5%–; (2) las tres bajas en la tasa de interés de los *Fed Funds* implementadas el año pasado; (3) inflación moderada que favorecerá el ingreso real disponible; y (4) una confianza del consumidor que permanecerá relativamente elevada. Cabe destacar que a pesar del impulso que anticipamos del consumo, el PIB de 1T20 podría mostrar un crecimiento trimestral anualizado de sólo 1.3%, impactado a la baja por el freno en la producción de aeronaves por parte de la compañía *Boeing*, que estimamos restará cerca de 0.5pp al crecimiento del primer trimestre. Bajo el supuesto de que este será únicamente un paro temporal, esperamos un crecimiento en el 2T20 de 1.9% trimestral anualizado.

En lo que se refiere a la inflación, las señales del mercado laboral siguen apuntando a limitadas presiones derivadas del avance en los salarios, con los ingresos por hora en 2.9% a/a al cierre del 2019 tras el 3.3% del cierre del 2018. Tomando en cuenta lo anterior, nuestro escenario de una economía creciendo ligeramente debajo de potencial (que estimamos en alrededor de 2.0%) y con precios de energéticos limitados al alza (ver sección *Commodities*) a pesar de la reciente volatilidad por las tensiones geopolíticas con Irán, esperamos la inflación en 2.1% este año (medida por el CPI, ver tabla abajo), por encima del 1.8% del 2019. En el caso del PCE subyacente, métrica de inflación preferida por el Fed, estimamos un avance de 1.7%.

Con base en lo anterior, creemos que el Fed mantendrá sin cambios el rango de la tasa de referencia en su nivel actual (1.50-1.75%) en 2020, en línea con la mediana del último *dot plot*. En este contexto, el marco macroeconómico del banco central muestra proyecciones ligeramente más altas, con el PIB en 2.0% y el PCE en 1.9%. Por lo tanto, nuestras proyecciones sugieren un riesgo ligeramente sesgado a favor de algún recorte de los *Fed Funds*, aunque de manera muy modesta y que incluso si efectivamente se materializara, creemos que sería solo hasta el 4T20.

### Estimados Banorte sobre Estados Unidos

	1T20	2T20	3T20	4T20	2020**
<b>PIB (% anual)*</b>	1.3	1.9	1.8	1.7	1.8
Consumo Privado	2.0	2.2	2.2	2.0	2.4
Inversión Fija	0.8	1.0	0.5	1.0	0.3
Exportaciones	1.5	2.2	1.9	1.8	1.1
Importaciones	2.2	2.3	2.4	2.2	1.9
<b>Inflación (% anual, promedio)</b>	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1
<b>Tasa de desempleo (% fdp)</b>	3.6	3.5	3.5	3.6	3.6
<b>Creación de empleo (miles)</b>	560	570	550	520	2,200

\* En el caso del PIB, todas las tasas son trimestrales anualizadas excepto para todo 2020

\*\* Para todo 2020, se refiere a la tasa anual

Fdp: fin de periodo. Fuente: Banorte

## Elecciones Presidenciales en EE.UU.

Sin duda uno de los eventos clave en el año en EE.UU. serán las elecciones presidenciales del 3 de noviembre. Si bien, las intenciones del Presidente Trump de reelegirse son claras, aún no conocemos al candidato del Partido Demócrata que buscará la presidencia para el periodo 2021-2024. Las recientes encuestas muestran a Joe Biden al frente de la contienda por la candidatura de los demócratas, con 27.4% de las intenciones de voto, seguido de Bernie Sanders con 18.8% y Elizabeth Warren con 16.8%. El resto de los candidatos tienen menos de 10% de las intenciones de voto. El proceso de selección de los candidatos de cada partido inicia el 3 de febrero con los *caucuses* de Iowa, mientras que las Convenciones Nacionales, donde se elige formalmente el candidato, serán del 13 al 16 de julio en el caso del Partido Demócrata y del 24 al 27 de agosto en el Partido Republicano.

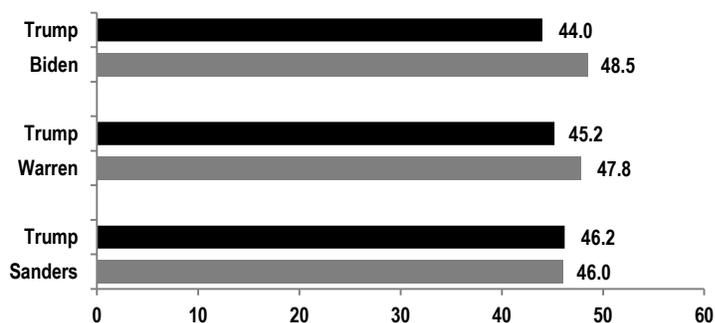
**Katia Goya**  
Subdirector Economía Internacional  
katia.goya@banorte.com

Durante la campaña, es muy probable que los candidatos centren sus esfuerzos en los estados conocidos como *swing states*, es decir, aquellos en los que los últimos triunfos electorales se han movido de un partido a otro. Entre ellos se encuentran Colorado, Florida, Iowa, Michigan, Minnesota, Ohio, Nevada, Nuevo Hampshire, Carolina del Norte, Pensilvania, Virginia y Wisconsin. De éstos, los que tienen el mayor número de votos electorales son Florida (29), Pensilvania (20), Ohio (18) y Michigan (16). Por su parte, entre los estados con más votos electorales está California (55), que es un estado demócrata, y Texas (38), que es republicano.

Las últimas encuestas muestran que, independientemente de quién sea el candidato demócrata, saldría vencedor sobre el actual Presidente Donald Trump (ver gráfica, abajo). No obstante, nuestro escenario base es el triunfo de Trump, quien creemos irá reforzando su postura a lo largo de la campaña especialmente en tres temas: (1) Relaciones comerciales; (2) seguridad nacional; y (3) migración. Con excepción del primer punto, creemos que la retórica en contra de México volverá a ser más agresiva conforme avance la campaña con el objetivo de afianzar su popularidad con su base de votantes. A pesar de otros temas cuyo impacto sobre su popularidad ha sido objeto de profundos debates, como el conflicto con Irán, la guerra comercial con China y el *impeachment*, consideramos que no tendrán una grave afectación hacia el día de la votación. En este sentido, cabe mencionar que a pesar de todo esto, su popularidad actual entre la población ronda alrededor de 45%.

### Trump vs los principales candidatos demócratas

% intención de voto



Fuente: Real Clear Politics

## Global

El entorno global se ha caracterizado por una serie de riesgos geopolíticos, incluyendo conflictos bélicos, políticos y guerras comerciales, traduciéndose en una alta incertidumbre que ha impactado a la economía global, principalmente al sector manufacturero. Esto ha llevado a agresivas respuestas de política monetaria, en medio de demandas de los bancos centrales para que la política fiscal haga su parte ante un espacio más limitado para seguir respondiendo con estímulo monetario.

En este contexto, el conflicto entre Irán y EE.UU. parece que será menos grave de lo que se temía, mientras que la firma de la *Fase I* del acuerdo comercial entre China y EE.UU., si bien tendrá sólo un efecto económico limitado, es clave al significar un gran paso hacia un mayor acuerdo que podría llevar al retiro de los aranceles vigentes y arreglos en temas como propiedad intelectual, entre otros.

Otro gran frente es el *Brexit* –con consecuencias en las economías de varias regiones– y la posibilidad de nuevos acuerdos entre el Reino Unido y sus socios. Es prácticamente un hecho que éste finalmente se materializará el 31 de enero, a lo que seguiría el periodo de transición hasta el 31 de diciembre. En dicho periodo, el Reino Unido y la Unión Europea deben llegar a un acuerdo comercial. No obstante, esto parece casi imposible ya que, históricamente, las negociaciones de este tipo suelen tomar más de doce meses. A pesar de esto, Boris Johnson y el Partido Conservador se han mostrado renuentes a extenderlo, dejando abierta la posibilidad de un *Brexit* sin acuerdo a finales del año. Ante la continua incertidumbre en este frente, la probabilidad de una mayor desaceleración del Reino Unido ha aumentado, mientras que la inflación se ubica por abajo del objetivo. En este contexto, esperamos que el Banco de Inglaterra recorte la tasa de referencia en 25pb en 1T20.

En la Eurozona, las manufacturas continúan reflejando la mayor fragilidad de la región, con su principal economía, Alemania, desacelerándose con fuerza. A pesar de un bajo crecimiento e inflación esperada, el *ECB* parece limitado a actuar en el corto plazo tras el agresivo paquete de estímulo anunciado en septiembre. En nuestra opinión, esta región muestra muy claramente los límites de la política monetaria, por lo que el banco central seguirá con los llamados a un mayor estímulo fiscal en aquellos países que tienen espacio para hacerlo. Mientras tanto, la atención estará en la revisión a lo largo del año de su estrategia, misma que creemos podría terminar con el cambio a un objetivo simétrico de inflación.

En China, esperamos que la economía siga creciendo a un ritmo más moderado, con un crecimiento del PIB cercano al 6.0% y a lo que las autoridades seguirán respondiendo con medidas limitadas de estímulo monetario. Finalmente, en lo que se refiere a Latinoamérica, estimamos que el Copom está cerca del fin del ciclo de baja en tasas, que podría ubicar el nivel de la tasa Selic entre 4.00%-4.25% (actual: 4.50%). En Chile, la atención está en la difícil situación política, donde elecciones anticipadas no parecen el escenario más probable. En Colombia la situación política también es compleja, pero se espera que el crecimiento se mantenga cerca del 3.0% y la inflación dentro del rango objetivo de entre 2.0%-4.0%.

**Katia Goya**

Subdirector Economía Internacional  
katia.goya@banorte.com

## Renta Fija

Los bonos soberanos mexicanos fueron ampliamente respaldados el año pasado por la ola *dovish* global combinándose con una valuación atractiva, imprimiendo una apreciación de 179pb en casi todos los plazos. Estas ganancias fueron mayores a los 85pb observados en los *Treasuries*, resultando en una contracción en los diferenciales de tasas. En específico, el diferencial de 10 años pasó de 592pb a 493pb (ver tabla, abajo), reflejando el apetito por riesgo entre inversionistas al final del año y una clara búsqueda por rendimiento. En términos de la comparación por clase de activo al interior del mercado de renta fija local, el desempeño de los Bonos M superó al de los Udibonos ante la dinámica más favorable de inflación en 2019, con la lectura anual pasando de 4.83% a 2.83%.

**Santiago Leal**  
Subdirector de Estrategia  
Tipo de Cambio  
santiago.leal@banorte.com

Las condiciones para 2020 analizadas en este documento sugieren un desempeño más estable para las tasas locales en comparación con el año previo, con una alta probabilidad de aplanamiento para la curva de Bonos M. En nuestra opinión, los instrumentos de corto plazo descuentan adecuadamente recortes implícitos para Banxico por 75pb, especialmente en la primera mitad del año, en línea con nuestras expectativas. Esta valuación exhibe poco espacio para ganancias adicionales. En contraste, pensamos que los instrumentos de mayor duración mostrarán un desempeño más favorable en el 1S20 dado el efecto de holgura en la economía global que detonará estímulo adicional por parte de los bancos centrales (aunque en una menor magnitud *vis-á-vis* 2019) y por el frente fiscal. Adicionalmente, los riesgos geopolíticos activarán preferencia por activos seguros, con México manteniendo un *carry* altamente atractivo al ajustar por riesgo contra otros competidores emergentes. Sin embargo, estimamos un modesto incremento en la prima de riesgo local en el 2S20 (ver tabla, abajo), tomando en consideración riesgos geopolíticos globales (*e.g.* elección norteamericana) y vientos en contra para la economía mexicana y cuentas fiscales. En contraste con 2019, observamos una dinámica de inflación y niveles actuales de *breakevens* beneficiando algunos Udibonos. En este sentido, recientemente abrimos una idea de inversión sobre [posiciones largas en el Udibono de 3 años](#).

### Pronósticos de tasas de interés

Instrumento	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Pronósticos 2020			
							1T	2T	3T	4T
<b>Tasa de referencia de Banxico</b>										
Promedio	3.21	3.02	4.29	6.75	7.64	8.00	<u>7.00</u>	<u>6.58</u>	<u>6.50</u>	<u>6.50</u>
Fin de periodo	3.00	3.25	5.75	7.25	8.25	7.25	<u>6.75</u>	<u>6.50</u>	<u>6.50</u>	<u>6.50</u>
<b>Cetes 28 días</b>										
Promedio	3.02	2.98	4.17	6.70	7.64	7.87	<u>6.95</u>	<u>6.53</u>	<u>6.50</u>	<u>6.50</u>
Fin de periodo	2.70	3.00	5.78	7.26	8.06	7.13	<u>6.70</u>	<u>6.45</u>	<u>6.50</u>	<u>6.50</u>
<b>TIIE 28 días</b>										
Promedio	3.51	3.32	4.48	7.05	8.00	8.31	<u>7.25</u>	<u>6.83</u>	<u>6.80</u>	<u>6.75</u>
Fin de periodo	3.32	3.56	6.11	7.62	8.59	7.69	<u>7.00</u>	<u>6.75</u>	<u>6.80</u>	<u>6.70</u>
<b>Bono México 10 años</b>										
Promedio	6.01	5.96	6.21	7.15	7.93	7.61	<u>6.90</u>	<u>6.98</u>	<u>7.08</u>	<u>7.25</u>
Fin de periodo	5.82	6.25	7.44	7.64	8.63	6.85	<u>6.95</u>	<u>7.00</u>	<u>7.15</u>	<u>7.35</u>
<b>Bono EE.UU. 10 años</b>										
Promedio	2.53	2.13	1.84	2.33	2.91	2.14	<u>1.93</u>	<u>1.98</u>	<u>2.03</u>	<u>2.07</u>
Fin de periodo	2.17	2.27	2.44	2.41	2.71	1.92	<u>1.95</u>	<u>2.00</u>	<u>2.05</u>	<u>2.10</u>
<b>Diferencial 10 años México vs. EE.UU.</b>										
Promedio	348	383	437	482	502	547	<u>497</u>	<u>500</u>	<u>505</u>	<u>518</u>
Fin de periodo	365	398	500	523	592	493	<u>500</u>	<u>500</u>	<u>510</u>	<u>525</u>

Fuente: Bloomberg y Valmer, Banorte para pronósticos  
Subrayado indica pronóstico

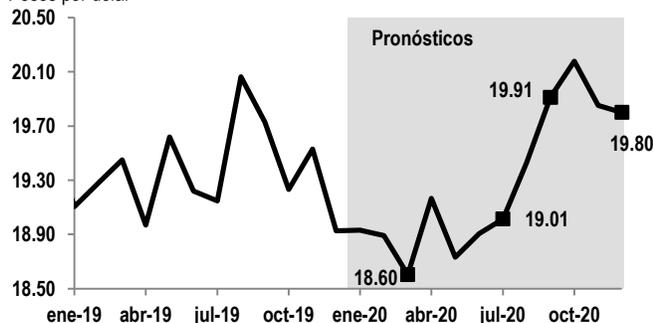
## Tipo de Cambio

Los sorprendidos avances comerciales entre China y EE.UU. a finales de 2019, sumándose al estímulo monetario global, resultaron en un fortalecimiento generalizado de divisas frente al USD en el 4T19. El USD/MXN se benefició de esta coyuntura y obtuvo impulso adicional ante su diferenciación respecto a otros cruces dada su tasa implícita, así como expectativas más favorables sobre el T-MEC. Así, el peso mexicano se apreció 3.7% a 18.93 en 2019. Sin embargo, consistente con nuestra visión, el cruce alcanzó niveles de hasta 20.26 en el verano.

En 2020 vemos un mercado cambiario dividido en dos fases principales: un dólar de EE.UU. contenido posiblemente hasta el 3T20 y un cierre de año reflejando mayor relación de fortalecimiento al ciclo económico, como ha sido el caso con fases de desaceleración global previas. Bajo este encuadre, la elección presidencial en EE.UU. del 3 de noviembre será el centro de la agenda geopolítica, en donde esperamos mayor evidencia de coberturas expresándose en la dinámica del MXN alrededor de 45 días antes del evento. Nuestro escenario base no contempla elementos inesperados que repliquen los choques de volatilidad observados en 2016. Sin embargo, independiente al resultado de la votación, el tono que se adopte en las campañas, especialmente en el enfoque de política exterior, será un elemento crítico para el desempeño en divisas, el cual integramos con mayor intensidad para las trayectorias a partir del 2S20. Como referencia, en su punto más álgido, la elección de 2016 impulsó hasta  $3.6\sigma$  de presiones para el cruce mexicano antes de conocerse la victoria del Presidente Trump, con movimientos posteriores que alcanzaron hasta  $3.8\sigma$  considerando cierres diarios y el promedio móvil de 90 días. Asimismo, el USD suele fortalecerse en años electorales en EE.UU., cumpliendo con esta dinámica en 9 de los últimos 11 episodios desde 1976.

Actualizamos nuestro pronóstico del USD/MXN para fin de 2020 de 20.20 a 19.80 (ver tabla abajo, derecha), capturando la escena descrita previamente y ajustando por un cierre más fuerte en 2019. Asimismo, incorporamos un efecto más diluido en la erosión del *carry* conforme otras regiones competidoras por flujos conservan un sesgo *dovish* y el mercado ha reconocido un tono más cauteloso de Banxico. Entre los riesgos domésticos destaca la dinámica de crecimiento y una coyuntura fiscal retardadora. Evaluaremos entradas atractivas para estructurar recomendaciones largas en USD, con un mercado que encuentra netos largos en el IMM próximos a máximos desde 2013, volatilidad implícita baja y notablemente resiliente a choques de aversión al riesgo recientes, así como una fuerte barrera técnica en 18.75.

**USD/MXN**  
Pesos por dólar



Fuente: Bloomberg, Banorte

**Pronósticos USD/MXN**

Pesos por dólar

Periodo	Fin de periodo	Promedio
1T20	18.60	18.81
2T20	18.90	18.93
3T20	19.91	19.45
4T20	19.80	19.94

Fuente: Banorte

## Índices Accionarios

Durante 2019, la mayoría de los índices accionarios a nivel global registraron un sólido rendimiento, obteniendo el mejor desempeño de la última década. Así, el índice global (MSCI ACWI) logró un alza de 24% mientras que los índices norteamericanos terminaron con las siguientes variaciones: Dow Jones +22.3%, S&P500 +28.9% y Nasdaq +35.2%, representando nuevos máximos históricos. Desde nuestro punto de vista, los principales factores que impulsaron a las bolsas globales fueron: el acuerdo comercial entre las dos mayores economías del planeta, la política monetaria más acomodaticia del Fed y otros 62 bancos centrales, la continuidad del ciclo económico global y el crecimiento en las utilidades corporativas, aunque menor a lo estimado inicialmente. Lo anterior provocó una expansión en los parámetros de valuación de los índices. Así, el múltiplo P/U del MSCI ACWI aumentó de 15.1x (cierre 2018) a 19.8x mientras que el del S&P500 se revaluó de 16.5x a 21.6x (+9.0% vs promedio 5 años).

**Marissa Garza**  
 Director Análisis Bursátil  
 marissa.garza@banorte.com

A pesar de los sólidos rendimientos de 2019 y el escalamiento en las tensiones geopolíticas entre EE.UU. e Irán, este año inició con apetito por activos de riesgo ante el avance de las negociaciones comerciales entre China y EE.UU. En nuestra opinión, el desempeño de las bolsas estará ligado al crecimiento económico global y de las utilidades de las empresas, así como a la política monetaria de los bancos centrales, no sin dejar de lado la evolución de los riesgos geopolíticos, incluyendo la elección presidencial en EE.UU. y el juicio político al Presidente Trump.

Nivel de referencia S&P500. El consenso de analistas estima un aumento de 9% en las utilidades de las empresas del S&P500 durante 2020. De confirmarse este crecimiento y asumiendo un múltiplo ligeramente inferior al actual (P/U 20.9x), el índice podría alcanzar un nivel de 3,400pts. No hay que olvidar que las elecciones presidenciales o una desaceleración más profunda en la economía, que impacte las utilidades corporativas, podrían generar periodos de mayor volatilidad o debilidad en las bolsas, con lo que los niveles de valuación podrían converger a sus promedios (20.4x últimos 3 años y 19.8x últimos 5 años).

Nivel de referencia IPC. Contrario a lo observado a nivel global, la valuación del IPC reflejó una mayor incertidumbre local y una expectativa de menor crecimiento para la economía mexicana. En este contexto, el múltiplo FV/EBITDA en 2019 se redujo de 7.8x (2018) a 7.2x. La perspectiva de una menor tasa de interés en México podría contribuir a una revaluación de los múltiplos de las acciones; no obstante, hemos decidido asumir una postura conservadora en la determinación del nivel de referencia para el IPC. De esta forma, al considerar un múltiplo FV/EBITDA de 7.4x (similar al promedio 2019) y un aumento de 9.4% a/a en el EBITDA 2020E, así como un incremento anual de 6.6% en la deuda neta de las emisoras en el índice, obtenemos un nivel de 48,500pts (ver tabla, abajo).

### 2020: Pronóstico IPC

FV/EBITDA	EBITDA (millones de pesos)	Deuda Neta (millones de pesos)	IPC (puntos)	Rendimiento Estimado (%)
8.0x			53,756	20.1
7.7x			51,111	14.2
7.4x	<b>\$8,816</b> <b>+9.4%</b>	<b>\$16,774</b> <b>+6.6%</b>	<b>48,466</b>	<b>8.2</b>
7.1x			45,821	2.3
6.8x			43,176	-3.6

Fuente: Banorte

## Commodities

Las materias primas concluyeron 2019 con un desempeño positivo. Esta dinámica fue resultado de ganancias en los componentes de energía y metales preciosos. El año cerró con un rendimiento de 16.5% para GSCI y de 5.4% para BCOM.

Durante el 4T19, el petróleo se fortaleció compensando la dinámica negativa de los dos trimestres previos, resultando en un balance anual positivo donde el Brent y el WTI ganaron 22.7% a/a y 34.5% a/a, respectivamente. Esta dinámica capturó un complejo panorama geopolítico en Medio Oriente, nutriendo primas y volatilidad al mercado (e.g. ataques *Saudi Aramco* en septiembre, tensiones EE.UU./Irán) y el respaldo de la OPEP y sus aliados vía el pacto de recorte de producción en un contexto en donde los balances de oferta y demanda aún corren el riesgo de encontrarse en desequilibrio. En este sentido, la [OPEP extendió su acuerdo colectivo](#) a un retiro de 1.7 Mbbbl/d, en una estrategia que estará revisándose el próximo 6 de marzo. Asimismo, la mejor narrativa comercial entre EE.UU. y China aminoró temporalmente la incertidumbre sobre una menor demanda hacia delante. Consideramos que estos factores continuarán beneficiando la dinámica de corto plazo. Sin embargo, a lo largo del año creemos que los balances globales continuarán amplios conforme el cumplimiento del pacto de producción de la OPEP+ posiblemente sostenga miembros superando sus límites autoimpuestos (e.g. Rusia) en un marco de producción con EE.UU. rompiendo máximos históricos y consumo reflejando un crecimiento más contenido en fases más adelantadas en el año. En este contexto, esperamos un cierre de 2020 para el Brent en 65 US\$/bbl, promediando 60 US\$/bbl en el año. Para gasolinas, se anticipa un año relativamente estable en términos de precios, con la EIA estimando 2.23 US\$/gal en diciembre para el PADD 3 (-0.2% vs noviembre 2019) exhibiendo poca variación a pesar de su relevancia en las campañas electorales.

En 2019, los metales preciosos se vieron fuertemente beneficiados mientras que los industriales registraron ganancias moderadas. En el primer grupo, el oro ganó 18.3% a/a, marcando su mejor desempeño anual desde 2010. Conservamos una visión positiva para este metal con la posibilidad de observar niveles de 1,570 US\$/oz t ante una coyuntura con riesgos geopolíticos al alza y sesgo *dovish* en la mayoría de los bancos centrales. Los industriales se recuperaron tras pérdidas significativas en 2018, para los cuales esperamos extensión al buen desempeño, con el sector beneficiado por el panorama comercial. Los granos finalizaron el año con ganancias moderadas, rubro en el que esperamos movimientos acotados hacia delante considerando una baja probabilidad de *El Niño* durante el 1T20.

### Desempeño de precios y estimados del consenso de mercado para *commodities*

Commodity	Unidad	Spot*	Desempeño (%)		Pronósticos del consenso				
			2018	2019	1T20	2T20	3T20	4T20	2020
WTI	US\$/bbl	58.19	-24.84	34.46	60.00	57.41	56.60	57.00	56.72
Brent	US\$/bbl	64.49	-19.55	22.68	62.11	61.00	60.00	60.00	61.27
Gas Natural (H. Hub)	US\$/MMBtu	2.19	-0.44	-25.54	2.50	2.45	2.37	2.65	2.34
Gasolina (RBOB)	US\$/gal	1.66	-26.43	28.26	1.75	1.82	1.82	1.74	1.79
Oro	US\$/onza troy	1,549	-1.56	18.31	1,505	1,500	1,520	1,538	1,500
Plata	US\$/onza troy	17.83	-8.52	15.21	17.75	17.80	17.55	17.70	17.60
Cobre	US\$/tm	6,302	-17.69	3.50	6,017	6,050	6,100	6,200	6,200
Maiz	US¢/bu	389	-0.31	-4.73	390	398	405	410	410
Trigo	US¢/bu	569	2.36	0.95	513	523	507	505	510

Fuente: Bloomberg \*al 15/ene/20 ; Por sus siglas en inglés RBOB (Reformulated gasoline blendstock for oxygen blending)

# Últimas notas relevantes

## Economía de México

- *Esperamos la inflación de 2020 en 3.6%, tras cerrar el año pasado en 2.8%*, 9 de enero de 2020, <[pdf](#)>
- *El salario mínimo se incrementará 20% en 2020*, 17 de diciembre 2019, <[pdf](#)>
- *Modificaciones al T-MEC sientan las bases para su ratificación*, 10 de diciembre 2019, <[pdf](#)>
- *El gobierno anunció la primera fase de su plan de infraestructura*, 26 de noviembre 2019, <[pdf](#)>

## Economía de Estados Unidos

- *Decisión del FOMC – Tono neutral apunta a que el Fed se mantendrá en pausa durante 2020*, 11 de diciembre de 2019, <[pdf](#)>
- *Guerra comercial – EE.UU. escala tensiones con China*, 6 de agosto 2019, <[pdf](#)>

## Economía Global

- *Reflexiones sobre el conflicto entre EE.UU. e Irán*, 6 de enero 2020, <[pdf](#)>
- *Reino Unido – Amplio triunfo del Partido Conservador apunta a que el Brexit se materializará a finales de enero*, 13 de diciembre 2019, <[pdf](#)>

## Renta fija, tipo de cambio y commodities

- *Idea de inversión: Posiciones largas en el Udibono Jun'22*, 9 de enero de 2020, <[pdf](#)>
- *La SHCP accede a financiamiento en mercados internacionales exitosamente*, 7 de enero 2020, <[pdf](#)>
- *Calendario de emisiones IT20: sin cambios en montos de colocación*, 19 de diciembre 2019, <[pdf](#)>
- *Nota técnica: Hacia una nueva tasa de referencia – TIE de Fondeo*, 25 de noviembre de 2019, <[pdf](#)>

## Mercado accionario

- *CHDRAUI: Atractiva valuación aunque sin catalizadores claros*, 9 de enero 2020, <[pdf](#)>
- *LACOMER: Seguirían los crecimientos de doble dígito en 2020*, 9 de enero 2020, <[pdf](#)>
- *NEMAK: Estructurales y eléctricos apoyarían recuperación*, 9 de enero 2020, <[pdf](#)>
- *SPORT: Atentos a la estrategia de crecimiento futuro*, 9 de enero 2020, <[pdf](#)>
- *WALMEX: Desaceleración más pronunciada de la esperada*, 8 de enero 2020, <[pdf](#)>

## Deuda Corporativa

- *Lo Último en Deuda Corporativa: Regreso de Pemex al mercado de deuda nacional*, 8 de enero 2020, <[pdf](#)>
- *Anuario 2019 – Año de cautela y refinanciamientos*, 8 de enero 2020, <[pdf](#)>

Nota: Todas nuestras publicaciones pueden encontrarse [en esta liga](#)

**Ideas de inversión más recientes**

Recomendación	P/G	Apertura	Cierre
Invertir en Udibono Jun'22		09/ene/2020	
Invertir en Bono M Nov'47	P	25/oct/2019	20/nov/2019
Invertir en Bonos M Nov'38 y Nov'42	G	16/ago/2019	24/sep/2019
Invertir en Bonos M de corto plazo	G	19/jul/2019	02/ago/2019
Invertir en Bono M Nov'42	P	05/jul/2019	12/jul/2019
Invertir en Bonos M Nov'36 y Nov'38	G	10/jun/2019	14/jun/2019
Invertir en Bonos M Jun'22 y Dic'23	G	09/ene/2019	12/feb/2019
Invertir en Bonos D	G	31/oct/2018	03/ene/2019
Invertir en Udibono Jun'22	P	07/ago/2018	31/oct/2018
Invertir en Bonos D	G	30/abr/2018	03/ago/2018
Invertir en Bonos M de 20 a 30 años	G	25/jun/2018	09/jul/2018
Cortos en Bonos M	G	11/jun/2018	25/jun/2018
Invertir en Udibono Jun'19	P	07/may/2018	14/may/2018
Invertir en Bonos M de 7 a 10 años	G	26/mar/2018	23/abr/2018
Invertir en Udibono Jun'19	G	20/mar/2018	26/mar/2018
Invertir en Bonos M de 5 a 10 años	G	05/mar/2018	20/mar/2018
Invertir en Bonos D	G	15/ene/2018	12/mar/2018
Invertir en UMS (USD) de 10 años Nov'28	P	15/ene/2018	02/feb/2018

G = Ganancia, P = Pérdida

**Registro histórico de recomendaciones direccionales de renta fija**

Recomendación	Entrada	Objetivo	Stop-loss	Cierre	P/G	Apertura	Cierre
Invertir Udibono Dic'20	3.05%	2.90%	3.15%	3.15%	P	09/ago/2017	06/oct/2017
Steepener 5-10 años en TIIE-IRS	28pb	43pb	18pb	31pb	G <sup>2</sup>	15/feb/2017	15/mar/2017
Steepener 5-10 años en TIIE-IRS	35pb	50pb	25pb	47pb	G	05/oct/2016	19/oct/2016
Invertir Mbono Jun'21	5.60%	5.35%	5.80%	5.43%	G	13/jul/2016	16/ago/2016
Invertir Udibono Jun'19	1.95%	1.65%	2.10%	2.10%	P	13/jul/2016	16/ago/2016
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x 1)	3.92%	3.67%	4.10%	3.87% <sup>1</sup>	G	12/nov/2015	08/feb/2016
Largo dif TIIE-28 vs US Libor de 10 años	436pb	410pb	456pb	410pb	G	30/sep/2015	23/oct/2015
Recibir TIIE-IRS 9 meses (9x 1)	3.85%	3.65%	4.00%	3.65%	G	03/sep/2015	18/sep/2015
Dif.TIIE-28 2/10 años (aplanamiento)	230pb	200pb	250pb	200pb	G	25/jun/2015	29/jul/2015
Invertir Mbono Dic'24	6.12%	5.89%	6.27%	5.83%	G	13/mar/2015	19/mar/2015
Recomendación de valor relativo - Bonos M 10 años (Dic'24) / aplanamiento curva					G	22/dic/2014	06/feb/2015
Pagar TIIE-IRS 3 meses (3x 1)	3.24%	3.32%	3.20%	3.30%	G	29/ene/2015	29/ene/2015
Pagar TIIE-IRS 9 meses (9x 1)	3.28%	3.38%	3.20%	3.38%	G	29/ene/2015	29/ene/2015
Pagar TIIE-IRS 5 años (65x 1)	5.25%	5.39%	5.14%	5.14%	P	04/nov/2014	14/nov/2014
Invertir Udibono Dic'17	0.66%	0.45%	0.82%	0.82%	P	04/jul/2014	26/sep/2014
Recomendación de valor relativo - Bonos M de 5 a 10 años					G	05/may/2014	26/sep/2014
Recibir TIIE-IRS 2 años (26x 1)	3.75%	3.55%	3.90%	3.90%	P	11/jul/2014	10/sep/2014
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x 1)	4.04%	3.85%	4.20%	3.85%	G	06/feb/2014	10/abr/2014
Invertir Udibono Jun'16	0.70%	0.45%	0.90%	0.90%	P	06/ene/2014	04/feb/2014
Invertir Mbono Jun'16	4.47%	3.90%	4.67%	4.06%	G	07/jun/2013	21/nov/2013
Recibir TIIE-IRS 6 meses (6x 1)	3.83%	3.65%	4.00%	3.81%	G	10/oct/2013	25/oct/2013
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x 1)	3.85%	3.55%	4.00%	3.85%	S/C	10/oct/2013	25/oct/2013
Invertir Udibono Dic'17	1.13%	0.95%	1.28%	1.35%	P	09/ago/2013	10/sep/2013
Recibir TIIE-IRS 9 meses (9x 1)	4.50%	4.32%	4.65%	4.31%	G	21/jun/2013	12/jul/2013
Diferencial TIIE-Libor 10 años	390pb	365pb	410pb	412pb	P	07/jun/2013	11/jun/2013
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x 1)	4.22%	4.00%	4.30%	4.30%	P	19/abr/2013	31/may/2013
Invertir Udibono Jun'22	1.40%	1.20%	1.55%	0.97%	G	15/mar/2013	03/may/2013
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x 1)	4.60%	4.45%	4.70%	4.45%	G	01/feb/2013	07/mar/2013
Invertir Mbono Nov'42	6.22%	5.97%	6.40%	5.89%	G	01/feb/2013	07/mar/2013
Invertir Udibono Dic'13	1.21%	0.80%	1.40%	1.40%	P	01/feb/2013	15/abr/2013
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x 1)	4.87%	4.70%	5.00%	4.69%	G	11/ene/2013	24/ene/2013
Recibir TIIE Pagar Mbono 10 años	46pb	35pb	54pb	54pb	P	19/oct/2012	08/mar/2013
Diferencial TIIE-Libor 10 años	410pb	385pb	430pb	342pb	G	21/sep/2013	08/mar/2013
Invertir Udibono Dic'12	+0.97%	-1.50%	+1.20%	-6.50%	G	01/may/2012	27/nov/2012
Invertir Udibono Dic'13	+1.06%	0.90%	+1.35%	0.90%	G	01/may/2012	14/dic/2012

1 Ganancias de carry y roll-down de 17pb

2 Cerrada en un nivel menor al objetivo y antes del plazo propuesto debido a condiciones de mercado que cambiaron relativo a nuestra perspectiva. G = Ganancia, P = Pérdida

**Ideas de inversión tácticas de corto plazo**

Recomendación	P/G*	Entrada	Salida	Apertura	Cierre
Largo USD/MXN	G	19.30	19.50	11-oct-19	20-nov-19
Largo USD/MXN	G	18.89	19.35	20-mar-19	27-mar-19
Largo USD/MXN	G	18.99	19.28	15-ene-19	11-feb-19
Largo USD/MXN	G	18.70	19.63	16-oct-18	03-ene-19
Corto USD/MXN	G	20.00	18.85	02-jul-18	24-jul-18
Largo USD/MXN	G	19.55	19.95	28-may-18	04-jun-18
Largo USD/MXN	G	18.70	19.40	23-abr-18	14-may-18
Largo USD/MXN	G	18.56	19.20	27-nov-17	13-dic-17
Largo USD/MXN	P	19.20	18.91	06-nov-17	17-nov-17
Largo USD/MXN	G	18.58	19.00	09-oct-17	23-oct-17
Corto USD/MXN	P	17.80	18.24	04-sep-17	25-sep-17
Largo USD/MXN	G	14.40	14.85	15-dic-14	5-ene-15
Largo USD/MXN	G	13.62	14.11	21-nov-14	3-dic-14
Corto EUR/MXN	G	17.20	17.03	27-ago-14	4-sep-14

Fuente: Banorte

**Registro histórico de recomendaciones direccionales en el mercado cambiario\***

Recomendación	Entrada	Objetivo	Stop-loss	Cierre	P/G*	Fecha apertura	Fecha Cierre
Direccional: Largo USD/MXN	18.57	19.50	18.20	18.20	P	19-ene-18	02-abr-18
Direccional: Largo USD/MXN	14.98	15.50	14.60	15.43	G	20-mar-15	20-abr-15
Direccional: Corto EUR/MXN	17.70	n.a.	n.a.	16.90	G	5-ene-15	15-ene-15
Direccional: Corto USD/MXN	13.21	n.a.	n.a.	13.64	P	10-sep-14	26-sep-14
USD/MXN call spread**	12.99	13.30	n.a.	13.02	P	6-may-14	13-jun-14
Corto direccional USD/MXN	13.00	12.70	13.25	13.28	P	31-oct-13	8-nov-13
Corto limite USD/MXN	13.25	12.90	13.46	--	--	11-oct-13	17-oct-13
Corto EUR/MXN	16.05	15.70	16.40	15.69	G	29-abr-13	9-may-13
Largo USD/MXN	12.60	12.90	12.40	12.40	P	11-mar-13	13-mar-13
Largo USD/MXN	12.60	12.90	12.40	12.85	G	11-ene-13	27-feb-13
Táctico corto limite en USD/MXN	12.90	12.75	13.05	--	--	10-dic-12	17-dic-12
Corto EUR/MXN	16.64	16.10	16.90	16.94	P	03-oct-12	30-oct-12

\* Únicamente rendimiento de la posición en el spot (sin incluir carry)

\*\* Strike bajo (long call) en 13.00, strike alto (short call) en 13.30. Costo de la prima de 0.718% del notional

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, 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, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Eridani Ruibal Ortega, 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 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
<b>COMPRA</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	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.**

<b>Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Relación con Inversionistas</b>			
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
<b>Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados</b>			
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
<b>Análisis Económico</b>			
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
<b>Estrategia de Mercados</b>			
Manuel Jiménez Zaldivar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
<b>Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio</b>			
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
<b>Análisis Bursátil</b>			
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
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
<b>Análisis Deuda Corporativa</b>			
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
<b>Estudios Económicos</b>			
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
<b>Banca Mayorista</b>			
Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
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) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
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) 5004 - 1454