

## Perspectiva 2T20 – Deterioro en la salud de la economía y los mercados financieros

3 de abril 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 Coronavirus se ha convertido en la mayor preocupación del mundo y se ha transformado en el principal catalizador de los mercados financieros internacionales. Esta es una nueva realidad que continuará moldeando nuestras vidas diarias por un periodo de tiempo desconocido, con importantes implicaciones sanitarias y económicas. Además, este choque está golpeando la economía mundial en momentos de un ciclo expansivo tardío. El alto grado de incertidumbre, junto con un contagio de alta velocidad, ha afectado el sentimiento de todo tipo de inversionistas y ha aumentado con fuerza la probabilidad de una recesión económica mundial este año.

Esta situación ha dado lugar a una rápida respuesta de los responsables de las políticas públicas. Por si fuera poco, a este pesimismo se sumó el implacable entorno negativo de los mercados petroleros, con algunas similitudes con la crisis de 2014-2016. Los precios del crudo han experimentado una fuerte caída tras [la ruptura del acuerdo de la OPEP+](#) tras la última reunión del cartel el pasado 5 de marzo en Viena, especialmente entre de Rusia y Arabia Saudita. En términos generales, el mundo está entrando en territorios inexplorados, lo que da lugar a una mayor aversión al riesgo que probablemente prevalecerá al menos durante el segundo trimestre de 2020.

Este es un escenario muy desafiante para México. La combinación de choques ya mencionada han provocado una serie de reducciones significativas en [las previsiones del PIB para este año](#) y suponen un riesgo importante para las cuentas fiscales. Consistente con este nuevo balance de riesgos, [S&P Global bajó la calificación crediticia de México y Pemex](#) de "BBB+" a "BBB" la semana pasada, dejando una perspectiva "negativa". De la misma forma, el día de hoy *Fitch Ratings* redujo la calificación de Pemex de "BB+" a "BB", también con perspectiva "negativa". Considerando los grandes retos de esta nueva realidad, en México se han llevado a cabo una serie de anuncios de acciones para mitigar los efectos de la pandemia, tanto de Banxico como [del gobierno federal](#). Además de lo ya anunciado, probablemente se implementarán más medidas en este trimestre en línea con lo que está pasando en el mundo.

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

Fin de periodo

	1T20	2T20	3T20	4T20	2020
PIB (% anual)	-0.7	-8.3	-4.9	-0.3	-3.5
Inflación (% anual)	3.4	3.3	3.5	3.6	3.6
USD/MXN	23.67	25.01	22.63	22.00	22.00
Tasa de referencia de Banxico (%)	6.50	5.50	5.50	5.50	5.50
TIIE de 28 días (%)	6.71	5.75	5.80	5.70	5.70
IPC (puntos)	-	-	-	37,600	37,600

Fuente: Banorte

Documento destinado al público en general

## Las implicaciones del Coronavirus

La pandemia del Coronavirus ha ocasionado grandes estragos en la salud de la población de todo el mundo, en la dinámica económica de casi todos los países, así como en el desempeño de los mercados financieros. Las preocupaciones sobre esta crisis de salud se han incrementado en días recientes por el rápido nivel de propagación fuera de China, con el número de personas infectadas en el mundo alcanzando un millón. Dentro de los países más afectados se encuentran Estados Unidos (270,473 infectados), Italia (119,827) y España (117,710), superando a China que se ha estabilizado en 82,511 casos. Para los inversionistas el factor clave será el punto de inflexión en las curvas de contagio de estos países.

### Alejandro Padilla

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

*¿Cómo surge el Coronavirus?* Se identificó una etapa inicial en diciembre de 2019 cuando se produjo un brote de COVID-19 a nivel comunitario en la provincia china de Hubei. El rápido contagio desencadenó severas restricciones de movilidad por parte de las autoridades centrales de Pekín. Esta fase tuvo un impacto adverso a través de la interrupción de las cadenas de producción manufacturera globales. Una segunda etapa tuvo lugar a principios de este año, cuando el virus comenzó a propagarse fuera de ese país, impulsando la aplicación de algunas restricciones a los viajes entre países y otras medidas preventivas (e.g. el aislamiento voluntario), que afectan principalmente al comercio, el turismo y las industrias relacionadas con los servicios. La tercera etapa comenzó cuando la *Organización Mundial de la Salud* declaró al COVID-19 como pandemia el 11 de marzo, momento en el cual los casos de Coronavirus importados desencadenaron brotes a nivel comunitario. Esta es la fase que estamos viviendo actualmente y que probablemente concluirá hasta que se alcance un punto de inflexión en el número de casos confirmados –especialmente los nuevos– y el número de muertes, a nuestro juicio entre finales de abril y principios de mayo. En la etapa actual se han desplegado varias medidas draconianas en el mundo en materia de restricciones de movilidad (e.g. cuarentenas) para hacer frente a la rápida transmisión de la enfermedad. Las consecuencias económicas son severas tal como lo ilustran estudios como el de la OCDE (ver gráfica abajo a la derecha), afectando el consumo, empleo, comercio, turismo, inversión y básicamente todas las industrias. En respuesta a este desalentador telón de fondo, los bancos centrales han desplegado todas sus armas en coordinación con paquetes fiscales sin precedentes y medidas de emergencia de gobiernos y organizaciones multinacionales como el FMI.

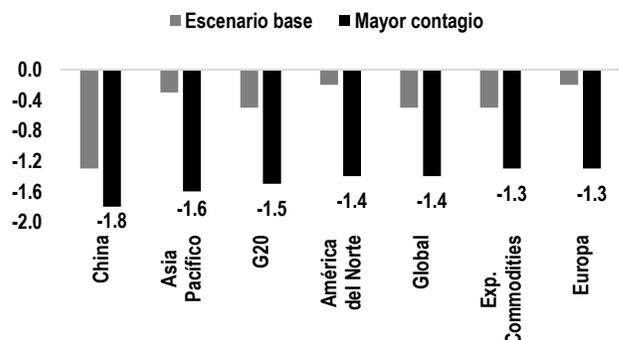
#### Personas confirmadas con COVID-19

País	Casos confirmados	Muertes
Global	1,088,878	58,382
Estados Unidos	270,473	7,064
Italia	119,827	14,681
España	117,710	11,025
Alemania	91,159	1,275
China	82,511	3,322
Francia	65,197	6,496
Irán	53,183	3,294
Reino Unido	38,688	3,605
Turquía	20,921	425
Suiza	19,606	604

Fuente: Johns Hopkins University  
Información al 3 de abril de 2020

#### Impacto del COVID-19 en crecimiento

Cambio en el PIB estimado del 2020 (pp)



Fuente: Perspectiva Económica de la OCDE (marzo 2020)

## México

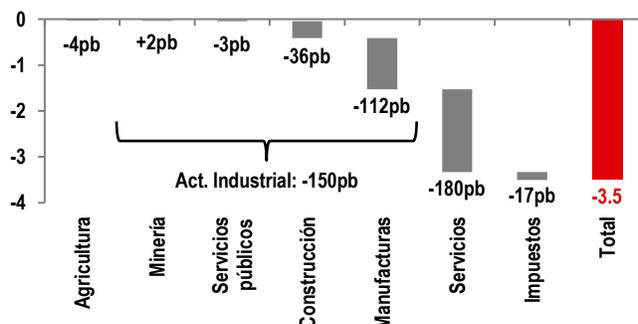
La economía mexicana se verá muy afectada por el impacto que el COVID-19 está teniendo en el mundo, tanto por su relación comercial global como por el choque interno que tendrán las medidas de mitigación. Es así que recientemente publicamos [nuestro estimado de una contracción de 3.5% a/a del PIB en 2020](#). En términos de la actividad por mes, los datos disponibles parecen señalar que [no hubo afectaciones serias en enero](#) y febrero, aunque indicadores más adelantados, [como los del IMEF](#), ya muestran una fuerte disminución de la actividad económica en marzo, con empresas y consumidores comenzando a tomar medidas de distanciamiento. El mayor impacto sería en abril, con el Gobierno Federal declarando la “emergencia sanitaria por causa de fuerza mayor” y la suspensión de actividades no esenciales del 30 de marzo al menos hasta el 30 de abril. Así, la mayor contracción sería en el 2T20 (-5.2% t/t). Después, anticipamos una recuperación secuencial en 3T y 4T (tabla abajo, derecha), aunque con una baja base de comparación que no será suficiente para crecer a tasa anual. La demanda externa sería de las más afectadas, reflejándose en las exportaciones (-6.9% a/a) e importaciones (-8.7%), altamente correlacionadas con EE.UU. en las cadenas de suministro. Ante el disparo de la incertidumbre y la debilidad económica, también esperamos una fuerte baja de 9.5% a/a en la inversión. El consumo también se desaceleraría (-2.0%), aunque en menor magnitud. Por el lado de la oferta (gráfica abajo, izquierda), los sectores más impactados serían las manufacturas –debido al choque a la demanda externa– y servicios –relacionados al consumo–. La minería podría no sufrir tanto, aunque sí estaría afectada por la caída del precio del petróleo. Cabe resaltar que los riesgos a este escenario son a la baja, al depender de la evolución, severidad y duración de la pandemia.

**Francisco Flores**

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

En inflación, mantenemos nuestro pronóstico de que cerrará el año en 3.6% a/a. Creemos que la dinámica se verá influenciada por tres principales factores. Al alza, destaca el potencial traspaso del tipo de cambio a precios, con el peso depreciándose 20.1% en el trimestre. No obstante, a la baja hay dos: (1) La disminución en precios de energéticos a nivel global; y (2) la ampliación de la brecha del producto. En términos de política monetaria, anticipamos que [Banxico continuará recortando su tasa de referencia, cerrando el año en 5.50%](#). Consideramos que estará evaluando la importancia relativa de: (1) La desaceleración económica; (2) la postura monetaria relativa con otros países, en especial de EE.UU.; (3) un panorama inflacionario muy incierto pero que podría ser favorable en el corto plazo; y (4) los mayores riesgos a la estabilidad financiera, tales como [bajas adicionales a la calificación crediticia](#).

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



Fuente: Banorte

**PIB 2020**

% a/a cifras originales; % t/t cifras ajustadas por estacionalidad

% a/a	1T20	2T20	3T20	4T20	2020
<b>PIB</b>	<b>-0.7</b>	<b>-8.3</b>	<b>-4.9</b>	<b>-0.3</b>	<b>-3.5</b>
Consumo privado	0.2	-6.3	-2.5	0.3	-2.0
Inversión	-8.3	-18.2	-8.9	-2.4	-9.5
Exportaciones	-2.7	-22.4	-7.0	5.4	-6.9
Importaciones	-7.0	-21.7	-6.5	0.3	-8.7
<b>% t/t</b>					
<b>PIB</b>	<b>-0.8</b>	<b>-5.2</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>	<b>--</b>

Fuente: Banorte

## Estados Unidos

La propagación del Coronavirus se ha extendido más de lo que cualquiera hubiera pensado en este país, llevando a fuertes ajustes a la baja en los estimados de crecimiento. Si bien ha habido respuestas sin precedentes de política monetaria y fiscal, no se podrá evitar una fuerte caída del PIB, que estimamos en -2.3% a/a este año (ver tabla abajo). Estados Unidos es ya el epicentro de la pandemia, con el mayor número de casos a nivel global, llevando al endurecimiento de las medidas de contención desde mediados de marzo.

Por el lado de los consumidores, el impacto hasta ahora se ha sentido principalmente sobre las ventas de bienes (-13.3% m/m en febrero), particularmente en los duraderos (-7.6% m/m), mientras que los servicios se mantuvieron fuertes. Esperamos que, a partir de marzo, estos últimos muestren una profunda caída. El pronunciado impacto en el mercado laboral y la confianza se reflejará en el gasto de las familias incluso meses después de que se pueda controlar la propagación. En tanto, las decisiones de inversión se han frenado en medio de una fuerte disrupción de las cadenas productivas y la incertidumbre sobre la magnitud y duración del impacto del virus.

En este contexto, esperamos que la actividad económica se haya contraído 0.8% trimestral anualizada en 1T20, con una caída de 0.8% en el consumo privado, -7.8% en la inversión fija y -5.9% en las exportaciones. El 2T20 sería el más débil, con una contracción del PIB de 17.5% trimestral anualizada derivada de una caída de 18.5% del consumo, un desplome de 21.9% en la inversión fija y reducciones de 18.5% y 15.1% en exportaciones e importaciones, en el mismo orden. Tras estas caídas, esperamos que las actividades se vayan normalizando de forma gradual, anticipando un repunte del PIB en 3T20 y 4T20 de 5.1% y 1.8%, respectivamente. Por su parte, el mayor impacto en el mercado laboral se observaría en abril y mayo, donde experiencias anteriores de crisis anticipan caídas superiores a las 500 mil plazas al mes y una tasa de desempleo que podría alcanzar niveles por encima de 10%.

Creemos que los estímulos, incluyendo tres (o más) paquetes fiscales, [el último de ellos el más grande de la historia](#), además de una serie de medidas del Fed para otorgar créditos, ayudarán a la recuperación más tarde en el año bajo el supuesto que se controlará la expansión del COVID-19. Anticipamos también que el Fed siga tomando medidas destinadas a incrementar la liquidez e incluso mayor impulso del lado fiscal. Por último, consideramos que la respuesta tanto de Republicanos como de Demócratas a los efectos de la propagación del Coronavirus será determinante en las elecciones presidenciales del 3 de noviembre, en donde la posibilidad de que Trump pueda reelegirse ha caído con fuerza.

### Estimados Banorte sobre Estados Unidos

	1T20	2T20	3T20	4T20	2020**
<b>PIB (% t/t anualizado)*</b>	-0.8	-17.5	5.1	1.8	-2.3
Consumo Privado	-0.8	-18.5	6.1	2.0	-2.2
Inversión Fija	-7.8	-21.9	2.0	0.8	-5.6
Exportaciones	-5.9	-18.5	-0.4	3.4	-4.9
Importaciones	-6.6	-15.1	-0.8	3.6	-5.9
<b>Inflación (% anual, promedio)</b>	2.0	1.5	1.7	1.9	1.8
<b>Tasa de desempleo (% fdp)</b>	4.4	12	9.5	8.1	8.1
<b>Creación de empleo (miles)</b>	-212	-2,900	405	530	-2,177

\* En el PIB, todas las tasas son t/t anualizadas excepto para todo 2020, que se refiere a la tasa anual  
Fdp: fin de periodo. Fuente: Banorte

## Global

La propagación del Coronavirus apunta a un escenario de recesión global en 2020. Las respuestas de política monetaria y fiscal no se han hecho esperar en las diferentes regiones, con algunos de los principales bancos centrales tomando incluso acciones coordinadas (*e.g.* BoE). Por su parte, los estímulos fiscales en países desarrollados han estado principalmente enfocados en apoyos directos y mayor financiamiento a familias y empresas afectadas por esta crisis. A pesar de lo anterior, la economía global difícilmente evitará una contracción este año, que de acuerdo con el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) será de 0.4%, asumiendo que la propagación se controla en verano y una recuperación de la actividad en el segundo semestre.

Las acciones de política monetaria en los países desarrollados han incorporado el uso de todas las herramientas que los bancos centrales tienen a su alcance (reinstalando o incrementando los programas de compra de activos *QE*, nuevas facilidades de liquidez –algunas con otros países– y de crédito, entre otras). Esto se da un entorno donde su principal herramienta, la tasa de interés, estaba en muchos casos muy cerca del “límite inferior” de 0% incluso antes del COVID-19. Los mercados emergentes también han recortado sus tasas de referencia a pesar de la fuerte depreciación de sus monedas y salidas de capitales, intentando aminorar la fuerte contracción esperada en sus economías.

China, donde inició la pandemia, tomó medias de contención antes que otros, con el periodo de cuarentena iniciando el 23 de enero en Wuhan hasta el 10 de febrero, cuando terminó la extensión del feriado por el Año Nuevo Lunar. De esta manera, el país asiático habrá experimentado una fuerte contracción del PIB en 1T20, la que estimamos superior al 10% *a/a*. Sin embargo, y a diferencia de otras regiones donde el mayor efecto se sentirá en 2T20, China probablemente mostrará una recuperación en el segundo trimestre. En este contexto, los indicadores PMI de marzo repuntaron por encima del nivel crítico de 50pts, tanto en manufacturas como en servicios. Estimamos que la economía podría crecer cerca de 6% en 2T20 y 3T20, aunque la recuperación estaría limitada por las caídas de la demanda agregada en EE.UU. y la Eurozona, que justo están experimentando lo que este país vivió hace unas semanas.

En la Eurozona, el estímulo monetario ha estado acompañado de agresivas medidas fiscales, relajando las reglas del *Pacto de Estabilidad y Crecimiento* para sobrepasar el límite de un déficit fiscal de 3% del PIB. No descartamos medidas adicionales en el corto plazo, en un entorno donde la región se contraerá en 1T20 seguido de una baja mayor en 2T20. Cabe destacar que, en Italia, las medidas de contención se profundizaron aún más a partir del 25 de marzo, mientras que en Alemania y España iniciaron alrededor de mediados del mes. Por su parte, se espera que España sea de las economías más afectadas de la región, debido a su alta dependencia del turismo.

Al igual que en el resto del mundo, las economías emergentes mostrarán fuertes caídas, llevándolas también a implementar estímulos, aunque en menor magnitud ya que cuentan con un menor espacio de maniobra. En Brasil no descartamos nuevos recortes de la *Selic*, actualmente en 3.75%. Además, el gobierno aprobó un apoyo mensual de 600 reales para 38 millones de trabajadores informales y 1,200 reales a madres solteras, entre otras medidas, incluso después de que el presidente Bolsonaro minimizó inicialmente el impacto del virus.

**Katia Goya**

Subdirector Economía Internacional  
katia.goya@banorte.com

## Renta Fija

Ante los efectos del Coronavirus y la caída en los precios del petróleo, el mercado de renta fija global ha observado una reacción doble: (1) Una fuerte apreciación en *Treasuries* de EE.UU. y otros bonos del G10 ante mayor demanda por refugio; y (2) severas presiones en instrumentos emergentes reflejo de una mayor prima de riesgo. Los efectos adversos esperados de la pandemia han resultado en una enorme respuesta de políticas, con bancos centrales utilizando casi todo su arsenal recortando tasas a niveles de la crisis de 2008 e implementando otras acciones no convencionales con respaldo de sus hojas de balance. Por la misma razón, los gobiernos han revelado paquetes de estímulo históricos. En este sentido, Banxico recortó su tasa 50pb en una junta fuera de calendario acompañado de otras medidas, siguiendo varias acciones de la Reserva Federal. En nuestra opinión, el cambio en las condiciones económicas ha generado un sesgo más *dovish* por parte de Banxico. En general, este panorama sugiere un mayor empinamiento en la curva mexicana y un desempeño más defensivo en instrumentos de corto plazo.

En el 1T20 la curva de Bonos M se empinó, al apreciarse 44pb en plazos cortos y medios, pero observó pérdidas de hasta 73pb al extremo largo. Los Cetes ajustaron -96pb y los Udibonos +47pb. Ante esta coyuntura, la prima de riesgo mexicana (diferencial entre Bonos M y *Treasuries* de 10 años) se deterioró a su nivel más débil desde 2008 en 713pb, cerrando marzo en 642pb desde 493pb en diciembre.

En términos de estrategia, mantenemos cautela sobre bonos de largo plazo ante su alta sensibilidad en periodos caracterizados por un aumento relevante de la volatilidad y aversión al riesgo. En nuestra opinión, los inversionistas continuarán favoreciendo liquidez y estrategias más defensivas, conforme la perspectiva para el 2T20 se mantiene retadora. En este sentido, mantenemos nuestra recomendación táctica considerando recibir derivados de TIIIE-28 de 1 (13x1) y 2 años (26x1), iniciada el 20 de marzo. En tanto, las mejores condiciones de inflación han resultado en niveles históricamente bajos de *breakevens*, especialmente en plazos cortos. A pesar de las valuaciones actuales en la parte corta de la curva de Udibonos, sugerimos esperar mejores niveles este trimestre para posiciones largas.

### Pronósticos de tasas de interés

%

Instrumento	2016	2017	2018	2019	Pronósticos 2020				Pronósticos 2021			
					1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T
<b>Tasa de referencia de Banxico</b>												
Promedio	4.29	6.75	7.64	8.00	7.05	<u>6.00</u>	<u>5.50</u>	<u>5.50</u>	5.33	<u>5.00</u>	<u>5.00</u>	<u>5.00</u>
Fin de periodo	5.75	7.25	8.25	7.25	6.50	<u>5.50</u>	<u>5.50</u>	<u>5.50</u>	<u>5.00</u>	<u>5.00</u>	<u>5.00</u>	<u>5.00</u>
<b>Cetes 28 días</b>												
Promedio	4.17	6.70	7.64	7.87	7.00	<u>5.95</u>	<u>5.50</u>	<u>5.50</u>	<u>5.40</u>	<u>5.07</u>	<u>5.07</u>	<u>5.07</u>
Fin de periodo	5.78	7.26	8.06	7.13	6.39	<u>5.45</u>	<u>5.50</u>	<u>5.50</u>	<u>5.07</u>	<u>5.07</u>	<u>5.07</u>	<u>5.07</u>
<b>TIIIE 28 días</b>												
Promedio	4.48	7.05	8.00	8.31	7.33	<u>6.25</u>	<u>5.80</u>	<u>5.75</u>	<u>5.72</u>	<u>5.46</u>	<u>5.46</u>	<u>5.46</u>
Fin de periodo	6.11	7.62	8.59	7.69	6.71	<u>5.75</u>	<u>5.80</u>	<u>5.70</u>	<u>5.46</u>	<u>5.46</u>	<u>5.46</u>	<u>5.46</u>
<b>Bono México 10 años</b>												
Promedio	6.21	7.15	7.93	7.61	6.88	<u>7.83</u>	<u>7.80</u>	<u>7.53</u>	<u>7.25</u>	<u>7.13</u>	<u>7.18</u>	<u>7.25</u>
Fin de periodo	7.44	7.64	8.63	6.85	7.09	<u>7.90</u>	<u>7.70</u>	<u>7.35</u>	<u>7.10</u>	<u>7.15</u>	<u>7.20</u>	<u>7.30</u>
<b>Bono EE.UU. 10 años</b>												
Promedio	1.84	2.33	2.91	2.14	1.38	<u>0.80</u>	<u>0.88</u>	<u>1.08</u>	<u>1.13</u>	<u>1.18</u>	<u>1.38</u>	<u>1.65</u>
Fin de periodo	2.44	2.41	2.71	1.92	0.67	<u>0.75</u>	<u>1.00</u>	<u>1.15</u>	<u>1.10</u>	<u>1.25</u>	<u>1.50</u>	<u>1.80</u>
<b>Diferencial 10 años México vs. EE.UU.</b>												
Promedio	437	482	502	547	550	<u>703</u>	<u>692</u>	<u>645</u>	<u>612</u>	<u>595</u>	<u>580</u>	<u>560</u>
Fin de periodo	500	523	592	493	642	<u>715</u>	<u>670</u>	<u>620</u>	<u>600</u>	<u>590</u>	<u>570</u>	<u>550</u>

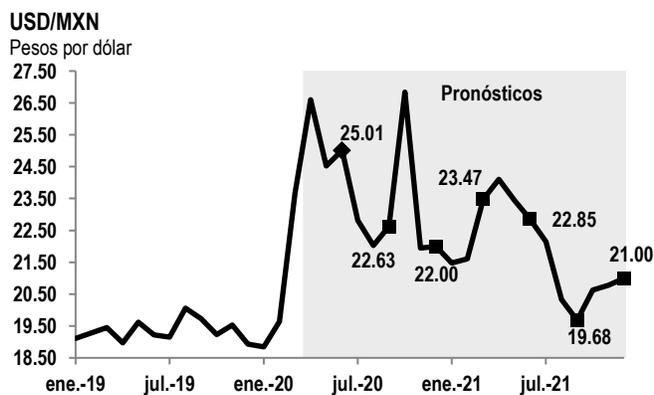
Fuente: Bloomberg y Valmer, Banorte para pronósticos. Subrayado indica pronóstico

## Tipo de Cambio

El peso mexicano registró un ajuste relevante en el 1T20. Inició con un fuerte desempeño –el mejor entre divisas emergentes– hasta el 14 de febrero, pero finalizó con una fuerte depreciación no observada desde 1995. El peso concluyó el trimestre con una pérdida de 20.1% respecto al cierre del año pasado, alcanzando un máximo histórico frente al dólar norteamericano de 23.67 (y hasta USD/MXN 25.46 el 24 de marzo). El ajuste obedeció al fuerte choque en los mercados financieros ante el adverso efecto económico resultado de la pandemia, el cual fue acentuado por el colapso en los precios del petróleo. Asimismo, conforme las estrategias de *carry* fueron liquidadas ante el violento incremento de volatilidad, el estrés financiero se aceleró y la demanda por fondeo en USD generó notables disrupciones en las condiciones de liquidez exhibidas en rangos de operación diarios del MXN de hasta  $8\sigma$  (~200 centavos). En este contexto, el USD se fortaleció en el 1T20 de manera generalizada, sólo con algunos cruces como JPY y CHF encontrando un desempeño en el margen más defensivo. Para el MXN, las métricas de volatilidad implícita se elevaron a su nivel más alto desde 2008, sugiriendo un mercado notablemente escéptico sobre mayor equilibrio en el corto plazo, a pesar de cierta estabilización reciente. Ante estas condiciones de operación, en México la Comisión de Cambios (CC) [amplió el monto](#) del programa de coberturas cambiarias y [elevó el total en circulación](#) en *NDFs*, mientras también aprovechó el establecimiento del mecanismo de la línea *swap* de Banxico con la Reserva Federal para [ofrecer subastas de crédito en USD](#). En nuestra opinión, la CC se mantendrá activa mediante este tipo de intervenciones.

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

Esperamos que las circunstancias adversas para el peso y la notable volatilidad prevalezcan en el 2T20, al menos hasta que el grado en el que la crisis de salud encuentre un punto de inflexión, especialmente visible en el número de contagios. Por ello estimamos más presiones en nuestra nueva trayectoria durante este periodo (ver gráfica y tabla abajo), dando espacio a un regreso acotado a la zona de USD/MXN 22.00 hacia finales de año. Para la segunda mitad de 2020 esperamos un desempeño que integre inicios de recuperación del brote del COVID-19, con flujos y posicionamiento agregando un factor positivo considerando la magnitud de las salidas recientes de regiones emergentes. Sin embargo, esperamos nuevos picos con el mercado retomando riesgos geopolíticos, entre ellos la elección presidencial en EE.UU. del 3 de noviembre. En términos de estrategia, vemos mayores presiones en el corto plazo, por lo que mantenemos un sesgo largo en USD.



Fuente: Banorte

### Pronósticos USD/MXN

Pesos por dólar

Periodo	Fin de periodo	Promedio
1T20	23.67	20.00
2T20	<u>25.01</u>	<u>25.38</u>
3T20	<u>22.63</u>	<u>22.49</u>
4T20	<u>22.00</u>	<u>23.59</u>
1T21	<u>23.47</u>	<u>22.19</u>
2T21	<u>22.85</u>	<u>23.46</u>
3T21	<u>19.68</u>	<u>20.72</u>
4T21	<u>21.00</u>	<u>20.80</u>

Fuente: Bloomberg, Banorte. Subrayado indica pronóstico

## Índices Accionarios

El inicio del 2020 ha sido claramente más retador y refleja una perspectiva de deterioro más acelerada de lo previsto. El complejo contexto actual se ha traducido en un fuerte sentimiento de aversión hacia activos considerados de mayor riesgo y una elevada volatilidad. Todavía es pronto para poder cuantificar el efecto real que pudiera tener el COVID-19 sobre el crecimiento económico global y, por ende, en las utilidades de las empresas, pero se espera que las medidas implementadas por distintos gobiernos y bancos centrales, tanto en el frente fiscal como en el monetario, ayuden a mitigar el impacto. No obstante, ahora hay que considerar un escenario, no sólo con un menor crecimiento a nivel global, sino también con un dólar más fuerte a lo previsto, menores tasas de interés y bajos precios del petróleo.

En este contexto, el valor de capitalización de los mercados accionarios registró una caída de 22.8% durante el 1T20. Consideramos que la volatilidad e incertidumbre en las bolsas continuará mientras no haya clara evidencia de que la epidemia se ha contenido. Lo que hemos aprendido en periodos de incertidumbre, es que se trata de algo coyuntural y tarde o temprano el valor en los mercados, y de las emisoras, será reconocido nuevamente. Mientras tanto, lo que podemos hacer es ser prudentes y tratar de enfocarnos en oportunidades que surgen para el largo plazo.

**Nivel de referencia S&P500.** Bajo este turbulento entorno, los analistas continúan recortando sus estimados de utilidades para las empresas que conforman al S&P500. El consenso de *Bloomberg* estima una caída anual de 5.9% para 2020 (vs +9.0%e en diciembre 2019) y una rápida recuperación en 2021 (+16.2%e). Con estos supuestos y un múltiplo P/U *fwd* de 16.7x, equivalente a un descuento de 5% vs el promedio de 5 años y similar al actual, estimamos un nivel de 2,775pts al cierre del año.

**Nivel de referencia IPC.** El posicionamiento de las compañías que conforman al IPC suele apoyar crecimientos mayores a los previstos para la economía en general. Por lo anterior, consideramos razonable asumir que en 2020 el EBITDA pudiera permanecer estable (+0.1% a/a). Ante un entorno donde prevemos una depreciación para el peso del 16.2% a/a, aquellas compañías con operaciones dolarizadas deberán ayudar a mitigar los impactos de un menor crecimiento interno. No obstante, se tendría un efecto negativo en la deuda neta, por lo que anticipamos un aumento del 9.2% a/a. De esta forma, al considerar un múltiplo FV/EBITDA de 6.8x (por debajo de nuestro múltiplo objetivo anterior 7.2x) obtenemos un nivel de referencia para el IPC de 37,600pts al cierre del año. La caída observada en el índice ha conducido a niveles de valuación FV/EBITDA de 6.4x, muy por debajo del múltiplo promedio observado en el último año (7.2x) y claramente sin reflejar los fundamentales de las compañías. Creemos que la expectativa de menores de tasas de interés podría contribuir a una revaluación en los múltiplos, no obstante, vemos poco probable, por el momento, regresar a los niveles de valuación anteriores durante este 2020.

### 2020: Pronóstico IPC

FV/EBITDA	EBITDA (millones de pesos)	Deuda Neta (millones de pesos)	IPC (puntos)	Rendimiento Estimado (%)
7.2x			40,849	21.2
7.0x			39,237	16.5
<b>6.8x</b>	<b>\$8,070 (+0.1%)</b>	<b>\$17,185 (+9.2%)</b>	<b>37,625</b>	<b>11.7</b>
6.6x			36,013	6.9
6.4x			34,401	2.1

Fuente: Banorte

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

## Commodities

Las materias primas concluyeron el 1T20 con un desempeño notoriamente negativo, resultado del desplome en los precios del crudo. En este sentido, los índices GSCI y BCOM disminuyeron 41.6% t/t y 23.5% t/t, respectivamente.

### Leslie Orozco

Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio  
leslie.orozco.velez@banorte.com

El petróleo alcanzó su nivel más bajo desde 2002 en marzo, con el Brent en 22 US\$/bbl conforme se ha combinado un choque simultáneo de oferta y demanda. Por un lado, el impacto económico del COVID-19 y las medidas de contención han afectado severamente las condiciones de consumo global, mientras las políticas de libre producción de Arabia Saudita y Rusia han integrado un panorama de sobreoferta histórica. Tras el colapso del acuerdo de recorte de producción colectivo de la OPEP+ el pasado 6 de marzo ante la negativa de Rusia por limitar aún más su producción, Arabia Saudita ha dirigido una guerra de precios al recortar precios oficiales de exportación y anunciar la intención de elevar la producción de abril a 12.3 Mbb/d (+27% vs febrero 2020), llevando a Saudi Aramco a su máxima capacidad. Este choque se ha reflejado en una caída en el precio del Brent de 65% t/t, generando la intervención del presidente Trump para efectuar una nueva estrategia de recorte colectivo que sume a Rusia y Arabia Saudita pronto. Bajo este contexto, el precio de la mezcla mexicana de exportación alcanzó su nivel más bajo desde 1999, al cerrar el mes en 10.8 US\$/bbl, equivalente a una caída de 81% respecto al cierre de 2019 en 56.1 US\$/bbl. Por su parte, la producción de crudo de PEMEX se incrementó a 1,729 Mbb/d en febrero desde un mínimo en enero de 2019 en 1,623 Mbb/d (+6.5%), con la meta de la petrolera establecida este año en 1,880 Mbb/d, la cual podría ponerse en riesgo ante la nueva realidad en los precios del petróleo. En términos de gasolinas, la EIA estima 1.75 US\$/gal en diciembre para el PADD 3 (-17% vs febrero 2020) exhibiendo la drástica caída del crudo; sin embargo, para el gas natural pronostica un aumento de 32% a 2.63 US\$/MMBtu.

Durante el trimestre el desempeño de los metales fue negativo excepto para el oro. Este último alcanzó máximos no vistos en 7 años de 1,680 US\$/oz t, aunque en marzo moderó su fortalecimiento cerrando el mes en 1,577 US\$/oz t (+3.9% t/t). Conservamos una visión positiva para este metal ante las acciones de estímulo en la mayoría de los bancos centrales para mitigar los efectos del COVID-19 en la economía. En industriales, el cobre alcanzó mínimos de 2016 disminuyendo 19.8% t/t ante la incertidumbre en el crecimiento económico global y una menor demanda. Consideramos que el desempeño de este metal continuará vinculado a las expectativas de recuperación económica. Por último, los granos mostraron las mayores pérdidas trimestrales desde 2015, rubro para el que esperamos una dinámica aún débil considerando una baja probabilidad de *El Niño* para 2T20.

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

Producto	Unidad	Spot*	Desempeño (%)			Pronósticos del consenso				
			2018	2019	2020	2T20	3T20	4T20	2020	2021
WTI	US\$/bbl	20.52	-24.84	34.46	-66.39	32.50	36.25	43.00	32.71	36.58
Brent	US\$/bbl	22.74	-19.55	22.68	-65.55	35.00	40.00	48.00	36.56	40.63
Gas Natural (H. Hub)	US\$/MMBtu	1.65	-0.44	-25.54	-24.58	2.10	2.20	2.55	2.05	2.48
Gasolina (RBOB)	US\$/gal	0.57	-26.43	28.26	-66.24	0.92	1.15	1.28	1.14	1.59
Oro	US\$/onza troy	1,584	-1.56	18.31	4.42	1,570	1,588	1,600	1,554	1,600
Plata	US\$/onza troy	14.03	-8.52	15.21	-21.43	15.00	15.40	16.50	16.00	17.12
Cobre	US\$/tm	4,951	-17.69	3.50	-19.81	5,450	5,500	5,600	5,663	6,050
Maíz	US\$/bu	341	0.12	-4.36	-13.68	358	370	390	375	415
Trigo	US\$/bu	569	3.47	0.40	1.25	513	515	510	515	492

Fuente: Bloomberg \*al 31/mar/20; Por sus siglas en inglés RBOB (Reformulated gasoline blendstock for oxygenate blending)

# Últimas notas relevantes

## Economía de México

- *Pre-Criterios 2021 – Se utilizarán fondos y aumentará déficit para hacer frente a COVID*, 2 de abril de 2020, <[pdf](#)>
- *S&P Global recorta calificación de México a ‘BBB’ con perspectiva ‘negativa’*, 26 de marzo de 2020, <[pdf](#)>
- *Banxico – Recorte esperado de 50pb, en una reunión inesperada*, 20 de marzo de 2020, <[pdf](#)>
- *COVID-19 y su impacto económico en México*, 20 de marzo de 2020, <[pdf](#)>

## Economía de Estados Unidos

- *Avanza en el Senado el mayor paquete de estímulo fiscal en la historia*, 25 de marzo de 2020, <[pdf](#)>
- *Nuevo triunfo de Biden en las elecciones primarias*, 18 de marzo de 2020, <[pdf](#)>
- *Acciones agresivas del Fed, seguidas de un recorte prudente por Banxico*, 17 de marzo de 2020, <[pdf](#)>
- *Todo sobre las elecciones del 3 de noviembre en EE.UU.*, 27 de febrero de 2020, <[pdf](#)>

## Economía Global

- *Decisión del ECB: Tasas sin cambios, con medidas enfocadas a aumentar la liquidez*, 12 de marzo de 2020, <[pdf](#)>
- *Reino Unido – Acción coordinada de política monetaria y fiscal*, 11 de marzo de 2020, <[pdf](#)>
- *El impacto del nuevo coronavirus sobre la economía global*, 28 de febrero de 2020, <[pdf](#)>
- *Lo más destacado del G20 2020*, 24 de febrero de 2020, <[pdf](#)>
- *Recesión global en 2021*, 7 de febrero de 2020, <[pdf](#)>

## Renta fija, tipo de cambio y commodities

- *Comisión de Cambios: Subasta de crédito en USD a través de línea swap con el Fed*, 30 de marzo de 2020, <[pdf](#)>
- *Calendario de emisiones 2T20: reducción en montos de Bonos M y Udibonos*, 23 de marzo 2020, <[pdf](#)>
- *Comisión de Cambios: Subasta por US\$ 2,000 millones*, 18 de marzo 2020, <[pdf](#)>
- *OPEP (+): Sin acuerdo para extender los recortes da inicio a una guerra de precios*, 9 de marzo de 2020, <[pdf](#)>

## **Mercado accionario**

- *AEROPUERTOS (Febrero): Crecimiento en pasajeros rebasa expectativas*, 6 de marzo de 2020, <[pdf](#)>
- *WALMEX: Las ventas crecieron a doble dígito en febrero*, 5 de marzo de 2020, <[pdf](#)>
- *NEMAK: Continuarán los retos en 2020*, 4 de marzo de 2020, <[pdf](#)>
- *RESULTADOS 4T19: Un cierre de año con mejoras en rentabilidad*, 3 de marzo de 2020, <[pdf](#)>
- *Entorno Bursátil: Quálitas y Vesta candidatas a integrarse al IPC*, 17 de febrero de 2020, <[pdf](#)>

## **Deuda Corporativa**

- *Evolución de Spreads: marzo 2020: Reporte Mensual*, 3 de abril de 2020, <[pdf](#)>
- *Lo Último en Deuda Corporativa: Marzo 2020: Incertidumbre pone freno a colocaciones*, 2 de abril de 2020, <[pdf](#)>

**Ideas de inversión más recientes**

Recomendación	P/G	Apertura	Cierre
Largos tácticos en IRS de 1 y 2 años		20-mar.-20	
Invertir en Udibono Nov'28	G	31-ene.-20	12-feb.-20
Invertir en Udibono Jun'22	G	9-ene.-20	22-ene.-20
Invertir en Bono M Nov'47	P	25-oct.-19	20-nov.-19
Invertir en Bonos M Nov'38 y Nov'42	G	16-ago.-19	24-sep.-19
Invertir en Bonos M de corto plazo	G	19-jul.-19	2-ago.-19
Invertir en Bono M Nov'42	P	5-jul.-19	12-jul.-19
Invertir en Bonos M Nov'36 y Nov'38	G	10-jun.-19	14-jun.-19
Invertir en Bonos M Jun'22 y Dic'23	G	9-ene.-19	12-feb.-19
Invertir en Bonos D	G	31-oct.-18	3-ene.-19
Invertir en Udibono Jun'22	P	7-ago.-18	31-oct.-18
Invertir en Bonos D	G	30-abr.-18	3-ago.-18
Invertir en Bonos M de 20 a 30 años	G	25-jun.-18	9-jul.-18
Cortos en Bonos M	G	11-jun.-18	25-jun.-18
Invertir en Udibono Jun'19	G	7-may.-18	14-may.-18
Invertir en Bonos M de 7 a 10 años	P	26-mar.-18	23-abr.-18
Invertir en Udibono Jun'19	G	20-mar.-18	26-mar.-18
Invertir en Bonos M de 5 a 10 años	G	5-mar.-18	20-mar.-18
Invertir en Bonos D	G	15-ene.-18	12-mar.-18
Invertir en UMS (USD) de 10 años Nov'28	P	15-ene.-18	2-feb.-18

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	9-ago.-17	6-oct.-17
Steepener 5-10 años en TIIE-IRS	28pb	43pb	18pb	31pb	G <sup>2</sup>	15-feb.-17	15-mar.-17
Steepener 5-10 años en TIIE-IRS	35pb	50pb	25pb	47pb	G	5-oct.-16	19-oct.-16
Invertir Mbono Jun'21	5.60%	5.35%	5.80%	5.43%	G	13-jul.-16	16-ago.-16
Invertir Udibono Jun'19	1.95%	1.65%	2.10%	2.10%	P	13-jul.-16	16-ago.-16
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x1)	3.92%	3.67%	4.10%	3.87% <sup>1</sup>	G	12-nov.-15	8-feb.-16
Largo dif TIIE-28 vs US Libor de 10 años	436pb	410pb	456pb	410pb	G	30-sep.-15	23-oct.-15
Recibir TIIE-IRS 9 meses (9x1)	3.85%	3.65%	4.00%	3.65%	G	3-sep.-15	18-sep.-15
Dif.TIIE-28 2/10 años (aplanamiento)	230pb	200pb	250pb	200pb	G	25-jun.-15	29-jul.-15
Invertir Mbono Dic'24	6.12%	5.89%	6.27%	5.83%	G	13-mar.-15	19-mar.-15
Recomendación de valor relativo - Bonos M 10 años (Dic'24) / aplanamiento curva					G	22-dic.-14	6-feb.-15
Pagar TIIE-IRS 3 meses (3x1)	3.24%	3.32%	3.20%	3.30%	G	29-ene.-15	29-ene.-15
Pagar TIIE-IRS 9 meses (9x1)	3.28%	3.38%	3.20%	3.38%	G	29-ene.-15	29-ene.-15
Pagar TIIE-IRS 5 años (65x1)	5.25%	5.39%	5.14%	5.14%	P	4-nov.-14	14-nov.-14
Invertir Udibono Dic'17	0.66%	0.45%	0.82%	0.82%	P	4-jul.-14	26-sep.-14
Recomendación de valor relativo - Bonos M de 5 a 10 años					G	5-may.-14	26-sep.-14
Recibir TIIE-IRS 2 años (26x1)	3.75%	3.55%	3.90%	3.90%	P	11-jul.-14	10-sep.-14
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x1)	4.04%	3.85%	4.20%	3.85%	G	6-feb.-14	10-abr.-14
Invertir Udibono Jun'16	0.70%	0.45%	0.90%	0.90%	P	6-ene.-14	4-feb.-14
Invertir Mbono Jun'16	4.47%	3.90%	4.67%	4.06%	G	7-jun.-13	21-nov.-13
Recibir TIIE-IRS 6 meses (6x1)	3.83%	3.65%	4.00%	3.81%	G	10-oct.-13	25-oct.-13
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x1)	3.85%	3.55%	4.00%	3.85%	S/C	10-oct.-13	25-oct.-13
Invertir Udibono Dic'17	1.13%	0.95%	1.28%	1.35%	P	9-ago.-13	10-sep.-13
Recibir TIIE-IRS 9 meses (9x1)	4.50%	4.32%	4.65%	4.31%	G	21-jun.-13	12-jul.-13
Diferencial TIIE-Libor 10 años	390pb	365pb	410pb	412pb	P	7-jun.-13	11-jun.-13
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x1)	4.22%	4.00%	4.30%	4.30%	P	19-abr.-13	31-may.-13
Invertir Udibono Jun'22	1.40%	1.20%	1.55%	0.97%	G	15-mar.-13	3-may.-13
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x1)	4.60%	4.45%	4.70%	4.45%	G	1-feb.-13	7-mar.-13
Invertir Mbono Nov'42	6.22%	5.97%	6.40%	5.89%	G	1-feb.-13	7-mar.-13
Invertir Udibono Dic'13	1.21%	0.80%	1.40%	1.40%	P	1-feb.-13	15-abr.-13
Recibir TIIE-IRS 1 año (13x1)	4.87%	4.70%	5.00%	4.69%	G	11-ene.-13	24-ene.-13
Recibir TIIE Pagar Mbono 10 años	46pb	35pb	54pb	54pb	P	19-oct.-12	8-mar.-13
Diferencial TIIE-Libor 10 años	410pb	385pb	430pb	342pb	G	21-sep.-12	8-mar.-13
Invertir Udibono Dic'12	+0.97%	-1.50%	+1.20%	-6.50%	G	1-may.-12	27-nov.-12
Invertir Udibono Dic'13	+1.06%	0.90%	+1.35%	0.90%	G	1-may.-12	14-dic.-12

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, 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
<b>COMPRA</b>	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	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.*

**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 Zaldívar	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	hugoa.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.cebaldos@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